

**UNIVERSIDAD MAYOR DE SAN ANDRÉS
FACULTAD DE CIENCIAS JURÍDICAS Y CS. POLÍTICAS
CARRERA DE DERECHO
INSTITUTO DE INVESTIGACIONES Y SEMINARIOS**



TESIS DE GRADO

“LA TITULARIZACIÓN COMO INSTRUMENTO DE DISMINUCIÓN DE LOS ACTIVOS IMPRODUCTIVOS DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS”

(Tesis para optar el grado de licenciatura en derecho)

POSTULANTE: DELMI NELLY OLIVERA PERALTA

TUTOR: Dr. WALTER GOMEZ GUZMAN

**LA PAZ - BOLIVIA
2008**

**Existen límites a la sabiduría
del ser humano, arbusto débil
sacudido por el viento.**

Yosho Yamamoto.

AGRADECIMIENTOS:

AL Dr. Walter Gómez Guzmán por sus conocimientos y aportes notables en el proceso de investigación.

Al Dr. Andrés V. Baldivia Calderón de la Barca por sus constante respaldo y colaboración prestada.

Al Dr. Alberto Luna Yañez por su colaboración y comprensión brindada.

Al Dr. Edgar Valverde Castaños por compartir sus conocimientos generales del proceso de investigación.

Al Dr. Hugo Castedo Peinado por su amistad, por la confianza que ha infundido en mí.

Al Dr. F. Javier Castedo Peinado por su constante respaldo enseñanza brindada.

Al Dr. Arturo Vargas Flores por su tiempo y paciencia.

A la SPVS-IP

A mis amigos.

Y a todas aquellas personas que de un modo u otro, hicieron posible la elaboración de esta investigación.

RESUMEN DE LA TITULARIZACIÓN

La presente investigación es un estudio de tipo confirmatorio, que analiza la posibilidad de titularizar los activos improductivos o antifuncionales de las entidades financieras con la aplicación de procesos de Titularización mediante el cual se constituye un patrimonio autónomo, cuyo propósito exclusivo es generar liquidez a dichas entidades financieras que por el incumplimiento de la obligación de sus prestatarios pueden adjudicarse los bienes que garantizan los préstamos.

La Titularización, como mecanismo de financiamiento de los activos improductivos o antifuncionales de las entidades financieras cuyo propósito general es la liquidez de los activos improductivos o antifuncionales permite que tengan liquidez puesto que los valores emitidos por los entes fiduciarios son negociables en el Mercado de Valores; posibilitando así la obtención de liquidez en condiciones competitivas de mercado en cuanto a costos financieros, adoptan la figura de la titularización con el propósito de alcanzar un mayor desarrollo, profundizar el mercado de capitales, a través de Nuevos títulos, Nuevos participantes para brindar una nueva alternativa de financiamiento a las empresas y como tal potenciar a las entidades financieras en la ciudad de La Paz debido a que en este departamento se encuentra concentrada una de las más altas tasas de pasivos bancarios según datos proporcionados por la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras de los siguientes bancos Banco Bisa S.A, Banco de Crédito y Banco Mercantil Santa Cruz al 31 de agosto de 2003 cuentan con 3.890 tres mil ochocientos noventa millones de dólares americanos en activos improductivos o antifuncionales las que también podrían ser titularizados. Aproximadamente un 15 % a 20% por ciento de los activos improductivos o antifuncionales de las entidades financieras bancarias son destinados a financiar créditos, porcentaje que puede multiplicarse indefinidamente con la titularización dependiendo de la rotación de sus carteras.

Los aspectos legales y operativos c i financiero tienen la posibilidad de estructurar procesos de titularización. Los beneficiarios de la titularización son todos los participantes tanto bancos como mutuales al colocar títulos valores a través del mercado de valores respaldados por sus activos improductivos o antifuncionales que generarán nuevos recursos los que podrán ser utilizados para realizar operaciones activas de crédito. Adicionalmente disminuiría la relación de riesgo/ patrimonio, manteniendo su patrimonio estarían en la posibilidad de ampliar indefinidamente la cartera, en función de la velocidad con que roten sus carteras y su capacidad de conceder créditos.

INDICE

RESUMEN DE LA TITULARIZACIÓN	
1. INTRODUCCIÓN	1
.....	1
2. IDENTIFICACIÓN DEL PROBLEMA.....	2
.....	2
3. PROBLEMATIZACIÓN.....	3
.....	3
4. DELIMITACIÓN DEL TEMA	3
.....	3
4.1. Temática.....	3
.....	3
4.2. Espacial.....	3
.....	3
4.3. Temporal.....	3
.....	3
5. FUNDAMENTACIÓN E IMPORTANCIA DEL TEMA DE LA TESIS.....	4
.....	4
6. OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN	5
.....	5
6.1. Objetivo General	5
.....	5
6.2. Objetivo Especifico	5
.....	5
7. MARCO TEÓRICO REFERENCIAL	5
.....	5
7.1. HISTORICO	5
.....	5
7.2. MARCO TEORICO	6
.....	6

7.3. MARCO CONCEPTUAL	7
7.4. MARCO JURÍDICO.....	9
8. HIPOTESIS.....	10
9. VARIABLES	10
9.1. Variable Independiente	10
9.2. Variable Dependiente.....	10
9.2.1. Operacionalización de las Variables.....	10
9.3. Unidades de Análisis	12
9.4. Nexos Lógicos	12
10. METODOS UTILIZADOS EN LA TESIS.....	12
10.1. Generales	13
10.2. Específicos	13
11. TECNICAS UTILIZADAS EN LA TESIS	14
12. ESTRUCTURA DE LA TESIS	15
CAPITULO I.....	16

MERCADO DE VALORES	16	
.....		
1.1 SISTEMA FINANCIERO.....	16	
.....		
1.2. EL MERCADO DE VALORES	17	
.....		
1.3. CLASIFICACIONES DEL MERCADO DE VALORES.....	19	
.....		
1.3.1. Cuando es o no la primera transacción	19	
.....		
1.3.2. Tomando en cuenta su organización.	20	
.....		
1.3.3. De Acuerdo con la vigencia de los valores.-	21	
.....		
1.3.4. De acuerdo con el tipo de rentabilidad que otorgan los valores.	22	22
1.4. OFERTA PÚBLICA DE VALORES.....	22	
.....		
1.5. VALORES	23	
.....		
1.6. CLASIFICACIÓN DE VALORES	25	
.....		
1.6.1. Según su cualidad o Naturaleza	25	
.....		
1.6.2. Según su Garantía.....	26	
.....		
1.6.3. Según si tiene o no consignado su titular.....	27	
.....		
1.6.4. Según la forma de cálculo del rendimiento	27	
.....		
1.7. EMISORES DE VALORES.....	28	
.....		
1.8. LAS BOLSAS DE VALORES.....	28	
.....		

1.9. AGENCIA DE BOLSA	33
1.10. PATRIMONIO AUTONOMO.....	34
1.11. ACTIVO FIJO	35
1.12. ACTIVO CIRCULANTE	36
1.13. ACTIVO REALIZABLE	37
1.14. ACTIVO IMPRODUCTIVO O ANTIFUNCIONAL	38
CAPITULO II	39
LA TITULARIZACIÓN	39
2.1 ORIGEN.....	39
2.2. GENERALIDADES.....	42
2.3. CONCEPTO.....	44
2.4. PARTICIPANTES EN EL PROCESO DE TITULARIZACIÓN	47
2.4.1. Originador o Empresa Originadora.....	47
2.4.2. Vehículo o Emisor	48
2.4.3. Clasificadoras de Riesgo.....	52
2.4.4. Inversionista.....	56

2.4.5. Administrador.....	56
2.4.6. El Tomador o Colocador	57
2.4.7. Depositario.....	58
2.4.8. Garante.....	58
2.4.9. Representante de Tenedores de Valores.....	58
2.5. TIPOS DE TITULARIZACIÓN.-	59
2.5.1. Títulos de traspaso directo (Pass –Thourgh).....	59
2.5.2. Los bonos respaldados por activos o Mortgage Backed Bonds (ABB)	60
2.5.3. Los títulos de pago directo o Pay –Through	61
2.6. PROCESO BÁSICO DE TITULARIZACIÓN	64
2.6.1. Vías de Estructuración	64
2.7. MECANISMOS DE COBERTURA.....	64
2.7.1. Mecanismos Internos de Titularización o Cobertura.....	66
2.7.1.1. Subordinación de la Emisión.....	66
2.7.1.2. Sobrecolateralización de Cartera.....	67
2.7.1.3. Exceso de Flujo de Caja	67

2.7.1.4. Sustitución de Cartera	67
2.7.1.5. Contratos de apertura de créditos.....	68
2.7.1.6. Aval del originador	68
2.7.2. Mecanismos Externos de Seguridad o Cobertura	68
2.7.2.1. Avals o garantías	69
2.7.2.2. Seguro de Crédito.....	69
2.7.2.3. Depósitos de Dinero	69
2.8. TIPOS DE VALORES QUE PUEDEN EMITIRSE EN	70
PROCESOS DE TITULARIZACIÓN	
2.8.1. Naturaleza	70
2.8.2. Clases de Valores.....	70
2.8.2.1. Valores Corporativos o de Participación	70
2.8.2.2. Valores de Contenido Crediticio.....	71
2.8.2.3 Valores Mixtos	71
2.8.2.4. Valores Representativos de Anotaciones en Cuenta.....	71
2.9. CARACTERÍSTICAS DE LOS VALORES	71

CAPITULO III	
.....	73
SITUACIÓN BANCARIA NACIONAL	
.....	73
3.1. Titularización de créditos en el sistema mutual	
.....	78
3.2. Activos improductivos en el sistema financiero.....	
.....	82
3.2.1. Beneficios.....	
.....	82
3.2.2. Aspectos Operativos	
.....	83
 CAPITULO IV	
.....	84
LEGISLACION NACIONAL	
.....	84
4.1. La Titularización de Activos Improductivos o Antifuncionales en Bolivia	84
4.2. Marco Jurídico y Reglamentario	
.....	85
4.2.1. Ley del Mercado de Valores	
.....	86
4.3. Vía Jurídica de Transferencia.....	
.....	87
4.3.1. Decreto Supremo N° 25514.....	
.....	87
4.3.2. Cesión de Bienes o Activos	
.....	90
4.3.3. Efectos de la Cesión de Bienes	
.....	91
4.3.3.1. Irrevocabilidad	
.....	91

4.3.3.2. Solemnidad de la Cesión	92
4.3.3.3. Central de Riesgo	92
4.4. Ley de Reactivación Económica.....	93
4.5. Resolución SPVS Nº 212 de 29 de mayo de 2.000	94
4.6. Normas Tributarias.....	95
CAPITULO V	97
LEGISLACIÓN COMPARADA	97
5.1. ARGENTINA	97
5.1.1. Partes del Proceso	98
5.1.2. Activos Titularizados	99
5.1.3. Clases de Títulos Valores	99
5.1.4. Modalidad y Vehículos de Titularización	100
5.1.4.1. Fideicomiso Financiero	100
5.1.4.2. Fondos Comunes de Inversión	104
5.1.5. Reformas introducidas por la Ley 24441	107
5.1.5.1. Reformas al Código Civil	107

5.1.5.2. Letras hipotecarias y ejecución especial de hipotecas	108
5.2. COLOMBIA	110
5.2.1. Partes de Proceso	111
5.2.2. Ley 35 de 1993	112
5.2.3. Activos Titularizables	113
5.2.3.1. Clases de Activos	113
5.2.3.2. Características de los Activos	113
5.2.4. Clases de Títulos Valores	113
5.2.5. Modalidades y Vehículos de Titularización.....	114
5.2.5.1. El Fideicomiso	115
5.3.- CHILE	118
5.4. PERÚ	121
5.5. MÉXICO	122
5.6. LA EVOLUCIÓN DE LA TITULARIZACIÓN EN EUROPA.....	123
 CAPITULO VI	 128

MÉTODO Y RESULTADO	128
6.1. TIPO DE ESTUDIO	128
6.2. TÉCNICAS DE ESTUDIO	129
6.3. ARGENTINA	130
6.4. COLOMBIA	131
6.5. ECUADOR	132
6.5.1. Entrevistas Estructuradas.....	133
6.5.1.1. Universo de Estudio.....	134
6.5.1.2. Muestra de Estudio.....	134
6.5.1.2.1. Autoridades - Funcionarios Bolivianos....	134
6.5.1.2.2. Gerentes – Asesores de Entidades Financieras.....	135
6.5.1.2.3. Abogados	136
6.5.1.2.4. Especialistas	136
6.5.2. Resultados.....	136
6.5.2.1. Elementos Básicos de la Titularización....	136
6.5.2.2. Factibilidad de la titularización por tipo de	

activo o bien en Bolivia.....	140
6.5.2.3. Entidades financieras indicadas para participar en titularización de los activos improductivos o antifuncionales de las entidades financieras en Bolivia	143
6.5.2.4. Beneficios de la titularización de los activos improductivos o antifuncionales de las entidades financieras como originadores	145
6.5.2.5. Partes necesarias y suficientes en un proceso de titularización en Bolivia.....	147
6.5.2.6. Emisión de valores adecuados para titularización de los activos improductivos en mutuales ..	150
6.5.3. Encuestas vía Cuestionario.....	151
6.5.3.1. Universo de Estudio.....	152
6.5.3.2. Muestra de Estudio.....	152
6.5.3.3. Resultado	153
6.5. ANÁLISIS Y VERIFICACIÓN DE LA HIPÓTESIS.....	153
CAPITULO VII	157
CONCLUSIONES	157

7.1. NATURALEZA JURÍDICA	157
7.2. ANALISIS GENERAL DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN.....	157
7.2.1. CATEGORIZACIÓN DE LOS TITULOS EMITIDOS MEDIANTE LA TITULARIZACIÓN.....	158
7.3. ELEMENTOS O PARTICIPANTES DEL PROCESO.....	158
7.3.1. Originador.....	158
7.3.2. Sociedades de Titularización	159
7.3.3. Administrador o Servicer	159
7.4. DISPOSICIONES REFERENTES Y ACTUALIDAD.....	160
7.5. CONCLUSIONES GENERALES	160
7.6. PROPUESTA	161
BIBLIOGRAFIA	162
LIBROS.....	162
ANEXOS.....	165
ANEXO 1	166
TITULARIZACIÓN INMOBILIARIA.....	166

Titularización Inmobiliaria.....	166
Titularización Inmuebles.....	167
Titularización de Proyectos de Construcción.....	167
Titularización a Partir de Fondos Inmobiliarios	169
TITULARIZACIÓN DE OBRAS DE INFRAESTRUCTURA.....	170
Y SERVICIOS PÚBLICOS	
Titularización para la financiación de Obras de	171
Infraestructura y Prestación de Servicios Públicos	
Titularización para la Financiación de Obras Públicas.....	171
de Infraestructura Vial	
Titularización a partir de Fondos de obras de.....	172
Infraestructura y de Servicios Públicos	
TITULARIZACIÓN DE VALORES	172
ANEXO 2	173
ESPAÑA	173
Antecedentes de la Titularización.....	173
Estructura Legal y Tributaria	174

Estructura Reguladora	174
Incremento Potencial de la Titularización	175
GRAN BRETAÑA, INGLATERRA	176
GRAN BRETAÑA.....	176
La banca en Gran Bretaña	178
Antecedentes de la titularización	179
Actividad Actual	180
Sistema Legal y Tributario.....	183
Estructura del Préstamo Titularizado.....	183
Impuestos	184
Estructura Reguladora	184
Crecimiento Potencial de la Titularización	186
El potencial para cada categoría de acciones es discutido a continuación	187
Préstamos para Hipotecas Residenciales	
Propiedades Comerciales	189
Préstamos Personales y Tarjetas de Crédito	190
Otras Acciones.....	191

FRANCIA	191
.....	191
SUECIA.....	196
.....	196
Antecedentes de la Titularización.....	196
.....	196
Estructura Legal y Tributaria	197
.....	197
Estructura Reguladora	197
.....	197
ITALIA.....	198
.....	198
Antecedentes de la Titularización.....	198
.....	198
Estructura Legal y Tributaria	199
.....	199
Estructura Reguladora	199
.....	199
ALEMANIA.....	200
.....	200
Antecedentes de la titularización.....	200
.....	200
Estructura Legal y Tributaria	201
.....	201
Estructura Reguladora	201
.....	201
BÉLGICA	202
.....	202
FINLANDIA	202
.....	202
REPÚBLICA DE IRLANDA.....	203
.....	203

ANEXO 3	204
GRAFICOS	205
ANEXO 4	211
GACETA OFICIAL DE BOLIVIA.....	212
DECRETO SUPREMO Nº 25514 DE 17 DE SEPTIEMBRE DE 1999.....	213
ANEXO 5	224
BALANCE SUPERINTENDENCIA DE BANCOS Y ENTIDADES	225
FINANCIERAS GESTIONES 2003.....	226
ANEXO 6	231
BALANCE SUPERINTENDENCIA DE BANCOS Y ENTIDADES	232
FINANCIERAS GESTIONES -2006	

I. INTRODUCCIÓN.-

El presente trabajo tiene por objetivo demostrar que la Titularización es un instrumento jurídico financiero que puede incrementar la liquidez de las entidades bancarias, frente a los activos improductivos o antifuncionales emergentes de los créditos bancarios no pagados.

Los aspectos legales y operativos del sistema financiero tienen la posibilidad de estructurar procesos de titularización. Los beneficiarios de la titularización son todos los participantes tanto bancos como mutuales a través del mercado de valores respaldados por sus activos improductivos o antifuncionales, que generarán nuevos recursos los que podrán ser utilizados para realizar operaciones activas de crédito. Adicionalmente disminuiría la relación de riesgo/patrimonio, manteniendo su patrimonio estarían en la posibilidad de ampliar indefinidamente la cartera, en función de la velocidad con que roten sus carteras y su capacidad de conceder créditos.

Las entidades bancarias a diciembre de 2006 cuentan con una disponibilidad de Bs.4.379.343,00, en tanto que los bienes recibidos en recuperación de créditos (que constituyen los activos improductivos o antifuncionales para los Bancos) alcanzan a la suma de Bs. 985.335,00; es decir que dichos bienes equivalen al 22,5 % de la disponibilidad de los bancos, con lo que éstos dejan de percibir un monto considerable de intereses por dichos bienes que, porcentualmente hablando, resulta totalmente significativo, generando esta situación pérdida para el banco y, de ahí mismo surge la calificación de activos improductivos o antifuncionales para esos bienes¹.

¹ fuente para los datos, Superintendencia de Bancos y entidades financieras.

1. ENUNCIADO DEL TEMA.-

**LA TITULARIZACIÓN COMO INSTRUMENTO DE DISMINUCION DE LOS
ACTIVOS IMPRODUCTIVOS DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS.**

2. IDENTIFICACIÓN DEL PROBLEMA.-

Los aspectos legales y operativos del sistema financiero tienen la posibilidad de estructurar procesos de titularización. Los beneficiarios de la titularización son todos los participantes tanto bancos como mutuales al colocar valores a través del mercado de valores respaldados por sus carteras hipotecarias, que generarán nuevos recursos los que podrán ser utilizados para realizar operaciones activas de crédito. Adicionalmente disminuiría la relación de riesgo/patrimonio, manteniendo su patrimonio estarían en la posibilidad de ampliar indefinidamente la cartera, en función de la velocidad con que roten sus carteras y su capacidad de conceder créditos.

Las entidades bancarias al 31 de agosto de 2003 cuentan con 3.890 tres mil ochocientos noventa millones de dólares americanos en cartera hipotecaria las que también podrían ser titularizados. Aproximadamente un 15 % a 20% por ciento de la cartera hipotecaria de las entidades financieras bancarias son destinados a financiar la vivienda porcentaje que puede multiplicarse indefinidamente con la titularización dependiendo de la rotación de sus carteras. El otro 80 % a 85 % por ciento de créditos hipotecarias de las entidades bancarias no destinadas a financiar a financiar la vivienda también pueden ser titularizadas.

3. PROBLEMATIZACIÓN.-

¿La falta de una regulación jurídica adecuada impide a las entidades financieras aplicar la titularización sobre activos improductivos o antifuncionales, lo que les impide tener mayor liquidez y generar más oferta de capital?

4. DELIMITACIÓN DEL TEMA.-

4.1. TEMATICA.-

La investigación se suscribió en el Derecho Comercial y Bancario toda vez que el sistema Bancario y la Titularización se encuentran reguladas por ambas ramas.

4.2. ESPACIAL.-

Se desarrolló en la ciudad de La Paz debido que en este departamento se encuentra concentrada una de las más altas tasas de pasivos bancarios según datos proporcionados por la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras de los siguientes bancos Banco Bisa S.A, Banco de Crédito y Banco Mercantil Santa Cruz.

4.3. TEMPORAL.-

Comprende los años 2003 porque en este año se ve mayor incremento de activos improductivos o antifuncionales bancarios, 2006 que es el tiempo en el cual se ve con mayor afluencia de las personas para obtener créditos los mismos que se dan con mayores exigencias de acuerdo al ultimo dato de la

Superintendencia de Bancos donde hay incremento de los activos improductivos o antifuncionales de los Bancos.

5. FUNDAMENTACIÓN E IMPORTANCIA DEL TEMA DE LA TESIS

Los Bancos o las Entidades Bancarias, dentro de la estructura del mercado de capitales, en Bolivia son una de las principales fuentes de financiamiento por lo que un sistema bancario saludable coadyuva en forma importante al desarrollo del país.

La crisis económica por la que atraviesa el país a determinado que los prestatarios de las entidades bancarias no cumplan con sus obligaciones frente a dichas entidades, con lo que dichos bancos se han encontrado con pasivos incobrables que han determinado que los bancos por la vía judicial adquieran los bienes que garantizaban las obligaciones, lo cual genera iliquidez en el sistema bancario.

A pesar de existir disposiciones legales que resguardan a las entidades bancarias para el cobro de sus acreencias, la iliquidez generada por la acumulación de activos improductivos o antifuncionales determina la necesidad de establecer un mecanismo jurídico financiero que permita a los bancos disminuir sus pasivos e incrementar su liquidez, pudiendo ser este mecanismo la titularización.

6. OBJETIVOS.-

6.1. OBJETIVO GENERAL.-

- Demostrar que la Titularización es un instrumento jurídico financiero que puede incrementar la liquidez de las entidades bancarias, frente a los activos improductivos o antifuncionales emergentes de los créditos bancarios no pagados.

6.2. OBJETIVO ESPECÍFICO.-

Establecer los principios que sustentan la normativa nacional sobre la titularización para mejorar su interpretación y aplicación en relación a los activos improductivos bancarios.

7. MARCO REFERENCIAL.-

7.1. HISTORICO.-

Es inevitable que los países se adecuen a los cambios realizados por la evolución de la economía neoliberal, en el caso concreto del concierto internacional y por el desarrollo productivo nos referimos a la economía neoliberal, es así que Bolivia dio el primer paso a lo que se ha denominado política neoliberal o de economía abierta, esta política económica se consolidó con el Decreto Supremo 21060 expedido el 29 de agosto de 1985, durante la gestión del Dr. Víctor Paz Estenssoro. Este marco económico permitió la creación de la Bolsa de Valores de La Paz en 1989, la cual posteriormente atravesó grandes dificultades para poder establecerse, como la hiperinflación y la inestabilidad económica.

Los constantes cambios de gobierno sin políticas de continuidad perjudicaron el desarrollo del país. Es por esto que las reformas financieras efectuadas en nuestro país han venido configurándose en sistemas financieros modernos sujetos a una regulación y supervisión preventiva que garanticen la libre competencia de los intermediarios financieros y que permitan la aplicación de mecanismos de mercado. Sin embargo, la coyuntura evidencia retracción de la inversión privada por una contracción de la participación del sector público en el ámbito bancario con un creciente nivel de desempleo y deterioro de los ingresos de la población; por ello se ha considerado apremiante que el país busque nuevas alternativas tomando en cuenta la crisis e inestabilidad financiera mundial que dio lugar a un severo golpe al sector de la banca, la escasez de créditos y el alto costo de los recursos financieros ha generado que el crecimiento de los activos improductivos o antifuncionales se halle estancado y, en otros casos, sumamente disminuido, generando por otro lado que los pasivos bancarios se acumulen por la falta de pago de los préstamos.

7.2. MARCO TEÓRICO.-

La doctrina ayudará en gran medida a alcanzar los objetivos, justificando el por qué las instituciones Financieras necesitan nuevos medios jurídicos para permitir que los pasivos o también llamados activos improductivos o antifuncionales devengan en liquidez, así como un análisis de la situación de otros países de América Latina y Europa que complementarán nuestro estudio. Esta investigación utilizará legislación nacional y legislación comparada, para lograr un análisis completo sobre el tema.

La posición doctrinal referente a titularización adoptada por nuestra legislación de acuerdo a la Ley del Mercado de Valores N° 1834, consiste en constituir patrimonios autónomos con activos y bienes presentes o futuros bajo la administración de Sociedades de Titularización que son las receptoras de los

activos a titularizar, cuya función es la de servir de vehículo para hacer la emisión de valores que podrán ser de contenido crediticio, participación, mixtos o representados en anotaciones en cuenta. Los mencionados activos y bienes están destinados a garantizar y pagar valores emitidos a favor de inversionistas, independientes del patrimonio del cedente a este efecto llamado empresa originadora que es aquella persona en interés de la cual se conforma un patrimonio autónomo y que se obliga a transferir a la sociedad Titularizadora los activos.

Las entidades financieras son las originadoras con la posibilidad de ceder sus créditos para constituir patrimonios autónomos representados por los flujos futuros de pago realizado por los deudores de las mencionadas entidades, que se encuentran dentro de los créditos cedidos al patrimonio autónomo, los cuales son administrados por la sociedad Titularizadora.

7.3. MARCO CONCEPTUAL.-

* **TITULARIZACIÓN:** “Es el proceso en el que los derechos reales sobre los activos improductivos o antifuncionales se dan a un gestor institucional encargándole que se transfiera a los inversionistas los resultados económicos del aprovechamiento de dichos activos, incorporando la obligación jurídica del encargo en títulos, para que se facilite la circulación de la explotación económica de ellos²” .

* **FINANCIAMIENTO:** “La forma en que son financiados los activos de una empresa incluye un compromiso entre el riesgo y la rentabilidad. Para fines de análisis suponemos que las instituciones tienen una política establecida de pagos por las compras, administración, mano de obra, impuestos y otros gastos”.

² Rodríguez; Uniapravi 1993; pg. 5

El financiamiento espontáneo es el crédito comercial, y fuentes por pagar y acumulaciones que surgen espontáneamente en las operaciones diarias de la empresa³.

* **FINANCIARA:** “Aportar los recursos económicos necesarios para la creación de una empresa, El desarrollo de un proyecto o el buen fin de una operación comercial. Puede ser interna, con fondos propios, o externa a base de créditos de instituciones financieras economía y finanzas⁴.

* **MERCADO DE VALORES:** “Conjunto de transacciones sobre instrumentos representativos de valores disponibles y negociables que pueden ser objeto de comercialización y que cuya regulación es propia a cada título. Integran en este mercado en sentido estricto⁵”.

* **LAS BOLSAS DE VALORES:** La bolsa de valores es un lugar donde se realizan la transferencia de recursos monetarios (activos financieros) entre sectores de la economía, que tienen excedentes para invertir y los que por el contrario los necesitan para desarrollar sus actividades productivas⁶”.

* **ACTIVO IMPRODUCTIVO O ACTIVO ANTIFUNCIONAL:** “Es un activo de una empresa que genera perdidas o cuyos rendimientos son inferiores a los otros activos. Masa patrimonial integrada por bienes cuyo funcionamiento es antieconómico, bien por originar pérdidas, bien por ocupar el lugar de otros activos que podrían sustituirlos con ventaja, habida cuenta incluso del coste de la renovación⁷”.

³ Diccionario de Administración y Finanzas J. M. ROSENBERG.

⁴ R. TAMAMES, S. GALLEGO Diccionario Económico de Empresas.

⁵ Argeri; 1995; 20

⁶ Derecho Comercial La Paz –Bolivia Camargo Martín; 1998; 90 Editorial Tunupa.

⁷ Diccionario Económico de la Empresa Andrés S. Suárez Suárez y otros; 1995; 20

***PATRIMONIO AUTÓNOMO:** El patrimonio es uno de los conceptos básicos del [derecho civil](#) y tiene [interés](#) tanto desde el punto de vista teórico, como desde el punto de vista práctico, porque se relaciona con muchas instituciones del derecho privado.

Existen diversas y variadas acepciones del concepto de "patrimonio", que va desde el concepto jurídico estricto, pasando por el contable y económico hasta llegar a conceptos calificados como patrimonio cultural, patrimonio de la humanidad, patrimonio colectivo, corporativo etc.

Así como también algunos autores opinan que el patrimonio "no es un conjunto de objetos o de cosas, sino un conjunto de relaciones: derechos y obligaciones (Messineo)", en tanto que para Betti el patrimonio es "el conjunto de las posiciones jurídicas activas apoyadas en un sujeto⁸".

7.4. MARCO JURÍDICO.-

La Ley del Mercado de Valores define al originador, como la persona en interés de la cuál se conforma un patrimonio autónomo y que obliga a transferir a la Sociedad Titularizadora los activos que integran dicho patrimonio⁹.

Código de Comercio regula a los títulos valores en los contratos bancarios.
Ley de Bancos y Entidades Financieras regula el funcionamiento bancario.

⁸ Argeri; 1995; 20 Diccionario de Derecho Comercial y de las Empresas Buenos Aires, Argentina: Editorial Mc Graw – Hill.

⁹ Ley del Mercado de Valores N° 1834; 1998; Art. 77.

8. HIPOTESIS.-

La falta de una regulación jurídica adecuada sobre titularización, impide que las entidades financieras apliquen dicha titularización sobre sus activos improductivos o antifuncionales como un medio para generar liquidez y ampliar los créditos, perjudicando de esta manera el desarrollo del financiamiento.

9. VARIABLES.-

Las variables definidas en la hipótesis precedente son las siguientes:

9.1. VARIABLES INDEPENDIENTES.-

La falta de una regulación jurídica adecuada sobre titularización, impide que las entidades financieras apliquen dicha titularización sobre sus activos improductivos o antifuncionales.

9.2. VARIABLE DEPENDIENTE.-

Un medio para generar liquidez y ampliar los créditos, perjudicando de esta manera el desarrollo del financiamiento.

9.2.1. OPERACIONALIZACION DE LAS VARIABLES.

Se ha realizado la operacionalización de las variables, mediante una definición conceptual y operacional.

VARIABLES	DEFINICION CONCEPTUAL Y LEGAL	DEFINICION OPERACIONAL
<p>INDEPENDIENTE.- La falta de una regulación jurídica adecuada sobre titularización, impide que las entidades financieras apliquen dicha titularización sobre sus activos improductivos o antifuncionales.</p>	<p>La falta de una regulación jurídica adecuada sobre titularización, genera que la constitución de patrimonios autónomos con activos y bienes, presentes y futuros destinados a garantizar y pagar valores emitidos a favor de inversionistas independientes del patrimonio del cedente (Empresa Originadora). Es un rediseño mediante el armado de paquetes del flujo de caja que generan activos improductivos o antifuncionales con el propósito señalado. La titularización es el medio por el cual los entes fiduciarios le dan un valor para que pueda ser comercializado y así evitar que exista iliquidez bancaria.</p>	<p>Determinar que la estructuración de procesos de titularización de los activos improductivos o antifuncionales de las entidades financieras posibilitará una regulación específica en este campo. Determinar la posibilidad que la titularización de cartera hipotecaria amplíe el mercado de capitales.</p>

<p>DEPENDIENTE.- Un medio para generar liquidez y ampliar los créditos, perjudicando de esta manera el desarrollo del financiamiento.</p>	<p>La iliquidez generada por las entidades financieras posibilitaría la falta de créditos lo cual generarla un perjuicio a los entes financieros haciendo que crezcan sus activos improductivos o antifuncionales.</p>	<p>Determinar la posibilidad de alcanzar menores niveles en el déficit financiero. Determinar que las Mutuales son las entidades indicadas para financiar los créditos estructurando procesos de Titularización.</p>
--	--	--

9.3 UNIDADES DE ANALISIS.-

- * Titularización
- * Activos improductivos
- * Entidades Financieras.

9.4 NEXOS LOGICOS.-

- * La falta (de una regulación jurídica adecuada sobre la titularización de los activos improductivos de las entidades financieras).
- * ocasionan (liquidez).

El marco normativo que permita la aplicación de la titularización por parte de los Bancos a los efectos de disminuir sus activos improductivos.

10. METODOS UTILIZADOS EN LA TESIS.-

Los métodos a utilizados en la investigación son los siguientes:

10.1. GENERALES.-

En la primera etapa se utilizó el método inductivo, es decir que, partiendo de ciertos aspectos particulares de la titularización y el sistema financiero de la Ciudad de La Paz en los Bancos Bisa S.A., banco de Crédito y banco Mercantil Santa Cruz, donde se obtuvieron conclusiones generales en cuanto a la aplicación de la titularización de cualquier activo improductivo bancario, por parte de cualquier entidad financiera del país.

10.2. ESPECIFICOS.-

En la presente investigación, la metodología utilizada es:

- **método exegético.-** Se utilizó este método porque ayuda a observar cada artículo de la Ley 1834 respecto a la titularización en la bolsa de valores con la finalidad de ver donde está la cadena de titularización de los activos improductivos o antifuncionales, en las obras de derecho comercial y bancario que sigue el orden de las leyes positivas a cuya interpretación se refiere principalmente.

- **método histórico- comparativo.-** Se utilizó este método para determinar las causas y factores que determinaron la formación de las instituciones jurídicas respecto a la titularización para contribuir a comprender como las instituciones vigentes son una continuación remodelada de otras legislaciones haciendo resaltar sus afinidades y diferencias respecto a la titularización de los activos improductivos o antifuncionales de las entidades financieras.

- **construcciones jurídicas.**- Únicamente esta comprensión puede evitar que las instituciones jurídicas respecto a la titularización de los activos improductivos o antifuncionales no se salgan de su meta que es la titularización para dar a conocer el sentido y alcance del sistema financiero.

11. TECNICAS UTILIZADAS EN LA TESIS.-

Las técnicas utilizadas en la presente investigación para la confirmación de la hipótesis son las siguientes:

- **Revisión Bibliográfica de Archivos.**- En la revisión de archivos del presente marco práctico, se obtuvo información específica de la estructuración de la titularización en instituciones financieras bancarias y de ahorro y préstamo en distintos países latinoamericanos, con los resultados que están alcanzaron.

- **Entrevistas Estructuradas.**- Consistió en la formulación de una guía de preguntas directamente relacionadas con la problemática bajo estudio, la misma que será aplicada en forma discriminada por el investigador a sujetos informantes relacionados al campo de investigación a fin de obtener resultados que lleven a la confirmación de la hipótesis a objetos planteados.

- **Encuestas Vía Cuestionario.**- Comprendió a personas que se desenvuelven en el mercado de valores.

La muestra no probabilística de estudio comprendió a cien 100 sujetos informantes, los mismos que fueron entrevistados con el apoyo de una guía de preguntas estructuradas. Que supone un proceso de selección informal.

En este tipo de muestra, la elección de los sujetos no dependió de que todos tengan la misma probabilidad de ser elegidos, sino por la decisión del investigador tomando en cuenta factores como accesibilidad, conocimiento, etc.

12. ESTRUCTURA DE LA TESIS.-

La presente investigación se encuentra dividida en cuatro partes y consta de siete capítulos. La primera parte introductoria consta del primer capítulo, donde se establecen los parámetros generales de los cuales se ha desarrollado la investigación.

La segunda parte teórico doctrinal, consta de cuatro capítulos, a saber: capítulo primero el Mercado de Valores, capítulo segundo Titularización, capítulo tercero Situación Bancaria Nacional, capítulo cuarto Legislación Nacional, capítulo quinto Legislación Comparada.

La tercera parte referida al aspectos metodológicos y resultado que se encuentran plasmado en el capítulo seis Método y Resultado.

Finalmente una cuarta parte que comprende el capítulo siete donde se encuentra las Conclusiones y Recomendaciones.

CAPITULO I

MERCADO DE VALORES

1.1 SISTEMA FINANCIERO.-

El Sistema Financiero de cualquier país puede ser definido como “El conjunto de instituciones que hacen posible entre otras cosas, la existencia del intercambio comercial, pues proporciona los recursos y los medios a compañías para financiar y/o posibilitar la adquisición de bienes y servicios¹⁰.”

Este sistema permite obtener mecanismos a través de los cuales se producen movimientos de recursos financieros entre agentes económicos, es decir, que permite transferir los excesos financieros a inversiones productivas en necesidad de dichos recursos, logrando de esta manera, la creación de activos y pasivos financieros.

Esta movilización de recursos se lleva a cabo a través del denominado Sistema Financiero Indirecto o de Intermediación Financiera, desarrollado por las entidades financieras y el Sistema Financiero Directo o Mercado de Valores.

En el Sistema Financiero Indirecto los recursos se canalizan a través de instituciones bancarias, tales como los bancos comerciales, financieras, cooperativas de ahorro y crédito, empresas de seguros y reaseguros, mutuales de ahorro y préstamo, etc.

En el Sistema Financiero Directo se canalizan los recursos a través de la emisión de valores recurriendo a intermediarios tales como las Bolsas, Agentes

¹⁰ Castellanos, El ABC del mercado de capitales et al; 1998; pg. 30

de Bolsa, Fondos Mutuos, Cajas de Valores, Procesos de Titularización y otros productos de la ingeniería financiera que tienen como finalidad las transacciones en el mercado de capitales.

El mercado de valores es un espacio económico que reúne oferentes y demandantes de Valores. Conforman el mercado de valores la entidad reguladora que es la Superintendencia de Pensiones Valores y Seguros (SPVS) fusionada por la Ley de Propiedad y Crédito Popular N° 1864 de 15 de junio de 1998, con la correspondiente Intendencia de Valores que tiene la misión fundamental de promover el desarrollo sostenido del sector de valores dentro de un marco de prudencia que evite riesgos innecesarios y garantice un crecimiento controlado. La misión de la SPVS es fiscalizar y regular los tres mercados brindando información veraz y oportuna a los intermediarios, entidades auxiliares, usuarios y otros.

1.2. EL MERCADO DE VALORES

El mercado de valores es el mercado en el cual se negocian títulos valores que van desde la emisión del Valor, su primera colocación y sucesivas transferencias, hasta su extinción circulatoria por cualquier causa.

Constituye un proceso de crecimiento sostenido de la política económica, lo que proporciona el ambiente adecuado para la formación y desarrollo de un mercado de valores expedito competitivo y transparente¹¹.

En este sentido el mercado de valores es aquella parte del mercado de capitales que provee los recursos financieros hacia las actividades reales de la

¹¹ Camargo Martín; 1998; pg. 17 Bolsa de Valores un enfoque jurídico La Paz –Bolivia: Editorial Tunupa.

economía. Es en este mercado donde las empresas y el Estado forman capitales a mediano y largo plazo, el mercado de capitales de dinero y bancario conforman el sistema financiero que moviliza los ahorros y asigna el crédito por los diversos canales como bancos, financieras y otros.

El mercado de valores se divide en dos mercados que se diferencian fundamentalmente por el periodo de vigencia que tienen los valores:

El mercado de dinero, donde se negocian valores menores o iguales a un año, siendo por lo tanto de corto plazo. Nuestro mercado de valores actual está conformado por un mercado de dinero de renta fija donde la tasa de rendimiento se encuentra establecida con anterioridad a su plazo de vigencia y también es un mercado interbancario por ser los bancos quienes realizan la mayor cantidad de transacciones con estos valores con la finalidad de cubrir deficiencias temporales en los flujos de caja o para capital de operaciones.

El otro mercado es el de capitales, donde los valores son negociados con un tiempo de vigencia de mediano y largo plazo, el cual es utilizado por las sociedades para financiar y llevar adelante proyectos de gran envergadura como el aumento de la capacidad crediticia, proyectos, ampliaciones, etc.

El Artículo 739 del Código de Comercio “derogado” por la ley del mercado de valores, decía: “En el mercado de valores se ofrecen y demandan títulos valores, ya sean privados, tales como acciones, bonos, y obligaciones de sociedades anónimas y de economía mixta, así como títulos emitidos por el Estado, entidades y empresas del Estado”.¹²

¹² El título III del mercado de valores, Bolsa y otros intermediarios del Código de Comercio fue derogado por la Ley del mercado de valores, enunciamos el concepto de mercado de valores a manera de referencia.

1.3. CLASIFICACIONES DEL MERCADO DE VALORES

El mercado de valores puede ser clasificado de acuerdo con los siguientes criterios:

1.3.1. CUANDO ES O NO LA PRIMERA TRANSACCIÓN

Mercado Primario: Se entiende por mercado primario aquel en el que los Valores de oferta pública, con los que participan el Estado, las sociedades de derecho privado y demás personas jurídicas como emisores, ya sea directamente o a través de intermediarios en la venta de los mismos al público, son por primera vez colocados.¹³

Mercado Secundario: Comprende todas las transacciones, operaciones y negociaciones que se realizan con Valores de oferta pública, emitidos y colocados previamente, a través de los intermediarios autorizados¹⁴. El mercado Secundario es también el conjunto de transacciones en el que se efectúan con los Valores previamente emitidos en el mercado primario. Este mercado permite hacer líquidos los Valores, su transferencia de propiedad para convertirlos en dinero.

Esta cualidad es muy importante, ya que la liquidez, el riesgo y el rendimiento son los elementos básicos para decidir una inversión, por lo que Valores producto de la titularización deberán ser transados y comercializados normalmente en un mercado secundario y resultar atractivos a los inversionistas para obtener óptimos beneficios.

¹³ Se conoce, de manera general, al mercado primario como la venta o colaboración de valores Ley del Mercado de Valores N° 1834; Art. 4; 2

¹⁴ Ley del Mercado de Valores N° 1834; Art. 5; 2

1.3.2. TOMANDO EN CUENTA SU ORGANIZACIÓN

Mercado Bursátil: Se entiende como mercado Bursátil, el encuentro de la oferta y de la demanda de los Valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores y en las bolsas de valores, realizadas por éstas mediante intermediarios autorizados. En nuestro país al igual que en países desarrollados, las transacciones con Valores se realizan dentro de un marco normado, regulado y transparente que se conoce como Mercado Bursátil, donde los precios de los valores se forman gracias a la acción de la oferta y la demanda del mercado. Dicho de otra forma, el mercado bursátil es un conjunto de operaciones que se realizan en las bolsas de valores.

Mercado Extra bursátil: Se entiende como mercado extra bursátil el que se realiza fuera de las bolsas, con la participación de intermediarios autorizados, con valores inscritos en el Registro de Mercado de Valores. Únicamente los Valores autorizados por la Superintendencia de Pensiones Valores y Seguros podrán ser negociados en el mercado extra bursátil., Son intermediarios autorizados únicamente las agencias de bolsa, que podrán actuar en dichos mercados por cuenta propia o de terceros¹⁵.

Las transacciones que se realizan fuera del marco bursátil conforman el mercado extra bursátil. Las operaciones extra bursátiles no se realizan en la rueda de bolsa. Sin embargo, se pueden organizar mecanismos extra bursátiles que centralicen las operaciones en las Bolsas de Valores para que tengan más transparencia y eficiencia. Tal es el caso en nuestro país, de la mesa de negociación y las subastas públicas de acciones no inscritas en bolsa.

¹⁵ Ley del Mercado de Valores N° 1834; Art. 3; 2

1.3.3. DE ACUERDO CON LA VIGENCIA DE LOS VALORES

Mercado de Dinero: En este mercado se negocia valores emitidos a plazos menores o iguales a un año, es decir, de corto plazo. Estos valores otorgan una tasa de rendimiento fija preestablecida que se cobra al cabo de su plazo de vigencia. Con la emisión de valores con estas características, las empresas o entidades financian sus necesidades de dinero por cortos períodos de tiempo, especialmente para cubrir deficiencias temporales en sus flujos de caja o para capital de operaciones. Son propios del mercado de dinero los certificados de Depósito del Banco Central de Bolivia, las Letras del Tesoro General de la Nación y los Depósitos Bancarios a plazo fijo.

Mercado de Capitales: En este mercado se negocian valores emitidos a plazos mayores a un año, es decir, de mediano y largo plazo. Por ejemplo, son propias de un mercado de capitales las transacciones con acciones o bonos de mediano y largo plazo. Similares características que las mencionadas tendrán los activos improductivos o antifuncionales, producto de la titularización.

La emisión de valores con estas características, permitirá a las empresas o entidades financiar sus necesidades de dinero para llevar adelante proyectos de gran envergadura, como ser: aumento de capacidad productiva, captación de nuevos mercados (internos o exportación), diversificación de actividades u operaciones como una mayor cobertura de créditos.

1.3.4. DE ACUERDO CON EL TIPO DE RENTABILIDAD QUE OTORGAN LOS VALORES

Mercado de Renta fija: En este mercado se negocian valores que otorgan una tasa de rendimiento fija preestablecida para su plazo de vigencia. El ejemplo característico son los bonos o los Valores de contenido crediticio.

Mercado de Renta Variable: Es el mercado donde se negocian valores cuyo rendimiento no es fijo ni preestablecido. El ejemplo característico son las acciones o los Valores de participación que son producto de la titularización. Los rendimientos de las acciones varían de acuerdo con el desempeño de la empresa que los emitió y con el precio de las mismas, según su cotización en bolsa, en función a las expectativas de los flujos de dinero que generará la empresa en el futuro. Si se espera que estos flujos sean positivos y crecientes, la acción tendrá un mayor valor y viceversa.

Esto no sucede en los valores producto de la titularización puesto que los activos estarán conformados dentro de un patrimonio autónomo y son calificados independientemente de la situación de la empresa, entidad o institución que haya decidido estructurar dicho proceso.

1.4. OFERTA PÚBLICA DE VALORES

Se considera oferta pública de valores a toda invitación o propuesta dirigida al público en general o a sectores específicos, que se realiza a través de cualquier medio de comunicación o difusión, ya sea personalmente o mediante la colaboración de aquellos intermediarios autorizados. Una oferta pública de valores no debe discriminar al receptor o posible inversionista de los mismos, ni identificar a una determinada persona o sector.

En la oferta pública de valores los sujetos son indeterminados al momento de realizarse la misma y se individualizan cuando se cierra la operación.

Toda oferta pública de valores debe necesariamente estar autorizada y fiscalizada por la Superintendencia de Pensiones Valores y Seguros, puesto que, para que una emisión o negociación de valores sea considerada como tal, existen varios requerimientos que deben ser cumplidos.¹⁶

1.5. VALORES

Los Valores son aquellos documentos susceptibles de ser transados en el Mercado de Valores. Un valor debe darle a su tenedor la legitimidad que requiere el ejercicio de éste, según el derecho implícito (autónomo) y explícito (literal) que el mismo con lleva.

Es “necesario”¹⁷ porque el tenedor del título valor debe exhibirlo para ejercitar su derecho; es “literal” porque en el título valor explicitan tales derechos; es “autónomo” porque el derecho consignado en el mismo puede ser ejercitado por el tenedor independiente (autónomamente) de las relaciones mercantiles que determinaron su creación¹⁸.

Según la ley del mercado de valores el término “valor” es bastante amplio y engloba a los títulos valores documentarios, como aquellos que son representados mediante anotaciones en cuenta; deberá otorgar una escritura pública en la que consten las condiciones y características de los títulos Valores son las que se otorgan a favor de acreedores indeterminados si los títulos son al portador, o a favor de acreedores determinables si los títulos son a la orden o

¹⁶ Para mayores referencias consultar ley del mercado de valores Art. 6 al 12.

¹⁷ La concepción del derecho necesario del título – valor a quedado sin efecto por la desmaterialización de los títulos valor y las anotaciones en cuenta.

¹⁸ Referencia Código de Comercio Art. 491.

nominativos y no se hubieran señalado aún los nombres de los titulares, son validas aún antes de la emisión de los títulos son garantías susceptibles de fraccionamiento respecto de los derechos de cada uno de los tenedores de los títulos, el emisor que pretenda la emisión de valores representados en anotaciones en cuenta, deberán otorgar una escritura pública en la que consten las condiciones y características de los valores a ser representados en anotaciones en cuenta. Por el emisor a la entidad de depósito, en forma previa a cualquier derecho o gravamen sobre los valores “desmaterializados” que son representados informáticamente y que para su circulación o transmisión ya no requieren de su entrega material o su manipulación física, sino que la misma se produce mediante cambios en los registros que lleva la Entidad de Depósito.

La palabra Título tiene varias acepciones y sentidos, pero en la legislación comercial generalmente se lo relaciona con la representación, de un crédito con valor comercial en general.

La ley del mercado de valores establece, para sus fines y sus reglamentos, que la expresión Valor comprenderá su acepción documentaría, así como su representación en anotación en cuenta. Por lo que se entiende por Valor:

- Los títulos valores normados por el Código de Comercio.
- Los Valores emitidos por el Estado Boliviano y sus entidades.

Así como aquellos instrumentos de transacción en el Mercado de valores, que cumplan con las siguientes condiciones:

Que sean creados y emitidos de conformidad con reglamento específico. La Superintendencia de Pensiones Valores y Seguros elaborarán el correspondiente reglamento de titularización, el cual especificará las

características de los valores emitidos como producto del proceso de titularización.¹⁹

Que su oferta pública sea autorizada por el Superintendente de Pensiones Valores y Seguros (SPVS) y que representen la existencia de una obligación efectiva asumida por el emisor. El emisor en este caso será la sociedad titularizadora quien servirá de vehículo para hacer la emisión.²⁰

Art. 491.- Código de Comercio (Concepto) Título – valor es el documento necesario para legitimar el ejercicio del derecho literal y autónomo consignado en el mismo.

Pueden ser de contenido crediticio, de participación o representativos de mercaderías.

1.6. CLASIFICACIÓN DE VALORES

1.6.1. SEGÚN SU CUALIDAD O NATURALEZA

Valores de Participación: Son Valores que le otorgan al tenedor de los mismos, participación en un patrimonio específico o patrimonio autónomo como en la titularización. Es el caso de las acciones que representan una alícuota parte del capital social de una Empresa o Sociedad Anónima; en las que el tenedor del valor es socio o participe de la empresa emisora. También es el caso de los valores representativos de cuotas de participación en un Fondo de Inversión.

¹⁹ La ley del Mercado de Valores establece que los valores que se emitan como efecto del proceso de titularización, podrá ser de contenido crediticio, participación, mixtos o representados en anotaciones en cuenta Art. 83.

²⁰ Los valores especificados tienen fuerza ejecutiva son los documentos necesarios para legitimar el ejercicio de sus derechos literales y autónomos o mediante anotaciones en cuenta. Estos valores son libremente transferibles de acuerdo a la ley del mercado de valores. Será nula toda limitación a su circulación.

Valores de Contenido Crediticio: Son valores que representan una obligación o una alícuota parte de un crédito colectivo asumido por la misma Empresa. Es el caso de los bonos emitidos por las empresas, en los que el tenedor es acreedor del emisor (Empresa). En el caso de titularización son obligaciones asumidas a cargo del o los patrimonios autónomos.

Valores Representativos de Mercaderías: Son valores que le otorgan, al tenedor de los mismos, el derecho de propiedad de determinados bienes o mercaderías que se encuentran en depósito. Este es el caso de los Certificados de Depósito emitidos por los Almacenes Generales de Depósito.

1.6.2. SEGÚN SU GARANTÍA

Valores con Garantía Quirografaria: Son valores garantizados por todos los bienes presentes y futuros del emisor. Es decir, que el patrimonio de la sociedad emisora garantiza la emisión.

Valores de Garantía Hipotecaria: Son valores garantizados por la hipoteca constituida sobre un determinado bien inmueble.

Valores con Garantía Prendaria: Son valores garantizados por la prenda constituida sobre un determinado bien.

Valores con Garantía Colateral: Son valores que le otorgan al tenedor una garantía adicional o colateral a la principal garantía; pueden ser todas o algunas de las garantías mencionadas anteriormente.

1.6.3. SEGÚN SI TIENE O NO CONSIGNADO SU TITULAR

Valores al Portador: Los valores al Portador no están expedidos a favor de una persona determinada, sino a favor de su tenedor cualquiera que éste sea. Con la sola exhibición del valor al portador, su transmisión se efectúa por simple tradición; por tanto, los derechos consignados son ejercidos por el tenedor del mismo.

Valores a la Orden: Son valores expedidos a favor de una determinada persona, en los cuales se expresa “a la orden”, y se transfieren por endoso y entrega del valor, sin necesidad de registro por parte del emisor.

Valores Nominativos: Son aquellos valores en los cuales se consigna el nombre de su titular, es decir, se individualiza a su propietario y además exige la inscripción del tenedor en el registro que lleva la sociedad emisora. En estos casos, sólo se reconoce como propietario a quien figura como tal en el documento y registro correspondiente.

Estos valores son transferibles por endoso, debiendo inscribirse al nuevo propietario en el registro de la sociedad emisora.

1.6.4. SEGÚN LA FORMA DE CÁLCULO DEL RENDIMIENTO

Valores a Rendimiento: Son valores de renta fija que devengan un Interés a favor del tenedor, calculado sobre el valor inicial. En este caso se utiliza una determinada tasa de rendimiento prefijada.

Valores de Descuento: Son valores de renta fija que se colocan o adquieren con un descuento sobre su valor nominal final. En este caso se utiliza una tasa de descuento que en base a la misma, se puede calcular la tasa de rendimiento.

1.7. EMISORES DE VALORES

Son aquellas personas jurídicas de derecho privado o público que emite valores, con el propósito de captar recursos.

Los emisores de valores son aquellos que acuden al mercado de valores en demanda de recursos financieros, emitiendo para tal efecto valores representativos de deuda, participación o mercaderías de aquellos valores producto de la titularización, los cuales son adquiridos por los inversionistas.

Son emisores de valores las sociedades por acciones, las entidades del Estado a excepción del Tesoro General de la Nación y el Banco Central de Bolivia que podrán hacer oferta pública de sus Valores siempre y cuando cumplan con todos los requisitos señalados en la ley del mercado de valores y sus reglamentos.

Otras personas jurídicas, pueden hacer oferta pública de valores siempre y cuando cumplan con todos los requisitos señalados en la Ley del Mercado de Valores y sus reglamentos.

1.8. LAS BOLSAS DE VALORES

“La bolsa de valores es un lugar donde se realizan la transferencia de recursos monetarios (activos financieros) entre sectores de la economía, que tienen

excedentes para invertir y los que por el contrario los necesitan para desarrollar sus actividades productivas²¹".

La Bolsa Boliviana de Valores (BBV) es una empresa privada, constituida como sociedad anónima, con fines de lucro, que opera desde 1989.

Su principal objetivo es promover un mercado regular, competitivo, equitativo y transparente, proporcionando infraestructura, sistemas y normas para canalizar eficientemente el ahorro de los inversionistas hacia empresas e instituciones privadas y estatales, que requieran de tales recursos para financiar proyectos productivos y de desarrollo, generando empleos y riqueza para el país.

Objetivos de la Bolsa de Valores:

***Mercado Regular:** mercado en constante funcionamiento donde, tanto compradores como vendedores, tienen la posibilidad de realizar y concretar sus operaciones con valores.

***Competitivo:** porque en la bolsa se concentran todos los compradores y vendedores de los valores, permitiendo así una adecuada formación de precios.

***Equitativo:** porque compradores y vendedores tienen igualdad de oportunidades para vender o adquirir un valor.

***Transparente:** porque todos los participantes tienen acceso a la misma información.

²¹ Camargo Martín; 1998; Pg.90 Bolsa de Valores un enfoque jurídico La Paz – Bolivia: Editorial Thunupa.

***Infraestructura:** lugar físico o virtual al que pueden acudir todos los oferentes y demandantes de valores.

***Sistemas:** se refiere a los sistemas de negociación, información, gestión y control.

***Normas:** reglas acordadas con los participantes del mercado que permiten que éste sea regular, competitivo, equitativo y transparente.

***Inversionistas:** se refiere tanto a los institucionales como a los particulares.

***Canalizar de manera eficiente:** implica la transferencia del ahorro hacia empresas o proyectos viables, adecuadamente gestionados y con capacidad para cumplir con sus obligaciones.

***Empresas o instituciones:** cualquier empresa o institución, independientemente de su tamaño o actividad, que genere riqueza para el país produciendo productos y/o proporcionando servicios que satisfagan las necesidades de la población y generando empleos, pero que sea adecuadamente gestionada, respete las normas legales, sociales y tributarias y sea transparente.

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 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.

Los títulos valores provenientes de la titularización por tener las mismas características pueden ser negociados en la bolsa de valores en la medida que cumplan con los requisitos establecidos en la norma para su circulación bursátil es decir que el marco normativo jurídico bursátil actual es suficiente y no necesita ser modificado.

Quienes pueden realizar transacciones en la Bolsa Boliviana de Valores.

Se debería diferenciar entre quienes pueden financiar sus operaciones mediante la emisión de valores de aquellos que pueden dar su capital (ahorros, excedentes monetarios) para dicho financiamiento y de esta manera obtener ganancias mediante los pagos por el capital prestado de manera directa a los interesados. Entre aquellos que pueden financiarse mediante la Bolsa se encuentran: El gobierno, el Banco Central, las instituciones financieras privadas, las empresas. Dentro del grupo de quienes pueden prestar sus recursos mediante la Bolsa se compone de: Las instituciones financieras, las personas y familias, las compañías de seguros y los fondos.

Las Bolsas de Valores son sociedades anónimas de objetivo exclusivo, cuyos accionistas de acuerdo con la ley, son las propias agencias de bolsa que realizan operaciones en Bolsa, debiendo comprar para tal efecto un puesto en la BBV.

La Bolsa de Valores proporciona una infraestructura, expedita y pública, para la concentración de la oferta y la demanda de valores, asegurando la efectividad de las operaciones que se realizan en la rueda de bolsa. De esta manera, las bolsas de valores proporcionan los medios necesarios para la realización eficaz y efectiva de las transacciones con Valores.

El Código de Comercio antes de la promulgación de la Ley del Mercado de Valores, establecida el siguiente concepto:

Artículo 752.- (CONCEPTO) derogado del Código de Comercio, Bolsa de Valores es la entidad en la cual se negocian Valores privados y públicos, sin perjuicio de que puedan negociarse privadamente o por otros intermediarios autorizados²².

Artículo 28.- Ley del Mercado de Valores N° 1834 de fecha 31 de marzo de 1998 las bolsas de valores tiene por objeto establecer una infraestructura organizada, continua, expedida y pública del Mercado de Valores y proveer los medios necesarios para la realización eficaz de sus operaciones bursátiles.

Las bolsas de valores deben constituirse como sociedades anónimas por acto único y objeto exclusivo, con acciones nominativas e integradas con un mínimo de ocho accionistas y regirse por las disposiciones legales y reglamentarias aplicables a las mismas en todo lo que no se oponga a la presente Ley y sus reglamentos, e incluir en su razón social la expresión “Bolsa de Valores”, denominación reservada en forma privativa para las entidades autorizadas por la Súper Intendencia de Valores Pensiones y Seguros de conformidad a la presente ley la duración de la Bolsa de valores será indefinida.

Debido al gran avance mundial de la informática, las bolsas de valores han introducido mecanismos electrónicos de negociación. Estos mecanismos permiten que las agencias de bolsa realicen sus operaciones mediante terminales de computadoras que, conectadas todas en una red global, permiten la realización eficiente de varias transacciones en cuestión de segundos.

²² Artículo derogado por la Ley del Mercado de Valores N° 1834.

1.9. AGENCIA DE BOLSA

“Es aquella persona accionista de una Bolsa de valores que opera especialmente autorizada por la Superintendencia de Pensiones Valores y Seguros, para desempeñar en esa precisa Bolsa, la función de comprar, vender administrar, custodiar, asesorar sobre convenciones y negociar en general, Valores objeto de oferta pública ya sea por cuenta propia o de terceros²³”.

Las agencias de bolsa deben ser constituidas como Sociedades Anónimas con objeto exclusivo y requieren para su funcionamiento la debida autorización.

Las agencias de bolsa actúan como intermediarios entre la oferta y demanda de valores, acuden a las bolsas de valores para realizar operaciones por cuenta propia o en representación de sus clientes, sean éstos individuos, empresas o entidades públicas.

Las agencias de bolsa proporcionan asesoramiento a sus clientes en materia de intermediación de valores, especialmente sobre la rentabilidad, liquidez y riesgo relacionado con los mismos. Así también asesoran a las empresas interesadas en emitir valores para su oferta pública (asesoría financiera).

Las agencias de bolsa pueden también administrar inversiones a través de la conformación de portafolios o carteras de valores, de acuerdo con las necesidades y requerimientos de sus clientes.

Las agencias de bolsa deben ser constituidas como Sociedades Anónimas con objeto exclusivo y requieren para su funcionamiento la debida autorización.

²³ Fernando Campero, Programa Financiero Bursátil, Procaf 1999.

Las agencias de bolsa operan en la Bolsa de Valores a través de sus operadores de rueda, que son aquellas personas acreditadas por la agencia y autorizadas por la entidad reguladora, las bolsas de valores, para ejecutar las órdenes de compra y venta de valores a favor de los clientes de la agencia de bolsa a las que representan.

Las agencias de bolsa podrán también prestar sus servicios en relación con otros valores de transacción que se negocian en las bolsas de valores extranjeras identificados por la Superintendencia de Valores Pensiones y Seguros de conformidad al Artículo 6.- de la Ley del mercado de valores.

1.10. PATRIMONIO AUTÓNOMO

El patrimonio es el conjunto de bienes, derechos y obligaciones de una empresa, este conjunto constituye los medios económicos y financieros con los que la empresa puede cumplir sus fines. Los distintos componentes de que se compone el patrimonio de una entidad, son sus elementos patrimoniales: Dinero en caja, Edificios en propiedad de la empresa, Documentos por cobrar, las Deudas contraídas con los proveedores, etc. Los elementos patrimoniales con semejanza son las masas patrimoniales, y se puede observar que las mismas tienen signos positivos. El neto patrimonial esta compuesto de elementos patrimoniales que pertenecen a los propietarios, y, la llamada fuente de financiación constituye la estructura financiera del patrimonio, mientras que las aplicaciones hacen a su estructura económica.

En cuanto ha esta teoría de patrimonios impersonales o autónomos existen varias tesis de reconocidos autores, que nuestra legislación no comparte ya que considera inadmisibles que se admita la existencia de derechos en sentido subjetivos y deberes jurídicos que no estén imputados a una misma persona jurídica, colectiva o [física](#).

En un proceso de titularización es claro que quien actúa como emisor de valores es el patrimonio autónomo y no la parte originadora. En el proceso de titularización el agente de manejo es quien actúa como vocero del patrimonio autónomo emisor de los valores, y la administradora es la entidad encargada de la conservación, custodia y administración de los bienes o activos objeto de la titularización, así como del recaudo y transferencia al agente de los flujos provenientes de los activos.

La constitución del patrimonio autónomo, destinado a un proceso de titularización, debe realizarse a partir de:

- a) Contrato de cesión irrevocable de bienes o activos, en el caso de las personas comprendidas en el inciso a) del artículo 4º del Decreto Supremo Nº 25514 de 17 de septiembre de 1999.
- b) Declaración unilateral de cesión irrevocable de bienes o activos, en el caso señalado por el inciso b) del artículo 4º del Decreto Supremo Nº 25514 de 17 de septiembre de 1999.

ACTIVOS

En este punto de la investigación surge la necesidad de establecer qué es un activo improductivo o antifuncional, para lo cual habrá que recurrir a distintas categorías referidas a distintos tipos de activos.

1.11. ACTIVO FIJO

En un sentido amplio, bajo la denominación de activo fijo se incluyen todos los activos poseídos por una empresa, que no tienen carácter de activo circulante; se incluyen, por tanto, los bienes de inmovilizado material (terrenos, edificios, maquinaria, etc.) , inmaterial (propiedad industrial, concesiones administrativas, etc.), inversiones en participaciones en el capital de sociedades filiales u otras

inversiones financieras de carácter permanente, así como cualquier otro tipo de bien o derecho que no esté destinado a ser vendido en la normal actividad de la empresa.

En un sentido restringido, se comprende bajo la denominación de activo fijo el inmovilizado material, excluido terrenos, afecto a la actividad de la empresa (edificios, maquinaria, instalaciones, mobiliario, etc.). Se trata, por tanto, de bienes físicos de vida limitada que, en general prestan servicio durante un periodo superior a un ejercicio económico, debiéndose amortizar durante su vida económica aquellos que vayan a ser reemplazados al final de su vida útil.

La consideración de un bien como activo fijo en una determinada empresa, viene dada por la naturaleza y la función que dicho activo tiene en la misma, pues un determinado bien puede tener la consideración de activo fijo en una empresa y activo circulante en otra; basta observar, por ejemplo, la cuenta de “edificios y otras construcciones”.

Esta cuenta será activo fijo para empresas comerciales o fabriles, pero será activo circulante para inmobiliarias. (B.V.)²⁴

1.12. ACTIVO CIRCULANTE

Tesorería y otros bienes y derechos poseídos por la empresa, que razonablemente se espera puedan ser realizados en dinero, venderse o consumirse en un corto periodo de tiempo.

La doctrina contable es conciente de la dificultad que entraña el discernir si determinadas partidas tienen o no el carácter de circulante. Carece de unanimidad en lo que se refiere a la delimitación de dicho período, siendo

²⁴Diccionario Económico de la Empresa Andrés S. Suárez Suárez y otros; 1995 pg. 21.

predominante dos criterios; el del ciclo productivo normal (plazo que en general será inferior al año, pero que en determinadas actividades puede ser superior) y el del ejercicio económico (un año).

La doctrina contable actual busca métodos de clasificación del activo más eficaces a efectos información que la distinción circulante-fijo.

Un mismo bien puede tener el carácter de activo fijo par una empresa y activo circulante par otra; por ejemplo, terrenos (para una empresa de fabricación será un activo fijo, mientras que para una empresa inmobiliaria será un activo circulante) (B.V.)²⁵

1.13. ACTIVO REALIZABLE

Bienes y derechos de activo circulante poseídos por la empresa, cuya realización en efectivo se presume fácil en un plazo relativamente corto, por ejemplo en un mes.

No existe unanimidad en la doctrina contable en cuanto a los componentes que debe comprender el activo realizable, sobre todo en lo que se refiere a la inclusión o no de las existencias y de los deudores. A estos efectos, es fundamental definir un plazo orientativo de posible realización en condiciones de normalidad (un mes, dos meses, etc.), e incluir o no tales bienes según se consideran razonablemente realizables en dicho plazo. (B.V.)²⁶

²⁵Diccionario Económico de la Empresa Andrés S. Suárez Suárez y otros; 1995, pg. 20.

²⁶ Diccionario Económico de la Empresa Andrés S. Suárez Suárez y otros; 1995; 22.

1.14. ACTIVO IMPRODUCTIVO O ANTIFUNCIONAL

Es un activo de una empresa que genera pérdidas o cuyos rendimientos son inferiores a los otros activos. Masa patrimonial integrada por bienes cuyo funcionamiento es antieconómico, bien por originar pérdidas, bien por ocupar el lugar de otros activos que podrían sustituirlos con ventaja, habida cuenta incluso del coste de la renovación²⁷.

Así descritas las distintas categorías, se tiene que la diferencia entre un activo fijo y un activo realizable está en que un activo fijo es aquel destinado a que la empresa realice su actividad, es decir, son los elementos materiales que permiten que la empresa lleve adelante su emprendimiento; en tanto que los activos realizables son aquellos que están destinados a ser comercializados y, que se espera que su recuperación sea a corto plazo.

En este contexto y, si bien es cierto que tanto los activos fijos, como los activos realizables, y los activos improductivos o antifuncionales, son categorías propias con elementos y características propias, que los hacen únicos los unos de los otros, a los fines de un mayor entendimiento, se podría decir que los activos improductivos o antifuncionales se asimila más a los activos fijos, ya que los primeros no son bienes que se comercialicen fácilmente y que se encuentran clasificados dentro del patrimonio de la empresa que, en el caso concreto del presente trabajo, es la entidad bancaria o financiera.

²⁷ Diccionario Económico de la Empresa Andrés S. Suárez Suárez y otros; 1995; 20.

CAPITULO II

LA TITULARIZACIÓN

2.1 ORIGEN

Antes de abordar el concepto en sí, y al tratarse de un vocablo importado del inglés, pensamos que es importante clarificarlo semánticamente. La primera vez que se utiliza el término en inglés, securitization, es en la columna “Heard on the Street”, de The Wall Street Journal, en 1977. En la literatura especializada en español, encontramos términos como titularización, valorización, titulación, o la adaptación directa del inglés securitización; todos ellos haciendo referencia al mismo proceso que denominamos titularización.

Hull²⁸ define la titularización de activos como el proceso de obtención de recursos financieros mediante la emisión de valores negociables respaldados o atendidos a través de futuros flujos de tesorería procedentes de activos generadores de rentas.

En definitiva, la titularización permite a las empresas financieras o no financieras externalizar activos o derechos de cobro futuros y obtener financiación. Estos activos o derechos de cobro los adquiere un fondo de titularización que a su vez financia la compra mediante la emisión de bonos de titularización. El proceso convierte en títulos negociables a una serie de activos que originalmente presentaban un bajo o nulo grado de liquidez. Transforma activos ilíquidos en activos financieros perfectamente negociables.

²⁸ Universidad Británica de Londres 2006.

Los valores negociables originados por un proceso de titularización, son conocidos como Asset-Backed Securities (ABS), que podemos traducir por emisiones de títulos de renta fija respaldados por activos. En el caso en que los activos que sirven de respaldo sean créditos hipotecarios, suele utilizarse el término: Mortgage-Backed Securities (MBS), que no es más que un caso concreto dentro de la titularización, que se distingue del resto porque los activos titularizados son los derechos de cobro que originan los préstamos hipotecarios para el prestamista.

Así, los bonos que surgen de la titularización, están respaldados por activos que el originador del proceso cede a un fondo que será el encargado de la emisión de los ABS. Los activos cedidos desaparecen del balance del originador y se distinguen: por su homogeneidad, por generar una serie de cobros futuros con un cierto grado de previsibilidad y por una dispersión de riesgo relativamente alta.

Hay múltiples procedimientos a aplicar, que permiten que el rating de los bonos emitidos supere al del originador. La titularización también se ve favorecida si existe un marco legal desarrollado que fomente la estandarización de las operaciones a titularizar y datos históricos respecto a los activos que permitan aplicar técnicas.

A pesar que este proceso es novedoso por el conjunto de operaciones que implica dentro de un sistema evolucionado, sobre el se menciona que su técnica fue utilizada por los banqueros genoveses que financiaron a Felipe II.

La expansión de la titularización en idioma español; Según Silvio V. Lisoprawski, tratadista Argentino, se produjo en la década de 1980 y su origen podemos encontrarlo en 1970, cuando en los Estados Unidos de Norte América

la Government National Mortgage Association²⁹, desarrolló el G.N.M.A. Pass - Thought, un valor o certificado garantizado por préstamos hipotecarios originados en la Federal Housing Administration (F.H.A.) y la Veterans Administration (V. A.).

A la operatoria así iniciada se incorporan los bancos comerciales, las sociedades de ahorro y préstamo y otras instituciones interesadas, que titularizaron otros activos, tales como hipotecas sobre edificios multifamiliares, créditos hipotecarios comerciales, créditos sobre ventas de automotores, créditos por consumos con tarjetas de crédito originados el leasing y otro tipo de activos. No obstante la mayor parte de los Valores respaldados por activos (“Asset Backed Securities” A.B.S.) están garantizados por hipotecas”

Este continúa en 1981, con el objeto de crear un mercado secundario que diera liquidez a los créditos hipotecarios, la Federal National Mortgage Association (F.N.M.A. o “fannie Mae”) emitió los Mortgage Backed Security (M.B.S.). Los certificados en todos los casos tuvieron el respaldo de carteras de créditos (préstamos) garantizados por hipotecas. Las garantías que prestan a sus emisiones “Fannie Mae” son por una comisión sobre “pools de hipotecas”.

Entonces vemos que los Estados Unidos realizó emisiones de valores respaldados por hipotecas³⁰ con buenos resultados en el sector de créditos financieros, estos en un principio con la garantía de las agencias del gobierno que se constituyeron en impulsores de este mecanismo conjuntamente con las

²⁹ La G.N.M.A. es un organismo del gobierno federal de EE.UU que garantiza el pago puntual del capital e intereses debidos a los cuotapartistas o tenedores de certificados de participación en activos hipotecarios.

³⁰ En 1979 La Ex – Cacen realizó emisiones de títulos - valores respaldados por hipotecas con la Sucursal del Banco de Boston en La Paz, garantizando el pago puntual del Capital y los intereses.

características de su mercado, y con la finalidad de desligarse de las carteras de créditos hipotecarios se creó la titularización³¹.

2.2. GENERALIDADES

La titularización es la operación financiera que hace posible transferir activos mediante la constitución de un patrimonio autónomo³², el mismo que sirve de base para emitir valores que representen derechos de participación, crediticios o mixtos vinculados a dicho patrimonio autónomo. El destino de la titularización se hace efectivo para su correspondiente transacción en el mercado de capitales³³, estos activos respaldados por hipotecas son negociados como títulos valores³⁴. Los activos usualmente titularizables son cuentas por cobrar por operaciones con respaldo de contratos de leasing, préstamos bancarios, pólizas de seguros y cualquier flujo financiero similar esperado³⁵.

La motivación principal para efectuar una titularización es la de disponer de recursos líquidos, en lugar de esperar el vencimiento de futuras cobranzas para poder contar con recursos, entonces lo que sucede es que las instituciones financieras tendrían liquidez sin tener que esperar el pago de los deudores por el crédito otorgado, o tratándose de los activos improductivos o antifuncionales (bienes que se adjudica la entidad financiera), sin esperar a su remate, cuando estructuren sus créditos hipotecarios tomando en cuenta plazos, intereses, morosidad etc., y los titularice.

³¹ En 1977 en Bank of America emitió el primer certificado enteramente privado.

³² En nuestra legislación no se reconoce la figura expresa del patrimonio autónomo, solo excepcionalmente para la figura del Fideicomiso, Titularización y fondos comunes por lo que el reglamento de titularización hace referencia a las características del patrimonio autónomo para el proceso de titularización.

³³ Para mayores referencias revisar Cap. I. Mercado de Capitales N° 1834 de fecha 31 de marzo de 1998.

³⁴ Para mayores referencias revisar Cap. I. Mercado de Capitales N° 1834 de fecha 31 de marzo de 1998.

³⁵ También se realizó titularización de activos improductivos o antifuncionales con garantía hipotecaria con la finalidad de financiar los créditos.

También se reconocen otras ventajas a este proceso como el de atomizar los riesgos, esto debido a que el patrimonio esta conformado por un gran número de activos, constituyéndose en una forma más barata de captación de fondos, permitiendo elevar el apalancamiento³⁶ (deuda / patrimonio) de una empresa, etc.

Desde el punto de vista jurídico, de acuerdo con el Decreto Supremo N° 25514 de 17 de septiembre de 1999, Capítulo I, Artículo 2, Inc. d), el Patrimonio Autónomo para titularización es el constituido con los bienes o activos cedidos por una o más personas individuales o colectivas y afectados para el propósito de que, a cargo del patrimonio autónomo, se emitan valores.

Así también el Artículo N° 5 del Decreto Supremo N° 25514³⁷ habla de la constitución del patrimonio autónomo, destinado a un proceso de titularización, debe realizarse a partir de:

- c) Contrato de cesión irrevocable de bienes o activos, en el caso de las personas comprendidas en el inciso a) del artículo 4° del Decreto Supremo N° 25514 de 17 de septiembre de 1999.
- d) Declaración unilateral de cesión irrevocable de bienes o activos, en el caso señalado por el inciso b) del artículo 4° del Decreto Supremo N° 25514 de 17 de septiembre de 1999.

Artículo 4° habla de la constitución de Patrimonios Autónomos para la titularización, podrá ser efectuada por:

- a) Personas individuales o colectivas, no vinculadas a la Sociedad de Titularización.
- b) Por la propia Sociedad de Titularización.

³⁶ Se utiliza para describir la capacidad de la Empresa para utilizar activos o fondos de costos fijos que incrementen al máximo los rendimientos, cuanto mayor el apalancamiento mayor será el margen de riesgo.

³⁷ Decreto Supremo N° 25514 de 17 de septiembre de 1999 – Gaceta Oficial de Bolivia.

Clásicamente se concibe que un patrimonio siempre debe tener un sujeto (persona) titular y que no es posible considerar bienes sin dueño o sin titular de los derechos a los que se da lugar. Con la titularización, se rompe este principio jurídico de la pertenencia en propiedad de un bien a alguna persona, sea ésta persona física o natural, concibiendo la posibilidad de que exista un patrimonio sin un dueño definido; esto es un “patrimonio autónomo”, cuya administración y ejercicio de todos los derechos a los que origine es asumido como si fuese el dueño - pero sin serlo- por un ente de común confianza de todas las partes involucradas en este proceso, ente que necesariamente debe ser una Sociedad Titularizadora constituida conforme a ley.

También se reconocen otras ventajas a este proceso como el de atomizar los riesgos, esto debido a que el patrimonio esta conformado por un gran número de activos, constituyéndose en una forma más barata de captación de fondos, permitiendo elevar el apalancamiento³⁸ (deuda / patrimonio) de una empresa, etc.

2.3. CONCEPTO

La titularización³⁹ Es la transformación de activos ilíquidos en valores negociables. Es un “Rediseño” mediante el armado de paquetes de flujo de pago futuros que generan individualmente los activos reunidos con el propósito señalado. Consiste en mancomunar o reunir un conjunto de activos, reagrupándolos para que sirvan de respaldo a la emisión de valores o participaciones que son colocados entre inversionistas.

³⁸ Se utiliza para describir la capacidad de la Empresa para utilizar activos o fondos de costos fijos que incrementen al máximo los rendimientos, cuanto mayor el apalancamiento mayor será el margen de riesgo.

³⁹ Securitización (titularización) es la traducción al español de la figura anglosajona conocida como titularización la que deriva de security.

Es una fuente alternativa de financiación que permite la movilización de activos de los balances⁴⁰.

Mediante este mecanismo se comercializan o transan préstamos que por su escasa dimensión e importancia económica no son redituables en transmisiones aisladas.⁴¹

“Consiste en tipificar la obligación normalmente representada por un Valor, con el objeto de transarla sin mayores castigos en el mercado secundario⁴²”.

Otro concepto de titularización, “Es el proceso mediante el cual se desarrollan los procedimientos o mecanismos que permiten la movilización de activos tradicionalmente ilíquidos, que permiten que la riqueza acumulada por el país, se convierta en fuente de liquidez para la obtención de proyectos que de otra manera no podrían contar con los recursos para realizarlos, razón por la cual se conoce también al proceso de titularización como de movilización de activos”.

La Superintendencia de Valores de Colombia establece “Que la titularización es el proceso mediante el cual una entidad transfiere y aísla en un vehículo especial (Sociedad Titularizadora para constituir un Patrimonio Autónomo) activos, tradicionalmente ilíquidos o por lo menos de escasa y lenta rotación, bienes o flujos de caja futuros, con el objeto de maximizar la utilización de recursos. Esta movilización implica la transformación de activos en títulos en el mercado público de valores, los cuales tienen como respaldo activo o el flujo generado por el mismo”.

(Superintendencia de valores Colombia; 2005; 15). Utilizando las características del concepto extractado podemos explicar la problemática estudiada de la

⁴⁰ Silvio Lisoprawski tratadista Argentino; 1995; 1

⁴¹ Silvio Lisoprawski tratadista Argentino; 1995; 1

⁴² Novoa, et al; 1995; 175

siguiente manera: la entidad que transferirá sus activos será la entidad financiera, estos activos están compuestos por activos improductivos o antifuncionales que le han sido transferidos por el incumplimiento de las obligaciones de sus prestatarios. Estos activos no generan ningún rédito a la entidad financiera, es más, su conservación más bien origina gastos. Así pues, dichos activos son transferidos a un vehículo llamado en nuestra legislación Sociedad Titularizadora y es quien empaqueta estos activos bajo la figura de un patrimonio autónomo e implica que estos activos sean transformados en Valores para ser negociados en el mercado de valores y que éstos representen liquidez inmediata.

Este proceso tiene implicancias legales que las determinaremos y analizaremos a lo largo de este Capítulo.

Robert Marcuse mencionado por Lisoprawski expresa que la Titularización es el proceso por el cual los activos se documentan de tal modo que permiten que sean vendidos y distribuidos a inversionistas o al público en general. Este concepto es más general determinado que el proceso radica en la transformación de activos en documentos (títulos- valor) negociables y líquidos.

La titularización consiste en dar forma de instrumento transable a alguna obligación financiera que en sentido amplio significa representar a través de un valor financiero un activo subyacente⁴³, el que no es fácilmente canjeable⁴⁴.

⁴³ Cuando se hace referencia a los activos subyacentes son aquellos instrumentos donde el resultado de la inversión depende, total o parcialmente del comportamiento de estos activos en el mercado y que es distinto al propio instrumento emitido.

⁴⁴ Rigoberto Parada; 1995; 87

2.4. PARTICIPANTES EN EL PROCESO DE TITULARIZACIÓN

Las partes involucradas dentro del proceso de titularización pueden variar en atención a la complejidad del proceso y del interés que tienen los principales participantes en conseguir estructurar un garantizado proceso de titularización en todas sus etapas, existiendo participantes primarios o necesarios y secundarios o contingentes que pueden o no aparecer en un proceso de titularización, de manera general se considera como necesarios al originador, al vehículo, a la calificadora de riesgo y al inversor.

Entre las partes contingentes están el administrador, el banco de inversión, el depositario y el garante. La operatividad del proceso consiste primero en el patrimonio o activo objeto de la titularización. En principio, toda clase de bienes o activos y en especial los activos líquidos pueden ser objeto de titularización, estos activos pueden dar lugar a derechos crediticios u obligaciones de pago. Los activos titularizables deben ser homogéneos en cuanto a riesgo, la calidad crediticia, plazos tasas de interés dentro de una misma serie, existiendo la posibilidad de ser distintas series de una misma emisión.

La característica esencial para que un activo sea titularizable resulta de la posibilidad de que los flujos de caja a los que da origen, sean predecibles⁴⁵.

2.4.1. ORIGINADOR O EMPRESA ORIGINADORA

Es aquel interesado (entidades financieras) en lograr liquidez inmediata para financiar nuevos proyectos a cambio de la transferencia de sus derechos sobre determinado activo (activos improductivos o antifuncional), los mismos que son

⁴⁵ Para calificar la posibilidad de incurrir en mora será previo análisis de cada uno de los créditos y un análisis histórico de la cartera general de créditos.

constituidos como un patrimonio autónomo transferidos al vehículo⁴⁶de propósito restringido (Sociedad Titularizadora). Esta transferencia se perfecciona mediante cualquiera de las formas previstas para transferir la propiedad del activo. Lo que estaría buscando el originador es que, mediante la titularización se desarrollen los procedimientos y mecanismos que permitan la movilización de activos tradicionalmente ilíquidos (como son los activos improductivos o antifuncionales), se convierta en fuente de liquidez para la atención de circulación de capital y el financiamiento a favor de nuevos prestatarios⁴⁷.

El carácter definitivo e irrevocable de estas transferencias que hace el originador, es otra característica de los procesos de titularización y que son destacados por la mayoría de las legislaciones.

La Ley del Mercado de Valores define al originador, como la persona en interés de la cuál se conforma en patrimonio autónomo y que se obliga a transferir a la Sociedad Titularizadora los activos que integran dicho patrimonio⁴⁸.

2.4.2. VEHÍCULO O EMISOR

Este vehículo es conocido en otras legislaciones como Sociedad de Propósito Restringido o Vehículo de Propósito Especifico, que tiene la finalidad de aislar los activos para los efectos de la titularización. Los vehículos que se utilizan se determinan según las posibilidades de cada ordenamiento jurídico, nuestra legislación crea a la Sociedad Titularizadora, como el vehículo para la estructuración y emisión de los valores; para efectos de esta investigación sólo nos referimos a la Sociedad Titularizadora que es como ya se mencionó la receptora de los activos a titularizar y cuya función será la de servir de vehículo

⁴⁶ El vehículo es la sociedad titularizadora para mayores referencias Art. 78 Ley del mercado de valores.

⁴⁷ Este es el motivo por el cual se conoce a la titularización como movilización de activos.

⁴⁸ Ley del Mercado de Valores N° 1834; 1998; Art. 77.

para hacer la emisión de Valores. Éstas Sociedades para su funcionamiento deben constituirse como sociedades anónimas con objeto social exclusivo, incluyendo en su denominación, la expresión “Sociedad Titularizadora”. Estas deberán obtener del ente fiscalizador la autorización para su funcionamiento⁴⁹.

El patrimonio autónomo o patrimonio de objeto único y exclusivo, administrado por la Sociedad Titularizadora, no es sino un patrimonio autónomo que no corresponde al originador, ni tampoco a la sociedad titularizadora cuya finalidad exclusiva es servir de respaldo a los derechos que origina y que están representados en los valores que se emiten en su representación.

La denominación de autónomo o de propósito exclusivo del mencionado patrimonio, obedece a que constituye uno distinto al del originador del que se excluye, distinto también del patrimonio de la Sociedad Titularizadora⁵⁰, quien se limita a actuar y ejercitar todos los derechos como si fuera propietario, pero sin serlo ni confundirlo con su propio patrimonio ni de los inversionistas, a quienes tampoco pertenece el patrimonio autónomo, sino que ellos tienen ciertos derechos derivados de este y distinto al de la persona en cuyo favor quedará el remanente o a quien se le entregara al finalizar el proceso de ser el caso quien no es el propietario durante el proceso.

De este modo se asegura la finalidad del contrato⁵¹, pues los activos que comprende no pueden ser afectados por terceros, aun acreedores de cualesquiera de las partes intervinientes en este proceso. La única carga que soportan dichos activos son los derechos contenidos en los valores que son

⁴⁹ La Entidad de fiscalización y de control es la SPVS quien autoriza el funcionamiento de la Sociedad Titularizadora previo cumplimiento de la constitución del capital social mínimo y los requisitos, garantías que serán establecidos en futuro reglamento de titularización.

⁵⁰La Sociedad Titularizadora contara con un patrimonio que podrá variar en razón a las funciones y riesgos que asuma pero en ambos casos es distinto al patrimonio autónomo.

⁵¹ Se determina al contrato en el Art. 80 de la Ley de Mercado de Valores, como un contrato de cesión o transferencia de bienes y activos a una Sociedad de titularización.

emitidos en su representación. Por tanto, tales derechos de los Valores no están amparados tampoco con el patrimonio propio de la Sociedad Titularizadora, ni los del originador y mucho menos de los inversionistas.

La normativa vigente, en materia de titularización, establece que la forma jurídica de transferencia de los bienes y activos a una Sociedad Titularizadora es la cesión que es absoluta en términos jurídicos y contables, así como oponible a terceros desde la firma del contrato de cesión o transferencia.⁵²

Este patrimonio autónomo afectado con ese fin exclusivo, debe estar bien definido e identificado, pues, podría tratarse de bienes activos tangibles y existentes que pertenecen en propiedad al originador, o ser activos futuros o inclusive de propiedad de terceros, casos en los que será importante fijar las condiciones, garantías y resguardos para que se logre hacer efectivo y tangible su adquisición por el originado.

Dada la autonomía del patrimonio por titularizar, cuando eventualmente se presentaran casos de insolvencia en su administración, dicho patrimonio autónomo puede ser sometido al mismo régimen previsto para los procesos de insolvencia y quiebra de personas jurídicas⁵³.

Terminando el plazo del proceso de titularización o cumplida su finalidad, de haber patrimonio autónomo remanente, éste será entregado a una tercera persona designada al efecto, o al originador, o a los inversionistas, según haya sido determinado en el contrato de constitución.

⁵² Ley del Mercado de Valores N° 1834; 1998; Art. 80 Sustituido por la Ley 2064 de 3 de abril de 2000, Reactivación Económica.

⁵³ Para mayores referencias Código de Comercio Art. 1487 al 1499.

La Sociedad Titularizadora generalmente es la persona a cuyo nombre se transfiere el patrimonio aportado, que es el fiduciario que se constituye en la persona de suma confianza para el originador y para los inversionistas, que tiene una labor similar a la de un vehículo o medio que posibilita y viabiliza este proceso, como también de los derechos emergentes del activo titularizado para que pasen del originador a los inversionistas, en completa independencia, autonomía y seguridad garantizada, pues será la Sociedad Titularizadora quien se encargue de ejercer todos los derechos de administración y propiedad, pero sin ser propietario de dichos activos.

Las Sociedades Titularizadoras (ST) son normalmente entidades de sólida solvencia, sujetos al control y supervisión de autoridades que vigilan el mercado de capitales exigiendo a menudo que tengan como único objeto el de ser vehículo o medio que posibilite la transferencia del activo para detraerlo del patrimonio del originador y constituirlo como uno autónomo con el fin o propósito exclusivo de respaldar la emisión de los valores que serán tomados por los inversionistas.

Generalmente la Sociedad Titularizadora designará un factor por cada patrimonio autónomo a fin de administrar y cumplir tal labor en una forma más personalizada.

Muchas veces este factor, que es equivalente a un gerente o administrador ejecutivo, cuenta con el apoyo de un Consejo o Comité de administración equivalente a un Directorio o a una línea de staff, cuyas decisiones se cumplen en relación al patrimonio autónomo y en beneficio de los inversionistas. Un mismo factor puede administrar diversos patrimonios autónomos, lo que se ha facilitado con la designación de factores con apoyo de consejos de administración de cada patrimonio. Ello obliga a tener que mantener y

administrar por separado cada patrimonio autónomo, sin confundir unos con otros.

2.4.3. CLASIFICADORAS DE RIESGO

Son aquellas sociedades que tienen la finalidad de calificar los valores de contenido crediticio y mixto producto de la titularización basados en el nivel de sus riesgos en el mercado de valores de oferta pública, en base a la clasificación de riesgo establecido en el reglamento aprobado en Agosto de 1999⁵⁴.

Estas entidades también deberán constituirse como anónimas de objeto exclusivo⁵⁵. Las sociedades calificadoras de títulos valores “son entidades dedicadas en forma habitual y exclusiva a la evaluación independiente de la capacidad de pago del interés y del capital de valores emitidos por una empresa o inversionista institucional, formulando un dictamen acerca de la mayor o menor probabilidad de cumplimiento, en los términos y plazos establecidos al efecto⁵⁶”.

-Entonces de manera amplia se puede definir como la opinión independiente, objetiva y técnicamente fundamentada, acerca de la solvencia y seguridad de un determinado instrumento financiero emitido por alguna sociedad.

⁵⁴ La reglamentación de Entidades Calificadoras de Riesgo conlleva aspectos prudenciales considerados por el CONFIP, que es el órgano encargado de la aprobación de normas de prudencia para el funcionamiento del sistema financiero nacional e instancia de coordinación de las actividades de la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras y la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros. El Comité de Normas Financieras de Prudencia fue creado por la Ley de Propiedad y Crédito Popular N° 1864 Art. 30.

⁵⁵ Para mayores referencias Ley de Mercado de Valores N° 1834 Título VI; Art. 62 – 67.

⁵⁶ Camargo Martín; 1998; 150-151.

Es necesario aclarar que la titularización no podría llevarse a cabo⁵⁷ sin la correspondiente calificación del instrumento emitido, por ello que las entidades calificadoras de riesgo son un requisito obligatorio para llevar adelante el citado proceso.

Las entidades citadas para poder jerarquizar al valor producto de la titularización deberán analizar los siguientes riesgos⁵⁸.

Riesgo económico: Ocurre cuando las condiciones económicas prevalecientes defieren marcadamente de los presupuestos usados antes de la emisión.

Riesgo de liquidez: Cuando los valores no son fáciles de transar. En una de sus formas se manifiesta a través de las discontinuidades del precio valor.

Riesgo del crédito o de contraparte: Existen ciertos riesgos de carácter financiero como son el tipo de cambio (cuando el valor esta en otra moneda) y el de la tasa de interés.

Riesgo del sistema de compensación y liquidación: Este es un riesgo operativo típico, fallas en este sistema generan costos por pagos de mora, o de diferencias de tipo de cambio e incluso pueden arriesgar hasta la disponibilidad real del valor que se transa.

Riesgo legal y regulatorio: Las indefiniciones legales imponen una suerte de impuestos al sistema financiero, lo que se refleja en márgenes comerciales más

⁵⁷ Hace referencia a que el tipo de titularización de estudio no podría llevarse a cabo sin dichas entidades. Pero la estructuración de otro activo con la emisión de valores de participación podrían pasar por alto a las entidades de Calificación de Riesgo. Art. 84 Ley 1834.

⁵⁸ Todos estos riesgos deberá tenerlos presentes la entidad de ahorro y préstamo con intenciones de titularizar.

amplios de lo necesario (spreads) o en la negativa de negociar algunos instrumentos.

Riesgo contable: Cuando las normas contables mal definidas crean incertidumbre.

Riesgo imponible: El sistema tributario produce sesgos en cuanto al uso de instrumentos financieros.

Riego de calce: Cuando no hay una adecuada sincronización entre los flujos de ingresos del emisor y los pagos a los que esta obligado. Un aspecto vinculado es el riesgo de reinversión de los ingresos y recibos, los que se asumen, se pueden volver a invertir en iguales condiciones.

Riesgo sistémico: Ocurre a nivel agregado y consiste en la circunstancia por la cuál la crisis o quiebra de una determinada firma, desencadena una serie de fracasos o situaciones críticas a lo largo del mercado.

Las nomenclaturas internacionales jerarquizan los riesgos de menor a mayor en cuanto a riesgo, las clasificaciones promueven la eficiencia del mercado de capitales al contribuir un cuerpo común de información analítica de las clasificaciones que generalmente adoptan algunos países sudamericanos, en los Estados Unidos de Norteamérica y países de Europa que son los siguientes.⁵⁹

⁵⁹ Castellares, et al; 1998; 70-71

CATEGORIA EL VALOR EMITIDO OFRECE:**(Sistema Sudamericano)**

A	Buena capacidad de pago del capital e intereses, sin que se vea afectado por cambios en la empresa emisora o en el sector en el que actúa.
B	Buena capacidad de pago del capital e intereses, pero susceptible de ser afectado por condiciones cambiantes o adversidades.
C	Dudosa capacidad de pago del capital e intereses, por problemas de la empresa emisora o del sector.
D	Elevada probabilidad de incumplimiento en los pagos.
E	El emisor no presenta información y el valor no ofrece garantías suficientes.

Sistema Norte Americano y de países Europeos:**CATEGORIA****EL VALOR EMITIDO OFRECE:**

AAA	Bonos con muy alta capacidad de pago de intereses y capital.
AA	Bonos con alta capacidad de pago que difieren de los anteriores solo en aspectos menores.
A	Bonos con alta capacidad de pago pero con algún grado de susceptibilidad para recibir efectos adversos de cambios en las condiciones económicas.
BBB	Adecuada capacidad para pagar interés y capital. En este caso los cambios en las condiciones económicas podrían derivar en un debilitamiento en las condiciones de repago.
BB	Similar a anterior, pero con mayor probabilidad de afectación de los cambios en la situación económica.
B	En este caso, pequeños cambios en las circunstancias provocarían un debilitamiento en las condiciones pactadas.

CCC	Bonos considerados especulativos por su relativa capacidad de pago de interés y de capital.
CC	Bonos con condiciones precarias para el pago de interés.
C	En este caso existen inconvenientes en los pagos o la reputación del deudor resulta insuficiente.
D	El emisor se encuentra con procesos judiciales en trámite y/o por resolverse, aunque se estima que puede cumplir las condiciones pactadas.
E	Instrumento cuyo emisor no presenta información válida y representativa para el periodo mínimo exigido.

Todas estas nomenclaturas serían posibles clasificaciones de los valores, producto de la titularización y en cada uno de ellos se hace referencia a los motivos por los cuales se dio una calificación baja o alta.

2.4.4. INVERSIONISTA

Son los tenedores de Valores emitidos en el proceso de titularización, son quienes adquieren éstos, los cuales están respaldados por los derechos sobre el flujo futuro que genera la cartera de créditos de los instrumentos titularizados. Entre los posibles inversionistas tenemos a los fondos de pensiones, compañías de seguro, fondos mutuos, o fondos de inversión y otras instituciones financieras e inversionistas individuales⁶⁰.

2.4.5. ADMINISTRADOR

Es aquel que administra el activo titularizado que puede ser el originador o un tercero independiente, administra la cartera de crédito operando como agente

⁶⁰ Estos inversionistas contribuyeron notablemente a la titularización en la práctica internacional, siendo las Administradoras de Fondos de Pensiones un inversionista institucional clave para este mecanismo.

de cobro del pago de los activos. Este facilitará a la Sociedad Titularizadora, y a los tenedores de Valores los certificados e informes mensuales, trimestrales o finalmente anuales, en relación con el estado de cuentas del activo según el tipo de activo que se trate, así como la rendición periódica de cuentas acerca de los flujos percibidos y transferidos hacia los inversionistas.⁶¹

En el caso particular de estudio no habría mayor problema en quien administraría los créditos hipotecarios del patrimonio autónomo puesto que la experiencia internacional tiene la posibilidad de que sea el propio originador el administrador de cartera, de esta forma se garantiza un normal desarrollo de los créditos y por contar con las correspondientes facilidades de los establecimientos constituidos de cobranza de las Mutuales.

2.4.6. EL TOMADOR O COLOCADOR

Es la entidad que puede actuar en una función de underwriter, conforme al régimen legal pertinente. Se trata de una entidad financiera o banco de inversión o agente de bolsa que se vincula con el emisor mediante un contrato de underwriting⁶², para la colocación de los valores en oferta pública o privada⁶³. La existencia de esta entidad no es esencial en los procesos de titularización, puesto que la emisión puede ser colocada directamente por la Sociedad Titularizadora.

⁶¹ Lisoprawski et al; 1995; 27 en el caso específico de estudio de las Mutuales conocen los mecanismos legales para el cobro de las acreencias.

⁶² Ernesto E. Martorell, tratado de contratos, Vol. I, Depalma, Bs. As. ,1999, p. 504 citado por Lisoprawski dice el contrato de underwriting puede tener tres modalidades básicas, según la obligación que asuma el agente de manejo: Colocación en firme, a la espera, o a mejor esfuerzo. En la colocación en firme adquiere los títulos y luego los coloca entre inversores. En la modalidad a la espera sólo suscribe el adquiere títulos y luego los coloca entre inversores. En la modalidad a la espera sólo suscribe el remate que no pudo colocar entre inversores, luego de periodo de colocación. Y cuando el contrato es a mejores esfuerzos el Banco solo se obliga a prestar su mayor diligencia para alcanzar los resultados buscados por el emisor en este último caso puede adelantar la financiación o bien actuar como simple corredor de bolsa.

⁶³ Para mayores referencias; Titularización; Silvio V. Lisoprawski.

2.4.7. DEPOSITARIO

El originador puede convertirse en depositario de los instrumentos que documenten la existencia del crédito. De lo contrario de existir la figura podrá ser un tercero el que cumpla la función o el mismo vehículo que se utilice para aislar los activos.⁶⁴

El depositario de los instrumentos que documenten el crédito será la Sociedad Titularizadora o la entidad de custodia de valores que tendrá esa función específica.

2.4.8. GARANTE

Son los Bancos o compañías de seguros que otorgan garantías adicionales a las que representan los mismos activos titularizados, disminuyendo el nivel de riesgo o mejorando la calificación del Valor⁶⁵.

En este aspecto se contempla la posibilidad de crear mecanismos de garantía llamados de cobertura tanto internos como externos en el proceso de titularización y que los desarrollaremos detalladamente mas adelante.

2.4.9. REPRESENTANTE DE TENEDORES DE VALORES

Es quién actúa como representante de los tenedores (Inversionistas) de Valores emitidos a través de un proceso de titularización frente al originador, a la

⁶⁴ Lisoprawski; 1995; 30.

⁶⁵ Lisoprawski; 1995; 30.

sociedad de titularización y a terceros cuando a ello diere lugar. El representante actuará cuando exista conflicto de intereses⁶⁶.

2.5. TIPOS DE TITULARIZACIÓN

Se han desarrollado varios tipos de valores que han sido exitosos con el proceso de titularización, todos ellos basados en los mecanismos norteamericanos.

El producto o fruto de la titularización son los denominados “Mortgage Backed Securities” o valores respaldados por activos. En la práctica internacional, las estructuras básicas o tipos de titularización considerados básicos son los “Pass –Thourgh” Asset Backed Bonds”, y Pay Thourgh⁶⁷ .

2.5.1. TÍTULOS DE TRASPASO DIRECTO (PASS –THOURGH)

Constituye la forma más tradicional y utilizada. La cartera de créditos o parte de ella y que forma parte de los activos de una empresa, es transmitida por venta, cesión o endoso, según el activo de que se trate a un vehículo titularizador.

Este vehículo emite valores de participación respaldados por esos activos homogéneos, generalmente similar en sus vencimientos, tasas de interés y calidad crediticia.

Cuando los valores respaldados por activos son colocados en el mercado de valores y el dinero es recibido, entonces éste se utiliza para financiar a la

⁶⁶ Entendemos al conflicto de intereses como la colisión de derechos o pretensiones y este deberá estar en concordancia con el Art. 103 de la Ley del Mercado de Valores.

⁶⁷ Explicaremos estas tres modalidades o tipos de titularización establecida por Rigoberto Parada (Parada; 1995; 100).

empresa originadora. La empresa originadora de los créditos generalmente actúa como administrador o servicer, es decir que mantiene la administración del crédito, cobrando a los deudores y accionando judicialmente en contra de los deudores morosos y traspasando en forma directa la recaudación de los fondos a los inversionistas. Por este servicio cobra a los inversionistas una comisión por administración.

En lo referente a la propiedad sobre el portafolio de créditos, tenemos que como consecuencia del proceso de titularización, está pasa al inversionista que adquiere los valores de traspaso directo, por lo que la emisión de los valores no constituye pasivo del acreedor original, por lo que no aparece en los resultados de este.

Como el flujo de fondos de los activos es traspasado directamente a los inversionistas existe el riesgo de prepago, que puede llegar a incidir de tal forma que la maduración de los valores de traspaso directo sea incierta.

2.5.2. Los bonos respaldados por activos o Mortgage Backed Bonds (ABB)

En este tipo de titularización, al igual que en el anterior, se emite un valor respaldado por un conjunto de activos homogéneos y, en algunos casos, por un portafolio de Passthogh.

El originador o empresa en necesidad de financiamiento no transmite la propiedad de los activos puesto que es ella misma la que hace las veces de emisor, por lo que los bonos respaldados por activos constituyen una obligación del originado, en ese sentido, el portafolio de créditos usados para emitir un bono respaldado por activos constituye un pasivo.

La característica de este tipo de títulos son como su nombre lo indica, es que son bonos de contenido crediticio.

Otra característica de estos bonos son los flujos de caja que provienen del colateral, es decir, que los activos mencionados no se destinan al pago de los intereses y la amortización de los valores a los inversionistas, sino que el pago de los inversionistas proviene de los ingresos generales del emisor. Por esta razón, estos bonos están generalmente sobre colateralizados. Mientras los títulos se encuentran en circulación el emisor se encuentra obligado a mantener el nivel de las garantías en caso de disminución de su entidad o valorización, de tal suerte que su valor permanezca constante. El colateral es evaluado trimestralmente y si su valor está por debajo del consignado en el bono, se debe adicionar nuevas garantías al colateral o reemplazar las existentes por otras de suficiencia valor.

Las emisiones de este tipo de valores han sido menores en la experiencia internacional respecto de los Valores de participación directa, esto se debe principalmente a que por la estructura utilizada la emisión resulta mucho más costosa para el emisor al estar obligado a mantener el nivel de garantías. Algunos ejemplos son títulos de deuda sobre prenda de automotores, contratos de leasing.

2.5.3. LOS TÍTULOS DE PAGO DIRECTO O PAY – THROUGH

Este tipo de titularización es de aparición posterior y resulta una categoría híbrida de las dos anteriores, puesto que combina algunas características de los valores de traspaso directo y de los bonos respaldados por activos.

El emisor no transmite la propiedad de la cartera de activos, sino que la utiliza como garantía para emitir los Valores de pago directo, al igual que los bonos respaldados por activos.

El pago a los inversionistas proviene del flujo de fondos de los activos que respaldan la emisión de forma similar a los Valores de traspaso directo.

Esta estructura de titularización puede ser más costosa ya que al ser el mismo originador el que emite los Valores de pago directo, tenemos que figuran como pasivo en su balance por lo que dependiendo de la regulación sobre deuda/capital nacional puede llevar a que la empresa tenga que realizar modificaciones patrimoniales, especialmente si se establecen límites máximos de endeudamiento.

Como se puede apreciar, otra diferencia al margen de la propiedad de la cartera de créditos, entre las modalidades de **Títulos de traspaso directo** y **Títulos de pago directo**, hacen que la maduración o vencimiento de la cartera de créditos sea incierta.

A continuación se describe mediante un cuadro que resume las principales variables diferenciadoras de los procesos que componen los **Bonos respaldados por activos**. Y que son modalidades de clase **Títulos de traspaso directo**, **Bonos respaldados por activos** y **Títulos de pago directo**, con relación a hipotecas.

	TÍTULOS DE TRASPASO DIRECTO	BONOS RESPALDADOS POR ACTIVOS	TÍTULOS DE PAGO DIRECTO
PROPIEDAD DE LA HIPOTECA	Es traspasada al inversionista	Permanecer en el emisor	Permanecer en el emisor
PAGOS DE INTERESES Y PRINCIPALES.	Son traspasados directamente al inversionista	No son traspasados directamente al inversionista.	Son traspasados directamente al inversionista.
POSICIÓN FINANCIERO CONTABLE.	Deuda no aparece en los estados financieros de la institución financiera.	Los Bonos respaldados por activos aparecen como un pasivo del emisor, mientras que las hipotecas aparecen como activo.	El instrumento emitido aparece como una deuda del Banco.
COMISIÓN POR ADMINISTRACIÓN Y GESTIÓN DE COBRO.	Instituciones financieras cobran un cargo a los inversionistas por los servicios prestados.		

2.6. PROCESO BÁSICO DE TÍTULARIZACIÓN

2.6.1. VÍAS DE ESTRUCTURACIÓN

Los procesos de titularización pueden conformarse mediante la transferencia de bienes o activos para constituir con ellos, un patrimonio autónomo mediante un contrato de cesión de créditos irrevocables.

Así mismo se puede iniciar una titularización a partir de la constitución de fondos o patrimonios con sumas de dinero destinadas a la adquisición del bien o activo objeto de titularización.

En anexos se desarrolla un breve resumen de la titularización por tipo de activo.

2.7. MECANISMOS DE COBERTURA

Como se menciono anteriormente, existen mecanismos que garantizan los activos que respaldan el proceso de titularización, existirán procesos de titularización que contarán con mayores o menores mecanismos de seguridad tanto internos como externos dependiendo del tipo de activo a titularizar. Estas posibles alternativas de cobertura son mencionadas con los siguientes ejemplos y argumentos.

Puede darse el caso o la posibilidad de que al llegar el vencimiento de los valores emitidos como resultado del proceso de titularización, no existan los fondos necesarios para cumplir con las obligaciones que surgen del proceso de titularización, que es ocasionado básicamente por dos razones: que el patrimonio autónomo no haya generado la cantidad suficiente de fondos para pagar el valor nominal de los Valores y los rendimientos correspondientes a la

fecha de vencimiento o que el flujo de pagos o caja futuros generado por el patrimonio autónomo haya sido desviado de su fin único o exclusivo.

En las titularizaciones de activos generados por flujos de pagos o fondos futuros, se incorporan mecanismos de seguridad o apoyo crediticio que cubran por lo menos una vez y media el índice de siniestralidad o coeficiente de desviación del flujo de pagos o caja futuros.

Se entiende por índice de siniestralidad o coeficiente de desviación del flujo, la evaluación del impacto que tiene sobre los resultados del proceso de titularización el comportamiento de determinadas variables como las anteriormente desarrolladas. Es así que se deben considerar en la estructuración de una titularización, las proyecciones de los resultados económicos del proceso bajo ciertos escenarios en los cuales se presentaría el mayor riesgo de pérdida o de desajuste con respecto a las condiciones externas y/o internas que afecten drásticamente las estimaciones iniciales⁶⁸.

Los mecanismos de cobertura de riesgos⁶⁹ son de dos tipos: internos y externos, los internos que básicamente serían responsabilidad del Originador puesto que son parte de la estructuración⁷⁰, y los externos son aquellos que se contratan con entidades, terceros diferentes de quienes participan directamente en el proceso. Los mecanismos de cobertura en un proceso de titularización se pueden aplicar alternativamente o en forma combinada⁷¹.

⁶⁸Superintendencia de Valores Colombia; 2001; 30.

⁶⁹ Se tomó como referencia los mecanismos de seguridad establecidos en las normas de países vecinos.

⁷⁰ Los mecanismos internos se establecen con estrecha colaboración de la Sociedad Titularizadora al originador cuando sea necesario.

⁷¹ Para los procesos cuyos títulos se negocien en un mercado secundario, la normatividad establece que no tendrán que incorporar mecanismos de cobertura, debiendo en todo caso ser calificados, o en su defecto, avalados o garantizados por establecimientos de crédito o entidades aseguradoras sujetas a la inspección y vigilancia de la superintendencia de Bancos.

2.7.1. MECANISMOS INTERNOS DE TITULARIZACIÓN O COBERTURA

Son aquellos que hacen parte de la estructuración misma del proceso de titularización y no requieren de un agente externo. Se contempla los siguientes:

2.7.1.1. Subordinación de la Emisión

Implica que la emisión de Valores que realiza la Sociedad Titularizadora contemple una porción o serie de valores, denominada subordinada, a la cual se imputan hasta agotarla, los siniestros o faltantes de los activos, mientras que a la porción no subordinada se destinan en primer término, los flujos requeridos para la atención del capital e interés incorporados en tales Valores. El monto de la porción subordinada debe ser suficiente para cubrir mínimo una vez el índice de siniestralidad.

La porción subordinada puede ser adquirida por el originador, por una tercera entidad o ser colocada en el mercado, caso para el cual se requiere que estos Valores hayan sido calificados y sean de pleno conocimiento del inversor que estos Valores, no le serán pagados en caso de siniestralidad o desviación en los flujos de pago de activos.⁷²

En resumen estos Valores están siempre en segundo lugar con relación a los principales (no subordinada) en lo que se refiere al pago de capital e intereses, es decir, se cumple preferentemente con los valores no subordinados y finalmente si alcanza el flujo se cumple con lo subordinado.

⁷² Gutierrez; 1996; 8.

2.7.1.2. Sobrecolateralización de Cartera

Consiste en que el monto de los activos que son entregados a la sociedad que obra como agente de manejo de la titularización sean de mayor cantidad que la necesitada para titularizar, y que este exceda el valor de los Valores emitidos en forma tal que cubra como mínimo una vez y media el índice de siniestralidad. A la porción excedente se imputaran los siniestros o faltantes en cartera. Lo que significa que se transfieren más activos de los que van a respaldar la emisión. Es decir, que en el caso de la cartera existe un monto adicional del que se transfiere al patrimonio autónomo sobre el cual no se emiten Valores, lo que significa que el valor del patrimonio autónomo es mayor al total de los Valores emitidos.

2.7.1.3. Exceso de Flujo de Caja

Este mecanismo es factible cuando existe un marco diferencial o excedente entre el rendimiento generado por la cartera y la tasa de interés pagada al inversionista. Con dicho exceso se constituirá un fondo que cubrirá el índice de siniestralidad en el mínimo establecido. Es un margen favorable del patrimonio autónomo que se da entre el rendimiento o flujo de cartera a titularizar y los títulos emitidos con el que se crea un fondo para cubrir cualquier riesgo de no pago de los créditos titularizados.

2.7.1.4. Sustitución de Cartera

Con este mecanismo se reemplazan los créditos que en el proceso presentan variaciones en la categoría en la cual fueron inicialmente clasificados, en forma tal que se incrementa el riesgo y el normal recaudo. Esta sustitución la asume el originador y debe cubrir una vez y media el índice de siniestralidad. Se constituye como el compromiso que hacen las Mutuales con la Sociedad

Titularizadora de cambiar los créditos que lleguen a determinado nivel de morosidad remplazándolos por cartera o créditos sanos.

2.7.1.5. Contratos de apertura de créditos

Son contratos a través de los cuales el patrimonio autónomo dispone por cuenta del originador, de líneas de crédito para atender necesidades de liquidez, las cuales deben ser atendidas por el establecimiento de crédito a solicitud de la sociedad titularizadora quien es agente de manejo de la titularización y que en representación del patrimonio autónomo tomara la decisión de reconstituir el flujo con base en el crédito⁷³.

2.7.1.6. Aval del originador

Las entidades originadoras de procesos de titularización podrán avalar las emisiones de Valores emitidos en desarrollo de tales procesos, cuando se acredite capacidad patrimonial para ello. La capacidad patrimonial se determina estableciendo el excedente sobre los siguientes factores: la sumatoria del capital, la prima en colocación de acciones y reservas, disminuidas las pérdidas y el valor de las emisiones de bonos y de papeles comerciales en circulación en, cuando sea el caso.

2.7.2. MECANISMOS EXTERNOS DE SEGURIDAD O COBERTURA

Son aquellos que requieren de la participación de un agente externo al proceso de titularización. La normatividad por lo general contempla:

⁷³ Son contratos que se harían por cuenta de las Mutuales a favor del patrimonio autónomo estableciendo líneas de crédito para garantizar liquidez.

2.7.2.1. Avales o garantías

Conferidos por instituciones financieras y aseguradoras que no tengan vinculación con el originador (Mutuales), en los casos en que procedan conforme a las disposiciones de la autoridad competente. Son aquellos en los cuales una entidad financiera o aseguradora, garantiza en todo o en parte, el pago de los valores emitidos en el proceso de titularización. Esta garantía puede otorgarla un tercero o cualquier endosante de la letra, excepto el girador.⁷⁴

2.7.2.2. Seguro de Crédito

Es el seguro por el cual el asegurador⁷⁵, se obliga a pagar el inversor los valores emitidos en el proceso de titularización, en caso de que el patrimonio autónomo no haya generado los flujos de fondos suficientes para hacerlo.

2.7.2.3. Depósitos de Dinero

En los cuales se deposita una suma de dinero en garantía del cumplimiento de una obligación y, el depositario, sólo está obligado a hacer la restitución en cuanto al exceso del depósito sobre todo lo que el deudor deba pagar en razón del crédito garantizado.

⁷⁴ Código comercio; 1978; Art. 558.

⁷⁵ Hace referencia a los artículos 1106,1107 y 1108.

2.8. TIPOS DE VALORES QUE PUEDEN EMITIRSE EN PROCESOS DE TITULARIZACIÓN

2.8.1. NATURALEZA

Los Valores emitidos en desarrollo de procesos de titularización de activos improductivos o antifuncionales tienen las prerrogativas de los títulos valores. Lo anterior significa que deben mencionar el derecho que incorporan y la firma de quien los crea. Además, deben inscribirse en el Registro del Mercado de Valores e intermediarios y ser susceptibles de ser colocados mediante oferta pública. Estos valores de acuerdo con su naturaleza y tradición, podrán ser nominativos, a la orden o al portador.⁷⁶

2.8.2. CLASES DE VALORES

En los procesos de titularización de activos improductivos o antifuncionales es factible emitir tres modalidades de Valores⁷⁷.

2.8.2.1. Valores Corporativos o de Participación

Son aquellos en los que el inversionista adquiere una alícuota parte del patrimonio Autónomo o fondo y participa de las utilidades o pérdidas que éste genere. Se asimilan a Valores de renta variable y se encuentran normalmente con referencia de unidades de participación.

Pueden ser redimidos antes de la extensión del patrimonio autónomo o fondo, debido a la liquidación de la parte de sus activos o bienes.

⁷⁶ Ley del Mercado de Valores N° 1834; 1998; Art. 83.

⁷⁷ En conformidad con el Art. 83 de la Ley del Mercado de Valores.

2.8.2.2. Valores de Contenido Crediticio

Son aquellos que incorporan derechos a percibir la cancelación del capital y de los intereses de acuerdo con las condiciones y plazos señalados en el Valor. Se asimilan a los Valores de renta fija y los activos que conforman el patrimonio autónomo respaldan el activo con los inversionistas.

2.8.2.3 Valores Mixtos

Es la mezcla de los dos anteriores. Esto es que pueden contemplar una rentabilidad mínima o un límite máximo de participación, o las dos. También pueden incorporar derechos de participación amortizables. Estos, de manera adicional a las cuotas de participación, pueden ser amortizables o pueden tener una rentabilidad mínima.

2.8.2.4. Valores Representativos de Anotaciones en Cuenta

Son aquellos productos y la desmaterialización del título valor y están representados en códigos o anotaciones en cuenta en las instituciones correspondientes.

2.9. CARACTERÍSTICAS DE LOS VALORES

Los valores producto de la titularización de activos improductivos o antifuncionales de entidades financieras deben reunir los siguientes requisitos:

Tener tasas de mercado para que sean efectivamente colocados en un mercado de capitales. Deben ser valores a mediano y de largo plazo en su mayoría. Por regla general los valores emitidos en desarrollo de procesos de titularización no pueden redimirse antes de un año.

Los valores no podrán tener un plazo superior al de la duración del patrimonio autónomo o fondo ni el plazo del contrato de cesión irrevocable, el agente de manejo debe presentar a la entidad fiscalizadora SPVS la metodología que se aplicará para la valuación del patrimonio de las unidades que lo conforman. Es decir, la duración del patrimonio autónomo debe ser el mismo que el de los valores y el del contrato, para que el proceso tenga un desempeño adecuado. La emisión de valores de contenido crediticio es la más apta para activos improductivos o antifuncionales de entidades financieras seguidamente de los mixtos y, finalmente, los de participación⁷⁸, esto debido a la naturaleza de nuestro mercado por conformarse como un mercado de renta fija y con inversionistas que adoptan políticas de bajo riesgo⁷⁹.

⁷⁸ Estos valores de participación en la práctica internacional dieron mejores resultados debido a la amplitud de su mercado de capitales, el que es profundo en renta variable.

⁷⁹ Esta referencia es dirigida a las políticas de inversión de las Administradoras de Fondos de Pensiones.

CAPITULO III

SITUACIÓN BANCARIA NACIONAL

Es inevitable que los países se adecuen a los cambios realizados por la evolución de la economía neoliberal, en el caso concreto del concierto internacional y por el desarrollo productivo nos referimos a la economía neoliberal, es así que Bolivia dio el primer paso a lo que se ha denominado política neoliberal o de economía abierta, esta política económica se consolidó con el Decreto Supremo 21060 expedido el 29 de agosto de 1985, durante la gestión del Dr. Víctor Paz Estenssoro. Este marco económico permitió la creación de la Bolsa de Valores de La Paz en 1989, la cual posteriormente atravesó grandes dificultades para poder establecerse, como la hiperinflación y la inestabilidad económica.

Los constantes cambios de gobierno sin políticas de continuidad perjudicaron el desarrollo del país. Es por esto que las reformas financieras efectuadas en nuestro país han venido configurándose en sistemas financieros modernos sujetos a una regulación y supervisión preventiva que garanticen la libre competencia de los intermediarios financieros y que permitan la aplicación de mecanismos de mercado. Sin embargo, la coyuntura evidencia retracción de la inversión privada por una contracción de la participación del sector público en el ámbito bancario con un creciente nivel de desempleo y deterioro de los ingresos de la población; por ello se ha considerado apremiante que el país busque nuevas alternativas tomando en cuenta la crisis e inestabilidad financiera mundial que dio lugar a un severo golpe al sector de la banca, la escasez de créditos y el alto costo de los recursos financieros ha generado que el crecimiento de los activos improductivos o antifuncionales se halle estancado y, en otros casos, sumamente disminuido, generando por otro lado que los pasivos bancarios se acumulen por la falta de pago de los préstamos.

Las Entidades Bancarias al 31 de agosto de 2006 según la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras, cuentan con Bs.-35.382.650 (treinta y cinco millones trescientos ochenta y dos mil seiscientos cincuenta bolivianos), en activos improductivos o antifuncionales las que también podrían ser titularizados. Aproximadamente un 15 % a 20%, podrán ser titularizados de acuerdo al D.S. 25514 que demuestra que la falta de un adecuado mecanismo jurídico hace que los activos improductivos o antifuncionales crezca y genere iliquidez, lo que perjudica el desarrollo financiero. Los bancos Mercantil Santa Cruz y el Banco Bisa S.A. tienen la mayor cantidad de activos improductivos o antifuncionales según la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras.

Las entidades financieras no bancarias como las Mutuales de Ahorro y Préstamo tienen un total de préstamos hipotecarios por un valor de 306.347.750 millones de dólares los que pueden ser titularizados como instrumento de disminución de los activos improductivos o antifuncionales ampliando la cobertura de créditos hipotecarios o para prestar otros servicios.

Las Administradoras de Fondos de Pensiones tendrán que gestionar la posibilidad de invertir en Valores⁸⁰ respaldados por hipotecas de activos improductivos o antifuncionales en porcentajes considerables con relación a los Fondos que administran Las Entidades.

Financieras Bancarias y Mutuales con la liquidez adquirida por procesos de titularización deberían gestionar de arrendamiento financiero.

⁸⁰ Debido a que los valores hipotecarios de largo plazo tienen calificaciones altas y las AFP'S adoptan políticas con riesgos mínimos.

EFICIENCIA EN LAS OPERACIONES DEL SISTEMA FINANCIERO

Una vez superada la hiperinflación de 1984-1985 y sus efectos depresivos sobre la actividad económica general y sobre el sistema financiero en particular, debido a los efectos negativos de la medida de desdolarización (oct/1982) y la desintermediación financiera inducida por las tasas de interés reales negativas pese a los elevados márgenes financieros nominales; a partir de 1985, se observa una progresiva recuperación del sistema financiero en un marco de desregulación de las tasas de interés y reducción de las tasas de encaje especialmente para depósitos en moneda nacional.

La restitución del mecanismo de mercado para la determinación de las tasas de interés tuvo como efecto inicial la elevación de las tasas de interés reales, deteriorando la calidad de la cartera por problemas de selección adversa. Sin embargo, estos cambios no estuvieron acompañados por una regulación y supervisión apropiadas de la solvencia de las instituciones financieras, conduciendo en 1987, a problemas de solvencia de varios bancos del sistema.

Por ello, fue necesario profundizar los cambios institucionales mediante la Ley de Bancos y Entidades Financieras de 1993, la que posteriormente fue fortalecida y reglamentada mediante la nueva Ley del Banco Central (Ley No. 1670 del 31 de octubre de 1995), en la que se establece normas más estrictas sobre la cartera en mora y el devengo de intereses, además de la reformulación de los requisitos de provisiones y de capital mínimo. Adicionalmente, se propuso la limitación de la concentración de cartera y se buscó una mayor transparencia en las operaciones de las instituciones financieras, tratando con ello de eliminar la presencia de los créditos vinculados.

Pese a los anteriores cambios institucionales, según algunos estudios existentes en el medio (p.e., Ferrufino, 1992), las instituciones bancarias en Bolivia presentan deficiencias en sus operaciones, desempeñándose en una

estructura oligopólica, que se traduce básicamente en: i) spreads altos; ii) la transferencia de riesgos desde los acreedores a los deudores y iii) la ineficiencia en el cumplimiento de la función de intermediación.

Eficiencia en la administración del riesgo de iliquidez las instituciones bancarias y financieras colocan los recursos captados del público a plazos de vencimiento más largos que los de captación. En consecuencia, tales instituciones enfrentan el riesgo de que los retiros de los depositantes sean superiores a los fondos disponibles bajo la forma de reservas o encajes (riesgo de iliquidez). En caso de ocurrir esta situación, impone a los bancos e instituciones financieras ajustes costosos, que asumen la forma de préstamos interbancarios que son más caros que el resto de los pasivos bancarios, la liquidación anticipada de activos rentables, etc.

En consecuencia, la eficiencia en la administración del riesgo de iliquidez está vinculada con la determinación del nivel de reservas y encajes. Los costos que deben considerarse al momento de evaluar este riesgo son dos: i) el costo de oportunidad asociado al encaje que las entidades bancarias y financieras deben constituir en el banco central que, en caso de no existir remuneración alguna del banco central por estos recursos, será igual a la tasa de rentabilidad de la cartera (colocaciones e inversiones) y, en caso contrario, será igual a la diferencial de tasas; ii) deben considerarse los costos de ajuste de liquidez dados por las pérdidas en que deben incurrir al verse obligados a ajustar sus activos y pasivos (incluidos los préstamos interbancarios). Por tanto, la administración eficiente de estos riesgos supone la fijación de las reservas y encaje de tal manera que se minimice la suma de ambos costos. Esto ocurre para los niveles de reservas o encaje donde se da la igualdad de los costos marginales para ambos conceptos.

Transcurridos los primeros tres meses de la gestión 2005, la economía boliviana continúa reflejando limitaciones para emprender una salida real de su situación de estancamiento. No obstante la tendencia positiva que ha continuado registrando el sector externo -que le ha permitido constituirse en el sector más dinámico de la economía y en el principal impulsor del crecimiento del producto interno bruto registrado en la pasada gestión-, la permanencia de un ambiente de incertidumbre en las esferas políticas y sociales, hacen pensar que éste también será un año difícil.

Los impases surgidos entre las autoridades del Poder Ejecutivo y los representantes del Congreso de la República a la hora de tratar la Ley de Hidrocarburos, en el afán de lograr un consenso para que esta Ley sea beneficiosa para todos -Estado, empresas, inversionistas y población en su conjunto-, ha sido quizá el elemento de mayor interferencia sobre un mejor nivel de estabilidad en el país. En ese sentido, es de capital importancia continuar agotando esfuerzos para que se logre concertar un marco legal que propicie un óptimo aprovechamiento de la explotación de nuestros recursos hidrocarburíferos; éste debe incluir un régimen impositivo que asegure recaudaciones tributarias convenientes para el Estado pero, a la vez, debe permitir generar adecuados incentivos para atraer mayores inversiones al país.

ANÁLISIS POR TIPO DE CRÉDITO Y CALIFICACIÓN

La naturaleza del negocio crediticio en las entidades bancarias se caracteriza por una amplia predominancia de cartera comercial (77.3% a marzo), destinada al financiamiento de empresas medianas y grandes, dedicadas a actividades productivas, comerciales y de servicios.

Pese al anterior comentario, el impulso que la banca le ha dado al crédito hipotecario desde anteriores gestiones, ha hecho que incremente su importancia relativa. En lo que va del año, la cartera hipotecaria aumentó su

participación en el total de la cartera de créditos de 17.1% a 17.7%, producto del incremento de 7.2 millones de dólares. Con este resultado, la cartera hipotecaria de los bancos alcanza a 402.5 millones de dólares, mayor en términos absolutos al de las Mutuales (207 millones de dólares), entidades especializadas en el otorgamiento de este tipo de crédito.

PATRIMONIO

A marzo 2005, el patrimonio del sistema bancario alcanza a 389 millones de dólares, menor en 7.3 millones de dólares (1.8%) respecto del nivel registrado en diciembre de 2004, producto de las pérdidas registradas por los bancos BISA y Citibank y por la distribución de dividendos en otros bancos. Los bancos que experimentaron las mayores disminuciones patrimoniales fueron: Santa Cruz, Citibank, BISA y Mercantil con 2.4, 3.0, 2.2 y 3.8 millones de dólares, respectivamente.⁸¹

3.1. TITULARIZACIÓN DE CRÉDITOS EN EL SISTEMA MUTUAL

El Sistema Mutual de Ahorro y Préstamo fue fundado en 1961 y la Mutual La Primera, que fue la primera de 13 ya existentes en Bolivia, se inauguró en 1963. El propósito del sistema mutual consistió específicamente en proporcionar préstamos y actividades afines. Casi inmediatamente se establecieron sucursales de La Primera en las ciudades de Santa Cruz, Cochabamba y Oruro. A medida que siguieron sumándose miembros al sistema, fue necesario establecer una entidad reguladora y promotora conocida como la Caja Central de Ahorro y Préstamo (CACEN). Como se explicó antes, CACEN fue establecida en 1966 y sirvió para regular y promover el desarrollo de las mutuales, actuar como intermediaria de fondos prestados por fuentes externas

⁸¹ Fuente Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras 2007.

y del gobierno y ofrecer seguro de vida a prestatarios y seguro hipotecario a cada mutual. Después de 1966, CACEN autorizó la transformación de las sucursales de La Primera en mutuales completas, así como también la creación de otras mutuales en Tarija, Potosí, Sucre, Trinidad, Riberalta, Cobija, Guayaramerin, culminando en 1990 con la última mutual fundada en la ciudad de El Alto. Las 13 mutuales y sus numerosas sucursales, que se especializan en préstamos han sido responsables de la mayoría de los préstamos formales en Bolivia a través de los años. El sistema gozó de un crecimiento constante en los depósitos de ahorros durante el decenio de los setenta y los primeros años de los ochenta. La inflación de los años 1982-1985 infligió un golpe muy duro al sistema.

Debido principalmente a la política oficial de prohibir que el sistema mutual reevaluará su cartera de préstamos que reflejara la abrupta y masiva devaluación de la moneda nacional, el sistema sufrió pérdidas abrumadoras. La inflación también dio lugar a una rápida disminución en la base de ahorros.

Lamentablemente para el sistema, no hubo una reducción en el valor nominal de su deuda externa, que estaba denominada en dólares. Enfrentándose a la posibilidad de que desapareciera el sistema mutual, el Estado asumió su deuda, haciéndolo solvente nuevamente. No obstante, el sistema se ha debilitado seriamente. En años posteriores, a fines de los ochenta y principios de los noventa, se hizo evidente que algunas mutuales, principalmente las situadas en ciudades periféricas pequeñas, como Riberalta, Guayaramerin, Cobija y Tarija, estaban en situación precaria. Sus mercados locales no podían respaldar los fondos necesarios para la intermediación y, en algunos casos, malas decisiones sobre préstamos consumieron su escasa base de capital. Al mismo tiempo, otras mutuales situadas en La Paz, Santa Cruz y Cochabamba pudieron sobrevivir e incluso prosperar, debido en parte al asesoramiento sobre inversiones en bienes raíces proporcionado por CACEN en los años ochenta,

que dio lugar a que los activos de las mutuales aumentaran considerablemente de valor.

En los últimos años la economía, ha crecido continuamente y las reformas estructurales ejecutadas podrían proporcionar un nuevo ímpetu social y económico al sistema mutual. Sin embargo, las normas reguladoras que rigen el sistema mutual aún se están formulando. También existe una rivalidad entre varias instituciones dentro del sistema mutual y la falta de financiamiento a largo plazo y la condición financiera marginal de varias mutuales pequeñas están obstaculizando la disponibilidad de financiamiento en muchas zonas del país. No obstante, el sistema mutual continúa siendo el más coherente para otorgar préstamos

Los altos niveles de patrimonio presentados por las mutuales La Paz y La Primera con respecto al sistema, se originan en la contabilización del revalúo técnico y actualización del valor de los bienes realizables (más concretamente los adquiridos y construidos para la venta) que afectó a sus estados financieros de las gestiones 2004 y 2005.

Existen dos mutuales que muestran patrimonios negativos (La Frontera y Pando), producto de las consecutivas pérdidas en las que se incurrió en ejercicios pasados que generaron se consuman sus patrimonios, mostrando iliquidez financiera y deficiencia en la adecuación de su patrimonio. Asimismo, se tienen tres entidades que registran pérdidas en la gestión 2004.

El patrimonio de las mutuales Tarija, Paitití, Pando, Frontera y Manutata, está conformado principalmente por Certificados de aportación a favor de CACEN (generados a partir de incumplimientos en los créditos otorgados por dicha entidad a las mutuales mencionadas), donaciones no capitalizables provenientes de la condonación de la deuda externa y por recursos originados

en obligaciones de CACEN con el Banco Central, y otros, capitalizados sin autorización de los financiadores.

Durante las gestiones 2002-2004 el patrimonio de las mutuales muestra una mayor proporción de incremento, siendo la causa principal la constitución por algunas de ellas, de un "patrimonio transitorio" registrado como aportes no capitalizados constituidos por la retención del equivalente al 10% del monto de los préstamos otorgados, los cuales se constituyen en garantía del crédito y se devuelven una vez que se cancela el mismo.

El coeficiente de adecuación patrimonial promedio del sistema mutual es de 14.6%, sin embargo cinco mutuales no alcanzan el coeficiente de adecuación patrimonial requerido (10%).

Podrán emitirse títulos hipotecarios representativos de derechos sobre universalidades constituidas con: créditos otorgados para la construcción o adquisición, derechos sobre dichos créditos, incluyendo sus garantías, bonos hipotecarios, títulos emitidos en desarrollo de procesos de titularización de activos improductivos o antifuncionales de que trata; o mediante la transferencia de los mencionados activos a sociedades fiduciarias en su calidad de administradoras de patrimonios autónomos.

En todo caso, harán parte de la masa o universalidad, las garantías hipotecarias y de cualquier otra índole, los derechos sobre los contratos de seguros que amparen los bienes hipotecados por los prestatarios sobre los mecanismos de seguridad o apoyo crediticio, que deriven de los activos titularizados y sus garantías, tales como los flujos provenientes de dichos activos y los rendimientos producto de la realización de inversiones temporales de liquidez y las daciones en pago o los bienes rematados que se reciban con ocasión de su cobranza, así como el producto de su venta.

Para los efectos los emisores de títulos hipotecarios deberán mantener sistemas de información contable independientes para cada una de las universalidades de activos, cuyos derechos pertenezcan a los adquirentes de los títulos representativos de dichos activos que se hayan emitido como consecuencia de un proceso de titularización, revelando su condición de activos titularizados y proporcionando la información necesaria para facilitar la evaluación de los riesgos inherentes a cada una de ellas.

3.2. ACTIVOS IMPRODUCTIVOS O ANTIFUNCIONALES EN EL SISTEMA FINANCIERO

Las Mutuales y Bancos son los potenciales originadores, en materia de créditos hipotecarios de los denominados activos improductivos. Las Mutuales de ahorro y préstamo, se encuentran favorecidas ya que sus carteras de créditos, no sólo están garantizadas por hipotecas y por el hecho de que las deudas son con mantenimiento de valor respecto al dólar, sino que, además, cuentan con seguros de desgravamen hipotecario que garantiza el pago del crédito cuando el deudor fallece. Las Entidades después de transferir su cartera⁸² podrá continuar cobrando la cartera de créditos hipotecarios⁸³.

3.2.1. BENEFICIOS

La titularización permite una mayor rotación de recursos financieros de largo plazo, una mejor dispersión de los riesgos entre los agentes que participan en actividades de financiamiento, elimina el descalce de plazos, incentiva la especialización de los agentes en originación y administración de hipotecas,

⁸² La Mutual deberá contar con la aprobación y conformidad de la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras para estas operaciones.

⁸³ La Mutual seguirá cobrando la cartera después de firmar un contrato de administración o por mandato esta posibilidad no esta expresamente establecida en la Ley del Mercado de valores.

aligera los límites de apalancamiento de las instituciones financieras sin necesidad de nuevos aportes de capital.

Las Mutuales con necesidades de financiamiento encontraran mayores beneficios con el proceso de titularización, puesto que reactivarán en general todas sus actividades, con posibilidades de crecimiento, ampliación de la cobertura de créditos y expansión de dichas instituciones.

3.2.2. ASPECTOS OPERATIVOS

Existen ciertos aspectos que deben ser considerados para el proceso de titularización que no son de orden legal. Primero poner énfasis al mercado primario de hipotecas y que sean éstas de buena calidad, así como un importante volumen de hipotecas para la disminución de costos y riesgos asociados a la emisión de valores, en segundo lugar contar con un mercado de capitales razonablemente profundo y desarrollado esto en el caso de colocar los valores en nuestro mercado que sería lo aconsejable, pero de lo contrario nada impedirá que se transen o coloquen en otros mercados.

CAPITULO IV

LEGISLACIÓN NACIONAL

4.1. LA TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS IMPRODUCTIVOS O ANTIFUNCIONALES EN BOLIVIA

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

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

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

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

Es importante resaltar que el modelo regulatorio adoptado en Bolivia corresponde al colombiano, debido al especial éxito de esta figura en ese país. Sin embargo, fue necesario incorporar una serie de ajustes que permitieran su

adaptación de conformidad con las condiciones particulares del mercado boliviano.

Es importante considerar que, si bien es cierto en Bolivia se encuentra ya un marco legal y reglamentario para la figura, aún no se ha tenido la experiencia del primer proceso de titularización ni la primera sociedad de titularización en funcionamiento. Lo anterior implica necesariamente la exigencia por parte de las personas involucradas en este proceso, consistente en aplicar una alta dosis de creatividad y decisión para poder lograr que los primeros esfuerzos en la implementación de la figura sean exitosos.

4.2. MARCO JURÍDICO Y REGLAMENTARIO

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

Como se expresó en la introducción de este documento, 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.

4.2.1. 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 titular.

4.3. VÍA JURÍDICA DE TRANSFERENCIA

Los originadores en el proceso de titularización, como se determinó en capítulos anteriores realiza la transmisión de sus obligaciones a través de la figura de la cesión de créditos establecida en el Artículo 384 del Código Civil que señala: “El acreedor, aun sin el consentimiento del deudor, puede transferir su crédito, a título oneroso o gratuito, siempre que la transferencia no contradiga lo preceptuado por la ley o lo convenido con el deudor y el Art. 455 del Código de Comercio que también contempla la cesión de créditos, en su párrafo primero que señala “La cesión de los créditos de una empresa surte efectos frente a terceros desde el momento de la inscripción en el registro de Comercio⁸⁴ sin necesidad de aviso al deudor. Sin embargo, el deudor queda liberado si paga de buena fe al cedente”.⁸⁵

4.3.1. 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

⁸⁴ El registro de Comercio se transformo en el Servicio Nacional del Registro de Comercio (SENAREC).

⁸⁵ La diferencia entre la cesión civil y la comercial es la inscripción en el SENAREC para que surta efectos a terceros en la cesión comercial.

tuvo por objeto establecer normas generales que regulan la organización y actividades de las Sociedades de Titularización y del proceso de titularización.

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

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

- La cesión de bienes o activos;
- La constitución del patrimonio autónomo;
- La vía jurídica a través de la cual es posible constituir el patrimonio autónomo;
- La valuación de patrimonio autónomo;
- Condición del originador;
- Bienes activos para titularizar;
- Emisión de valores de titularización;
- Valores a emitirse;
- Mecanismos de riesgo;

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

- La capacidad de la sociedad;
- Los impedimentos aplicables a las personas que aspiren a ocupar cargos directivos en la sociedad;
- El capital mínimo;
- Transferencia voluntaria;

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

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

Sobre este último punto, debe anotarse que el reglamento de normas prudenciales faculta a la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros para autorizar mediante resolución administrativa de carácter general la estructuración de procesos con bienes diferentes.

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

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

Así mismo, en este reglamento de normas prudenciales se establecieron las condiciones mínimas que deben tenerse en cuenta en la estructuración de

procesos de cartera de crédito y otros activos o bienes generadores de un flujo de caja, de inmuebles, de proyectos de construcción, de documentos de crédito y contratos, de valores inscritos en el registro del mercado de valores y de obras de infraestructura y servicios públicos.

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

4.3.2. CESIÓN DE BIENES O ACTIVOS

A los efectos de la titularización a la que se refiere el artículo N° 76° de la Ley del Mercado de Valores y en aplicación del artículo N° 82 de la misma, la cesión de bienes o activos al patrimonio autónomo, comprende la transferencia absoluta del dominio sobre dichos bienes o activos y, salvo pacto en contrario, también la de sus garantías y todos sus accesorios.

El patrimonio autónomo para titularización no forma parte de la garantía general de los acreedores de los cedentes de los bienes o activos, ni de la Sociedad de Titularización, respondiendo unidamente por las obligaciones derivadas de la emisión de valores efectuada dentro del proceso de titularización.

Para la libre enajenación, los bienes o activos objeto del patrimonio autónomo deberán ser inscritos en los registros correspondientes de acuerdo a las normas legales vigentes, siendo suficiente para efectos de la titularización la inscripción del contrato o del instrumento que acredite el acto unilateral de cesión.

En caso de que la cesión de cartera incluya garantías hipotecarias, el Registro de Derechos Reales deberá inscribir el contrato o el instrumento que acredite el

acto unilateral de cesión, efectuando la correspondiente anotación en las partidas de los inmuebles afectados.⁸⁶

4.3.3. EFECTOS DE LA CESION DE BIENES

La cesión de bienes o activos para la constitución de patrimonios autónomos para titularización tendrá la eficacia que señala el artículo 519º del Código Civil, ya sea que dicha cesión se realice mediante contratos irrevocables o actos unilaterales de contenido patrimonial al que se refiere el numeral II del Artículo 451 o del Código Civil como obligación por promesa unilateral, en concordancia con las previsiones de los artículos 955º y 956 de la citada norma.

4.3.3.1. Irrevocabilidad

La cesión de bienes o activos sujeta a la condición de emisión y colocación de valores de titularización es irrevocable, siendo nula cualquier cláusula del contrato de cesión o de la declaración unilateral de cesión que reserve esta facultad a favor del cedente de los bienes o activos para la constitución del patrimonio autónomo para titularización.

Únicamente cuando no se cumpla la condición de emisión de valores de titularización, los bienes o activos serán restituidos al cedente, en los términos previstos en el correspondiente instrumento.

4.3.3.2. SOLEMNIDAD DE LA CESIÓN.-

El contrato irrevocable de cesión de bienes o activos o el acto unilateral de cesión para la titularización, deben constar en Escritura Pública.

⁸⁶ Gaceta Oficial de Bolivia, Decreto Supremo N° 25514 de 17 de septiembre de 1999, Capítulo II, Artículo 3.

4.3.3.3. CENTRAL DE RIESGOS.-

Los deudores del sistema de intermediación financiera cuyos créditos hubieran sido objeto de cesión para la formación de patrimonios autónomos para titularización, permanecerán en la central de riesgos a cargo de la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras, hasta la extinción de su obligación.

La titularización de los activos improductivos o antifuncionales se abre paso en Bolivia con la introducción de la figura en la Ley del Mercado de Valores N° 1834 de 31 de marzo de 1998, en la cual se normaron sus aspectos básicos.

Es así como, el Título VIII “Titularización” 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 y) del artículo 31 de la Ley 1670- Ley del Banco Central de Bolivia-, constituidas como Sociedades Anónimas Mixtas existentes a la promulgación de la presente Ley, quedan autorizadas para actuar

directamente como sociedades de Titularización, exceptuándose a las mismas de los requisitos de constitución determinados 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, la emisión, las garantías de calificación de riesgo, los procedimientos de gestión y los procedimientos de titularización de bienes muebles e inmuebles y demás requisitos del proceso, estarán regulados mediante reglamento.

Reglamento de Disposiciones Complementarias Específicas sobre Titularización

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

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

4.4. 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.

4.5. 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.

4.6. 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 1999, 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 Impuesto 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.

CAPITULO V

LEGISLACIÓN COMPARADA

5.1. ARGENTINA⁸⁷

Tomando como ejemplo la experiencia Argentina tenemos que mediante Resolución General 237 de la comisión Nacional de Valores, se da el primer paso para la adopción de procesos de titularización, autorizando a las emisoras de obligaciones negociables a garantizar el pago de ellas mediante la prenda en favor de los tenedores de dichos Valores de carteras variables o fijas de derechos crediticios, con o sin garantía real, o de otros conjuntos variables o fijos de activos análogos u homogéneos entre sí.

La estructura previa por esta resolución tiene en cuenta vehículos tales como la sociedad de objeto exclusivo y la propiedad fiduciaria mediante el contrato de fideicomiso como medio para aislar activos.

Pero es recién con la promulgación de la Ley 24441 sobre Financiamiento para la Construcción que se introducen las reformas necesarias para poner en práctica procesos de titularización.

Esta ley, tal como señala Lisoprawki (1995), constituye una batería de instrumentos conformada por una legislación integral sobre el fideicomiso, una adecuación de los fondos comunes de inversión para dar mayor aptitud a ese medio como vehículo de titularización, subordinación de créditos para posibilitar las alternativas de deuda Senior/Junior, posibilidad de titularizar créditos hipotecarios mediante un régimen especial de letras hipotecarias y un régimen

⁸⁷ Lisoprawski Capítulo XII Ley 24441

innovador de ejecución de garantía hipotecaria por medio de un sistema mixto (judicial y extrajudicial). Es importante subrayar que aun cuando la mayor parte de la ley apunta a la financiación con instrumentos apropiados para tal propósito muchos de ellos trascienden ese sector, resultando de gran utilidad en otras transacciones con objetos distintos de los inmobiliarios. Si bien el mercado hipotecario es el mayor campo de dimensión inicial para el aprovechamiento de la titularización, otros tales como los créditos para automotores, consumos mediante tarjetas de crédito, leasings de equipos y maquinarias, consumos de línea blanca (electrodomésticos), flujo de caja de peajes, etc., pueden aprovechar los vehículos y las ventajas que la ley asigna al tratamiento de los instrumentos financieros.

Pero es recién con la promulgación de la Ley 24441 sobre Financiamiento para la Construcción que se introducen las reformas necesarias para poner en práctica procesos de titularización.

5.1.1. PARTES DEL PROCESO

Pueden ser originadoras de procesos de titularización las personas que tengan en sus patrimonios grandes volúmenes de activos análogos entre sí.

Para la Ley 24441 pueden ser agentes de titularización las entidades financieras o las sociedades anónimas especialmente autorizadas por la Comisión Nacional de Valores mediante la celebración de contratos de fideicomiso financiero.

También pueden ser vehículos de titularización los fondos comunes de inversión cerrados, éstos al igual que el fideicomiso financiero son figuras especialmente creadas por Ley 24441 para que sirvan de agentes de

titularización. Ambas serán desarrolladas con mayor detenimiento más adelante.

Los ahorristas, inversionistas son los tenedores de los Valores de participación, representativos de deuda y mixtos resultantes del fideicomiso financiero, así como los tenedores de las cuotapartes de los fondos comunes de inversión cerrados.

5.1.2. ACTIVOS TITULARIZADOS

La Comisión Nacional de Valores, mediante Resolución General 237 autoriza la titularización de conjuntos homogéneos o análogos de bienes o derechos crediticios, de esta forma se pueden movilizar créditos derivados de tarjetas de crédito, carteras hipotecarias, créditos derivados de contratos de leasings y bienes inmuebles.

5.1.3. CLASES DE TÍTULOS VALORES

De los procesos de titularización realizados mediante contratos de fideicomiso financiero resultan dos clases de Valores certificados de participación fiduciaria y Valores representativos de deuda. Ambos son considerados valores y pueden ser objeto de oferta pública, asimismo pueden ser al portador o nominativos.

Los Valores resultantes de procesos estructurados a través de la conformación de fondos comunes de inversión son las cuotapartes que reconocen derechos de copropiedad sobre los bienes o activos que conforman el fondo.

5.1.4. MODALIDAD Y VEHÍCULOS DE TITULARIZACIÓN

5.1.4.1. Fideicomiso Financiero

Hasta la promulgación de la Ley 24441 la legislación Argentina carecía de vehículos o medios que hicieran posible llevar adelante procesos de titularización, porque no habían desarrollado normas referentes al fideicomiso, tan solo el artículo 2662 del Código Civil se refería al dominio fiduciario como una clase de dominio imperfecto: “dominio fiduciario es el que se adquiere en razón de un fideicomiso constituido por un contrato o por testamento, y está sometido a durar solamente hasta la extinción del fideicomiso para el efecto de entregar la cosa a quien corresponda según el contrato, testamento o la ley”.

Esta norma para gran parte de la legislación carecía de interés práctico porque solo definía el dominio fiduciario sin darle tipicidad.

En igual sentido se manifestó en 1985 la XIV Convención Notarial del Colegio de Escribanos de la Capital Federal al señalar que si bien el fideicomiso, como institución del derecho romano, se encontraba mencionado en el artículo 2662 del Código Civil, éste no había sido utilizado sistemáticamente para desarrollar las Instituciones Fiduciarias que las prácticas modernas del derecho económico y técnicas financieras han alcanzado. Por tanto se hacía necesario propiciar ante los poderes públicos el dictado de una ley que regule su funcionamiento.

De esta manera, con la Ley 24441 recién se regula la figura del fideicomiso consagrándose como una institución que regula las inversiones.

Se halla normado desde el artículo primero al veintiséis de dicha ley y está definido de la siguiente manera:

Artículo 1º “Habrá fideicomiso cuando una persona (fiduciante) transmita la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otro (fiduciario), quien se obliga a ejercerla en beneficio de quien se designa en el contrato (beneficiario), y a transmitirlo al cumplimiento de un plazo o condición al fiduciante, el beneficiario o al fideicomisario”.

Tradicionalmente beneficiario es el mismo sujeto, es decir son denominaciones distintas para designar a la misma persona, pero la ley Argentina hace la distinción entre ambos:

Beneficiario es aquel en cuyo beneficio se administran los bienes fideicomitidos y el fideicomisario es el destinatario final de los bienes fideicomitidos.

También señala los derechos del beneficiario y obligaciones del fiduciario, establece que pueden ser fiduciarios cualquier persona natural o jurídica; pero hace una salvedad, que sólo pueden ofrecer al público para actuar como fiduciario las entidades financieras autorizadas por el órgano competente y las personas jurídicas que autorice la Comisión Nacional de Valores (Art. 5); señala también las causas de cesación de funciones del fiduciario; los efectos del fideicomiso como ser que los bienes fideicomitidos que constituyen un patrimonio separado del patrimonio del fiduciario y del fiduciante (Art. 14); de manera que queda exento de la acción de los acreedores del fiduciario o del fiduciante.

En el artículo diecinueve (19) se crea fideicomiso como una especie destinada al ámbito de la oferta pública con el propósito de dotar un vehículo apto para procesos de titularización, no sólo de hipotecas sino de otros activos, que permiten un grado importante de aislamiento de los activos titularizados.

Fideicomiso financiero según el mismo texto de la ley, es aquel contrato en el cual el fiduciario es una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por la Comisión Nacional de Valores para actuar como fiduciario financiero, siendo los beneficiarios los titulares de certificados de participación en el dominio fiduciario o de Valores representativos de deuda garantizados con los bienes así transmitidos. Son considerados títulos valores y pueden ser objeto de oferta pública.

Es un fideicomiso destinado a servir a operaciones propias del mercado de capitales, por este motivo el artículo diecinueve prevé que la Comisión Nacional de Valores sea la autoridad de fiscalización y regulación de los fideicomisos financieros.

Consecuentemente, tiene la potestad de dictar normas reglamentarias acerca del registro de los fiduciarios, requisito de la instrumentación y contenido esencial de los contratos de fideicomiso, procedimiento de autorización de la oferta pública, régimen informativo, prospecto, etc.

Los fiduciarios de estos contratos sólo pueden ser las entidades financieras sujetas al control del Banco Central de la República Argentina, o sociedad especialmente autorizada, las que según disposiciones de la ley deben ser sociedades anónimas.

Es oportunidad de tratar las distintas especies de fideicomisos se observó que por aplicación del principio de la libertad contractual resulta difícil enunciar las diversas modalidades que pueden revestir el contrato de fideicomiso, pero que de manera general se podía agrupar en tres grandes grupos; los fideicomisos de inversión, los de garantía y los de administración.

Si se tuviera que determinar la especie a la que pertenece el fideicomiso financiero, se diría que es fundamental la administración y la garantía, porque el fiduciario administra por sí o por terceros administradores profesionales. Los activos o bienes fideicomitados que respaldan o garantizan el repago de títulos de deuda o la distribución de las participaciones a que dan derecho los certificados de esa especie.

El fideicomiso financiero tiene por objeto, por medio de una entidad financiera o sociedad autorizada, a emitir o garantizar con los bienes fideicomitados, Valores representativos de deuda o certificados de participación fiduciaria. Estos Valores, por disposición de la ley, son considerados títulos valores y pueden ser objeto de oferta pública, lo que no excluye la posibilidad de la colocación privada.

La ley introduce los certificados de participación fiduciaria como una especie dentro de la categoría de los títulos valores. Esta figura es recogida de la Ley de Títulos y Operaciones de Crédito del derecho mexicano que se ocupa de esta clase de títulos valores fiduciarios que otorgan a su titular el derecho a una parte alícuota del rendimiento de los valores, derechos o bienes fideicomitados; el derecho a una parte alícuota del derecho de propiedad o de titularidad de ellos; o bien el derecho a una parte alícuota del producto neto que resulta de la venta de dichos bienes, valores o derechos.

Pero esto no significa que atribuyan un derecho de copropiedad sobre los bienes o renta del fideicomiso, sino derechos personales o de crédito.

El artículo 21 señala que los fiduciarios también pueden emitir Valores de deuda cuando estuvieran garantizados con bienes transmitidos en fideicomiso.

Ambas clases de Valores, de participación o representativos de deuda, pueden ser al portador o nominativos, endosables o no, escritúrales (anotaciones en cuenta), es decir que no se representan en Valores sino que se anotan en registros de sociedad emisora, banco o caja de valores. Al tener la calidad de títulos valores se aplica el principio de autonomía, es decir, se adquiere de buena fe el Valor como si fuese el primer tomador, y adquiere la ventaja de la circulación sin formalidades, a través del endoso.

5.1.4.2. Fondos Comunes de Inversión.-

La referida Resolución General 237 de la Comisión Nacional de Valores introdujo además de la normativa destinada a obligaciones negociables, una variante innovadora de los fondos comunes de inversión: los fondos comunes de crédito como vehículo de titularización, cuya existencia ratifica la Ley 24441.

Para Lisoprawki (1995), los fondos comunes de inversión son grandes inversores institucionales que canalizan la inversión de pequeños ahorristas en carteras diversificadas de activos: valores mobiliarios con oferta pública, metales preciosos, divisas, etc. En la subespecie de los fondos comunes cerrados con objetos especiales de inversión de haber del fondo se halla integrado por conjuntos análogos u homogéneos de activos o derechos crediticios. De esta manera se constituyen en vehículos para la titularización, al igual que el fideicomiso.

Estos fondos no constituyen sociedades y carecen de personalidad jurídica sino que son un “haber” separado en el que hay varios copropietarios respecto de los beneficios, resultados y liquidación del fondo, que son los tenedores de las cuotas partes.

El objetivo de estos fondos, para el autor Lisoprawski, es el de ser nexo entre el pequeño y mediano inversor o ahorrista y el mercado de capitales, facilitándoles la inversión por medio de un esquema de organización jurídica que impide la quiebra del fondo y la consecuente liquidación del haber, con un esquema de administración de la cartera de activos separada de la guarda de éstos. El riesgo se minimiza no sólo por su estructura sino también por la diversificación que exige la ley respecto de las inversiones que hace el administrador del fondo.

El fondo nace de la decisión conjunta de dos sociedades independientes que constituirán los órganos del fondo: una sociedad gerente a cargo de la dirección, representación y gestión del fondo, es decir que la política de inversiones y otra en carácter de depositaria que debe ser un banco o una sociedad de objeto exclusivo a cargo de la guarda y depósito de los activos que integran la cartera del fondo. Estos órganos suscriben un reglamento de gestión que regula la estructura del fondo, las relaciones con los cuotapartistas honorarios de los órganos, etc.

El ahorrista ingresa en el fondo con la adquisición de una o más cuotapartes, recibiendo a cambio un certificado de copropiedad que tiene la característica de ser negociable.

Existen, a diferencia de la anterior, fondos comunes cerrados, que se llaman así por estar constituidos con una cantidad máxima de cuotapartes, las que una vez colocadas entre los ahorristas no podrán ser rescatadas hasta la disolución del fondo o finalización del plan de inversiones determinado en el reglamento de gestión del fondo. Las cuotapartes de este tipo de fondos pueden ser autorizados a la oferta pública. Se trata de fondos comunes de inversión abiertos en que en éstos el número de cuotapartes es variable, dependiendo de las suscripciones y rescates.

Según la Ley 24441, el haber de estos fondos comunes de inversión cerrados debe estar integrado por conjuntos homogéneos o análogos de bienes o derechos crediticios, con garantías reales o sin ellas, según lo disponga la reglamentación de la Comisión Nacional de Valores.

De esta forma se admite como objeto de inversión del fondo activos crediticios diversos, tales como créditos derivados de tarjetas de crédito, créditos derivados de contratos de leasing y bienes inmuebles.

Como estos fondos son cerrados no se admite la emisión, con posterioridad, de una mayor cantidad de cuotapartes que las iniciales.

Los adquirentes de las cuotapartes se ven investidos de la titularidad de una copropiedad indivisa del patrimonio que conforma el fondo, según el valor de sus certificados, lo que les otorga el derecho de participar en los beneficios que distribuyen el fondo y a la parte proporcional del activo, en caso de liquidación de este.

El haber del fondo es indivisible, y los activos o créditos que lo integran están totalmente afectados al pago de las cuotapartes emitidas conforme a las condiciones de emisión de ellas y al pago de los gastos relativos a la gestión del fondo en los términos que fije el reglamento de gestión.

Con respecto a la naturaleza de las cuotapartes, se afirma que por la forma de instrumentar el derecho de participación de las cuotapartes a través de la representación material de un certificado, que se trata de un título valor, esto porque se debe mencionar en el título el negocio o relaciones que le dio origen. Pueden ser al portador o nominativas, y otorgar a su titular derecho a determinada fracción en la distribución de los beneficios provenientes de los activos que conforman el haber común.

El control y fiscalización de los fondos comunes de inversión se halla bajo la órbita de la comisión de valores.

5.1.5. REFORMAS INTRODUCIDAS POR LA LEY 24441

Como se dijo anteriormente, mediante esta ley se introdujeron importantes reformas al ordenamiento jurídico Argentino con el fin de facilitar los procesos de titularización mediante la rápida circulación de los activos. Por ello se describirá a continuación algunas de ellas.

5.1.5.1. Reformas al Código Civil

Una importante medida introducida por la Ley 24441 está constituida por modificaciones al régimen de cesión de créditos del Código Civil Argentino.

La Ley en sus artículos 70 al 72 dispone una excepción al régimen del Código Civil en los siguientes casos: cuando se cedan derechos como componentes de una cartera de créditos para garantizar la emisión de títulos valores mediante la oferta pública, para constituir el activo de una sociedad con el objeto de que ésta emita títulos valores de oferta pública y cuyos servicios de amortización e intereses estén garantizados con dicho activo; y para constituir el patrimonio de un fondo común de créditos.

La cesión de estos derechos puede efectuarse en acto único, individualizándose cada crédito con expresión de su monto, plazo, intereses y garantías. Si se cedieran derechos registrables la cesión debe escribirse en los registros correspondientes y los documentos representativos de los créditos cedidos entregarse al fiduciario o al depósito del fondo común de créditos, según fuera el caso.

Esta modificación supone que no es necesaria la notificación al deudor cedido siempre que exista previsión contractual en ese sentido.

Esta reforma reviste gran importancia porque facilita los procesos de titularización al eliminar la casi imposible gestión de notificación a la multiplicidad de deudores cedidos, disminuyendo de esta forma el costo que supondrían los trámites, escrituras públicas y notificaciones inciertas.

El artículo 76 de la ley introduce la subordinación de deuda al régimen de privilegios que contiene el principio de que el privilegio sólo puede resultar de una disposición de la ley y que el deudor no puede crear privilegio a favor de ninguno de sus acreedores.

Señala también que puede convertirse la postergación de los derechos del acreedor hasta el pago total o parcial de otras deudas presentes o futuras del deudor.

Esta modificación permite la estructuración de mejoras crediticias para los procesos de titularización, de los que ya se trató en el capítulo tercero de esta investigación, mediante la emisión de Valores señor o preferenciales y Valores júnior o subordinados a los primeros.

5.1.5.2. Letras hipotecarias y ejecución especial de hipotecas

Con el fin de instrumentar los créditos hipotecarios de modo que estos puedan ser transmitidos y servir de base para procesos de titularización, la Ley 24441 creó una especie de títulos valores la letra hipotecaria se trata de un Valor de crédito que reúne las características de la literalidad, autonomía, incorporación y legitimación. Esto es, que se trata de un título valor con garantía hipotecaria

que se emite cuando está expresamente consentido en el acto de constitución de la hipoteca y sólo corresponde a hipotecas de primer grado.

La letra hipotecaria es emitida por el deudor e inscrita en el registro de propiedad inmueble del lugar donde se encuentra ubicado el inmueble hipotecado. Debe contener el nombre del deudor, y en su caso del propietario del inmueble, nombre del acreedor, monto de la obligación del inmueble, provisiones para las anotaciones de los pagos, indicación expresa de que la tenencia de los cupones de capital e intereses acredita su pago y que el acreedor está obligado a entregarlos y el deudor a reclamarlos.

La emisión de estos Valores no impide al deudor a transmitir la propiedad del bien a terceros, sin embargo tanto deudor como tercero adquirente tienen la obligación de mantener el bien asegurado contra incendios.

La letra hipotecaria contiene cupones que acreditan el pago de capital e intereses. Quien podrá, a su vez transmitir el Valor de la misma manera; para su transmisión no es necesaria la notificación al deudor.

Para reducir el riesgo de incobrabilidad de los créditos, la Ley 24441 crea un trámite especial de ejecución hipotecaria que busca otorgar mayor seguridad al sistema.

Establece en el artículo 52 las hipotecas en las cuales se hayan emitido letras hipotecarias y cuando así se haya convenido en el acto de constitución de la hipoteca, podrán ser ejecutadas mediante un régimen especial.

En caso de mora en el pago del capital e intereses por un plazo de 60 días, el acreedor puede intimar el pago dentro de los quince días siguientes. Vencido este plazo sin que el deudor hubiera cumplido con la obligación, el acreedor

puede presentarse ante el juez, presentar la letra hipotecaria y exigir la entrega del inmueble. El juez ordenará la desocupación dentro de un plazo de diez días. Si no se verifica la desocupación se procede al lanzamiento de los ocupantes y se entrega el bien al acreedor. Este tiene la facultad de realizar por si y sin previa autorización judicial todas las diligencias necesarias para verificar el estado legal del inmueble y requerir la liquidación de las deudas por concepto de impuestos que pesan sobre el inmueble para poder proceder a la venta forzada del bien.

El artículo 57 otorga la facultad al acreedor para ordenar por si y sin intervención judicial la venta en remate público del inmueble afectado a la garantía.

Esta norma constituye la piedra angular de este régimen especial de ejecución extrajudicial de hipotecas.

El deudor ejecutado no puede interponer defensa alguna tendiente a interrumpir el lanzamiento o la subasta, salvo que pueda acreditar que no está en mora, que no ha sido intimado al pago o que no se ha pactado la vía elegida.

5.2. COLOMBIA⁸⁸

La Superintendencia de Valores de Colombia dictó las resoluciones 645 de 1992, 445 de 1993 y la 1394 del 4 de noviembre de 1993, la cual abroga a las anteriores, con el marco jurídico destinado a posibilitar la estructuración de procesos de titularización.

⁸⁸ Superintendencia de Valores de Colombia; la titularización en Colombia “Una ventana hacia la modernización financiera”.

El análisis del régimen colombiano resulta de gran interés ya que nos permite conocer la forma en que resolvieron el problema de la rigidez de sus estructuras y multiplicidad de fórmulas y trámites contrarios a la agilidad y velocidad que requiere el mecanismo de la titularización.

La Resolución 1394 hace posible la titularización mediante la autorización de crear nuevos títulos valores a través de la conformación de patrimonios autónomos, con cargo a los cuales se emiten Valores de participación, de contenido crediticio o títulos mixtos.

Las vías jurídicas utilizadas para llevar adelante procesos de titularización conforme a esta resolución son:

1. Sociedad fiduciaria por medio de contratos de fiducia mercantil irrevocable.
2. Constitución de fondos comunes especiales a través de contratos de fiducia mercantil.
3. Sociedades comisionistas de bolsa a través de los fondos de valores que corren a su cargo.

5.2.1. PARTES DE PROCESO

La normativa colombiana adopta las mismas características señaladas en el capítulo tercero de este trabajo en relación a las partes intervinientes del proceso. Así, el originador es la persona que transfiere los bienes base del proceso de titularización. En los procesos estructurados a partir de la conformación de fondos comunes especiales o fondos de valores, que se tratarán más adelante, la presencia del originador no resulta esencial.

Pueden tener la calidad de originador entidades financieras del exterior así como entidades públicas y privadas extranjeras.

Respecto al agente de manejo o vehículo de titularización, la norma establece que pueden serlo: las sociedades fiduciarias, instituciones financieras de creación legal a través de los fondos de valores por ellos administrados.

En lo relativo al ente administrador se señala que puede tener esta calidad la misma originadora, el agente de manejo u otro ente distinto. Su función es la de recaudar los flujos provenientes de los activos.

5.2.2. LEY 35 DE 1993

Colombia mediante esta ley consagró el principio de libertad de creación de títulos valores que ya había tenido recepción doctrinal en el país y acogió el mecanismo de titularización.

Esta ley posibilita la celebración de contratos de fiducia mercantil sin que se requiera la solemnidad de la estructura pública, sin perjuicio de la inscripción que deba hacerse según la naturaleza de los bienes para efectos de publicidad y oponibilidad.

Esta disposición otorga agilidad, a esta disposición que establece que la cesión de créditos hipotecarios del originante al vehículo de titularización se da por perfeccionada con la transferencia del Valor que la representa, cuando tal cesión se realice dentro de procesos de titularización.

También dispone que las entidades de fiscalización de procesos de titularización sean las superintendencias bancarias y de valores dentro de sus respectivas competencias. La primera vigilando los procesos de titularización en los que intervienen entidades financieras como originantes o transferencias de activos y la segunda determinando los documentos o valores que quedan sujetos a su régimen y la autorización de la oferta pública de ellos.

5.2.3. ACTIVOS TITULARIZABLES

5.2.3.1. Clases de Activos

El artículo 4º de la resolución 1394 establece que pueden estructurarse procesos de titularización a partir de bienes y activos tales como: Valores de deuda pública, Valores inscritos inmobiliarios y rentas o flujos de caja predecibles con base a estadísticas de los últimos tres años. No obstante la Superintendencia de Valores puede autorizar la titularización de bienes diferentes a los mencionados. También se puede titularizar proyectos energéticos, obras de infraestructura, presentación de servicios públicos basándose en sus proyecciones de flujos futuros.

5.2.3.2. Características de los Activos

Los activos titularizados deben reunir las siguientes características:

El flujo generado por la cartera titularizar debe ser matemática y estadísticamente predecible.

La cartera objeto de titularización debe reunir característica de homogeneidad de los créditos en cuanto a su clase. En este sentido no resulta factible la combinación en un mismo proceso de créditos comerciales, hipotecarios o de consumo.

5.2.4. CLASES DE TÍTULOS VALORES

En virtud de la Ley 32 de 1979 la Superintendencia de Valores Colombiana tiene la facultad de determinar los nuevos títulos valores que quedan sujetos bajo su régimen, es decir que esta entidad es la que puede crear nuevos

valores, en consecuencia pueden autorizar la emisión de valores proveniente de titularización.

El artículo 5º de la resolución 1394 establece que los valores que resultan de un proceso de titularización son los siguientes:

- Valores de contenido crediticio: Son aquellos en los cuales el patrimonio autónomo se obliga a la cancelación del capital (principal) e intereses a los inversionistas según las condiciones determinadas en el valor. En este caso, los activos que integran el patrimonio autónomo respaldan el pasivo adquirido con los inversionistas, le corresponde al agente de titularización obtener el recaudo de los flujos requeridos para atender las obligaciones contenidas en los valores.
- Valores de participación: Son aquellos en los cuales el inversionista adquiere un derecho o alícuota en el patrimonio conformado por los activos objeto de movilización. El inversionista no adquiere un valor de rendimiento fijo sino que participa en las utilidades o pérdidas que genera el negocio objeto del contrato.
- Valores mixtos: Son aquellos que además de otorgar derechos sobre el patrimonio pueden tener una rentabilidad mínima.

Según el artículo 6º título tiene la calidad de títulos valores y pueden ser susceptibles e ser colocados mediante oferta pública previa inscripción en el Registro Nacional de Valores. Pueden ser nominativos o a la orden.

5.2.5. MODALIDADES Y VEHÍCULOS DE TITULARIZACIÓN

La resolución 1394 determina que los procesos de titularización se pueden estructurar de tres maneras, mediante contratos de fiducia mercantil irrevocables, mediante la constitución de fondos comunes especiales y de fondos de valores.

A través de la celebración de contratos de fiducia mercantil los fideicomitentes transfieren los bienes que constituirán la base del proceso al fiduciario. El fiduciario, actuando en representación del patrimonio autónomo se encarga de la emisión de los valores, de recaudar los fondos provenientes de la emisión y de responder por las obligaciones contraídas con los inversionistas.

La titularización también se puede llevar a cabo mediante la constitución de fondos comunes especiales cerrados, celebrados con el objeto de hacer oferta pública de valores y de inscribir en el registro de valores los certificados de participación al fondo.

Se pueden estructurar procesos de titularización a través de fondos de valores cerrados administrados por las sociedades comisionistas de bolsa (agencias de bolsa). En estos fondos los activos objeto de movilización sólo pueden estar compuestos por valores inscritos en el registro de valores.

5.2.5.1. El Fideicomiso

Gran parte de la doctrina Colombiana concuerda en que la piedra angular del sistema constituye la existencia de un régimen fiduciario mercantil desarrollado que consagra el principio del patrimonio autónomo y separado, afecto a la finalidad señalada en el acto constitutivo. Esto permite la existencia de un vehículo o agente de manejo que actúa como aislante de activos y emisor de valores resultantes de un proceso de titularización.

La figura del fideicomiso se halla contemplada como parte de fiducia mercantil en el artículo 1226 y siguientes del Código de Comercio colombiano y lo define así: La fiduciante o fideicomitente, transfiere uno o más bienes especificados a otra llamada fiduciario, quien se obliga a administrarlos o enajenarlos para

cumplir una finalidad determinada por el constituyente, en provecho de éste o de un tercero llamado beneficiario o fideicomisario.

Una persona puede ser al mismo tiempo fiduciante y beneficiario. Solo los establecimientos de crédito y las sociedades fiduciarias, especialmente autorizada por la Superintendencia Bancaria podrán tener la calidad de fiduciarios.

Artículo 1227: Los bienes objeto de la fiducia no forman parte de la garantía general de los acreedores del fiduciario y sólo garantizan las obligaciones contraídas en el cumplimiento de la finalidad perseguida.

Artículo 1233: Para todos los efectos legales, los bienes fideicomitidos deberán mantenerse separados del resto del activo del fiduciario y de los que corresponda a otros negocios fiduciarios, y formar un patrimonio autónomo destinado a la finalidad contemplada en el acto constitutivo.

Artículo 1238: Los bienes objetos del negocio fiduciario no podrán ser perseguidos por los acreedores del fiduciante, a menos que sus acreencias sean anteriores a la constitución del mismo. Los acreedores del beneficio solamente podrán perseguir los rendimientos que reporten dichos bienes. El negocio fiduciario celebrado en fraude de terceros podrá ser impugnado por los interesados.

El artículo 1236 contiene las facultades que se confieren al fiduciante, entre ellas: 1) las que se hubiere reservado para ejercerlos directamente sobre los bienes fideicomitidos; 2) revocar la fiducia, cuando se hubiere reservado esa facultad en el acto constitutivo, pedir la remoción del fiduciario y nombrar el sustituto; 3) obtener la devolución de los bienes al extinguirse el negocio fiduciario; 4) exigir rendición de cuentas; 5) en general todos los derechos

expresamente estipulados y que no sean incompatibles con los del fiduciario o del beneficiario o con la esencia de la institución.

El artículo 1234 establece los deberes del fiduciario los cuales son: 1) Realizar diligentemente todos los actos necesarios para la consecución de la finalidad de la fiducia; 2) Mantener los bienes objeto de la fiducia separados de los suyos y de los que correspondan a otros negocios fiduciarios; 3) Intervenir los bienes proveniente del negocio fiduciario en la forma y con los requisitos previstos en el acto constitutivo; 4) Llevar la personería para protección y defensa de los bienes fideicomitidos contra actos de terceros, del beneficiario, y aun después del mismo constituyente 5) Pedir instrucciones al Superintendente Bancario cuando tenga fundadas dudas acerca de la naturaleza y alcance de sus obligaciones, en estos casos el superintendente citará previamente al fiduciante y al beneficiario; 6) procurar el mayor rendimiento de los bienes objetos del negocio fiduciario, para lo cual todo acto de disposición que realice será siempre oneroso y con fines lucrativos; 7) Transferir los bienes a la persona a quien corresponda conforme al acto constitutivo o la ley, una vez concluido el negocio fiduciario; 8) Rendir cuentas comprobadas de su gestión.

El artículo 1235 confiere al beneficiario las siguientes facultades: exigir al fiduciario el fiel cumplimiento de sus obligaciones, impugnar los actos anulables realizados por el fiduciarios, oponerse a toda medida preventiva o de ejecución tomada contra los bienes dados en fiducia si el fiduciarios por causas justificadas, y como medida preventiva autónomo.

En la fiducia mercantil colombiana se produce la salida de los activos del patrimonio del constituyente, es decir un verdadero desplazamiento del derecho de propiedad del fiduciante al fiduciario, esto otorga una mayor capacidad de administración y disposición de los activos al fin para el cual fueron destinados.

5.3. CHILE

La ley del mercado de valores de Chile contempla en su título XVIII (52) la reglamentación concerniente a las Sociedades Titularizadoras.

Las titularizadoras tienen como objeto la adquisición de créditos y la emisión de Valores de deuda de corto y largo plazo. Cada emisión origina la formación de patrimonio separados del patrimonio común de la emisora.

Las Sociedades Titularizadoras están sometidas a la fiscalización de la Superintendencia de Valores y los Valores de deuda que emitan deben inscribirse en el registro de valores.

Los créditos que pueden adquirir las Sociedades Titularizadoras para conformar patrimonios y realizar operaciones son:

1. Letras hipotecarias y mutuos hipotecarios.
2. Los Valores de crédito que autorice la Superintendencia de Valores.

Las sociedades pueden administrar directamente los bienes integrantes de los patrimonios separados que posean o encargan esta gestión a un banco, sociedad financiera, administradora de mutuos hipotecarios endosables u otras entidades que autorice la Superintendencia de valores. Los valores de crédito que integran el activo de los patrimonios separados deben ser entregados en custodia a bancos, sociedades financieras, empresas de depósito u custodia de valores u otras entidades expresamente autorizadas por la ley.

Los créditos que pueden adquirir las Sociedades Titularizadoras para conformar patrimonios y realizar operaciones son:

El contrato de emisión debe contener normas sobre:

Custodia de los Valores representativos de las inversiones de los patrimonios separados, administración del excedente.

Rescate anticipado de los títulos de deuda de la emisión o la sustitución de los bienes que formen el activo del patrimonio separado. En el caso que los créditos que integran el patrimonio separado fueran pagados anticipadamente en forma voluntaria por el deudor, o por que el acreedor lo haya exigido, por razones legales o contractuales que lo autoricen. Formas y sistemas de comunicación de la sociedad con los tenedores de valores. Opción del acreedor a cobrar el eventual saldo impago de su crédito, en el patrimonio común del emisor.

La ley de valores Chilena contempla también todo lo relativo a la liquidación de los patrimonios separados y las normas para la disolución de la sociedad titularizadora, en la Ley del Mercado de Valores Boliviana, no esta contemplado este aspecto y lo remite al Código de Comercio de manera general.

La Ley N° 19301 de 19 de marzo de 1994, misma que da cabida a la titularización indica: Sociedad Titularizadora es de objeto exclusivo y son constituidas como sociedades anónimas, para ser autorizadas deberán contar con un patrimonio propio, estas deberán llevar la denominación de sociedades titularizadoras, con un capital pagado en dinero efectivo no inferior a 1000 unidades de fomento para que puedan ser autorizadas.

El objeto de esta sociedad es la obtención de créditos y otros activos como letras hipotecarias, mutuos hipotecarios autorizados por la Superintendencia de Valores y Seguros, la emisión de valores de deuda de corto y largo plazo da lugar a una emisión y cada una de estas significa la creación de patrimonios

separados del patrimonio común de la sociedad (los activos deben ser homogéneos), se rigen por la normativa de sociedades titularizadoras.

Los valores de crédito susceptibles de adquisición por la sociedad titularizadora deben constar por escrito y revestir el carácter de transferibles, su transferencia podrá realizarse por endoso, se establece en el Art. 136 de la mencionada ley que una vez que se otorga el contrato de emisión de valores de deuda, se forma un patrimonio separado de la misma el cual no puede ser gravado ni enajenado por la sociedad ni por los acreedores generales de la sociedad, no pueden haber efectivos sus créditos con bienes que formen parte del patrimonio separado o los que se hayan empaquetado por la mencionada sociedad, esto será posible cuando formen parte del patrimonio común de la sociedad.

Los acreedores del patrimonio separado son exclusivamente los tenedores de los valores de deuda y el derecho de prenda genérica se reduce a los activos de ese derecho de prenda separado, se da la facultad de que en la escritura de constitución se pueda autorizar a los tenedores de valores de deuda el cobro del saldo impago de sus créditos sobre el patrimonio común concurriendo los demás acreedores generales, las sociedades titularizadoras pueden administrar directamente los bienes integrantes de los patrimonios separados o lo pueden encargar mediante contrato de administración a un banco u otras entidades.

Así mismo, los valores de crédito y valores que documentan el activo de los patrimonios separados deben ser entregados en custodia a bancos o empresas de crédito y custodia de valores el costo de la administración, la remuneración que representa la tenencia de valores, serán de cargo de los respectivos valores separados (Art. 137 y 138), cuando ya fueron pagados los títulos de deuda emitidos contra un patrimonio separado los bienes y obligaciones que integren los activos y pasivos remanentes pasan al patrimonio común de la sociedad (Art. 141 y 142), la quiebra de la sociedad solo afecta su patrimonio

común y no a los patrimonios separados, mientras que la liquidación de uno o mas patrimonios separados no implica la liquidación de los demás patrimonios separados (Art. 145).

La norma establece también los requisitos mínimos del contrato de emisión, las reglas para la liquidación de los patrimonios separados. Las sociedades titularizadoras son empleadas para emitir valores de deuda respaldados por activos mientras que los fondos de inversión normados en la Ley 1815 se utilizan para emisión de certificados de participación.

5.4. PERÚ

En Perú, el marco regulatorio de la Ley del Mercado de Valores para las operaciones de titularización comprende la transferencia de activos homogéneos en cuanto a riesgo, calidad crediticia, plazo y tasas de interés a un patrimonio de propósito exclusivo, para la emisión de valores a su cargo. Los activos transferidos deben proporcionar un rendimiento que supere el que se va a pagar a los inversionistas por los valores recién creados, Artículo 295º que habla de los activos que pueden ser Titulizados con el objeto de integrar patrimonios de propósito exclusivo, pueden ser transferidos todos aquellos activos y la esperanza incierta a que hace referencia el Artículo 1409º del Código Civil, sobre los que su titular pueda disponer libremente.

CONASEV se encuentra facultada para establecer, mediante disposiciones de carácter general, limitaciones a la utilización de determinadas categorías de activos. Artículo 296º sobre transferencia de activos la transferencia de activos a los patrimonios de propósito exclusivo se efectúa a través de los actos jurídicos que correspondan de acuerdo a su naturaleza.

Tratándose de cesión, ésta puede efectuarse en un acto único, individualizándose cada activo con indicación de sus características. En este caso, con la publicación de la relación de activos cedidos en el Diario Oficial se entiende cumplido el requisito de la comunicación al deudor que establece el Artículo 1215º del Código Civil. Puede también el deudor del activo aceptar la cesión por anticipado, en tal supuesto, la misma surtirá efectos desde que se efectúe.

Puede originar un proceso de titularización cualquier persona natural o jurídica, propietaria de activos y la administración o constitución del patrimonio de propósito exclusivo se puede efectuar a través de patrimonios fideicomisos mediante fideicomisos de titularización o a través de patrimonios de Sociedades de Propósito Especial.

En lo relacionado con los activos objeto de titularización, existe reglamentación que establece que no son susceptibles de ser titularizados en el país, los activos embargados y los activos sujetos a litigio por cualquier otra causa, dejando abierta la posibilidad de iniciar procesos a partir de cualquier clase de activo que sirva de respaldo a los valores a emitir.

5.5. MÉXICO

En México se ha presentado un gran desarrollo del mecanismo de titularización, como el artículo 189 numeral 25 de la Constitución Política establece que la intervención en la actividad bursátil y demás actividades que impliquen manejo, aprovechamiento e inversión de recursos del público se encuentra en cabeza del Gobierno Nacional. Esta actividad de intervención y regulación, mediante la expedición de las normas del mercado de valores, debe sujetarse a los objetivos y criterios establecidos para el efecto en el artículo 1º el cual ha sido implementado en todos los sectores de la economía (financiero, industrial,

servicios públicos), es así como se puede observar la titularización de flujos futuros (peajes) y de diversos tipos de cartera.

5.6. LA EVOLUCIÓN DE LA TITULARIZACIÓN EN EUROPA⁸⁹

Excluyendo a los Estados Unidos, el mercado europeo es el más grande y más desarrollado en materia de titularización. Aunque una forma de titularización existió en el mercado de hipotecas alemán y danés, modernamente la titularización surgió en Europa a mediados de 1980 con la emisión de las primeras acciones británicas respaldadas por hipotecas.

Se han dado una cantidad de transacciones privadas, una creciente cantidad de vendedores en los canales europeos de papeles comerciales, una variedad de estructuras híbridas, y significantes volúmenes de deudas que han utilizado la misma tecnología para las cuestiones públicas de titularización. Por mucho, la más dominante categoría de activos la tiene Gran Bretaña con sus salidas respaldadas por hipotecas residenciales, que representan el 50% del total de los volúmenes de salidas.

Muchos participantes en el mercado, los existentes y los potenciales, han realizado considerables esfuerzos para comprender esta nueva tecnología, e implementar procedimientos administrativos y sistemas adecuados. Las autoridades han desarrollado e implementado nueva legislación y regulación y los banqueros han dedicado considerables recursos para construir y expandir sus bases de inversión en todo el mundo.

⁸⁹Para mayores referencias Asset Backed Securities (Securitización in Europe) Chapter II.

Sin embargo, a pesar de la exitosa emisión de este mercado, muchos participantes y observadores se han decepcionado por el lento paso de crecimiento de los volúmenes de salidas. Existen, quizás, dos razones fundamentales para dicha lentitud de crecimiento.

La primera es que la emisión inicial de la titularización estaba basada, en su mayoría, en las actividades de un pequeño número de prestamistas especializados en explotar el mercado de hipotecas residenciales en Gran Bretaña. En 1980, el nivel de actividades era insostenible, la severa recesión en este país y los problemas individuales de muchos de los participantes más activos, provocó que se reduzcan los volúmenes en los lugares más dominantes del mercado de titularización europeo. Los primeros años de este mercado parecían un falso atardecer.

Sumada a la profunda recesión en el mercado de viviendas inglés, Europa estaba ingresando a un brusco cambio económico. La carencia de demandas de préstamos y los reducidos volúmenes para prestar se llevaron los obvios beneficios de la titularización como instrumento de financiamiento y balance administrativo. Continuó el trabajo en las infraestructuras de titularización en muchos países, pero sin la presión de grandes instituciones, aunque para el acceso al mercado en su propio interés.

Se han dado otros factores que han atrasado el progreso. Esto incluye los costos de la titularización, que usualmente son bastante altos. Los costos incluyen no solo el cupón del bono, aspectos legales y otros pagos, sino también costos menores cuantificables tales como el tiempo de dirección y cambios en el sistema. Otros de los problemas que han surgido dentro del contexto de la titularización son: la dirección y administración de los valores propuestos, como la disposición de la información sobre el rendimiento de

dichas acciones, la centralización de los archivos, etc. Pero, en general, estos problemas pueden y están siendo solucionados.

A pesar de todos los problemas y constantes barreras en muchos países, la titularización ha seguido avanzando como una alternativa viable para financiar Entidades Europeas. Duff & Phelps creen firmemente que hay buena base como para asumir que este progreso continuará. Particularmente, desde mediados de 1993, el crecimiento del mercado se ha solidificado. El número de creadores ha incrementado (incluyendo instituciones con gran prestigio), las transacciones se han diversificado, los inversionistas se han expandido, los costos han bajado, y se han establecido legislaciones y regulaciones bastante favorables en varios países.

El nivel de desarrollo, los factores positivos y negativos, y el potencial crecimiento para cada una de las más importantes jurisdicciones europeas están detallados en este capítulo.

En la mayoría de los países, los reguladores han sido empujados a familiarizarse y ser receptivos con el concepto de titularización. Hasta en países tales como Francia, Bélgica, España donde las nuevas regulaciones no admitían la titularización, se han modificado a través de enmiendas. Los reguladores saben que están haciendo o planeando hacer los reguladores norteamericanos.

Los volúmenes de las acciones son grandes en muchos países. Pero la conveniencia de un tipo de acción, o el incentivo para titularizar, o ambos, no existe. Los grandes volúmenes de titularización europeos están errados, porque en la realidad el mercado europeo es un número de distintos mercados, con características fundamentales diferentes. Es poco probable que los volúmenes de titularización alguna vez alcancen los niveles que se dan en Estados Unidos.

La diversidad de características en los mercados hace difícil transplantar la tecnología de uno u otro. A parte de causar retrasos en cuanto a tiempo para nuevos creadores, o clases de acciones, esto también tiene costosas implicaciones. Nuevas legislaciones e impuestos tienen que ser creados para nuevas cuestiones y sus participantes. Vale aclarar, que mucho trabajo ya se ha logrado. En algunos mercados, como el inglés, se han sentado precedentes en muchas áreas, permitiendo un acercamiento estandarizado para completar las transacciones.

Los Originadores han subestimado lo que envuelve completar exitosamente su primera cuestión de titularización. Se han solucionado los problemas sobre temas tales como modificaciones en el sistema o información disponible. Estudios fehacientes, anteriores a la emisión de una transacción, pueden ayudar a identificar y resolver tales cuestiones de un modo más eficiente. Esta aproximación está siendo adoptada por un gran número de potenciales participantes. El resultante crecimiento en las actividades, sugieren un mercado saludable para el futuro.

El mercado está abastecido por un gran número de banqueros inversionistas. Dando volúmenes a las transacciones, causará probablemente la reducción el tamaño y número de estos grupos. Esta tendencia ya se ha iniciado, sin embargo, actualmente, el considerable esfuerzo de los bancos en comerciar el concepto de titularización ha ayudado a distribuir la idea e introducir un creciente número de entidades y sus ventajas.

Normalmente, la actuación de las transacciones existentes ha sido buena ante circunstancias adversas. En Gran Bretaña, el asunto de las hipotecas ha desempeñado adecuadamente ante el peor mercado en las últimas décadas. El bajo nivel surgió por terceros partidos que apoyaban que el nivel esté tan bajo,

no por el rendimiento de las acciones. Leyland Daf originó una transacción, Truck Financiamiento que probó los mecanismos estructurales que se incorporaron a muchos asuntos. El procedimiento, tiempo, y costos que involucran la transferencia de la función son comprendidas en la actualidad, permitiendo apropiarse de garantías para las transacciones. Las acciones no tasadas han perdido el interés o el pago principal debido.

CAPITULO VI

MÉTODO Y RESULTADO

En la primera etapa se utilizó el **método inductivo**, es decir que, partiendo de ciertos aspectos particulares de la titularización y el sistema financiero de la Ciudad de La Paz en los Bancos Bisa S.A., banco de Crédito y banco Mercantil Santa Cruz, donde se obtendrán conclusiones generales en cuanto a la aplicación de la titularización de cualquier activo improductivo o antifuncional bancario, por parte de cualquier entidad financiera del país.

6.1. TIPO DE ESTUDIO

La primera etapa del estudio ha sido cualitativa descriptiva por la construcción del marco teórico doctrinal, la segunda etapa es de tipo confirmatorio, porque ha girado alrededor de la verificación de la hipótesis de investigación por lo cual la investigación ha sido realizada bajo los métodos:

- **Método exegético.**- Utilicé este método porque me ayudo a observar cada artículo de la Ley 1834 respecto a la titularización en la bolsa de valores con la finalidad de ver donde esta la cadena de titularización de los activos improductivos o antifuncionales, en las obras de derecho comercial y bancario que sigue el orden de las leyes positivas a cuya interpretación se refiere principalmente.

- **Método histórico-comparativo.**- utilice este método para determinar las causas y factores que determinaron la formación de las instituciones jurídicas respecto a la titularización para contribuir a comprender como las instituciones vigentes son una continuación remodelada de otras legislaciones haciendo resaltar sus afinidades y diferencias respecto a la titularización de los activos

improductivos o antifuncionales de las entidades financieras.

- **Construcciones jurídicas.**- Únicamente esta comprensión puede evitar que las instituciones jurídicas respecto a la titularización de los activos improductivos o antifuncionales no se salgan de su meta que es la titularización para dar a conocer el sentido y alcance del sistema financiero.

Las técnicas utilizadas en la primera etapa han sido las siguientes:

6.2. TÉCNICAS DE ESTUDIO

Las técnicas utilizadas para la verificación de la Hipótesis, dentro del método confirmatorio fueron⁹⁰.

- Revisión de Archivos.
- Entrevistas Estructuradas
- Encuestas Vía Cuestionario

- **Revisión Bibliográfica de Archivos.**- En la revisión de archivos del presente marco práctico, se obtuvo información específica de la estructuración de la titularización en instituciones financieras bancarias de ahorro y préstamo en distintos países latinoamericanos, con los resultados que estás alcanzaron.

- **Entrevistas Estructuradas.**- Consistió en la formulación de una guía de preguntas directamente relacionadas con la problemática bajo estudio, la misma que será aplicada en forma discriminada por el investigador a sujetos informantes relacionados al campo de investigación a fin de obtener resultados que lleven a la confirmación de la hipótesis a objetos planteados.

⁹⁰ Las técnicas utilizadas en este capítulo son también denominadas confirmatorias.

- **Encuestas Vía Cuestionario.**- Comprendió a personas que se desenvuelven en el mercado de valores.

La muestra no probabilística de estudio comprendió a cien 100 sujetos informantes, los mismos que fueron entrevistados con el apoyo de una guía de preguntas estructuradas, que supone un proceso de selección informal.

En este tipo de muestra, la elección de los sujetos no dependió de que todos tengan la misma probabilidad de ser elegidos, sino por la decisión del investigador tomando en cuenta factores como accesibilidad, conocimiento, etc.

6.3. ARGENTINA

Por ejemplo en el país vecino, el Banco Hipotecario (BH) S.A. que es una entidad semi estatal que se constituye en el Banco más grande de la Argentina, tiene una cartera de 3.2 billones de dólares con un 40% del mercado de hipotecas, este desarrolla actividades mayoristas, también, fondea préstamos mediante una red institucional de aproximadamente 45 Bancos menos independientes y gestiona entre otras actividades las de financiamiento en préstamos para la construcción, con negocios hipotecarios en gran escala. Los 45 Bancos menores generan los préstamos con los criterios de originación del BH el mismo que elige a los Bancos con los que trabaja así como el nivel de sondeo de cada uno. Estos Bancos Menores son propietarios de los derechos de la administración de cartera y reciben una comisión mensual por ello; siguiendo los criterios de administración del BH, los préstamos son realizados a nombre del Banco mencionado y este transfiere los fondos a la ejecución del préstamo. Los criterios utilizados por la entidad para titularizar préstamos son amortización plena en plazo pactado, con tasas fijas y variables con base libre, con la primera hipoteca y que la relación préstamo – valor es máximo de un 80%, pero en la práctica promedio está en un 60% del préstamo con relación al valor de la hipoteca.

Éstas pueden ser otorgadas a prestatarios residentes en Argentina con un plazo máximo del préstamo de 20 años. Los préstamos promedio titularizados han sido aproximadamente de US\$ 33.000 mil millones de dólares americanos, el préstamo hipotecario puede tener un retraso en pospagos más de treinta días en el último año, los mismos que cuentan con seguros de riesgo contra incendio, terremotos, relámpagos, para el inmueble financiado. Con relación a la parte operativa, una entidad separada actúa como Trustee en el proceso, uno de los efectos directos de la Ley 24441⁹¹ fue reducir el período de ejecución de hipotecas.

6.4. COLOMBIA

Primer país en Latinoamérica en crear el marco normativo para la titularización en 1992, el cual gestiona procesos de titularización en entidades no respaldadas por el gobierno para comprar los préstamos y acumularlos antes de titularizar. Colombia abordó diferentes tipos de titularizaciones. Al finalizar 1998, se realizaron 64 emisiones diferentes con un valor US\$ 1,111 millones de dólares de los cuales un 45 % del total son emisiones respaldadas por hipotecas.

Las originadoras de hipotecas más importantes son las Corporaciones de Ahorro similares a nuestras Mutuales, éstas financian el desarrollo y generan hipotecas. Las Corporaciones de Ahorro comenzaron a titularizar parte de sus carteras en 1995, en 1996 tenían ocho distintas emisiones por un total de US\$ 308 millones de dólares americanos por emisión. La Corporación más grande en Colombia realizó emisiones en Pesos Colombianos y en UPACS (Unidad de Poder Adquisitivo Constante), los criterios adoptados por esta institución para

⁹¹ Ley citada en el capítulo concerniente a legislación comparada (Marco Teórico).

titularizar prestamos son: amortización plena en plazo pactado nominado en UPACS, tasas de interés diferentes; constitución de una primera hipoteca; máxima relación préstamo y valor de la hipoteca de un 70 % todos ellos destinados al incremento de financiación de las entidades financieras. En los créditos viejos de al menos dos años de antigüedad tienen plazos de hasta 15 años donde el promedio ponderado de un paquete fue de 55 años. Diversifica sus paquetes con préstamos no pueden estar en mora al momento de titularizar y que además éstos procesos de titularización en cartera hipotecaria son con dos emisiones con un valor de 56 millones, Culmina con dos emisiones con un valor de 69 millones y finalmente con una sola emisión de 33 millones⁹².

6.5. ECUADOR

La CTH del gobierno Ecuatoriano ha diseñado operaciones para adquirir portafolios hipotecarios existentes de 6 instituciones financieras por un total de 6 millones de dólares por períodos de seis meses gestionados por la mencionada CTH que es la Corporación de desarrollo de Mercado Secundario de Hipotecas⁹³ y organismo conformado por todas las instituciones financieras (IFI's) nacionales entre las que se encuentran las Corporaciones, que cuentan con la mecánica e instrumentos para llevar adelante el proceso de titularización.

El arranque inicial de operaciones fue dirigido a un mercado objetivo, seguro de desgravamen y siniestros, los deudores hipotecarios son personas naturales con referencias comerciales, bancarias y personales.

⁹² Todas las emisiones realizadas al 31 de mayo de 1998 fueron en pesos Colombianos.

⁹³ Conforman la CTH 25 instituciones financieras, pertenecientes al sector privado (Bancos, cooperativas y mutuales de vivienda), el gobierno Ecuatoriano representado por el BEV (Banco Ecuatoriano de la Vivienda) y la Corporación Andina de Fomento (CAF) e instituciones internacionales de apoyo como el IFC (Internacional Finance Corporation – Filial del Bid y USAID agencia internacional para el desarrollo.

Los créditos otorgados son en base al manual de originación hipotecaria que contiene aspectos de la estructura del área hipotecaria; requisitos generales de información del sujeto de crédito; criterio de análisis de la solicitud de crédito; características de los avalúos con la respectiva aceptación de las IFIS, los requisitos de originación son establecidos por la CTH, lo cual asegura las posibilidades de titularización, los riesgos que asume la CHT, son razonables y precautelan el patrimonio, al tiempo que permite hacer negocios con las IFIS conjuntamente con las cooperativas. A manera de referencia Ecuador tienen un déficit bancario cualitativo y cuantitativo de aproximadamente 1.2 millones de créditos, este déficit demanda recursos por encima de los seis mil millones de dólares, y adicionalmente por año se requieren nuevas inversiones por más de doscientos cincuenta millones de dólares, estas cifras implican un atraso en soluciones de casi 25 años. El mercado Ecuatoriano tiene un escaso ahorro interno, un incipiente mercado de capitales, escasos productos para el financiamiento, procesos de originación de hipotecas heterogéneos e inadecuados y el Estado cumple un rol ineficiente y de baja productividad. A pesar de estos problemas Ecuador realiza titularizaciones con instituciones privadas que financian en determinadas ciudades.

6.5.1. ENTREVISTAS ESTRUCTURADAS

Esta técnica corresponde al método confirmatorio, de la formulación de una guía de preguntas directamente relacionadas con la problemática bajo estudio, la misma que fue aplicada en forma discriminada por decisión del investigador a sujetos informantes relacionados al campo de investigación a fin de obtener resultados que tienen a la confirmación de la hipótesis y objetivos planteados⁹⁴.

⁹⁴ El marco práctico desarrollado en este capítulo representa el fundamento de este tipo de investigación.

6.5.1.1. Universo de Estudio

El universo de estudio comprende a las personas que se desenvuelven en el mercado de valores.

6.5.1.2. Muestra de Estudio

La muestra no probabilística de estudio comprende a cien 100 sujetos informantes, los mismos que fueron entrevistados con el apoyo de una guía de preguntas. La muestra es no probabilística⁹⁵ ya que supone un proceso de selección informal adoptada por decisión del investigador.

En este tipo de muestra, la elección de los sujetos no depende de que todos tengan la misma probabilidad de ser elegidos, sino por la decisión del investigador tomando en cuenta factores como accesibilidad, conocimiento, etc⁹⁶.

La muestra de estudio fue estratificada separándola en cuatro categorías diferentes:

6.5.1.2.1. Autoridades - Funcionarios Bolivianos

Esta categoría fue elegida por tratarse de personas entendidas en el tema en el ámbito gubernamental, son quienes se encargan de ejecutar las políticas correspondientes al mercado de capital global así como específicas de titularización, que es la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros.

Se tuvo mayor cobertura de entendimiento con aquellas autoridades – funcionarios que están entendidos en materia legal, brindando grandes aportes pero éstas fueron excepcionales, el realizar estas entrevistas tomó varias

⁹⁵ La muestra fue dirigida solo aquellas personas relacionadas al mercado financiero elegidas por el investigador discriminación realizada debido a la complejidad de la temática.

⁹⁶ Para más detalles ver Hernandez Sampieri (1996; 232 al 237)

semanas. También se delegaron las citas a diferentes departamentos, a personas determinadas las que se encontraban en el plan de entrevistas lo que originó que éstas se vean reducidas, llamó la atención que, existiendo gente en Bolivia muy capacitada, se contrate asesores internacionales a discreción, esto no significa que no éste de acuerdo si no mas bien que sea en mayor porcentaje el aporte nacional. Para finalizar, sólo pudieron llevarse a cabo 15 entrevistas.

6.5.1.2.2. Gerentes – Asesores de Entidades Financieras

Serían los encargados conjuntamente con la institución que administran de llevar adelante el proceso de titularización. No fue fácil acceder directamente a ellos, pero sí se pudo contactarse con los departamentos legales así como con otros departamentos encargados de estudiar la factibilidad y viabilidad del proceso tratando de encontrar los beneficios que ello implica, contemplando los distintos costos de estructuración. Se entrevistó a gerentes – asesores de la Mutual la Primera y La Paz con sus respectivos departamentos en distintos rubros así como también a manera de complemento a gerentes–asesores de otras entidades financieras en llevar adelante este proceso y que estaban interesados en estructurar el proceso de titularización (Banco Unión, Banco Mercantil). Estas entrevistas sumaron quince.

6.5.1.2.3. Abogados

La tercera categoría se justifica por tratarse de quienes asesoran en materia legal a los especialistas y a los participantes del mercado de capitales en Bolivia, así como a los interesados en el tema de titularización. Los abogados entrevistados son especialistas en la materia y se desenvuelven en dicho campo así como en ramas complementarias. Se entrevistó solamente a aquellos abogados que conocen el tema y si no se pudo acceder a otros, fue

por cuestiones de viabilidad y accesibilidad. Las entrevistas a abogados sumaron veinte.

6.5.1.2.4. Especialistas

Está última categoría fue elegida en razón del amplio conocimiento que tienen sobre el tema, ya que se dedican a él en forma habitual.

6.5.2. Resultados

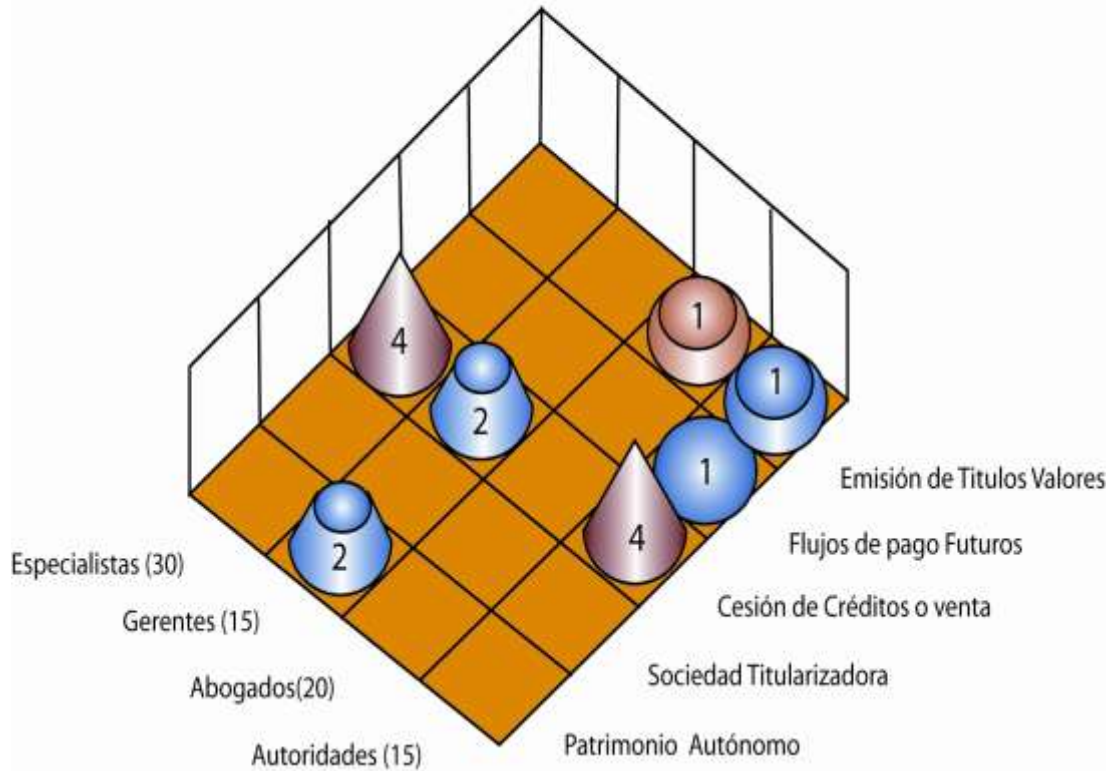
Para la realización de las entrevistas se utilizó un instrumento de trabajo con 6 preguntas, de las cuales las seis fueron abiertas para poder intercambiar opiniones, puntos de vista y de las respuestas crear categorías de análisis descritas en cada uno de los cuadros.

Cada una de las preguntas busca responder tanto al objetivo general, como a los objetivos específicos, así como algunas cuestiones implícitamente relevantes en la materia. Todas las preguntas se orientan a la verificación de la hipótesis. El resultado de las entrevistas fue categorizado y ordenado por pregunta efectuada, con una explicación del motivo, objetivo y resultado de cada pregunta.

6.5.2.1. Elementos Básicos de la Titularización

La primera pregunta formulada en las entrevistas midió el grado de conocimiento así como la opinión de los entrevistados y por otro la aceptación del concepto que establece la Ley del Mercado de Valores, entendido como la constitución de 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, denominado a estos efectos “Empresa Originadora”.

GRAFICO 1
ELEMENTOS BASICOS DE LA TITULARIZACION



	Patrimonio Autónomo	Sociedad Titularizadora	Cesión De Créditos -Venta	Flujo De Pago Futuros	Emisión De Títulos Valores	Todos	TOTAL
Especialistas (30)	-	-	4	-	-	26	30
Gerentes – Asesores (15)	2	-	2	-	-	11	15
Abogados (20)	-	-	-	-	1	19	20
Autoridades Funcionarios (15)	-	-	4	1	1	9	15
TOTAL	2	-	10	1	2	65	80

El cuadro muestra las respuestas del total de los entrevistados, así como cada una de las categorías, sesenta y cinco de los entrevistados consideran que la titularización comprende todos los elementos citados en el cuadro, es decir la constitución de un patrimonio autónomo, con bienes o activos presentes o futuros transmitidos por cesión de créditos a la Sociedad Titularizadora y está, con el respaldo de los mismos, emitirá Valores que serán cancelados con futuros pagos a los inversionistas.

Los sesenta y cinco entrevistados mencionados divididos por categorías muestran que veintiséis especialistas, diecinueve abogados, once autoridades – funcionarios, nueve gerentes – asesores, opinan que la titularización implica todos los elementos señalados. En el cuadro puede observarse la relación numérica de las respuestas con referencia a la cantidad de personas entrevistadas en cada categoría.

Por otro lado, entre gerentes – asesores no hacen referencia al patrimonio autónomo y asumen su postura diciendo que no es un patrimonio autónomo, sino más bien es patrimonio del originador administrado por la empresa. La totalidad de los entrevistados conocía el vehículo como el medio para llevar adelante la titularización.

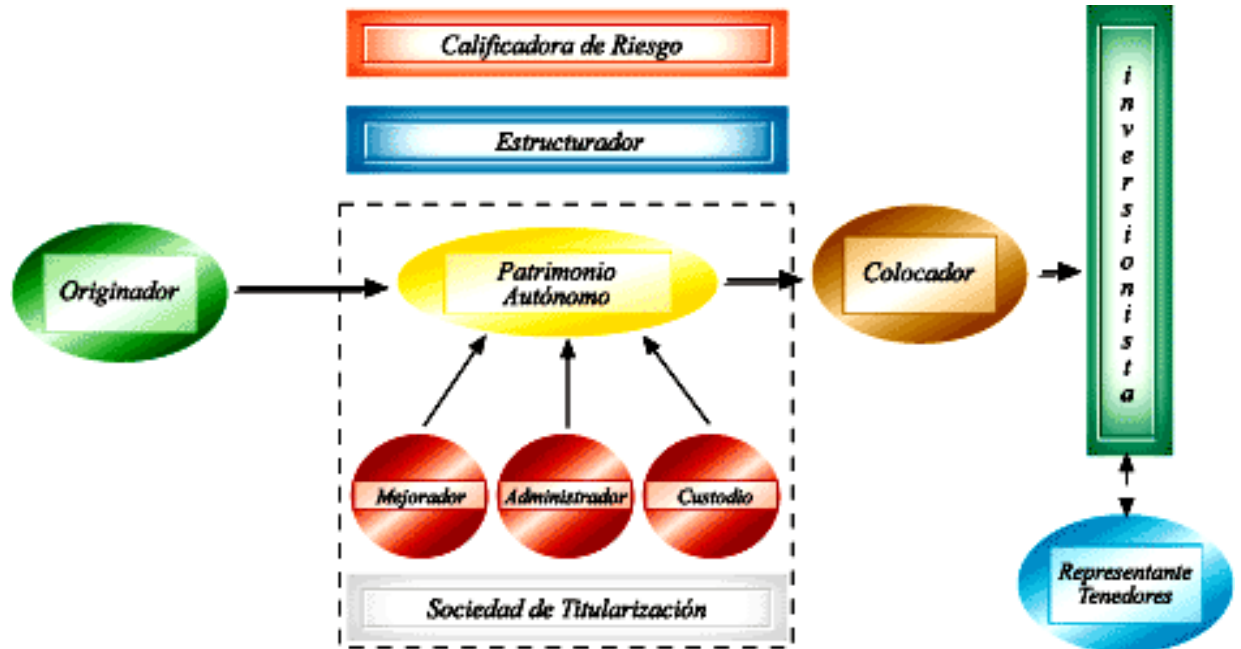
En el cuadro tabulado, se presentan algunas respuestas de los entrevistados con impresiones, cuatro de los especialistas insistían que a efectos contables y jurídicos era mejor adoptarlo como una venta, que realiza la empresa originadora al vehículo de propósito restringido por dos razones: una teórico doctrinal y la otra de modelo de titularización, la primera por la relación género especie entre venta y cesión de créditos, puesto que en toda titularización habrá una venta pero no necesariamente cesión de créditos según el tipo de activo del que se trate en relación al concepto de true sale o venta verdadera, que la

jurisprudencia norteamericana ha impuesto y la segunda, porque nuestro país adopta como vehículo a las sociedades anónimas de propósito restringido totalmente desvinculante e independiente del originador.

Bajo este modelo, éstas sociedades de titularización, necesitan adquirir los activos y con la colocación de los valores pagar al originador y como toda sociedad anónima (S.A.) debe obtener una ganancia y para esto cobrarán una comisión, éste es el término que utilizaban para representar a la sociedad titularizadora.

Dos entrevistados en la segunda categoría, no podían establecer cuál la figura para transmitir los activos a la sociedad titularizadora y empezaron a hablar de otros temas relacionados; cuatro autoridades – funcionarios no hablaron de la cesión de créditos; otros no aclararon como se realizaban los pagos, se le hizo un par de referencias para ver si se le había olvidado, pero no pudieron aclarar cómo se realizaría el correspondiente pago a los inversionistas que comprarían los valores y para finalizar en la misma categoría de ellos no respondió cual el producto de la titularización.

ELEMENTOS BÁSICOS DE LA TITULARIZACIÓN



De estas respuestas se llega a afirmar que la titularización comprende todos los elementos citados, lo cual es reconocido y aceptado por quienes conocen la materia. En algunas respuestas tuvieron puntos de vista distintos en cuanto a aspectos de forma, pero no de fondo, y un mínimo de cinco personas toparon con grandes imprecisiones.

6.5.2.2. Factibilidad de la titularización por tipo de activo o bien en Bolivia

	Cartera Hipotecaria	Cartera Comercial	Flujos Futuros	Proyectos (otros)
Especialistas (30)	26	0	2	2
Gerentes – Asesores (15)	15	0	0	0
Abogados	11	0	3	1
Autoridades – Funcionarios (15)	11	0	3	1

Solamente cuatro de ellos opinaron que en Bolivia se podría titularizar algo distinto a la cartera hipotecaria, se habló de titularizar flujos de caja futuros y como ejemplo dieron llamadas telefónicas por cobrar de ENTEL y flujos futuros de peajes en una autopista.

Los otros dos hablaron de proyectos inmobiliarios de largo plazo, en ningún momento los cuatro especialistas descartaron la titularización de cartera hipotecaria, sino que a ellos les pareció que era posible empezar con cualquiera de ellas.

Entre los quince gerentes – asesores opinaron que con la titularización, de cartera hipotecaria da la posibilidad de brindar una nueva alternativa de financiamiento dependiendo los objetivos de la institución que también contarían con liquidez inmediata y con condiciones del mercado. Pero hubo seis gerentes – asesores que representaban a las instituciones de mayor cobertura en cuanto a financiamiento en Bolivia se trata, que establecieron que no necesitan de liquidez para llevar adelante financiamientos, si ellos estructuraran un proceso de titularización sería por otros aspectos como el descalce de plazos.

Los otros gerentes sí veían a la titularización desde el punto de vista de la liquidez para poder dar mayor cobertura a sus objetivos institucionales, así como una capacidad de crecimiento general de la institución, todos ellos encontraron beneficios que al titularizar no se aumenten los requerimientos de patrimonio técnico, las instituciones de ahorro y préstamo encuentran la ventaja de que los valores sean calificados independientemente de su situación.

Diecisiete abogados también concordaron en la titularización de los activos improductivos o antifuncionales por estar preparadas para desarrollar este proceso y mencionaron los elementos que propusieron especialistas y

gerentes- asesores, como factores relevantes tocaron temas referidos a la ejecución de hipotecas, en caso de incumplimiento del cliente, el proceso coactivo y también cuando no se cumpla con los pagos a los inversionistas con el correspondiente Valor se iniciaría un proceso ejecutivo, tres de veinte abogados hablaron de flujos futuros.

Once autoridades apoyaron la estructuración de la titularización en los activo improductivos o antifuncionales y en este tipo de titularización era en el que más familiarizados se encontraban por estar realizándose el reglamento alrededor de dicho proceso.

Tres de ellos aseguraban que era más viable la titularización sólo de flujos futuros y uno de proyectos.

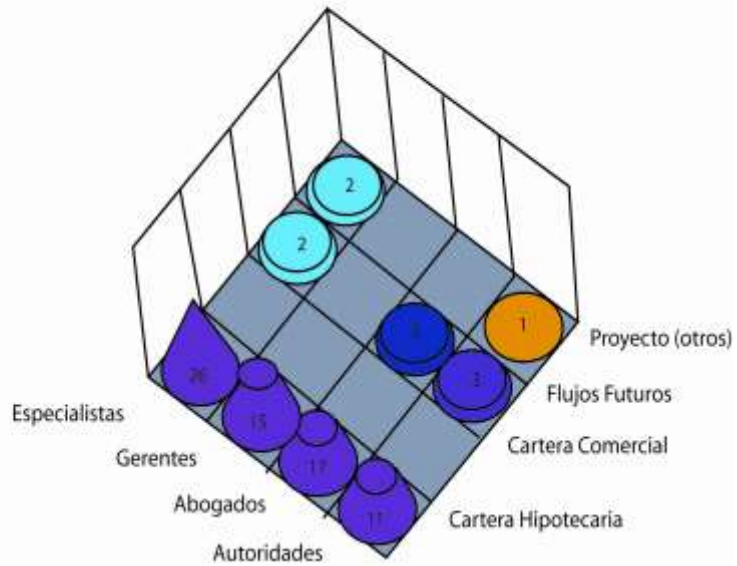
GRAFICO 2

FACTIBILIDAD DE LA TITULARIZACIÓN, POR TIPO DE ACTIVO



6.5.2.3. Entidades financieras indicadas para participar en titularización de los activos improductivos o antifuncionales de las entidades financieras en Bolivia.

**GRAFICO 2
FACTIBILIDADES DE LA TITULARIZACION, POR TIPO DE ACTIVO**



	MUTUALES	BANCOS	FFP ⁹⁷	Cooperativas	Org. Int de fomento ⁹⁸
Especialistas (30)	(30)	(30)	0	(4)	0
Gerentes – Asesores (15)	12	3	0	0	0
Abogados (20)	17	3	0	0	0
Autoridades – Funcionarios (15)	(15)	(15)	0	0	0
Total	74	6	0	0	0

⁹⁷ FFP, se refiere a los fondos financieros constituidos como privados.

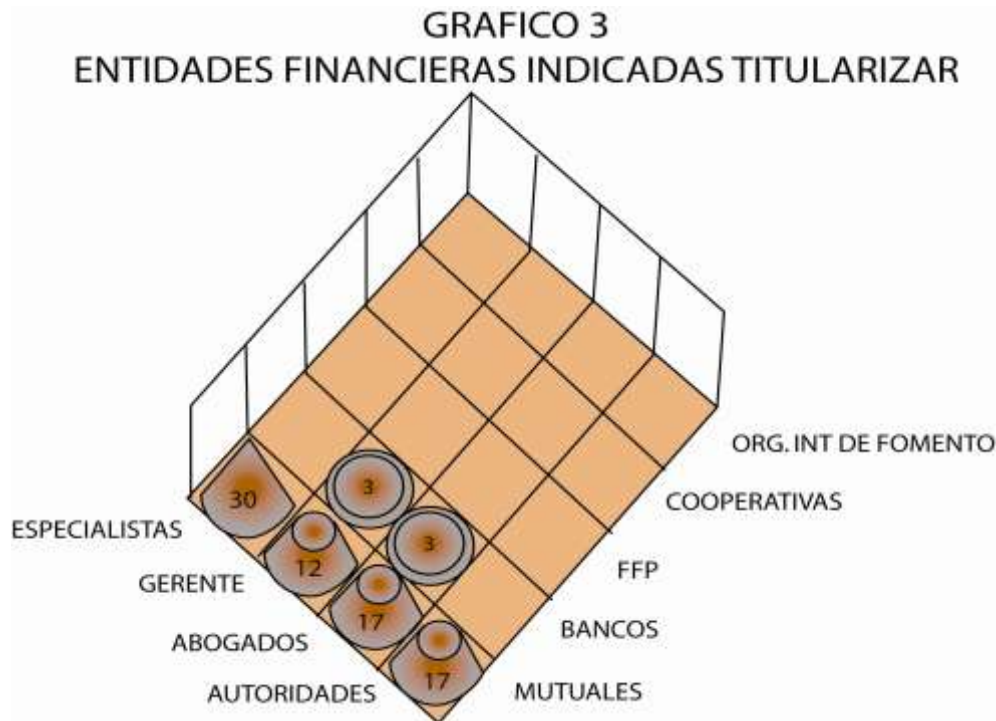
⁹⁸ Organizaciones internacionales de fomento.

Como se identifica en el cuadro setenta y cuatro de los entrevistados están de acuerdo en que las Mutuales de Ahorro y Préstamo son las más indicadas para titularizar cartera hipotecaria, los cuadros que tienen números entre paréntesis, significa que no hicieron distinción entre si éstos fuesen Bancos Mutuales o Cooperativas los más indicados.

Doce personas entre gerentes – asesores de Mutuales están a favor de la titularización de cartera hipotecaria en las Mutuales. Nueve personas brindaron información sobre la situación de la industria hipotecaria; con estos datos se determina un total de préstamos netos de mil setecientos cuarenta y ocho, un total de depósitos netos de dos mil cuarenta y dos, con una relación préstamos depósitos del 80% así como el aumento de liquidez que crea la oportunidad de dar préstamos adicionales y genera nuevos ingresos por originación de créditos así como la oportunidad de ingresos adicionales por la administración de cartera.

En lo relacionado a la cartera hicieron referencia al reglamento de evaluación de cartera emitido por la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras de 12 de diciembre de 1998, con los siguientes elementos: los créditos hipotecarios deberán realizarse con una selección de los prestatarios, valuación de los bienes adquiridos con el producto del crédito que sirven como garantía de la operación, determinación de la capacidad de pago del deudor con un estudio de la estabilidad de la fuente de recursos y en cinco categorías cada una con sus respectivas provisiones; los otros tres (gerentes – asesores de Bancos), obviamente apoyaron el proceso en la banca respaldados en que los depósitos y préstamos son mucho mayores, brindando cifras de la cartera del sistema bancario que asciende Bs.-35.382.650 (treinta y cinco millones trescientos ochenta y dos mil seiscientos cincuenta 00/100 Bolivianos), citaron también el reglamento de evaluación de cartera.

En suma, diecisiete abogados a favor de las Mutuales y tres a favor del proceso en los bancos; en lo que respecta a las autoridades la totalidad estableció que eran indicados Bancos como Mutuales indistintamente.



6.5.2.4. Beneficios de la titularización de los activos improductivos o antifuncionales de las entidades financieras como originadores.

	Ampliación De la Cobertura de créditos	Mayor Liquidez	Solución al Problema de descalce de plazos	Mejoras Relación deuda capital	Eficiencia Administrativa	Nueva Alternativa de financiamiento	TODOS
Especialistas	-	-	1	1	3	-	25
Gerentes – Asesores	-	-	-	-	1	-	14
Abogados	-	-	4	-	1	-	15
Autoridades- Funcionarios	-	-	1	1	1	1	11

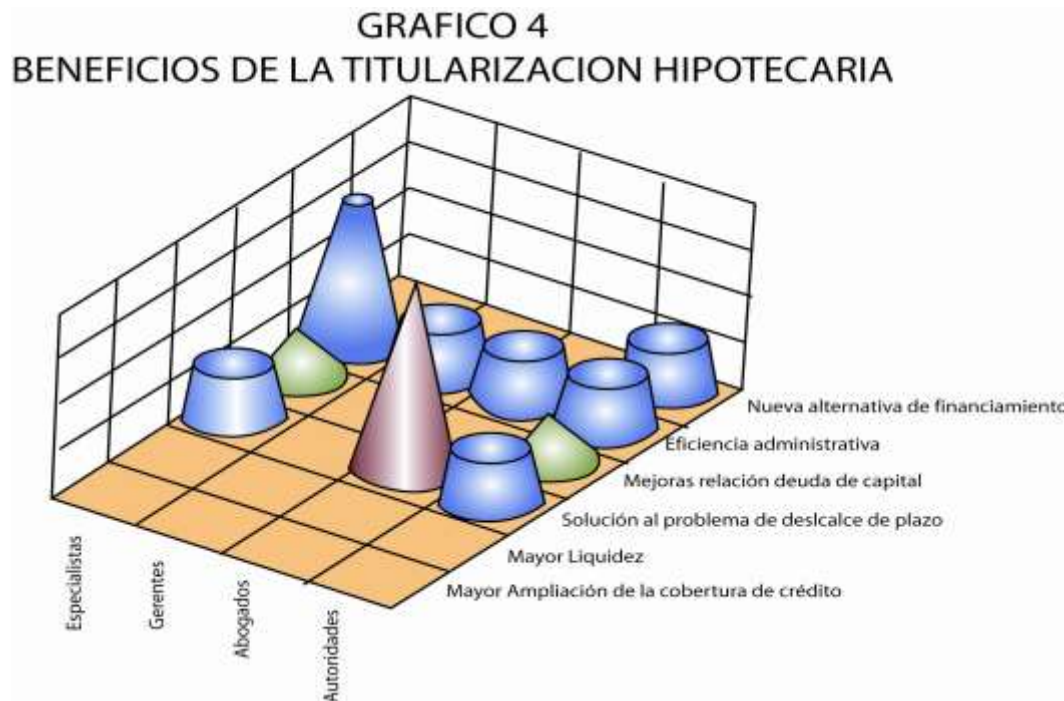
Como se observa en el cuadro los entrevistados dieron a conocer los siguientes beneficios que obtendrían las Mutuales con la estructuración del proceso de titularización de los activos improductivos o antifuncionales, entre los beneficios que fueron citados, están la ampliación de la cobertura de créditos, mayor liquidez en la institución, solución al problema de descalce de plazos, una reducción del margen de intermediación con una eficiencia administrativa, y una alternativa de financiamiento.

Sesenta y cuatro de los entrevistados fueron coincidentes en las ventajas; de treinta especialistas, veinticinco hablaron de seis beneficios, pero hicieron mayor énfasis en la ampliación de la cobertura de créditos por encontrarse ciertos sectores de la economía con problema de descalce de plazos; otra de las mejoras relación deuda – capital y otros tres no hicieron referencia a la eficiencia administrativa.

Como se observa en el cuadro los entrevistados dieron a conocer los siguientes beneficios que obtendrían las Mutuales con la estructuración del proceso de titularización de los activos improductivos o antifuncionales, entre los beneficios que fueron citados, están la ampliación de la cobertura de créditos, mayor liquidez en la institución, solución al problema de descalce de plazos, una reducción del margen de intermediación con una eficiencia administrativa, y una alternativa de financiamiento.

En la segunda categoría de análisis, catorce de los gerentes – asesores conocían las ventajas con cifras de sus instituciones y establecieron que el beneficio de dar solución al problema de descalce de plazos era la ventaja fundamental para las Mutuales de gran envergadura, las Mutuales de menor tamaño hicieron referencia a la cobertura de créditos con liquidez, como una nueva alternativa de financiamiento. Solamente uno de los entrevistados en esta categoría no se refirió a la eficiencia administrativa.

En la tercera categoría cuatro abogados no conocían el descalce de plazos, uno de la eficiencia administrativa. En lo que autoridades se refiere, once mencionaron los seis beneficios, los otros no hablaron de descalce de plazos, mejoras deuda – capital, eficiencia administrativa y una alternativa de financiamiento en la forma que indica el cuadro.



6.5.2.5. Partes necesarias y suficientes en un proceso de titularización en Bolivia

	Solamente los participantes necesarios 1. Originador, Administrativo de cartera, sociedad titularizadora, calificadora de riesgos	Principales participantes mas otros secundarios.	TODOS
Especialistas	27	3	30
Gerentes – Asesores	12	3	15
Abogados	15	5	20
Autoridades - Funcionarios	13	2	15

Como se observa en el cuadro, todas las categorías citaron a los principales participantes en el proceso de titularización, llegando al número de sesenta y siete entrevistados que mencionaron solamente a los principales participantes, únicamente trece entrevistados mencionaron otros participantes además de los principales, en la primera categoría tres de los treinta especialistas añadieron un participante más y mencionaron a la entidad de depósito por ser ésta la encargada de velar y custodiar los documentos que respalden el crédito, también uno de ellos se refirió al agente intermediario como colocador de los valores a los inversionistas según sus necesidades.

En la categoría de los gerentes – asesores solamente tres aumentaron otros participantes, entre ellos dos a los agentes intermediarios y el otro a una empresa de seguros que garantice el pago de los correspondientes valores a los inversionistas.

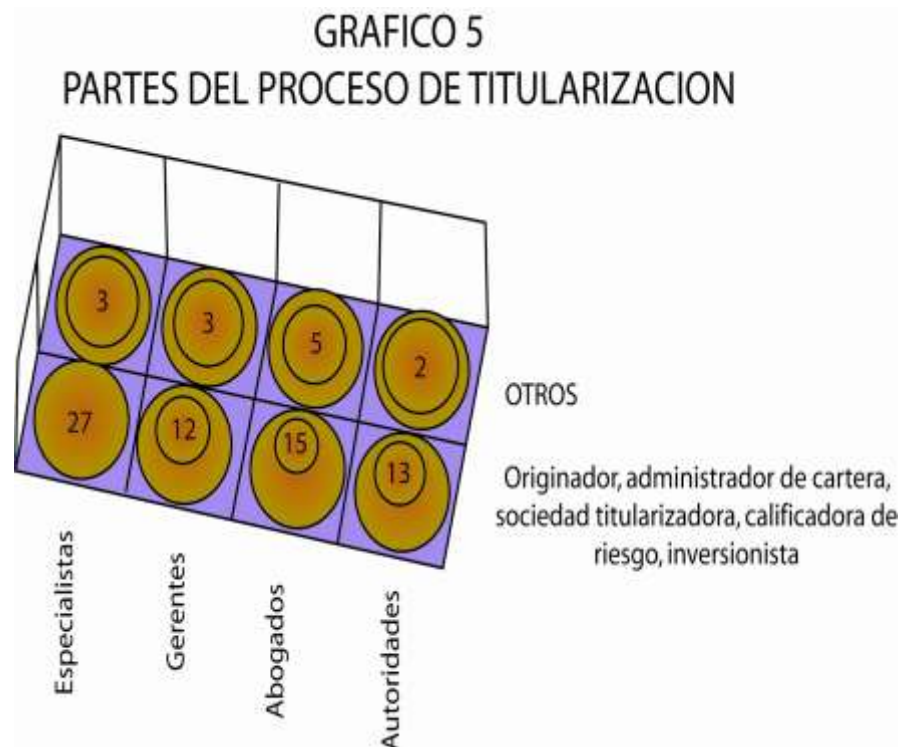
En la categoría de los abogados cinco añadieron a otros participantes para llevar adelante el proceso de titularización, dos mencionaron al custodio o entidad de depósito, otros dos la empresa de seguros y el último al agente intermediario o colocador.

En la última categoría, dos de las autoridades añadieron al colocador como requisito fundamental para gestionar el proceso de titularización y asegurar la compra de los valores emitidos.

Todas las categorías de entrevistados coincidieron en manifestar que los participantes primordiales en nuestro mercado sean el originador, la sociedad de titularización y la calificadora de riesgo, pues, la administración para economizar costos generalmente está a cargo del originador. Además, se expresó que el número de participantes en el proceso estará determinado según la complejidad y envergadura del mismo. Finalmente, algunos abogados

mencionaron que la participación de una empresa de seguros como avalista externo en el proceso de titularización, sería poco viable, pues, las empresas de seguros en Bolivia no cuentan con la capacidad de capital necesaria para respaldar este tipo de operaciones y este tipo de riesgos, pues, estamos hablando de un seguro de operaciones financieras cuya cobertura, no se ofrece en este mercado.

En lo que respecta al agente colocador, en la entrevistas se utilizó mucho el término bancos de inversión como instituciones especializadas que cumplieran la función de underwriters.



6.5.2.6. Emisión de valores adecuados para titularización de los activos improductivos en mutuales

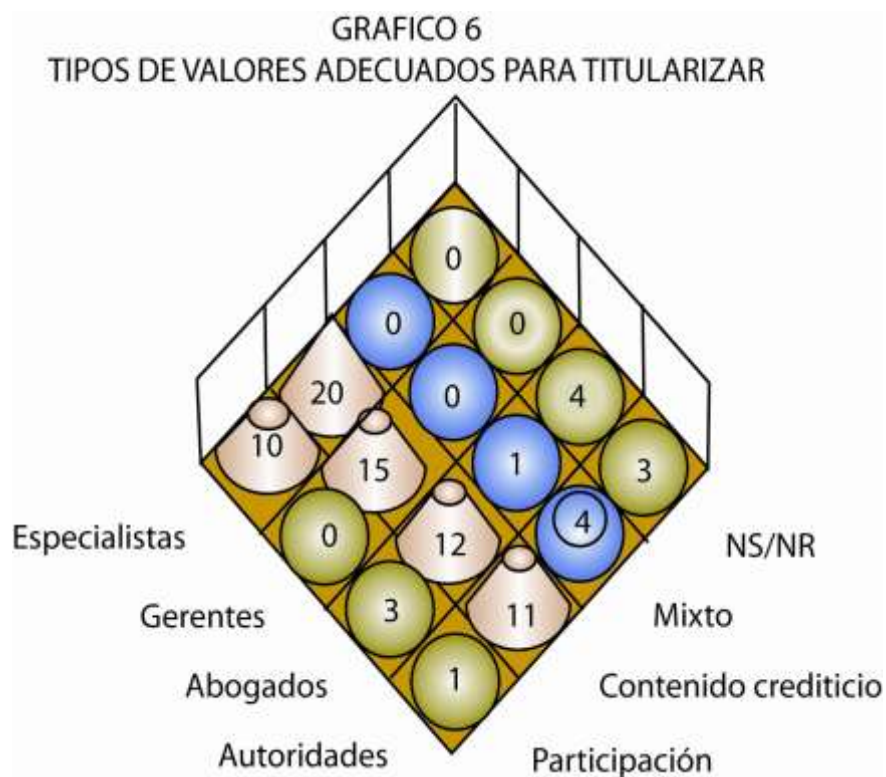
	Participación	Contenido Crediticio	Mixtos	NS/NR
Especialistas	10	20	-	-
Gerentes Asesores	-	15	-	-
Abogados	3	12	1	4
Autoridades – Funcionarios	1	11	4	3

En la categoría de los especialistas, diez establecieron que los valores sean de participación, los otros veinte que sean de contenido crediticio. En la categoría de los gerentes, quince respaldaron la emisión con valores de renta fija, es decir, los de contenido crediticio. En la tercera categoría tres abogados con valores de participación, doce de contenido crediticio y uno solo de ellos mixto.

En la última categoría un entrevistado dijo emitir valores de participación, once de contenido crediticio y finalmente cuatro del tipo mixto.

En la totalidad de las categorías la mayoría de los entrevistados estableció que los valores sean de contenido crediticio, esto porque nuestro mercado de valores es de renta fija y el emitir valores de participación significaría asumir mayores riesgos para el inversionista. Sin embargo, la emisión de valores de participación es donde encontraron mayores beneficios en este proceso, puesto que se transfiere el riesgo de prepagado y de morosidad al inversionista; pero los que apoyaron los de participación lo ven desde el punto de vista que el inversionista decidirá si asumir mayores riesgos o no esperando mayor rentabilidad. Además brindará otro tipo de instrumento de renta variable diversificando nuestro mercado de valores.

Los entrevistados a favor de los valores mixtos, dijeron que el ofrecer valores de participación con una rentabilidad mínima e interés fijo sería muy interesante, porque garantizaría tener participación en utilidades o pérdidas con un margen reducido y por otro lado garantizar una renta o interés. También se mencionó que los valores de contenido crediticio son más fáciles de calificar en lo respecta al riesgo crediticio, como también que los de participación no están obligados a obtener calificación de riesgo.



6.5.3. ENCUESTAS VÍA CUESTIONARIO

Ésta es otra de las técnicas del método cuantitativo o confirmatorio. Este tipo de encuestas vía cuestionario tienen un mayor alcance pero no son interactivas y se la puso en práctica en los últimos meses. Se obtuvo un número de 100 encuestas dirigidas a personas entendidas en esta materia, siendo este

instrumento utilizado eficientemente con una muestra de cien 100 personas con un grado de conocimiento alto, medio y bajo, las encuestas no se estratificaron por categorías por la dificultad que implicaría el mismo. Pero se contó con profesionales e instituciones como abogados administradores, contadores, autoridades, gerentes, y los más importantes los participantes del mercado de valores en Bolivia. Es necesario aclarar que este tipo de instrumento no hubiera tenido ningún fundamento si se lo aplicaba a cualquier tipo de persona por la complejidad de la temática.

Esta técnica se realizó con siete preguntas, todas ellas con respuestas cerradas para no perjudicar la atención de los encuestados y facilitar el acceso a esa información.

Esta técnica se realizó con siete preguntas, todas ellas con respuestas cerradas para no perjudicar la atención de los encuestados y facilitar el acceso a esa información.

6.5.3.1. Universo de Estudio

Se determinó como universo al conjunto de personas que conocen de la materia en las entidades financieras.

6.5.3.2. Muestra de Estudio

A la vez, del universo de estudio anteriormente mencionado, se determinó una muestra aleatoria de 100 personas sujetas a encuesta.

6.5.3.3. Resultado

Como se puede observar en los cuadros anexados a la investigación, el resultado de las 100 encuestas vía cuestionario se plasmo en siete gráficos (tortas)⁹⁹, con su respectivo porcentaje¹⁰⁰.

6.6. ANÁLISIS Y VERIFICACIÓN DE LA HIPÓTESIS

Es inevitable que los países se adecuen a los cambios realizados por la evolución de la economía neoliberal, en el caso concreto del concierto internacional y por el desarrollo productivo nos referimos a la economía neoliberal, es así que Bolivia dio el primer paso a lo que se ha denominado política neoliberal o de economía abierta, esta política económica se consolidó con el Decreto Supremo 21060 expedido el 29 de agosto de 1985, durante la gestión del Dr. Víctor Paz Estenssoro. Este marco económico permitió la creación de la Bolsa de Valores de La Paz en 1989, la cual posteriormente atravesó grandes dificultades para poder establecerse, como la hiperinflación y la inestabilidad económica.

Los Bancos o las Entidades Bancarias, dentro de la estructura del mercado de capitales, en Bolivia son una de las principales fuentes de financiamiento por lo que un sistema bancario saludable coadyuva en forma importante al desarrollo del país.

Los constantes cambios de gobierno sin políticas de continuidad perjudicaron el desarrollo del país. Hoy en día no se puede considerar a una economía sin un mercado de valores donde se desarrollan transacciones, no hay duda alguna de que el intercambio de valores es la columna vertebral de la mayoría de los

⁹⁹ Tortas que están anexadas en la Pg. 186 plasmadas en siete graficos.

¹⁰⁰ Se anexa los resultados de la técnica de encuesta vía cuestionario.

países y su mejor exponente es la bolsa, donde se efectúa este intercambio importante, la que tiene como objetivo principal, ofrecer un medio que permita a una persona o entidad invertir. Es por esto que las reformas financieras efectuadas en nuestro país han venido configurándose en sistemas financieros modernos sujetos a una regulación y supervisión preventiva que garanticen la libre competencia de los intermediarios financieros y que permitan la aplicación de mecanismos de mercado. Sin embargo, la coyuntura evidencia retracción de la inversión privada por una contracción de la participación del sector público en el ámbito bancario con un creciente nivel de desempleo y deterioro de los ingresos de la población; por ello se ha considerado apremiante que el país busque nuevas alternativas tomando en cuenta la crisis e inestabilidad financiera mundial que dio lugar a un severo golpe al sector de la banca, la escasez de créditos y el alto costo de los recursos financiero ha generado que el crecimiento de la cartera bancaria activa se halle estancado y, en otros casos, sumamente disminuido, generando por otro lado que los pasivos bancarios se acumulen por la falta de pago de los préstamos.

Los Bancos o las Entidades Bancarias, dentro de la estructura del mercado de capitales, en Bolivia son una de las principales fuentes de financiamiento por lo que un sistema bancario saludable coadyuva en forma importante al desarrollo del país.

La crisis económica por la que atraviesa el país a determinado que los prestatarios de las entidades bancarias no cumplan con sus obligaciones frente a dichas entidades, con lo que dichos bancos se han encontrado con pasivos incobrables que han determinado que los bancos por la vía judicial adquieran los bienes que garantizaban las obligaciones, lo cual genera iliquidez en el sistema bancario.

A pesar de existir disposiciones legales que resguardan a las entidades

bancarias para el cobro de sus acreencias, la iliquidez generada por la acumulación de activos improductivos o antifuncionales determina la necesidad de establecer un mecanismo jurídico financiero que permita a los bancos disminuir sus pasivos e incrementar su liquidez.

Debido a la revisión de archivos específica, en la cual encontramos que, en la Argentina implementaron procesos de titularización en instituciones de ahorro y préstamo para la con un valor de 33.000 millones de dólares americanos las mismas que consiguieron financiamientos considerables debido a 1.4 billones de dólares conformados por un mercado hipotecario.

El banco hipotecario tiene actividades para el financiamiento de viviendas y esta dirigida a familias de bajos y medianos recursos individuales este propósito incluye compra, refinanciamiento. En Colombia también se han gestionado procesos de titularización en los originadores más grandes de créditos hipotecarios, que son las corporaciones de ahorro (CAV) que realizaron titularizaciones por un valor de 308 millones de dólares. En Ecuador se ha diseñado operaciones para adquirir portafolios hipotecarios de seis instituciones financieras con un total de seis millones de dólares por períodos de seis meses gestionada por la CTH, el proceso arranco con operaciones dirigidas a ciudades que tienen una plusvalía positiva en bienes inmuebles.

Las encuestas vía cuestionario se convierten en el mejor respaldo de las entrevistas estructuradas lanzando datos y porcentaje determinantes para la confirmación de la hipótesis.

Como se pudo comprobar por resultados anteriormente detallados se puede llegar a la confirmación de la hipótesis que señala:

“La falta de una regulación jurídica adecuada sobre titularización, impide que las entidades financieras apliquen dicha titularización sobre sus activos improductivos o antifuncionales como un medio para generar liquidez y ampliar los créditos, perjudicando de esta manera el desarrollo del financiamiento”.

Se confirma la hipótesis debido a las diferentes opiniones, tanto de especialistas, autoridades – funcionarios, abogados y gerentes – asesores, mencionados y desarrollados en los cuadros del 1 al 6 de las entrevistas estructuradas al señalar que contamos con los elementos básicos para llevar adelante la titularización con la existencia de los participantes primordiales como son las mutuales bancos en su rol de originadoras siendo éstas las más adecuadas para titularizar por la relevancia de sus carteras hipotecarias con relación al rol para las que fueron creadas cada una de ellas, encontrando para estas instituciones una variedad de beneficios que alentarían a las mismas a poder diversificar sus políticas de inversión, encontrándose en la posibilidad de acomodar los valores con relación a cada uno de los créditos. Los beneficios como se establece, darán mayor cobertura crediticia con la cual se podrá dar lugar a financiar créditos en Bolivia.

Las encuestas vía cuestionario se convirtieron en el mejor respaldo de las entrevistas estructuradas como ya se lo menciono que tendieron en consecuencia a la afirmación conjunta de la hipótesis con la que concluye que la titularización podrá ser estructurada en las mutuales porque éstas se encuentran posibilitadas y relacionada al financiamiento.

Se considera relevante el análisis de cuadros diferentes en las técnicas que son distintas que engloban los aspectos más sobresalientes de la hipótesis.

CAPITULO VII

CONCLUSIONES

Con la elaboración, redacción del marco teórico y el respaldo de la legislación nacional y extranjera de la presente investigación se ha logrado analizar los elementos básicos, determinar los aspectos relevantes y proponer alternativas al proceso de titularización para dar la posibilidad de adaptarlos a situaciones propias de las que obtiene las siguientes conclusiones:

7.1. NATURALEZA JURÍDICA

La titularización que fue estructurada por el sistema o derecho anglosajón como se establece en el capítulo tercero de esta investigación, sistema que no tiene posición dogmática de establecer la naturaleza jurídica del proceso de titularización. La problemática de la naturaleza jurídica surge el momento de implantar esta figura a países de sistema con base romanista, es por este motivo que se intenta explicar legalmente esta figura con el respaldo de figuras jurídicas ya existentes en nuestro ordenamientos jurídico como la cesión, el fideicomiso y el patrimonio autónomo.

Dentro del análisis realizado dentro el Decreto Supremo N° 25514 acerca de la titularización que esta inmerso dentro de la Ley de Mercado de Valores.

7.2. ANÁLISIS GENERAL DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN

Después de haber desarrollado con detenimiento en el marco teórico, el proceso, la operativa y los elementos básicos de la titularización que consiste

en la conversión de activos o bienes en valores u obligaciones negociables, se establecen aspectos generales y específicos, de los elementos básicos del proceso de titularización como Instrumento de disminución de los activos improductivos o antifuncionales, y regulador en la determinación de los flujos de pagos generados por los activos que conforman un patrimonio autónomo estandarizados y negociables en el mercado como figuras para la transferencia y aislamiento de los activos o bienes a titularizar.

7.2.1. CATEGORIZACIÓN DE LOS TÍTULOS EMITIDOS MEDIANTE LA TITULARIZACIÓN.

Tomando en cuenta la categorización establecida por el Sistema sudamericano (presentado en la pág. 47 del presente trabajo), en el caso de La Paz (y de Bolivia en general) los títulos emitidos con la titularización de los activos improductivos de los Bancos y Entidades Financieras, se reflejarían en la categoría A, vale decir, tendrían una buena capacidad de pago del capital y los intereses, ya que dichos títulos valores estarían respaldados por un patrimonio autónomo, es decir, independiente del Banco o la entidad Financiera, lo que significa que, aunque dichas entidades entrasen en un proceso de quiebra, los títulos valores mantendrían el mismo respaldo y garantía de cuando se emitieron.

7.3. ELEMENTOS O PARTICIPANTES DEL PROCESO

7.3.1. ORIGINADOR

El originador podrá ser cualquier persona natural o jurídica que tenga en su patrimonio un importante volumen de activos y que disponga que estos activos lleguen a transformarse en valores que permitan su circulación. La calidad de

originador pueden tenerla las personas jurídicas públicas o privadas nacionales como extranjeras¹⁰¹.

7.3.2. SOCIEDADES DE TITULARIZACIÓN

La Sociedad Titularizadora¹⁰², cuya función es la de servir de vehículo para hacer la emisión de los valores, las que son las receptoras de los activos y/o bienes para la conformación de patrimonios autónomos, quienes además mantienen el derecho real sobre los activos y que con el respaldo de los mencionados patrimonios autónomos emite valores. Estas sociedades como un conductor privado desde el punto de vista legal es viable y es muy utilizado en América Latina, generalmente estos conductos solo adquieren hipotecas y hacen la conversión a valores y en otros casos excepcionales proporcionan garantías financieras para las emisiones. Las Sociedades Titularizadoras son generalmente fundadas por los originadores.

7.3.4. ADMINISTRADOR O SERVICER

Se hizo referencia en las distintas fuentes consultadas al estructurador quien se encarga de homogeneizar los créditos con iguales plazos, tasas, etc., y se planteó la posibilidad de que tal función podría ser cumplida por las mutuales y bancos como originadores, lo cual es inapropiado por el conflicto de intereses que esto podría causar al momento de empaquetarlos, esta función debe ser realizada por un institución o firma independiente con especialización en prestar estos servicios denominada internacionalmente Due Diligence.

¹⁰¹ El concepto de originador en la Ley del Mercado de Valores es amplia y se entiende que puede ser toda persona individual o colectiva que transfiera activos.

¹⁰² La Sociedad titularizadora también podrá por acto unilateral constituir un patrimonio autónomo para titularización.

7.4. DISPOSICIONES REFERENTES Y ACTUALIDAD

La modernización de los procedimientos administrativos y judiciales que rigen las transacciones de compra – venta, incluyendo los procedimientos de desalojo y evicción que induzcan a los de la Ley del Mercado de Valores establece un marco general de la titularización, el Decreto Supremo 25514¹⁰³ reglamentario del Título III de la Ley del Mercado de Valores respalda el proceso ya que era necesario ampliar aspectos¹⁰⁴ de la mencionada ley.

7.5. CONCLUSIONES GENERALES

La norma contiene principios de aplicación general que permite que las entidades financieras puedan hacer uso de la titularización sobre sus activos improductivos o antifuncionales y con ellos generar mayor liquidez.

Las Entidades Bancarias al 31 de agosto de 2006 según la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras, cuentan con Bs.-35.382.650 (treinta y cinco millones trescientos ochenta y dos mil seiscientos cincuenta bolivianos), en activos improductivos o antifuncionales las que también podrían ser titularizados. Aproximadamente un 15 % a 20%, podrán ser titularizados de acuerdo al D.S. 25514 que demuestra la falta de un adecuado mecanismo jurídico hace que los activos improductivos o antifuncionales crezca y genere iliquidez, lo que perjudica el desarrollo financiero. Los bancos Mercantil Santa Cruz y el Banco Bisa S.A. tienen la mayor cantidad de activos improductivos o antifuncionales según la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras.

¹⁰³ El Decreto Supremo de titularización fue publicado en los últimos meses de 1999.

¹⁰⁴ Aspectos desarrollados a lo largo de la investigación.

7.6. PROPUESTA

Si bien el marco jurídico permite la aplicación de la titularización sobre los activos improductivos de las entidades financieras, por estar estas reguladas por la ley de bancos y entidades financieras deberían contar con una autorización expresa de la Superintendencia de bancos y entidades financieras para poder llevar adelante las titularizaciones.

Las entidades financieras no bancarias como las Mutuales de Ahorro y Préstamo tienen un total de préstamos hipotecarios por un valor de 306.347.750 millones de dólares los que pueden ser titularizados como instrumento de disminución de los activos improductivos o antifuncionales ampliando la cobertura de créditos hipotecarios o para prestar otros servicios.

Las Administradoras de Fondos de Pensiones tendrán que gestionar la posibilidad de invertir en Valores¹⁰⁵ respaldados por hipotecas de activos improductivos o antifuncionales en porcentajes considerables con relación a los Fondos que administran Las Entidades Financieras Bancarias y Mutuales con la liquidez adquirida por procesos de titularización deberían gestionar de arrendamiento financiero.

¹⁰⁵ Debido a que los valores hipotecarios de largo plazo tienen calificaciones altas y las AFP'S adoptan políticas con riesgos mínimos.

BIBLIOGRAFIA

LIBROS

- Ambram, Jorge (1995), Diccionario del Mercado Financiero, Monetario y Bursátil en Bolivia. La Paz – Bolivia: Editorial Zegada.
- Argeri, Saúl (1932) Diccionario de Derecho Comercial y de la Empresa Buenos Aires, Argentina: Editorial Mc Graw – Hill.
- Avellaneda, Carmenza (1996) Diccionario Bilingüe de Términos Financieros Santa fé de Bogota – Colombia: Editorial Mc Graw – Hill.
- Cabanelas, Guillermo (1989) Diccionario Enciclopédico de Derecho Usual.
- Cabezas Caballero, David (1996) Nociones de Derecho Comercial(1 ra. Ed) Sucre Bolivia: editorial Tupac Katari. Sumario N° 19, Pag. 318 – 328.
- Camargo Marín, Victor (1993) Bolsa de valores un enfoque jurídico La Paz – Bolivia: Editorial Atenea S.R.L.
- Camargo Marín, Victor (abril 1998) Derecho Comercial La Paz – Bolivia: Editorial Thunupa.
- Camargo Marín, Victor (noviembre 1998) El Mercado de Valores La Paz – Bolivia Editorial Thunupa.
- Castellares Aguilar Rolando, Díaz Ortega Enrique, Rocca Carvajal Lilian, Vargas Piña Julio (1998) El ABC del Mercado de Capitales (1 ra. Ed) Lima – Perú Editorial Zegazeta.
- Cabanellas de Torres, Guillermo (1989) Diccionario Enciclopédico de Derecho Usual Buenos Aires Argentina: Editorial Heliasta S.R.L.
- Cabanellas de Torres, Guillermo (1993) Diccionario Jurídico Elemental Buenos Aires Argentina Editorial Heliasta S.R.L.
- Cabezas Caballero, David (1996) Nociones de Derecho Comercial (1ra. Ed) Sucre- Bolivia: editorial Tupak Katari Pag. 318 – 328.

- Días de Vega, Vega, San Miguel, Torres. (1997) La Titularización en Colombia ventana hacia la modernización financiera. Santa fé de Bogota D.C. – Colombia Editorial Superintendencia de valores.
- De Chazal Palomo, José Antonio (1995) Mercado de valores Banca y Comercio Hernandez, Fernandez, Baptista (1998) Metodología de la Investigación (2 da. Ed) México Editorial Mc Graun Hill.
- Lisoprawski, Koper (1995) Fideicomiso Dominio Fiduciario, Securitización, Buenos Aires Argentina Editorial De Palma.
- Montes, Jiménez (2006) La Titularización Normas Contables Santa Fe de Bogota D.C. – Colombia editorial Superintendencia de Valores.
- Novoa, Raúl y Novoa, Gabriela (1995) Derecho Mercantil de Capitales, Santiago de Chile Editorial Jurídica de Chile.
- Parada Daza, Rigoberto (1995) Instrumento de financiamiento e inversión Securitización Santiago de Chile Editorial Jurídica de Chile.
- Yemma, Diskenstein, Prychodzko (1996) Securitización Hand Book. Buenos Aires Argentina Editorial Lanus de la Serna.

CODIGOS – LEYES – REGLAMENTOS

- Código Civil (1975) N° 12760 La Paz – Bolivia Editorial Serrano.
- Código de Comercio (1978) N° 14379 Cochabamba – Bolivia Editorial Serrano.
- Código de Procedimiento Civil N° 12760 La Paz – Bolivia Editorial Serrano.
- Ley de Abreviación Procesal Civil y de Asistencia Familiar N° 1760 La Paz – Bolivia Editorial Los Amigos del Libro.
- Ley del Mercado de Valores y reglamentos (1998) N° 1874 La Paz – Bolivia Editorial imprenta Gaceta Oficial de Bolivia.
- Ley del Mercado de Valores “Chile (Comisión Nacional de Valores de Chile 1997)
- Ley del Mercado de Valores del Perú 1997 (Conassev)

- Ley de Pensiones N° 1732 y Decreto Supremo N° 24469.
- Ley de Propiedad y Crédito Popular (1998) N° 1864 La Paz – Bolivia.
- Reglamento de Cédulas Hipotecarias.
- Reglamento de Evaluación y Calificación de la Cartera de Créditos (circular sb/ien/282).

ANEXOS

ANEXO 1

TITULARIZACIÓN INMOBILIARIA

Dentro de este grupo se encuentra la posibilidad de conformar el patrimonio autónomo de inmuebles construidos en los cuales se puede contemplar que los inversionistas que adquieran los títulos emitidos participen en la valorización del inmueble y/o en los ingresos generados por el arrendamiento del mismo. También se pueden definir variantes en cuanto al destino del inmueble un vez finalice la titularización, bien sea venderlo o aplicar una opción o compromiso de recompra por parte del originador.

De otra parte la titularización inmobiliaria incluye la posibilidad de estructurar procesos a partir de proyectos inmobiliarios. En este caso, el patrimonio autónomo está conformado por el lote en que se construirá el inmueble, los estudios técnicos y de factibilidad económica, y el presupuesto de costos del proyecto. Esta figura constituye una interesante alternativa para la reducción de costos financieros en la construcción inmobiliaria y para facilitar la comercialización de proyectos.

Adicionalmente, la titularización inmobiliaria incluye el desarrollo de esquemas de titularización a través de fondos inmobiliarios, que son fondos comunes especiales destinados a invertir en inmuebles construidos, en proyectos inmobiliarios o en otros títulos emitidos en procesos de titularización inmobiliaria o de cartera hipotecaria.

Titularización Inmobiliaria

Para el caso de procesos inmobiliarios se establece la diferencia en lo relativo a inmuebles, proyectos de construcción y fondos inmobiliarios, estableciendo

condiciones particulares, en lo relacionado con el monto de emisión y de inversión, condiciones de los bienes y activos y otros requisitos.

Titularización de Inmuebles

En esta modalidad se ha establecido que el monto de emisión no puede exceder el 110 % del avalúo del inmueble, avalúo que debe ser elaborado técnicamente por evaluadores independientes del originador y del agente de manejo, miembros de la lonja de propiedad raíz (o certificado por tal agremiación), o inscritos en el registro Nacional de evaluadores, con una fecha no anterior a seis meses de la radicación de la solicitud en la Superintendencia de Valores.

A efecto de que el proceso revista seguridad y transparencia necesaria, el inmueble objeto de titularización debe estar libre de gravámenes, condiciones resolutorias o limitaciones del dominio diversas a las derivadas del régimen de propiedad horizontal, lo cual se acredita con el certificado de matrícula inmobiliaria y el estudio del título respectivo.

Asimismo el inmueble titularizado debe permanecer asegurado contra los riesgos de incendio y terremoto por toda la vigencia del contrato de fiducia.

Si el esquema de titularización contempla al flujo de caja como un factor preponderante en la rentabilidad ofrecida, se deben incorporar los mecanismos de cobertura necesarios para cubrir una vez y media su siniestralidad.

Titularización de Proyectos de Construcción

En este punto la normatividad se hace más exigente, dado que esta clase de procesos se reviste de una característica especial del riesgo.

El monto de emisión para la titularización de proyectos de construcción, no puede exceder el 100 % del presupuesto total de costos del proyecto inmobiliario, incluidos los costos inherentes al proceso de titularización, y la inversión mínima en títulos emitidos debe ser cuando menos equivalente a 60 salarios mínimos por inversionistas, salvo que el inversionista sea un fondo inmobiliario o un inversionista institucional.

El mecanismo de cobertura del proceso está dado por el sistema de subordinación, donde el originador se compromete con el desarrollo del proyecto, mediante la adquisición de títulos de participación subordinados, que sigan siendo liberados por el agente de manejo en proporción directa al avance de la obra. Esta cobertura solo puede ser reemplazada por mecanismos externos de seguridad.

Para esta clase de procesos se requiere:

Avaluó de lote en que se realizará la construcción, lote que debe estar libre de gravámenes o limitaciones de dominio. El avalúo se sujeta a las mismas condiciones de los avalúos para procesos de titularización de inmuebles.

Estudio técnico económico que concluya razonablemente la viabilidad financiera del proyecto. Para este punto es necesario tener en cuenta que el presupuesto total del proyecto incluye el valor del terreno y el costo de los diseños, y estudios técnicos y de factibilidad económica, programación de obras de presupuestos (éste costo de valorará hasta el 20 % del presupuesto total del proyecto), así como la correspondiente administración de imprevistos y utilidades.

La sociedad constructora debe acreditar trayectoria superior a 5 años en el sector en obras de similar envergadura, requiriéndose una sociedad

interventora cuya trayectoria, experiencia y objetividad verifica el agente de manejo. El constructor debe constituir pólizas de cumplimiento y manejo de anticipo.

Se debe determinar el punto de equilibrio para la ejecución del proyecto y las promesas de compra – venta formalmente celebrada.

El contrato de fiducia mercantil debe incluir cláusulas de condición resolutoria, donde se prevea el reembolso del dinero en el evento de no llegar al punto de equilibrio.

Es necesario establecer el método de valuación del patrimonio autónomo.

Titularización a Partir de Fondos Inmobiliarios

Esta modalidad de titularización presenta reglas especiales en lo relativo a la inversión de los recursos, garantías y a la clase de títulos que se pueden emitir.

Para la inversión de los recursos se señala que debe realizarse previa su evaluación por parte del agente de manejo, de conformidad con los parámetros que se hayan establecido.

Se establece que los excedentes de liquidez y el manejo temporal de recursos se deben dar en activos de alta seguridad y liquidez.

Tratándose de garantías, el fondo puede determinar la cobertura externa o interna necesaria para proteger los activos adquiridos, previo estudio técnico y finalmente se establece que en materia de títulos a emitir, solo podrán ser los de participación, los cuales no tienen redención primaria salvo al vencimiento del fondo.

TITULARIZACIÓN DE OBRAS DE INFRAESTRUCTURA Y SERVICIOS PÚBLICOS

En esta modalidad, el patrimonio autónomo se conforma a partir de la existencia de flujos futuros de fondos, los cuales pueden ser:

Determinados con base en estadísticas de los tres años inmediatamente anteriores o determinables con apoyo de proyecciones de tres años.

Esta es una de las aplicaciones de titularización que tiene mayor potencial de desarrollo en Colombia, puesto que se constituye en una herramienta muy valiosa para la obtención de altos volúmenes de recursos financieros necesarios para adelantar obras públicas.

Estas titularizaciones pueden corresponder a obras específicas o a fondos de obras de infraestructura y de servicios públicos cuyos recursos se destinen a este tipo de proyectos.

En razón a los elevados montos y plazos requeridos en estas obras, es de esperarse que en un principio se encuentren orientados estos procesos de titularización a ser ofrecidos simultáneamente en el mercado nacional y en mercados extranjeros.

En esta clase de titularización se ha establecido diferenciación entre la financiación de obras de infraestructura y prestación de servicios públicos, la financiación de obras públicas de infraestructura vial y los fondos de obras de infraestructura y de servicios públicos para determinar los requisitos para estructurar el proceso, en lo tocante con la determinación del activo o bien que sea esta titularizando, los títulos, la inversión y las garantías.

Titularización para la financiación de Obras de Infraestructura y Prestación de Servicios Públicos

Este proceso se debe estructurar a partir de la existencia de flujos futuros de fondos determinados con bases en estadísticas de tres años anteriores o determinables con el apoyo de proyecciones de tres años. Para el efecto, se debe realizar el estudio de factibilidad financiera, retorno de la inversión determinando los costos del proyecto y fijando el plazo de retorno de la inversión a los potenciales adquirentes de títulos.

Dada la naturaleza de la titularización, cuyo objetivo es la financiación de obras con el fin de otorgar transparencia y seguridad al proceso, se requiere la inscripción de la sociedad constructora en el registro de contratación y la presencia de una firma interventora inscrita como tal en el mencionado estatuto de contratación. En el mismo sentido se exige el respaldo de la existencia del flujo proyectado por cualquier mecanismo de cobertura interno o externo descrito, teniendo en cuenta que para la determinación de la siniestralidad se debe considerar la eventual existencia de garantías otorgadas por el Estado.

En lo relacionado con la inversión mínima en esta clase de títulos se adopta la política señalada para la titularización de proyectos de construcción, es decir, el equivalente a 60 salarios mínimos por inversionista con iguales excepciones.

Titularización para la Financiación de Obras Públicas de Infraestructura Vial

Se establece que además de los requisitos señalados para la titularización destinada a financiar obras de infraestructura y prestación de servicios públicos mencionados anteriormente, se requiere el estudio de proyección de demanda del tráfico vehicular para la vía objeto de la obra y el estudio de tarifas de peaje proyectadas para esa vía.

Titularización a partir de Fondos de obras de Infraestructura y de Servicios Públicos

Al igual que las titularizaciones cuya base son los fondos inmobiliarios, esta clase de titularización se estructura a partir de fondos comunes especiales, diferenciándose en cuanto a sus requerimientos, para este caso los recursos del fondo se deben destinar a la inversión en obras de infraestructura y de prestación de servicios públicos y en títulos provenientes de procesos de titularización de obras de esa naturaleza.

TITULARIZACIÓN DE VALORES

Bajo esta categoría se encuentra la posibilidad de estructurar procesos de titularización sobre títulos inscritos en el registro del mercado de valores e intermediarios. Incluye la conformación de fondos de valores administrativos por sociedades comisionistas de bolsa y la estructuración de patrimonios autónomos con acciones y demás títulos inscritos en el mencionado registro.

Para la titularización de valores, la normatividad específica que, cuando se trate de titularización sobre acciones inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, los títulos emitidos deben ser de participación y no se requieren mecanismos de cobertura ni se exige calificación de los títulos.

En lo relativo a la titularización de títulos de deuda pública emitidos o garantizados por el estado o por el banco Central, no se presenta exigencia alguna sobre la clase de títulos a emitir y se exigen de mecanismos de garantía y de calificación de títulos.

ANEXO 2

ESPAÑA

España es uno de países más prometedores en Europa para el desarrollo de un mercado de titularización de hipotecas residenciales. El escenario legislativo y regulatorio es favorable para un incremento de esta actividad, el volumen de las acciones es grande, y hay un gran interés de originadores potenciales. Existen, sin embargo, ciertos factores que impiden el desarrollo, como la falta de una real motivación para titularizar entre prestamistas para hipotecas, y la necesidad de expandir la base de inversión internacionalmente y lejos de inversores domésticos, donde el mercado no será profundo en el momento que expanda su volumen.

La titularización fuera de las hipotecas se expandirá lentamente, pero puede impedir el crecimiento de este la falta de volúmenes de acciones a largo plazo. De todos modos, se espera una buena cantidad de transacciones no respaldadas por hipotecas en el país y fuera de él.

Antecedentes de la Titularización

Economía: España acaba de salir de las garras de la recesión económica. Ha sufrido problemas muy similares a los que tuvieron los países de la comunidad europea, pero sumados a otros factores como un mercado rígido y un alto costo de capita. El grado de desempleo español es uno de los más elevados en Europa, de más de un 20 %.

La recuperación se dio por el incremento en ventas de exportación que han sido perjudicadas por la devaluación de la peseta en 1994 y 1995. El incremento de las exportaciones depende de la economía de los mercados exportadores de España. El porcentaje de interés es históricamente bajo, llevando a las

empresas a adeudarse; esto debería llevar a un crecimiento de la actividad dentro y fuera del país.

Estructura Legal y Tributaria

En julio de 1992, se estableció una estructura legal formal para la titularización hipotecaria. Esto permite que se establezcan Fondos de Titularización Hipotecaria (Fondos), que solo permita invertir en participaciones hipotecarias (PH). PH es un certificado respaldado por un préstamo individual hipotecario. La nueva Ley permite la agrupación de estos PH para que sean colaterales para la titularización hipotecaria, protegiendo a las acciones de la posible bancarrota del usuario. Un fondo debe ser manejado por una Sociedad Gestora de Fondos de Titularización Hipotecaria (Gestoras), estas son manejadas por 5 socios distintos.

La tesorería anunció en 1993 que intentaba pasar una nueva legislación para permitir a entidades españolas titularizar otro tipo de acciones utilizando una estructura similar a la hipotecaria. Esta legislación se publicó en marzo de 1994. Las regulaciones no han sido totalmente implementadas. Mientras tanto, se utilizan estructuras del exterior, aunque se necesita de la aprobación de la Tesorería.

Los inversionistas deben certificar que son residentes en la Unión Europea, sino deberán cumplir con disposiciones tributarias.

Estructura Reguladora

Los reguladores han fomentado el desarrollo del mercado, aunque no son muy positivos al respecto. Los principales supervisores son: el Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la Dirección General del Tesoro y Política Financiera. El Banco de España produjo la Circular 5 en junio de 1991 que permitía a los PH a ser clasificados como accionistas transferidas.

Incremento Potencial de la Titularización

España es uno de los países más prometedores de Europa para el desarrollo de un mecanismo de titularización. La actividad de los dos últimos años ha sido alta, y se ha continuado con regulación, legislación y disposiciones impositivas. Después de mucho trabajo, muchos originadores están ahora en la posición de titularizar sus acciones hipotecarias. Esto ha envuelto mucho trabajo administrativo y cambios en el sistema. Los originadores intentan un programa de titularización, esto fomenta al desarrollo del mercado.

Las hipotecas residenciales continuarán dominando como la acción tipo en estas transacciones, este mercado es sustancial. Los prestamistas hipotecarios caen en cinco categorías importantes:

- Cajas de Ahorro (50 % del mercado)
- Bancos Comerciales (32 % del mercado)
- Banco Hipotecario de España (25 % del mercado en 1980)
- Sociedades de Crédito Hipotecario (5 % del mercado)

Instituciones no bancarias como compañías de seguros y fondos de pensiones. Las dos primeras categorías se han mantenido en el mercado de la titularización hasta hoy. El gobierno español fomenta la expansión de casas de financiamiento.

El potencial para transacciones de acciones no hipotecarias está limitado actualmente. Los cambios legislativos y reguladores están en proceso para impulsar su desarrollo.

GRAN BRETAÑA, INGLATERRA

El desarrollo del mercado de la titularización se inicia a mediados de la década pasada con la titularización de la cartera hipotecaria, a través de la figura de las sociedades especializadas de objeto social único (bakrupcy- remote companies), las cuales toman como estructura el flujo de caja bajo la modalidad

pay though (emisión de deuda del ente emisor) de los Estados Unidos, contratando la administración de la cartera y de sus flujos con el originador del proceso y estableciendo la figura de un agente de fideicomiso (thustee), al cual se le deposita la cartera objeto de titularización para su custodia y protección.

Las hipotecas que son objeto de titularización son aquellas que generan intereses mensuales teniendo amortización del capital al final de la vida de la hipoteca (endowment montage)

El desarrollo de la titularización se vio favorecido por un ambiente regulatorio y legal amplio. En la actualidad se observa un gran desarrollo del mecanismo, al punto de que está a la vanguardia en el total de las emisiones efectuadas bajo el sistema de titularización, frente a los demás países Europeos.

GRAN BRETAÑA

El mercado de titularización inglés es el más extenso fuera de los Estados Unidos, y ahora está firmemente establecido como una fuente viable de financiamiento y de administración equilibrada para muchas empresas. A pesar de continuas frustraciones entre muchos participantes y el lento paso del desarrollo. Este mercado se ha mantenido estable, está bien ubicado para una expansión estable y desarrollo. Este mercado se ha mantenido estable, y está ubicado para una expansión estable y continua. El mercado actual tiene fundamentos tales como tipos y extensión de creadores, diversidad de categorías de acciones, un saludable ambiente regulador, buen conocimiento tecnológico, y una fuerte base de inversión.

A pesar de dos años de desilusión en cuanto al volumen de nuevas operaciones, se espera que incremente la actividad en todos los principales sectores de acciones en los últimos años, y se cree que Gran Bretaña seguirá teniendo el mercado más extenso para transacciones titularizadas de Europa en el futuro.

Muchas de las funciones de los bancos, como la de guardar fondos, prestar dinero y garantizar préstamos, así como el cambio de monedas, pueden rastrearse hasta la antigüedad. Durante la edad media, los caballeros templarios, miembros de una orden militar y religiosa, no sólo almacenaban bienes de gran valor sino que también se encargaban de transportar dinero de un país a otro. Las grandes familias de banqueros del renacimiento, como los Medici de Florencia prestaban dinero y financiaban parte del comercio internacional. Los primeros bancos modernos aparecieron durante el siglo XVII: el Riksbank en Suecia (1656), y el Banco de Inglaterra (1694).

Los orfebres ingleses del siglo XVII constituyeron el modelo de partida de la banca contemporánea. Guardaban oro para otras personas, a quienes tenían que devolvérselo si así les era requerido. Pronto descubrieron que la parte de oro que los depositantes querían recuperar era sólo una pequeña parte del total depositado. Así, podían prestar parte de este oro a otras personas, a cambio de un instrumento negociable o pagaré y de la devolución del principal y de un interés. Con el tiempo, estos instrumentos financieros que podían intercambiarse por oro pasaron a reemplazar a éste. Resulta evidente que el valor total de estos instrumentos financieros excedía el valor de oro que los respaldaba.

En la actualidad, el sistema bancario conserva dos características del sistema utilizado por los orfebres. En primer lugar, los pasivos monetarios del sistema bancario exceden las reservas; esta característica permitió, en parte, el proceso de industrialización occidental y sigue siendo un aspecto muy importante del actual crecimiento económico. Sin embargo, la excesiva creación de dinero puede acarrear un crecimiento de la inflación. En segundo lugar, los pasivos de los bancos (depósitos y dinero prestado) son más líquidos, —es decir, se pueden convertir con mayor facilidad que el oro en dinero en efectivo— que los activos (préstamos a terceros e inversiones) que aparecen en su balance. Esta característica permite que los consumidores, los empresarios y los gobiernos

financien actividades que, de lo contrario, serían canceladas o diferidas; sin embargo, ello suele provocar crisis de liquidez recurrentes. Cuando los depositantes exigen en masa la devolución de sus depósitos (como ocurrió en España tras la intervención por parte del Banco de España del Banco Español de Crédito (Banesto) el 28 de diciembre de 1993) el sistema bancario puede ser incapaz de responder a esta petición, por lo que se deberá declarar la suspensión de pagos o la quiebra. Uno de los principales cometidos de los bancos centrales es regular el sector de la banca comercial para minimizar la posibilidad de que un banco entre en esta situación y pueda arrastrar tras él a todo el resto del sistema bancario. El banco central tiene que estar preparado para actuar como prestamista del sistema bancario, proporcionando la liquidez necesaria si se generaliza la retirada de depósitos. Esto no implica la obligatoriedad de salvar a cualquier banco de la quiebra, como se demostró en 1995 cuando el Banco de Inglaterra se negó a ayudar al quebrado Banco de inversiones Barings.

La banca en Gran Bretaña

Desde el siglo XVII Gran Bretaña es conocida por la importancia de su sistema bancario. Londres continua siendo uno de los mayores centros financieros mundiales y casi todos los principales bancos comerciales del mundo tienen abierta en la city (como se conoce de modo familiar a la ciudad de Londres dentro del mundo financiero) al menos una sucursal.

Aparte del Banco de Inglaterra, los primeros bancos ingleses eran sobre todo bancos privados familiares y no bancos propiedad de accionistas independientes. En un principio, la quiebra de estos bancos era un fenómeno frecuente, por lo que a principios del siglo XIX se empezó a fomentar la constitución de bancos de accionistas, con mayor capital, para ayudar a la estabilización del sector. En 1833 se permitió que estos bancos aceptaran y transfirieran depósitos a Londres, aunque no podían emitir papel moneda, o billetes de banco, siendo esta actividad monopolio exclusivo del Banco de

Inglaterra. Las corporaciones de bancos se prodigaron tras la legislación de 1858, que limitaba los pasivos de las sociedades anónimas. Sin embargo, el sistema bancario no logró mantener un elevado número de bancos; al finalizar el siglo, una ola de fusiones redujo el número de bancos tanto familiares como de accionistas.

La estructura actual de la banca comercial inglesa es en la práctica la misma que la de la década de 1930, situándose en la cúspide el Banco de Inglaterra (que en aquel entonces era privado), y tras él once grandes bancos de Londres. Desde entonces han acontecido dos cambios importantes: el Banco de Inglaterra fue nacionalizado en 1946 por el gobierno laborista; en 1968 una fusión entre los primeros cinco bancos dejó al sector en manos de cuatro grandes bancos (Barclays, Lloyds, Midland y el National Westminster). La liberalización financiera durante la década de 1980 ha fomentado el crecimiento de las grandes sociedades inmobiliarias que desarrollan muchas de las funciones que de modo tradicional desempeñaban los bancos comerciales.

Londres se ha convertido en el centro del euromercado o mercado de eurobonos y eurodólares; entre los agentes de este mercado se encuentran todo tipo de instituciones financieras de todo el mundo. Este mercado, que surgió a finales de la década de 1950 y que ha tenido desde entonces un crecimiento espectacular, vende y compra dólares y otras divisas fuera del mercado de divisas del país emisor (por ejemplo, se opera con cuentas en francos franceses situadas en cualquier país que no sea Francia).

Antecedentes de la titularización

Economía: La economía inglesa ha resurgido luego de una profunda recesión. La recuperación se ha basado en inversiones y exportaciones, y no tanto en el consumo particular. La recesión fue particularmente severa en el mercado de propiedades comerciales y residenciales, donde el valor de la propiedad decayó

hasta niveles sin precedentes. Nuevos préstamos han sido muy lentos en los últimos años, y solo recientemente hay signos de recuperación.

La proporción de elevados intereses en el período prolongado, fallas y delincuencia ha proporcionado una buena prueba para las acciones respaldadas en hipotecas residenciales.

El debate actual se concentra en la posibilidad de incrementar la proporción de los intereses, desde la presión infraccionaria no parece tan grande y el gastar tiende a subir. Recientemente aumentos de impuestos ha resultado en una continua atención del sector privado y político, y se ha sumado incertidumbre por el largo tiempo que está llevando a los consumidores ganar la confianza perdida.

Aunque el ambiente económico para la titularización es más adecuado que el de años atrás, hay un gran problema que continúa en el mercado inglés. Esta, es la fuerte posición del capital de muchos de los bancos Europeos y su necesidad por acciones. Esto ha provocado que disminuyan los préstamos de los bancos y ha creado competencia significativa para los mercados de capital.

Actividad Actual

Este mercado es el más avanzado en términos de titularización fuera de los Estados Unidos a finales de diciembre de 1995, había 9 billones de libras en acciones. Alrededor de 21 billones de libras de esas acciones han sido utilizadas desde que la primera transacción fue lanzada por el Nacional Home Loans en febrero de 1987. Las proporciones de la amortización han incrementado debido a tempranos requerimientos de acciones seguidos de las adquisiciones de sus originadores. (Como Household Mortgage Corporation y First National Finance Corporation, ambos adquiridos por Abbey National plc.)

Durante el inicio de 1996, hubo un giro significativo en la actividad, particularmente por dos grandes transacciones (Pendeford Mortgage Securities y Bullet Finance) que sumaban más de 1.5 billones de libras de nueva documentación titularizada.

En los años ochenta y principios de noventa, la mayoría de las acciones titularizadas estaban respaldadas por hipotecas residenciales originadas por prestamistas centralizados. Había tres prestamistas particularmente, National Home Loans, The Montagage Corporation y Household Mortgage Corporation hasta 1991. Estas empresas creadoras contabilizaron más del 50 % de nuevas operaciones entre 1987 y 1991.

Con solo muy pocas excepciones, los tópicos se han estructurado como valores flotantes, a pesar que las acciones que sirven de base generan ingresos fijos. Todas las transacciones emitidas en 2004 y 2005, han incluido acciones subordinadas diseñadas para proteger las mayores notas de las pérdidas. Las notas subordinadas están también cubiertas contra pérdidas por la provisión de un fondo de pérdidas, así dichas notas pueden ser valoradas en la categoría "A", por ende los inversores han dedicado su esfuerzo y tiempo para comprender la fuerza de las acciones subordinadas y valorizadas.

Aunque el año de 1995 fue particularmente decepcionante para el mercado de titularización de Gran Bretaña, con solo 7 transacciones completadas, se dio un significativo desarrollo. Esto incluye:

- Primera titularización de tarjetas de crédito admisibles, originada por MBNA Internacional, Chester Asset Receivables Dealings N° 1
- Incremento en el interés en titularización de propiedades comerciales, por United Bank of Kuwait cuyas transacciones fueron completadas como Acres N° 1 el Citibank (Sonar 2).
- Primera transacción respaldada por préstamos personales rotatorios, prospecto 2 (HFC Bank).

- Primera transacción respaldada por cobranzas basándose en rentas generadas por asociaciones de vivienda, Uk Rents N° 1.

Muchas de las transacciones lanzadas durante los primeros 4 meses de 1996 continuo tendiendo a la innovación, incluyendo:

- Bullet Finance B.V. y Train Finance N° 1, ambos sobre titularización de cobranzas de arrendamientos de trenes.
- City Mortgage Receivables (Cobranza de hipotecas urbanas) N° 1, el primer “B & C” (crédito débil) transacciones de hipotecas residenciales.

A pesar de la escasez de nuevos tópicos (issuance), esas transacciones que sobresalieron eran generalmente innovaciones, asentando los cimientos para una futura actividad. Desde la inserción de este mercado en Gran Bretaña, el desarrollo del mismo es bastante avanzado comparado con otros mercados, excepto el norteamericano. El mayor problema es la falta de nueva issuance, algunos factores son los siguientes.

* Colapso en la actividad del mercado de hipotecas residenciales las oportunidades para vender hipotecas del 2 al 5 %, provocaron a muchos prestamistas centralizados a abandonar el mercado.

Actualmente casi no hay financiamiento en los bancos tradicionales y en la sociedad de prestamistas.

- Competencia de los mercados bancarios los bancos han reconstruido sus bases de capital, y están necesitados de acciones. Los márgenes en cuanto a financiamiento alternativo han decaído considerablemente.
- Costos percibidos, retrasos en cuanto a tiempo, y la complejidad de completar las transacciones.

Algunas de las transacciones han sufrido una desvalorización como consecuencia de la desvalorización del realce de los créditos de los proveedores, particularmente valorización en dos compañías, Sun Alliance & London Insuarances PLC y Eagle Star Insurance Co., que juntos proveen seguros en transacciones respaldadas por hipotecas. Este nivel se ha

alcanzado contra una economía adversa en la mayoría del período, y la peor recesión en el mercado de viviendas en Gran Bretaña.

Sistema Legal y Tributario

Generalmente, hay muy pocos obstáculos legales para completar la titularización en Gran Bretaña las estructuras se han proyectado para que encaren los problemas potenciales. La flexibilidad del sistema de “common law” inglés ha beneficiado el desarrollo del mercado de la titularización. Pero, existe un gran riesgo de aquellas estructuras que se apoyan en un sistema legal basado en casos, los cuales se adecuan a decisiones de cortes que en su momento no previeron modernos tipos de financiamiento y muy poca de teoría utilizada para muchas de las estructuras ha sido probada.

La estructura legal inglesa tiene un elemento de incertidumbre por su carencia de casos definidos en algunas áreas, pero el riesgo se ha mitigado con el proceso de valorización. Las opiniones legales para cada transacción, dada por un consejo de los participantes, que explora todos los aspectos de la estructura. Pero sigue siendo incertidumbre, la opinión de un experto es usualmente variada.

Estructura del Préstamo Titularizado

Es una innovación la utilización del préstamo titularizado en algunas estructuras, en vez de la tradicional “venta verdadera” (true sale), en el préstamo titularizado, dicho préstamo es hecho a la acción del originador, cuyo pago es asegurado por el flujo de dinero de las acciones relevantes DCR, asumirá la insolvencia del originador y ganará bienestar cuando tal evento no resultará en la pérdida de la transacción.

En muchos aspectos, una estructura de préstamos titularizados es más fuerte que la de una verdadera venta. La cuestión está en el control del usuario al poder apuntar un receptor administrativo de la acción del originador ante un descuido. Esto se consigue por la concesión del originador de una carga flotante sobre todas sus acciones. El problema de esta estructura es que la mayoría de los originadores no quieren o no pueden conceder esta carga flotante.

La posibilidad del usuario de apuntar por un receptor administrativo que se encargará de las acciones titularizadas del originador, permite el desembolso de recibos de dinero al ser acumulados, sin retrasos.

Impuestos

La Ley tributaria ha traído un número de dificultades a la titularización inglesa. Por ejemplo, predeterminar el estado del impuesto de un usuario, impuesto al valor agregado, preservar títulos de MIRAS, indemnización tributaria de otras compañías. Muchas de estas dificultades han sido dirigidas en transacciones individuales, aunque inevitablemente cuentan con las opiniones del Inland Revenue, que podría cambiar. Como regla general, DCR busca transacciones que tengan impuestos neutrales para el originador.

Estructura Reguladora

Muchos originadores que están regulados, y los reguladores relevantes juegan un rol trascendental en traer las transacciones al mercado. Como la mayoría de las emisiones están enlistadas (Luxemburgo y Londres normalmente), también se enlistan los requisitos para que se encuentren, como requisitos de prospecto.

Los reguladores más importantes de la titularización son el Banco de Inglaterra (en cuanto a los bancos ingleses), Building Societies Commissions (para sociedades de construcción) y el Accounting Standards Board (para todas las

compañías inglesas, incluyendo bancos y sociedades de construcción). Todos estos reguladores han producido comentarios detallados y regulaciones para la titularización. Permiten que la titularización se desarrolle con pocas restricciones, creando un ambiente de regulación óptimo.

El Banco de Inglaterra ha tomado una posición neutral en cuanto a la titularización, ni anima ni desanima este tipo de financiamiento. Pero, ha sido muy efectivo para que los bancos sepan donde están parados. Las guías fueron emitidas en febrero de 1989 (“Loan Transfers and Securitization”), que detallan los requisitos para obtener un trato fuera de balance. Luego se publicó otra en abril de 1992, ambos han dispuesto los principios generales y extendieron la estructura a otras categorías (tarjetas de crédito). En septiembre de 2005, el banco de Inglaterra publicó una guía instructiva en la titularización de créditos giratorios, también anima a aquellos bancos que quieren titularizar acciones de créditos giratorios. La más interesante disposición es la propuesta de remover el 10% de la limitación fijada en el periódico del Banco de Inglaterra en 2002, con la condición que algunas liquidaciones y amortizaciones se encuentren. La nueva estructura permite la titularización a una gran gama de instituciones. La primera transacción que se aventajó con estas disposiciones fue lanzada en noviembre de 2005.

Otros reguladores europeos continúan utilizando las guías del Banco de Inglaterra como base para su acercamiento a la titularización en el mercado doméstico.

El boletín de la comisión de sociedades constructoras (Building Societies Commission – BSC) se publicó en julio de 2004. La BSC se preocupó más por el desarrollo de la securitización, y se tomó más tiempo en publicar notas de consulta sobre titularización. Esta guía reemplazó a otro proyecto de consulta de agosto de 1991. Este periódico no crea problemas para crear sociedades que

quieran escoger este tipo de financiamiento. La primera de estas sociedades fue lanzada en diciembre de 1994, originada por Bristol & West Building Society, llamada CLIPS.

El trato contable que toma Gran Bretaña está detallado en el Financial Reporting Standard 5, publicado por The Accounting Board en abril de 1994. FRS 5 fue preparado en varios años, busca desentrañar la esencia de la transacción y no solo su forma legal. Muchas de las preocupaciones de los practicantes del mercado fueron publicadas en este boletín. Fue introducido el concepto de “presentación de enlace”, en el caso que el originador tenga varios beneficios y riesgos relacionados con las acciones, pero la exposición a una pérdida limitada, el originador presenta las acciones titularizadas junto con las cantidades no expuestas, y el balance de ambas. Las condiciones que apoyan el uso de la presentación de enlace son dadas en este boletín.

Crecimiento Potencial de la Titularización

Gran Bretaña va a seguir siendo el mercado más grande de titularización por mucho más. Las condiciones son favorables para continuar con ese crecimiento a través del tiempo, la economía está creciendo de nuevo luego de una larga recesión, el ambiente legal regulador son positivos, existe tecnología aunque todavía se están terminando de adaptar, hay grandes volúmenes de acciones y los originadores están comprendiendo los beneficios de este tipo de financiamiento. Así mismo, hay una gran demanda de inversiones internacionales por acciones.

Otro desarrollo interesante es la política de algunos bancos de tomar acciones en su propio balance, utilizando la titularización como salida. Dado que una de las razones para la administración en la actividad es la falta acciones disponibles, la titularización tendrá un impacto en varios niveles de la actividad. Dos grandes instituciones han estado activas en ese campo. Por ejemplo, las

transacciones de Bullet Finance and Train Finance que incluyen arrendamiento de trenes de pasajeros, patrocinado por Nombra Internacional.

Pero, para el mercado en general, el crecimiento a corto plazo continúa teniendo desconcierto. Hay competencia de los mercados bancarios, los bancos han recontraído las bases de capital, y están necesitados de acciones. Los márgenes en financiamiento alternativo han decaído considerablemente.

El potencial para cada categoría de acciones es discutido a continuación Préstamos para Hipotecas Residenciales

El tamaño de solo este mercado (casi 400 billones de libras) lo hace extremadamente importante para la titularización en Gran Bretaña. La mayoría de los nuevos préstamos se adecuan a la titularización. El mercado general ha seguido silenciosamente la recesión de 1980 a 1990.

La titularización de préstamos hipotecarios residenciales está muy desarrollada y la documentación legal está estandarizadas. Una gran cantidad de tipos de hipotecas se han incluido en la estructura de la titularización. Esto incluye hipotecas no cumplidas.

Desde 1987, 17 originadores han adoptado por acciones respaldadas por hipotecas (MBS). Sin embargo, las instituciones que empujaban al mercado decayeron luego de 1991, porque cayeron los volúmenes de los préstamos y surgieron problemas de crédito. La confusión del trato del capital de las propiedades de MBS agravó la situación del mercado. Sólo 3 nuevos originadores han reforzado el mercado en los últimos años: Sun Life of Canada, Birmingham Midshires Building Society, City Mortgage Corporation, aparte de esbozadas y no muy trascendentales participaciones de prestamistas no centralizados como Barclays Bank y National Westminster Bank. Se esperan nuevas y largas contribuciones de nuevos jugadores, incluyendo algunas

sociedades de construcción. A su vez, un aumento de participación de los originadores tradicionales. Este sector continuará siendo el más grande del mercado de titularización europeo.

Un desarrollo considerable en el mercado de hipotecas influirá en la naturaleza de MBS, que podría resultar en un número considerable de derivados de MBS.

En cuanto a nuevos prestamistas especializados en el mercado inglés, los más grandes prestamistas abandonaron este sector por su reacción al problema de fines de los años ochenta y principios de los noventa, al limitar el criterio de crédito. Ahora, los prestamistas clase B (baja calidad) y C (crédito débil) quieren financiar sus actividades a través de acciones respaldadas por hipotecas, lo cual debería abrir un nuevo campo para la comunidad de inversión, compensando las pérdidas de los prestamistas.

Un billón de libras en acciones respaldadas por hipotecas fue transado en febrero de 1996, es la transacción más grande en el mercado de titularización de Europa, lo cual abrió un gran campo en otros áreas. Además fue la primera transacción de acciones respaldadas por hipotecas residenciales de una sociedad de construcción (Pendeford Mortgage N° 1 plc, subsidiaria del Birmingham Midshires Building Society). Esta transacción da más liquidez al mercado europeo.

Las transacciones respaldadas con hipotecas del Reino Unido han tenido una buena performance ante la gran recesión en el mercado de viviendas. Algunas debilidades se han identificado como la falta de habilitación de ciertas políticas de seguros. Pero el impacto de la estructura de securitización, ha proporcionado un buen material analítico para futuras transacciones.

Propiedades Comerciales

Mientras hubo un gran incremento en la titularización de hipotecas comerciales y en la titularización de propiedades comerciales, solo una cantidad de transacciones relacionadas con propiedades comerciales públicas ha sido completada:

- BHH International Finance, octubre de 1990.
- 135 Bishopsgate Funding, diciembre de 1991.
- Healthcare Operations Group 1, diciembre de 1993.
- Sonar 1, diciembre de 1994.
- CLIPS, diciembre de 1994.
- Acres N° 1, marzo de 1995.
- Sonar 2, octubre de 1995.

Una pequeña cantidad de transacciones se han completado en el Mercado privado. La falta de actividades en el Reino Unido está dando el tamaño de la base de acciones y del incentivo para los bancos, de los prestamistas tradicionales de este sector, para manejar su exposición. Es posible que por la profunda recesión en muchos mercados de propiedades comerciales europeas, incluyendo del Reino Unido, y los problemas resultantes experimentados por los bancos se resuelvan en la necesidad de un movimiento similar al de Estados Unidos hacia nuevas fuentes de financiamiento y métodos de dirección.

Una razón bastante obvia de la falta de participación en este sector, es la continua disposición de un gran número de bancos internacionales de prestar contra la propiedad comercial. La agresiva disposición de precios de los bancos puede hacer parecer a la titularización como económicamente cara. También existen problemas de estructuración lo cual sería difícil de superar para muchos originadores potenciales.

Desde que los inversores europeos son compradores activos de acciones respaldadas por hipotecas norteamericanas, se puede asumir que habrá un

gran interés en acciones europeas. Se espera que los inversores americanos tengan interés, particularmente del mercado privado. Pero necesitan ver volúmenes suficientes antes de ingresar los recursos necesarios para comprender el mercado. Se cree que va a pasar un buen tiempo antes de un desarrollo considerable de este mercado, y para que las transacciones se hagan públicas.

Préstamos Personales y Tarjetas de Crédito

A los préstamos personales se los puede subdividir en (auto) préstamos, tarjetas de crédito, y préstamos personales no asegurados.

Un número limitado de actividades se ha visto en este sector. Seis originadores han emitido acciones respaldadas en estos préstamos, aunque solo Chartered Trust y HFC Bank, lanzaron su CARS y prospectos de transacciones, reforzando el mercado más de una vez.

Solo una transacción respaldada pro tarjetas de crédito en Gran Bretaña ha sido completada, Cheaster Asset Backed Receivables Dealings N° 1 Ltd. (CARDS) originada por MBNA International Bank, en julio de 1995. En la práctica, la transacción CARDS se replicó en una estructura del US Master Trust.

Excluyendo transacciones de (auto) préstamos, DCR espera que se incremente la actividad en este sector. Un número de factores derivan en esta conclusión:

- Los volúmenes de las acciones son extensos.
- Las acciones poseen características que se adecuen muy bien para la estructura de la titularización.
- Las estructuras existentes pueden ser adoptadas por los nuevos participantes, lo cual reduce los costos que son una barrera.

- La posición reguladora está mucho más clara para lo poseedores de tarjetas de crédito.
- Muchos originadores tienen un programa de titularización activo en los mercados norteamericanos. Se comprende la tecnología.
- Un número de potenciales originadores o no tienen acceso ilimitado al financiamiento bancario o no quieren confiar en los bancos.

Otras Acciones

Arrendamientos, rentas de asociaciones de vivienda y préstamos corporativos han sido titularizados en el Reino Unido.

La titularización respalda por arrendamientos presenta un número de oportunidades, aunque muy pocas transacciones han sido completadas, y los problemas de estructura son consecuencias de cobro de impuestos. Bullet Finance y Train Finance N° 1, que incluyen arrendamientos fueron completados en 1996. Anglo Leasing ha titularizado exitosamente dos portafolios de equipamiento de arrendamientos. La no homogeneidad de muchos portafolios de arrendamiento y la complicada imposición tributaria asociada con arrendamiento, hace de este sector uno muy difícil de desarrollarse en su esporádica actividad.

FRANCIA

La titularización encuentra su origen en el desarrollo del marco legal consagrado en la Ley 88-1201 y Ley 88-1202 de 1988, con las cuales se crearon los fondos comunes contra los cuales se emiten títulos de propiedad y se permite la titularización de activos determinados los mecanismos y estructuras permitidos.

La normatividad para los procesos de titularización en este país, establece la necesidad de calificación de los títulos y contempla el empleo de la emisión

prioritaria/ subordinada, la sobrecolateralización y la garantía de una entidad crediticia como apoyos crediticios para las emisiones.

El mercado francés se ha desarrollado mucho más lentamente que lo esperado desde que se introdujeron leyes acerca de la titularización en diciembre de 1988. Las razones de esto son varias, incluyendo la falta de capital y la presión de financiamiento de muchos de los originadores, la reducción de acciones por la recesión, y las dificultades con las leyes originales. Sin embargo, se ha obtenido un remarcable desarrollo en los últimos años que sugiere el obvio potencial que este mercado que comenzara a mostrarse. El escenario nos lleva a apreciar la actividad en aumento.

La estructura legal y reguladora es muy clara a favor del desarrollo del mercado. Luego de varias enmiendas, se adecua para muchos de los participantes.

- Muchas de las categorías de las acciones tienen características que se adecuen a la titularización.
- Hay una creciente comprensión del nivel tecnológico.
- El movimiento de privatización está ganando su lugar en Francia. La administración de capital y el desembolso de capital se volverá muy importante.

Un número de factores adversos todavía existe los positivos los superan. Esto sugiere que se incrementará la actividad. Las hipotecas residenciales y préstamos de consumidores continuarán como las acciones más importantes.

Antecedentes de la Titularización

Económica la economía francesa se está recuperando gradualmente de la peor recesión que ha experimentado en décadas. Luego de un crecimiento

muy lento en los años 90 y una contracción de 1.5 % en 1993, creció más del 3 % en 1996.

Los intereses reales se mantuvieron muy altos durante la recesión, mientras Francia mantenía su política de proteger al franco. La recuperación es a causa de las exportaciones e inversiones.

El estado de real residencia parece haber llegado a su fuente en 1993 y 1994, con un número de transacciones y precios que se incrementan. Por los contratos, la actividad parece quedar en depresión en la propiedad comercial, por la cantidad de propiedades en el mercado.

Estructura Legal y Tributaria

En diciembre de 1988 fue introducida en Francia una estructura legal para la titularización. Ley N° 88-1201. Esta ley ha sido completada y apoyada con varias enmiendas adicionales.

La ausencia del elemento confianza en la ley francesa, resultó en la creación de un vehículo para facilitar la titularización llamado Fondo Commun de Creances (FCC), no es una entidad legal es una copropiedad que poseen certificados para inversores. Un FCC es iniciado por el Custodio de las acciones y la compañía que las maneja.

La compañía de dirección se restringe a la dirección del FCC los que deben ser aprobados por la Commission des Operations de Bourse (COB) y no más de un tercio de sus cuotas pueden ser retenidas por las entidades que han vendido acciones al FCC que manejan.

La estructura inicial del gobierno ha sido enmendada en el tiempo. Las enmiendas han incluido:

- Flexibilización de restricciones en los tipos de acciones que pueden ser solicitadas por el FCC (Fondo Commun de Creance). En la legislación inicial, un FCC solo podía adquirir deudas con un término de más de 2 años.
- Posibilidad de sustitución de estipulaciones en las transacciones.
- Acciones adecuadas se extendieron para incluir acciones de compañías de seguros aunque las acciones corporativas se excluyen.

A pesar de las detalladas estipulaciones de la titularización, incluyendo las enmiendas, existen zonas grises en la ley francesa, como:

- El caso de bancarrota contra una de las partes de la transacción, no es posible que legalmente se pueda aislar sumas retenidas por la otra parte, por el FCC.
- La Ley de diciembre de 1988, no contenía información específica de la naturaleza de las acciones que podían ser titularizadas. No está claro, por ejemplo, si se pueden titularizar arrendamientos.

Los impuestos sobre los intereses de pagos a inversores en el exterior traen problemas para los inversores potenciales en el mercado francés.

Estructura Reguladora

Luego de un comienzo dudoso, las autoridades reguladoras francesas están demostrando una actitud más positiva hacia el concepto de titularización. Las compañías de gestión están reguladas por la COB. Se publicó un decreto en julio de 1994, incrementando los requisitos para estas compañías, en cuanto a recursos humanos, capacidad del sistema, y capital.

Cada transacción debe recibir la aprobación de la COB antes de una oferta pública. Este sistema de aprobación es bastante frustrante para los participantes porque normalmente retrasa la transacción.

Incremento potencial de la Titularización

Existen razones para pensar que el mercado francés de titularización continuará expandiéndose en forma constante y firme. Hipotecas residenciales y préstamos de los consumidores continúan siendo parte de las acciones con la más importante categoría.

Mientras el total de los préstamos por hipotecas residenciales son extensos por mas de Fr. 2,000 billones (US\$ 370 millones aproximadamente), esto no da una verdadera figura del potencial del desarrollo del mercado respaldado en hipotecas. Hay un número de factores limitantes para el crecimiento del mercado a corto plazo. Mucho del stock, y clases de hipotecas, que incluyen, prêts conventionnés (hipotecas regulares), plans épargne logement (un esquema que incluye una período de ahorros seguido por préstamos de hipotecas), y prêts aides à l'accession à la propriété (prestamos subsidiarios), traen una expansión negativa al mercado. Hasta ciertos préstamos no regulados provocan devoluciones negativas para los prestamistas. La falta de información centralizada y habilidad del sistema para administrar la titularización es otro freno al desarrollo.

Sin embargo, el ambiente está cambiando. Las expansiones están subiendo a la vez que los bancos ven la necesidad de subir el margen de ingresos y mejorar las devoluciones de capita. El capital tiene más peso en el sistema bancario que antes. Estas presiones van a incrementar el momento de la privatización. Se espera una constancia de la actividad.

Hay un gran comercio de las propiedades comerciales en Francia. La motivación para titularizar existe, puesto que muchas instituciones estarían agradecidas de tener la oportunidad de rebajar el balance de exposición de este sector. La reciente recesión ha impactado enormemente en el sector de la propiedad comercial.

Las transacciones respaldadas por préstamos a consumidores no asegurados, incluyendo (auto) préstamos y tarjetas de crédito por cobrar, serán componentes del mercado francés de valores.

En general, los márgenes en estos préstamos, la centralización de las operaciones de los prestamistas, y la fuerte demanda de los inversionistas para documentos a corto plazo impulsará el crecimiento de este sector.

Una parte significativa del mercado está manejada por instituciones especializadas en financiamiento, y subsidiarias financieras. Mientras la economía se recupera de la recesión y la demanda de préstamos sube, la variedad de participantes en titularización debería expandirse. Los cambios regulatorios deberían impulsar la expansión de este sector.

Puede que exista una actividad limitada en cuanto a clases de acciones, como arrendamientos, préstamos corporativos, pero los volúmenes parece que serán pequeños sin un suministro regular.

SUECIA

Suecia tiene una economía relativamente pequeña, con una población de 9 millones de habitantes. Por ende, los volúmenes de acciones titularizables no son grandes. Sin embargo, hay una cantidad de sectores con el potencial y existen buenas bases para asumir un mercado de titularización. Así como hay aspectos positivos, hay los negativos que pueden retrasar este desarrollo. El factor clave, para el futuro desarrollo.

Antecedentes de la Titularización

Economía: Suecia se está recuperando luego de 3 años de un profundo receso. La devaluación del Kroma ha resultado en una baja en los intereses. Las exportaciones están ayudando a la recuperación.

Sin embargo, la recuperación en el sector bancario y en el Mercado de propiedades comerciales se está retrasando más de lo esperado. El auto porcentaje de desempeño está afectando el sistema social del país y estos cambios se darán en el futuro.

El gobierno introdujo un paquete de apoyo (\$9 billones) al sector bancario en diciembre de 1992, siguiendo una crisis de confidencialidad en el mayor banco del país. Los problemas de la calidad de las acciones continúan, particularmente en la propiedad comercial, y pasarán varios años antes de resolverlos.

Estructura Legal y Tributaria

No hay leyes suecas que prohíban la titularización, pero no hay leyes que la fomenten. Un gran número de características del sistema legal sueco precisan de estructuras individuales y un acercamiento analítico para ser adaptado al mercado.

Las transacciones cumplidas a la fecha proporcionan una buena estructura para el análisis de nuevas transacciones. El mercado cree que el sistema legal no crea problemas insolucionables para usuarios potenciales.

La estructura de préstamos titularizados utilizada por Est. Erice Sucedisteis, asentó nuevos precedentes para el mercado de titularización sueco. La estructura fue posible por los mecanismos de la ley de insolvencia sueca, pero un apoyo de liquidez sustancial era necesario para lograr el porcentaje deseado en la campaña.

Estructura Reguladora

No hay guías reguladoras publicadas a la fecha. El Banco de Suecia y la Oficina de Inspección Financiera no han fomentado el desarrollo del mercado, y puede

que hayan desalentado a varios usuarios. Pero esta actitud está cambiando, las razones para este cambio son:

- El desarrollo de la titularización en Europa.
- La presión de las entidades nacionales por acceder a este financiamiento.
- La comprensión de la titularización por parte de los reguladores.
- Cambio de personal en la Oficina de Inspección Financiera.

Los reguladores están revisando que tipo de tratamiento legal y regulado se necesita para facilitar el crecimiento de este mercado. Para que las autoridades están siguiendo al UK Accounting Standards Borad para decidir que criterio se debe aplicar.

ITALIA

Un número de factores está impidiendo el desarrollo de la titularización en Italia.

Que incluyen:

Falta de guías de regulación formal.

Problemas de soberanía y la necesidad de alcanzar un alto grado de inversión.

Altos costos de estructuración por la complejidad del sistema legal y tributario italiano que se refiere a la titularización.

El desarrollo de un conocimiento tecnológico en los participantes del mercado tomará tiempo. Pero también hay razones a largo plazo, que nos ayudan a pensar que el mercado puede avanzar favorablemente. Como las grandes reformas estructurales en el sistema bancario italiano y los reguladores quieren apoyar este tipo de financiamiento. En el corto plazo, se esperan nuevas transacciones.

Antecedentes de la Titularización

Economía: La economía italiana es muy industrializada y variada. Tiene también un muy volátil sistema político. Existe un gran porcentaje de deudas

públicas. Uno de los objetivos más importantes de las autoridades es el de contener gastos y facilitar el déficit fiscal.

La política últimamente ha girado alrededor de los sobornos y la influencia criminal en la vida económica.

La exitosa persecución de figuras muy poderosas ha ocurrido y continuará.

La vista general de la economía es estable y se espera un crecimiento favorable. También, se espera que suba el desempleo.

Estructura Legal y Tributaria

No hay leyes que especifiquen acerca de la titularización en Italia. Las estructuras de titularización que existen fueron diseñadas para ciertos temas legales y tributarios, lo cual proporciona guías para futuras transacciones.

En general, los deudores tienen que ser notificados para obtener una verdadera venta según el Código Civil Italiano. Las estructuras de "Auriga" y "Osiris" utilizaron una vieja ley llamada "publico proclame" para lograr la publicación de tres instrumentos de noticias: una gaceta oficial, la tribuna de la corte local y diario nacional. Un deudor podía argüir que no había sido notificado. La Ley 52 fue introducida en 1991 para modificar partes del Código Civil para simplificar las asignaciones del liquidador y para permitir transferencias sin notificación.

Los contratos de ejecución donde hay un riesgo residual para el originador, son usados en Italia y son el objeto de gran interés para la titularización.

La Ley tributaria italiana proporciona una variedad de impuestos sobre intereses y otros pagos. Las transacciones han utilizado conductos impositivos de otros países.

Estructura Reguladora

No hay guías de regulación de la titularización a la fecha. El banco de Italia está buscando familiarizarse con el proceso de este tipo de financiamiento,

produciendo guías en el futuro. Las transacciones ya completadas han sido tratadas caso por caso por los reguladores.

Para una expansión del mercado de titularización italiano se va requerir una actitud positiva de parte de los reguladores, la implementación de regulaciones y guías de contabilidad. Mientras el interés por este financiamiento crezca, esta situación se resolverá en un término medio.

ALEMANIA

La titularización en Alemania se desarrolló en forma muy lenta. Esto, como consecuencia de largos métodos de financiamiento, sentimientos adversos de los reguladores, necesidades en cuanto a costos y, la larga y muy cercana relación entre bancos.

Es importante destacar, que los mayores bancos alemanes son considerablemente activos en el extranjero, al suministrar liquidez y facilidades de apoyo crediticio a las estructuras titularizadas. El conocimiento tecnológico de los bancos más importantes en esta área, no reflejarán lo reducido de los usuarios nacionales.

Antecedentes de la titularización

Economía: Alemania tiene la economía más extensa, robusta y variada del mundo. Las continuas previsiones por la integración de la ya anterior Alemania del este, causó una reducción en la actividad industrial en 1993 y principios de 1994, lo que ayudo a superar los costos financieros de la reunificación de las Alemanias. Es la posición del país como un fuerte acreedor y la política monetaria gubernamental que ha frenado la presión infraccionaría, lo cual produjo presiones en la moneda en los miembros del Sistema Monetario Europeo.

Estructura Legal y Tributaria

La titularización es viable en el sistema legal alemán. Sin embargo, el sistema no impulsa necesariamente su desarrollo.

Es posible que las futuras legalizaciones incluyan previsiones que compliquen la habilidad de titularizar acciones. El futuro de la titularización depende de una estructura específica de las transacciones. Sin embargo, es posible que la quiebra de los originadores cause una colección de problemas bastantes severos.

Estructura Reguladora

El Bundesaufsichtamt (BAK), (Autoridad Bancaria Supervisora) y el Bundesbank no han favorecido el desarrollo de la titularización. Las principales preocupaciones son las siguientes:

- La complejidad de la documentación, muchas veces combinada con la utilización con estructuras legales no probadas.
- La titularización puede ser vista como una señal de debilidad de una institución.
- La pérdida de control sobre los clientes de las instituciones es otro aspecto relevante.

Ninguno de estos planteamientos debe preocupar al desarrollo de este mercado. Pero, lleva tiempo comprender este crecimiento. Mientras tanto, el progreso es lento, y los reguladores buscan controlar cualquier desarrollo de cerca.

Mientras el Bank (Autoridad Bancaria Supervisora) no tiene poder directo para evitar una venta bancaria de acciones, es posible que el trato de supervisión de las instituciones sea influenciado por la negativa por parte de los reguladores de la titularización.

BELGICA

Algunas instituciones nacionales han intentado que se den cambios en la Ley Civil que les permitirá la utilización de la titularización, y los reguladores han sido bastante receptivos y han colaborado para crear una adecuada estructura para la titularización.

En agosto de 1992, se introdujo una nueva ley para crear un medio legal para establecer un vehículo especial. Otra nueva ley está en proyecto para lograr cambios adicionales en la estructura de la titularización, que incluye la creación de firmas privadas de inversión con una reducida participación de la bancada belga y de las comisiones de financiamiento.

Se está fomentando mayor interés a los originadores en potencia, quizás incluirán préstamos personales e hipotecas residenciables. Se esperan un par de transacciones. El tamaño del mercado será limitado por el relativamente pequeño tamaño de la base accionaria. El manejo de capital motivará a los nuevos originadores.

FINLANDIA

En 1992 y 1993, Finlandia fue el principal centro de comercialización de los más importantes banqueros en Europa, el intenso interés era debido a los problemas que experimentó este país en su sistema bancario y la urgente necesidad de acceder a una fuente de financiamiento. Los bancos nacionales estaban proyectando acceder a acciones respaldadas en hipotecas. Los problemas del sistema eran muy severos, por lo que las autoridades tuvieron que apoyar el sistema. Esta acción quitó mucha de la presión a corto plazo de los bancos, y la inmediata necesidad de titularizar.

La única titularización pública en Finlandia a la fecha, fue la de Fennica N° 1. Por US\$ 350 millones de dólares americanos, lanzada en noviembre de 1995. Esta fue una transacción inusual ya que el originador y el servidor fue el Estado

Filandés. Las acciones incluirán préstamos de vivienda por el Fondo de Vivienda de Filandia. Se esperan más transacciones por esta institución.

REPÚBLICA DE IRLANDA

Dos transacciones fueron completadas en 1995, que abrieron el mercado:

- Ireland Residencial Home Mortgage, US\$ 63 millones de dólares en octubre de 1995. El originador fue Irish Life Homeloans.
- Ulises securitization plc, por US\$ 88 millones de dólares, lanzada en diciembre de 1995. originada por préstamos de las autoridades locales de Irlanda.

La estructura reguladora es muy clara, luego de una publicación en 1992 del Banco Central de Irlanda. Por el pequeño tamaño de la base accionaria, es improbable que se den más de unas cuantas transacciones espera mayor actividad en un término medio.

ANEXO 3

GRAFICOS

GRAFICOS

GRAFICO 1: Muestra la factibilidad de la titularización por el tipo de activo o bien en Bolivia (pg. 125).

GRAFICO 2: Nos muestra los beneficios de la titularización de los activos improductivos o antifuncionales de las entidades financieras como originadores (pg. 130).

GRAFICO 3: Participantes que intervienen en el proceso de titularización en Bolivia (pg.132).

GRAFICO 4: Muestra el proceso de titularización de los activos improductivos en mutuales (pg. 134).

GRAFICO 5: Considera que el Mercado de Valores Boliviano se halle preparado a acoger este tipo de proceso.