

UNIVERSIDAD "LA SALLE"

FACULTAD DE CIENCIAS DE LA INGENIERIA
CARRERA DE INGENIERÍA COMERCIAL



“Comparación entre un Préstamo Bancario y un Proceso de Titularización para la minimización de costos financieros”

Por

MARA B. CARRASCO ARANDIA

Tutor: Lic. Pamela Acosta Clavijo

Tesis de grado presentada para la obtención del Grado de
Licenciatura en Ingeniería Comercial

La Paz - Bolivia

2014

*Dedico este trabajo a mis
padres por darme un gran
ejemplo de vida e inculcarme
valores que me hacen la
persona que soy hoy.*

Agradecimientos:

A Dios por haberme ayudado a culminar esta etapa de mi vida.

A mis padres Ana y Rodrigo por el apoyo incondicional y constante.

A mi esposo Jean Paul por todo el amor y la ayuda en este largo trayecto.

Resumen Ejecutivo

Trasfondo:

En la actualidad la fuente de financiamiento más conocida y aun la más utilizada es el Préstamo bancario. Sin embargo existen otras fuentes de financiamiento menos conocidas a través del Mercado de Valores. Éstas constituyen una estrategia más conveniente para poder acceder a financiamiento con menores costos financieros. En el presente trabajo se propone analizar alternativas de financiamiento, a través de la banca tradicional y mediante un proceso de titularización a través del Mercado de Valores.

Métodos:

Se analizó una muestra de 40 procesos de titularización de 2009 a 2013 (datos proporcionados por la Bolsa Boliviana de Valores), se tomaron como control las tasas activas del sistema financiero para el mismo periodo (datos proporcionados por el Banco Central de Bolivia). La estratificación de datos se realizó según plazo, monto y año de emisión y se usaron pruebas estándar de univarianza y magnitud de efecto para la comparación de tasas activas y costos financieros (se usaron formulas modificadas para considerar, en la comparación, los costos adicionales del proceso de emisión de Valores de Titularización).

Resultados:

Para plazos de 1; 2; 3 y mayor a 3 años, las tasas son menores para valores de titularización comparados con préstamos bancarios de igual valor (3.14%; 7.01 %), (4.05%; 14.59%), (4.64%; 16.81 %) y (5.5; 11.58%) respectivamente. La diferencia es estadísticamente significativa para los cuatro grupos ($p < 0.0001$ en cada grupo). Considerando Costos Adicionales del proceso de titularización y emisión (Estructuración; Comisión por Colocación; Costo de Calificadora de Riesgo; Representante Común; Gastos Notariales y Agente Pagador), los costos de financiamiento mediante un proceso de titularización son menores a los costos del sistema financiero para los plazos de 1; 2; 3 y mayor a 3 años (\$15.779.779 y \$16.050.990 para un valor nominal de \$15.000.000), (\$19.901.716 y \$23.250.789 para un valor nominal de \$18.000.000), (\$25.644.788 y \$33.094.096 para un valor nominal de \$22.000.000) y (\$137.092.196 y \$ 174.431.217 para un valor nominal de \$101.000.000), respectivamente. La diferencia es estadísticamente significativa ($p < 0.0001$ en cada grupo). La diferencia en costos es además de magnitud significativa en cada grupo, con reducciones del costo absoluto de 271.164 (IC95% 95.664 -446.364) para un año de plazo, 3.349.038 (IC95% 2.529.242 - 4.168.902) para dos años de plazo, 7.449.308 (IC95% 6.507.877 -8.390.739) para un plazo de tres años y 37.338.982 (IC95% 32.400.317 -42.277.704) para plazos mayores a tres años.

Conclusión:

La banca tradicional es la alternativa más conocida y la más utilizada, pero tiene condiciones no siempre favorables para las empresas y que no siempre se adecuan al contexto de la economía. La Titularización es una alternativa menos conocida y utilizada en el país, que ofrece ventajas y beneficios a empresas e inversionistas poco estudiadas en la literatura nacional. En este trabajo demuestro que la diferencia de tasas y costos es estadísticamente significativa y de una magnitud tal que puede ser un determinante para tomar una decisión respecto al financiamiento.

Índice General:

Agradecimientos:	ii
Resumen Ejecutivo	iii
CAPÍTULO I	I
ASPECTOS GENERALES	I
Introducción	I
Estado del arte	2
I.1 Antecedentes	4
I.2 Planteamiento del Problema	4
I.2.1. Identificación del problema	4
I.2.2. Formulación del Problema	7
I.2.3 Problema Principal	7
I.2.4 Sub-problemas	8
I.2.4.1 Internos	8
I.2.4.2 Externos	8
I.3. Objetivos	9
I.3.1. Objetivo general.	9
I.3.2. Objetivos Específicos	9
I.4 Justificación	9
I.4.1. Justificación Teórica	9
I.4.1.1 Justificación Social.	9
1.4.1.2 Justificación Económica	10
1.4.1.3 Justificación Metodológica	10
1.5. Alcance.....	11
1.5.1 Alcance Temporal.....	11
1.5.2 Alcance Institucional	11
1.5.3 Alcance Geográfico	11
1.6 Aportes	12
1.6.1 Aporte Social.....	12
1.6.2 Aporte científico	12

1.6.3 Aporte Cultural	12
1.7. Hipótesis.....	13
1.7.1. Identificación de variables.....	13
1.7.1.1 Variables Dependientes:	13
1.7.1.2 Variables Independientes:	13
CAPÍTULO II	15
Marco Teórico	15
2.1. Financiamiento.....	15
2.1.1 Plazos del Financiamiento	16
2.2 Mercado de Valores, Titularización	16
2.2.1 Alcances en una economía.....	19
2.2.3 Modalidades	19
i. Pass through (traspaso o traslado).....	19
ii. Pay through (pago).....	20
2.2.4 Sociedades de Titularización.....	20
2.2.5 Patrimonio autónomo.....	21
2.2.5.1 Constitución del Patrimonio Autónomo.....	21
2.2.5.2 Características del Patrimonio Autónomo	22
2.2.6 Quienes intervienen en el Proceso de Titularización.....	22
2.2.7 Bienes o Activos Sujetos a Titularización	25
2.2.8 Tipos de Valores de Titularización.....	28
2.2.9 Mecanismos de Cobertura	28
2.2.9.1 Mecanismos internos:.....	29
2.2.9.2 Mecanismos externos.....	31
2.2.9.3 Mecanismos de seguridad adicionales	31
2.2.10 Ventajas de la Titularización.....	32
2.2.11 Desventajas de la Titularización	34
2.3 Sistema Bancario o Tradicional	36
2.3.1 Préstamo Bancario.....	39
2.3.2 Clasificaciones de préstamos.....	40
2.3.3 Ventajas del préstamo	42
2.3.4 Desventajas del préstamo.....	43

2.3.5 Requisitos para obtener un Préstamo o Crédito Bancario.....	43
Marco Conceptual	45
Marco Legal.....	49
CAPITULO III	51
MARCO PRÁCTICO	51
3.1 Tipo de Investigación.....	51
3.2 Enfoque de la investigación	52
3.3 Diseño de la investigación.....	54
3.4 Método de investigación.....	55
3.5 Técnica de recolección de información.....	56
3.6 Esquema del Marco Práctico	57
CAPITULO IV	58
4.1 Análisis del Sector Bancario	58
4.1.1 Requisitos para obtener un Préstamo Bancario	58
4.1.2 Tasa Activas Históricas	59
4.1.2.1 Tasa Activa Promedio según el plazo del préstamo	60
4.1.2.2 Cálculo del Costo Financiero para Préstamo Bancario	63
4.2 Análisis del Mercado de valores, Proceso de Titularización.....	67
4.2.1 Requisito para acceder a un proceso de titularización	68
4.2.2 Tasas históricas de emisión.....	68
4.2.3 Cálculo del Costo Financiero para Titularización	77
4.3 Comparación Estadística, prueba de Hipótesis	85
4.3.1 Medidas de Magnitud de efecto	87
4.3.1.1 Reducción del costo absoluto	88
4.3.1.2 Costo relativo	88
4.3.1.3 Reducción del costo relativo.....	88
CAPÍTULO V	94
CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	94
5. Bibliografía.....	96
ANEXOS	99
ANEXO I	99
ANEXO 2	100

ANEXO 3 101

ANEXO 4 103

ANEXO 5 114

Anexo 6..... 129

Anexo 7..... 131

Índice de Tablas:

Tabla 1. Volumen de operaciones en ruedo de bolsa por instrumento	6
Tabla 2. Tasas Activas Históricas Promedio del Sistema Financiero	59
Tabla 3. Tasa Activa Promedio según el plazo del préstamo	61
Tabla 4. Pruebas estadísticas Préstamo Bancario	62
Tabla 5. Tasas y Costos del Préstamo Bancario a un año.....	63
Tabla 6. Tasas y Costos del Préstamo Bancario a dos años	64
Tabla 7. Tasas y Costos del Préstamo Bancario a tres años.....	65
Tabla 8. Tasas y Costos del Préstamo Bancario un plazo mayor a tres años.....	66
Tabla 9. Tasas Históricas de Procesos de Titularización a un año.....	68
Tabla 10. Tasas Históricas de Procesos de Titularización a dos años.....	69
Tabla 11. Tasas Históricas de Procesos de Titularización a tres años.....	69
Tabla 12. Tasas Históricas de Procesos de Titularización a un plazo mayor a tres años	69
Tabla 13. Tasa Activa Promedio de Procesos de Titularización según el plazo	72
Tabla 14. Pruebas estadísticas Procesos de Titularización	73
Tabla 15. Reducción de Tasas en Mercado Primario	77
Tabla 16. Tasas y Costos Proceso de Titularización a un año.....	78
Tabla 17. Otros costos de titularización a un año	79
Tabla 18. Tasas y Costos Proceso de Titularización a dos años	80
Tabla 19. Otros costos de titularización a dos años.....	81
Tabla 20. Tasas y Costos Proceso de Titularización a un plazo mayor a tres años	82
Tabla 21. Otros costos de titularización a un año.....	83
Tabla 22. Tasas y Costos Proceso de Titularización a un plazo mayor a tres años	84
Tabla 23. Otros costos de titularización a un año	85
Tabla 24. Comparación estadística de Opciones.....	87
Tabla 25. Medidas de Magnitud del efecto a un año.....	88
Tabla 26. Medidas de Magnitud del efecto a dos años	89
Tabla 27. Medidas de Magnitud del efecto a tres años.....	91
Tabla 28. Medidas de Magnitud del efecto a un plazo mayor a tres años	92

Índice de Ilustraciones:

Ilustración 1. Financiamiento Según Fuente	5
Ilustración 2. Volumen de operaciones en ruedo de bolsa por instrumento	6
Ilustración 3. Proceso de Titularización	35
Ilustración 4. Proceso de Titularización	36
Ilustración 5. Participación de cartera por tipo de Crédito.....	37
Ilustración 6. Sistema Bancario	38
Ilustración 7. Comportamiento de las Tasas Activas del Sistema Financiero	60
Ilustración 8. Reducción de Tasas en Mercado Primario año 2010	74
Ilustración 9. Reducción de Tasas en Mercado Primario año 2011	75
Ilustración 10. Reducción de Tasas en Mercado Primario año 2012	75
Ilustración 11. Reducción de Tasas en Mercado Primario año 2013	76
Ilustración 12. Reducción del costo relativo	93

CAPÍTULO I

ASPECTOS GENERALES

Introducción

La población a nivel mundial se encuentra en constante crecimiento. Según el Banco Mundial la tasa de crecimiento demográfico es del 1,6% y por lo tanto la demanda de bienes y servicios creció a la misma tasa o hasta en una proporción mayor. Al incrementarse la demanda surge la necesidad de incrementar el nivel de producción para satisfacerla y es por eso que las empresas requieren nuevas fuentes de liquidez.

El presente trabajo pretende analizar dos alternativas de financiamiento, el “financiamiento tradicional o préstamo bancario” y un “proceso de titularización” dentro del mercado de valores para poder demostrar, mediante una comparación, cuál de estas dos alternativas representan un menor costo financiero y es más accesible para una empresa que necesita incrementar la producción o simplemente hacer un recambio de pasivos, lo que quiere decir pagar las deudas a corto plazo para poder endeudarnos a un plazo mayor.

El financiamiento no es más que la obtención de los recursos financieros necesarios para el cumplimiento de objetivos.

El sistema bancario se encarga de realizar intermediación indirecta, lo que quiere decir que se encarga de captar los recursos del público y canalizarlos a la inversión.

El mercado de valores se encarga de realizar intermediación directa que es juntar a oferentes y demandantes de dinero dentro del mercado de valores.

El préstamo bancario, es una operación financiera en la que una parte (llamada prestamista) entrega una cierta cantidad de dinero a otra parte (denominada prestatario) el cual se compromete a devolver el capital prestado, en los plazos y condiciones pactadas de antemano.

La titularización es un mecanismo de financiamiento que consiste en transformar bienes o activos en títulos negociables en el mercado de valores, lo que quiere decir que se encarga de volver líquidos los activos presentes o futuros que generen flujos en un plazo determinado.

Estado del arte

Titularización de activos como nuevo producto financiero

Es una tesis de grado escrita y publicada por Welington Reyes, graduado de la carrera de Ingeniería de Sistemas y Computo de la Pontificia Universidad Católica Madre y Maestra (PUCMM) de República Dominicana. Cuenta con una Maestría en administración, mención Finanzas, en la Universidad Tecnológica de Santiago (UTESA). En la que nos habla de cómo lograr una fuente de financiamiento para

las empresas con un nivel de riesgos inferior y con mejores condiciones de competitividad, siendo la respuesta un proceso de titularización.

TITULARIZACION DE ACTIVOS INMOBILIARIOS

Es una monografía escrita por Liliana Rivera Gómez y Rosalba Méndez Parra el año 2005 en Bogotá, Colombia para su especialización en Gerencia Financiera que nos habla de la titularización de activos inmobiliarios como una alternativa de financiamiento a largo plazo específicamente para las empresas de la ciudad de Bogotá.

Titularización de Activos

Es una monografía escrita por Alexis Valdivia Valdivia como Trabajo Final de Gestión Bancaria el año 2007 en Nicaragua para el Postgrado en Gestión Financiera y Bancaria que nos habla sobre procesos de titularización en general, como algunas definiciones, objetivos, quienes intervienen en un proceso de titularización, entre otras cosas, todas relacionadas a procesos de titularización y sobre la titularización y reglamentación en Nicaragua.

1.1 Antecedentes

El constante crecimiento de la población lleva a las empresas a buscar nuevas fuentes de liquidez para poder satisfacer la creciente demanda de bienes y servicios relacionados con dicho crecimiento.

En la actualidad existen dos formas de obtener liquidez, una de ellas es el préstamo bancario o financiamiento tradicional y la otra es la emisión de valores para negociarlos en el mercado de valores, para este trabajo analizaremos el préstamo bancario y un proceso de titularización.

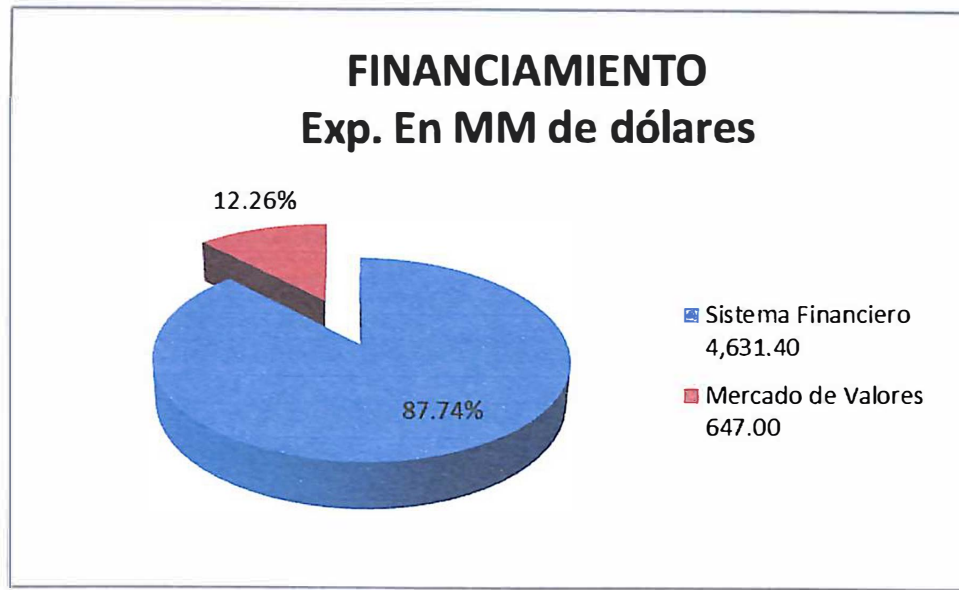
La titularización tiene origen en los Estados Unidos en la década de 1970 con la emisión de instrumentos, conocido en el derecho anglosajón bajo la denominación "securitization".

1.2 Planteamiento del Problema

1.2.1. Identificación del problema

Durante mucho tiempo en nuestro país la única forma de obtener fuentes de liquidez fue mediante el sistema bancario y es aún la más utilizada, pero en la actualidad existen diferentes formas de acceder a financiamiento dentro de nuestro medio, a través del sistema bancario o mediante el mercado de valores.

Ilustración 1. Financiamiento Según Fuente



Fuente: ASFI – BBV
Elaboración: Propia

El sistema financiero abarca el 87.74% del total de financiamientos en el mercado, dejando solo el 12.26% en el mercado de valores.

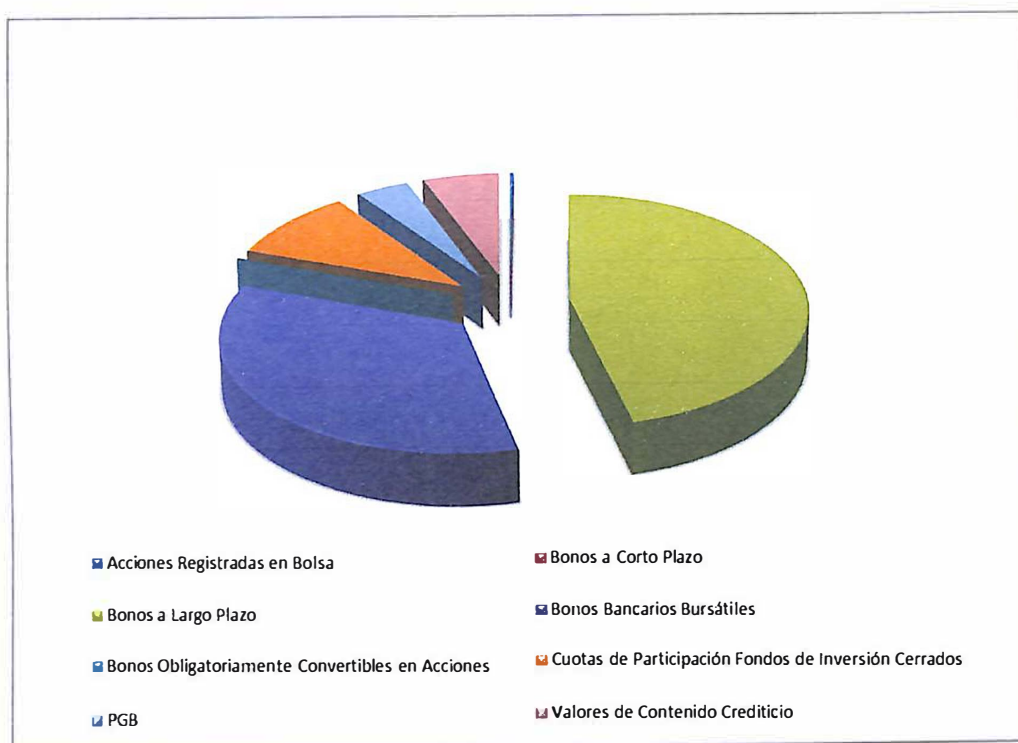
A través del sistema bancario nos referimos al financiamiento tradicional, el cual se caracteriza por tener altos costos financieros.

De igual manera, aunque es muy poco conocido, existe el financiamiento dentro del mercado de valores donde las empresas tienen diferentes formas de financiarse mediante la emisión de: acciones, bonos a corto y largo plazo, bonos bancarios bursátiles, bonos obligatoriamente convertibles en acciones, cuotas de participación de fondos cerrados, pagarés bursátiles y de mesa de negociación y finalmente existe una alternativa aún menos conocida que son los valores de titularización.

Tabla 1. Volumen de operaciones en ruedo de bolsa por instrumento

VOLÚMEN DE OPERACIONES EN RUEDO DE BOLSA POR INSTRUMENTO	
Acciones Registradas en Bolsa	0.031%
Bonos a Corto Plazo	0.000%
Bonos a Largo Plazo	5.177%
Bonos Bancarios Bursátiles	3.817%
Bonos Obligatoriamente Convertibles en Acciones	0.000%
Cuotas de Participación Fondos de Inversión Cerrados	1.095%
PGB	0.433%
Valores de Contenido Crediticio	0.638%
Otros valores	88.809%

Ilustración 2. Volumen de operaciones en ruedo de bolsa por instrumento



Fuente: ASFI – BBV
Elaboración: Propia

Para muchas empresas no es viable acceder a un financiamiento bancario o tradicional debido a los altos costos financieros que esto representa. Como consecuencia no pueden alcanzar un tamaño óptimo para poder satisfacer la demanda.

Debido a estos antecedentes es necesario preguntarse ¿Cómo las empresas podrían formular una mejor estrategia en la cual acceder a financiamiento, no represente altos costos financieros? y ¿Es una emisión de valores de titularización una estrategia apropiada para la reducción de los costos financieros comparada con un financiamiento tradicional?

1.2.2. Formulación del Problema

¿Cómo un proceso de titularización se constituye en una estrategia más conveniente para minimizar los costos financieros respecto a un préstamo bancario?

1.2.3 Problema Principal

Las alternativas de financiamiento tradicionales implican altos costos financieros.

1.2.4 Sub-problemas

1.2.4.1 Internos

- Poco conocimiento y errores en la formulación de la política de endeudamiento.
- Las empresas no definen con claridad la política de endeudamiento.
- Las empresas no saben cómo medir las consecuencias de la fijación de la estrategia de financiamiento.

1.2.4.2 Externos

- Tamaño de la deuda. Una entidad financiera puede conceder créditos a un prestatario o grupo prestatario hasta el cinco por ciento (5%) de su patrimonio neto, salvo que los créditos estén debidamente garantizados según reglamentación. Estos créditos no podrán exceder el 20% del patrimonio de la entidad financiera bancaria.
- Garantías del sistema bancario
- La empresa debe adecuarse a los requisitos de la entidad financiera sin importar el rubro ni el tamaño de la misma.
- Dependencia de las condiciones de financiamiento de una sola entidad.

1.3. Objetivos

1.3.1. Objetivo general

Demostrar, mediante una comparación estadística, que un proceso de titularización representa un menor costo financiero en relación a un financiamiento tradicional.

1.3.2. Objetivos Específicos

- Conocer el financiamiento a través de la banca tradicional.
- Conocer el financiamiento mediante el mercado de valores utilizando un proceso de titularización.
- Identificar las ventajas y desventajas que puede obtener la empresa al financiarse mediante un proceso de titularización.
- Identificar las ventajas y desventajas que puede obtener la empresa al financiarse mediante un préstamo bancario.
- Analizar los costos obtenidos mediante un préstamo bancario.
- Analizar los costos obtenidos mediante un proceso de titularización.
- Realizar una comparación entre ambos tipos de financiamiento.

1.4 Justificación

1.4.1. Justificación Teórica

1.4.1.1 Justificación Social

Al obtener financiamiento las empresas podrán incrementar la producción, de este modo podrá satisfacerse la demanda que está en constante crecimiento. Además de satisfacer la demanda, se crearían fuentes de empleo y opciones de ahorro e inversión.

1.4.1.2 Justificación Económica

Cuando las empresas obtienen financiamiento se incrementa la inversión en el mercado, lo que lleva un incremento en el empleo. Al incrementarse las fuentes de empleo se incrementa el ingreso de las personas y por lo tanto aumenta el consumo y el ahorro, incrementándose de la misma manera la demanda de bienes y servicios lo que requiere un incremento de la producción y para ello las empresas necesitan obtener financiamiento y así sucesivamente.

1.4.1.3 Justificación Metodológica

Los métodos a utilizar para la demostración de la hipótesis serán el Método Analítico, el cual nos permitirá conocer más del objeto de estudio, con lo cual se puede: explicar, hacer analogías, comprender mejor su comportamiento y establecer nuevas teorías. Este método consiste en la desmembración de un todo, descomponiéndolo en sus partes o elementos para observar las causas, la naturaleza y los efectos. Analizar ambas opciones de financiamiento para poder compararlas, buscando ventajas y desventajas

Método inductivo, sacando tasas promedio de muestras de ambas opciones para luego poder hacer el cálculo de costos financieros de un préstamo bancario y una titularización y comprobar o rechazar la hipótesis planteada.

1.5. Alcance

1.5.1 Alcance Temporal

Se utilizará información histórica tanto de las tasas de préstamos bancarios como de procesos de titularización para poder realizar el cálculo de los costos financieros en los que incurrirá la empresa en caso de que opte por alguna de estas opciones. Se consideraran datos del año 2009 al año 2013.

1.5.2 Alcance Institucional

La elaboración de este estudio contará con la colaboración de Sociedades de Titularización y Bancos.

1.5.3 Alcance Geográfico

El estudio se realizara a nivel nacional, tomando en cuenta diferentes procesos de titularización en diferentes ciudades al igual que préstamos bancarios.

1.6 Aportes

1.6.1 Aporte Social

El aporte para la sociedad se ve en las empresas interesadas en obtener financiamiento, en las sociedades de titularización ya que podrán hacer crecer este modo de financiamiento, en los inversionistas ya que sería una nueva forma de inversión, canalizando los ahorros hacia la inversión y no únicamente al ahorro obteniendo así una mayor rendimiento y diversificación.

1.6.2 Aporte científico

El aporte científico es que se utilizarán herramienta estadísticas para comprobar la hipótesis tomando en cuenta información histórica de préstamos bancarios y procesos de titularización. Al ser un tema poco estudiado el aporte científico que nos deja es que mediante la comparación estadística podemos comprobar que financiarse mediante el mercado de valores, específicamente mediante un proceso de titularización, representa menores costos financieros en relación a un préstamo bancario.

1.6.3 Aporte Cultural

Hoy en día las personas no están bien informadas acerca de las opciones que existen para obtener financiamiento ni las alternativas de ahorro que existen en el mercado, es por ello que el aporte cultural de este trabajo es informar a las

personas sobre una nueva opción tanto de financiamiento como de ahorro o inversión

1.7. Hipótesis

La estructuración de un proceso de titularización representa un menor costo financiero en comparación a un financiamiento tradicional.

1.7.1. Identificación de variables

Las variables a analizar para poder comprobar la hipótesis son:

1.7.1.1 Variables Dependientes:

- El costo de financiamiento bancario (x)
- El costo financiero del proceso de titularización. (y)

1.7.1.2 Variables Independientes:

- Tasas activas históricas de préstamos bancarios (T)
- Tasas nominales históricas de procesos de titularización (t)

Entonces:

$$X = F(T) \qquad Y = F(t)$$

Para poder comprobar la hipótesis se pretende analizar una población, de la que se tome en cuenta préstamos bancarios y proceso de titularización realizados anteriormente. De éstos datos se obtendrá una tasa promedio de los costos de

ambos procesos para poder demostrar que uno de ellos representa un ahorro en cuanto a los costos financieros.

Se planteará una hipótesis nula y una alternativa tomando un margen de error de 5%.

$$H_0 \rightarrow X = Y$$

$$H_1 \rightarrow X > Y$$

La Hipótesis Nula, denotada como H_0 siempre especifica un solo valor del parámetro de la población si la hipótesis es simple o un conjunto de valores si es compuesta (es lo que queremos desacreditar)

La Hipótesis Alternativa, denotada como H_1 es la que responde nuestra pregunta, la que se establece en base a la evidencia que tenemos.

Si rechazamos la Hipótesis Nula, concluimos que "hay suficiente evidencia estadística para inferir que la hipótesis nula es falsa"

Si no rechazamos la Hipótesis Nula, concluimos que "no hay suficiente evidencia estadística para inferir que la hipótesis nula es falsa"

CAPÍTULO II

Marco Teórico

2.1. Financiamiento

El financiamiento no es más que la obtención de los recursos monetarios financieros necesarios para llevar a cabo una actividad económica, con la característica esencial que generalmente se trata de sumas tomadas a préstamo que complementan los recursos propios. Puede ser contratado dentro y fuera del país a través de créditos, empréstitos ¹, de obligaciones derivadas de la suscripción o emisión de títulos de crédito o cualquier otro documento pagadero a plazo. Una buena administración financiera es un elemento vital para la planificación óptima de los recursos económicos en una empresa, y para poder hacer frente a todos los compromisos económicos presentes y futuros, ciertos e inciertos que le permitan a la empresa reducir sus riesgos e incrementar su rentabilidad.

Una de las principales formas de obtener financiamiento es el crédito o préstamo, que no es más que el dinero que se recibe para hacer frente a una necesidad financiera y el que la entidad se compromete a pagar en un plazo de tiempo, a un

¹
Empréstito: Préstamo que toma el estado o una corporación o una empresa, especialmente cuando está representado por títulos negociables o al portador.

precio determinado (interés), con o sin pagos parciales, y ofreciendo garantías de satisfacción de la entidad financiera que le aseguren el cobro del mismo.

2.1.1 Plazos del Financiamiento

La clasificación del financiamiento en función del tiempo se divide en dos:

- Largo plazo: son aquellas obligaciones que se espera venzan en un período de tiempo superior a un año.
- Corto plazo: son aquellas obligaciones que se espera que venzan en menos de un año, el cual es vital para sostener la mayor parte de los activos circulantes de la empresa, tales como: caja, cuentas por cobrar, inventarios, valores negociables.

2.2 Mercado de Valores, Titularización

El **mercado de valores** es el área del mercado financiero donde se tranzan documentos negociables, de deuda o patrimonio denominados Valores. Uno de los objetivos perseguidos por los mercados de valores, es el de procurar una desintermediación entre tomadores y oferentes de fondos. En los mercados de valores el costo de intermediación suele ser inferior al costo de los mercados tradicionales. Otro de sus objetivos es el de procurar el incremento en los plazos de las transacciones. Pero la finalidad más significativa es la de crear un mercado alternativo a los mercados financieros tradicionales, esto no quiere decir que pretende sustituirlos sino lo que quiere es complementarlos pero de una manera más eficiente para la economía.

Los títulos valores se clasifican según su cualidad o naturaleza, de contenido crediticio, representativos de mercadería, según su garantía, según su negociabilidad y según la forma de remuneración.

Existen varios títulos valores que pueden ser negociados en la bolsa de valores:

- Acción, valores de renta variable y representan una alícuota parte del capital.
- Certificado de Depósito del BCB (CD's o CEDES), emitidos a descuento y rescatados por el BCB a su vencimiento.
- Letras del Tesoro General de la nación, emitidos por el TGN a descuento y rescatadas por el TGN a vencimiento.
- Bonos de Tesoro General de la Nación, emitidos por el TGN para financiar sus obligaciones y las del sector público.
- Bonos o Debentures, "Valores obligacionales representativos de un crédito" emitidos por sociedades anónimas o bancos (bonos bancarios).
- Bonos convertibles en acciones, pueden ser convertidos en acciones de la entidad emisora de manera obligatoria u opcional.
- Créditos de devolución de Impuestos (CEDEIM²), Emitidos por el Servicio de Impuestos Internos, para devolver a exportadores cargas fiscales y así promover la actividad de exportación.

² CEDEIMS, certificado de devolución de impuestos emitidos por el servicio de Impuestos Internos y son creados para devolver a exportadores cargas fiscales. Es una forma de incentivar la exportación. Lic. Arnold Saldías Pozo, Mercado de Valores y Bolsa de Valores, La Paz-Bolivia, año 2010.

- Valores de titularización, emitidos por un patrimonio autónomo administrado por una Sociedad de Titularización.

En Bolivia los títulos que más se negocian en bolsa son los siguientes:

Renta fija:

- Bonos
- Depósitos a Plazo Fijo
- Letras del Tesoro General de la Nación
- Certificados de Depósito del Banco Central de Bolivia
- Certificados de Devolución Impositiva (CEDEIM), no son negociables en bolsa pero si en el mercado extra bursátil.
- Pagarés
- Cupones
- Valores emitidos como efecto de un proceso de titularización

Renta variable:

- Acciones
- Cuotas de Participación de Fondos de Inversión Cerrados

Algunos valores pueden negociarse en el mercado primario y en el mercado secundario, otros solo en el secundario. El mercado primario es el lugar donde se negocian los títulos por primera vez luego de su emisión. El mercado secundario es el lugar donde se negocian los títulos luego de ser negociados por primera vez.

ii. Pay through (pago)

Dentro de esta modalidad se produce una transferencia real de los activos de la originadora a favor de la entidad emisora, la cual emitirá los nuevos títulos contra su propio patrimonio. En este caso el vehículo son las Sociedades de Propósito Especial (SPE).

2.2.4 Sociedades de Titularización

Las Sociedades de Titularización deben constituirse como sociedades anónimas con objeto social exclusivo, incluyendo en su denominación la expresión "Sociedad de Titularización"; asimismo deberán obtener la autorización de funcionamiento de la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero, deben también estar inscritas en el Registro del Mercado de Valores, para lo cual deberán cumplir con los requisitos específicos establecidos en la Ley del Mercado de Valores y sus reglamentos (anexo 3); deben tender al manejo seguro y eficiente de los bienes y recursos que ingresen al Patrimonio Autónomo en los términos y condiciones previstos en el Contrato de Cesión Irrevocable o en el Acto Unilateral Irrevocable de Cesión de Bienes o Activos. Podrán tener a su cargo la administración de uno o más patrimonios autónomos para Titularización, éstas emiten valores a ser colocados en el Mercado de Valores a cuenta y cargo de los Patrimonios Autónomos que administran, los mismos que están destinados a pagar y garantizar los valores emitidos. Estos valores, con excepción de los valores de participación, están sujetos a calificación de riesgo, los valores de

participación no necesitan la calificación de riesgo pero pueden tenerla. En Bolivia existen dos Sociedades de Titularización, Bisa S.A. Sociedad de Titularización y BDP Sociedad de Titularización.

2.2.5 Patrimonio autónomo

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

Para que la titularización exista, es necesario que los bienes y activos destinados a constituir el patrimonio autónomo, sean separados de manera efectiva del patrimonio de la empresa originadora. Para ello debe haber una cesión de esos activos, que comprenden la transferencia absoluta en términos administrativos y contables, del dominio sobre dichos bienes o activos.

Los patrimonios autónomos pueden ser constituidos por personas naturales, personas colectivas o empresas o sociedades de titularización.

2.2.5.1 Constitución del Patrimonio Autónomo

El patrimonio autónomo se constituye mediante:

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

- “Declaración Unilateral de Cesión”, efectuada por la Sociedad de Titularización, cuando los bienes o activos que constituirán el Patrimonio Autónomo, hayan sido adquiridos por ésta para ser titularizados.

2.2.5.2 Características del Patrimonio Autónomo

- El Patrimonio Autónomo no forma parte de los bienes del originador ni de la Sociedad de Titularización, es constituido para procesos de Titularización, debe estar separado del patrimonio del originador y del de la Sociedad de Titularización.
- La Sociedad de Titularización está obligada a contabilizar por separado cada Patrimonio Autónomo que administre.
- El Patrimonio Autónomo respalda y responde únicamente por las obligaciones derivadas de la emisión de valores efectuada dentro del proceso de Titularización.
- El Patrimonio Autónomo no responde por las obligaciones del originador, ni de la Sociedad de Titularización.

2.2.6 Quienes intervienen en el Proceso de Titularización

En proceso de titularización intervienen las siguientes personas y entidades:

1. **Originador.-** Es la persona individual o colectiva en interés de la cual se conforma un Patrimonio Autónomo y que se obliga a ceder a la Sociedad de Titularización los activos que integrarán dicho patrimonio. Cuando el Patrimonio Autónomo para Titularización se constituye mediante Contrato

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

2. **La Sociedad de Titularización.-** Es la receptora de los activos a ser titularizados que sirve de vehículo para la emisión. Es decir que el Patrimonio Autónomo emitirá valores a través de la Sociedad de Titularización.
3. **Administradora de Bienes o Activos.-** Es la persona encargada de conservar, custodiar y administrar los bienes o activos que conforman el Patrimonio Autónomo para Titularización. Las actividades de la administradora podrán ser ejercidas por la Sociedad de Titularización, pudiendo delegarlas al originador. Esta delegación no exime de responsabilidad a la Sociedad de Titularización en la realización diligente de los actos necesarios para la consecución de la finalidad del proceso de Titularización.
4. **Estructurador.-** Es la entidad encargada de agrupar los bienes o activos con características comunes, para constituir los patrimonios autónomos a titularizarse. La actividad de estructuración podrá ser realizada por la Sociedad de Titularización, por el originador o por otra entidad especializada contratada para tal efecto. Su participación no es indispensable en el proceso.

5. **Colocador.-** Es la entidad encargada de colocar en el mercado primario los valores resultantes de un proceso de Titularización. Pueden ser colocadores de estos valores tanto las Sociedades de Titularización como las Agencias de Bolsa.
6. **Representante Común de Tenedores de Valores.-**Es quien representa y defiende los intereses de los tenedores de valores emitidos dentro de un proceso de Titularización. Cualquier persona individual o colectiva podrá ser el representante de los tenedores de valores. El representante será designado por el originador o por la Sociedad de Titularización, si es la que transfiere los bienes o activos. La Asamblea General de Tenedores de Valores tiene la facultad de cambiar al representante y designar a su reemplazante.
7. **Entidad Calificadora de Riesgo.-**Es la entidad que otorga la calificación de riesgo a los valores emitidos a través de procesos de Titularización, de conformidad a lo establecido en el Reglamento de Entidades Calificadoras de Riesgo.

Una gran ventaja de un proceso de titularización es que uno puede crear o utilizar mecanismos de cobertura ya existentes. Los mecanismos de cobertura son los que respaldan a los inversionistas ante cualquier riesgo que pueda afectar a los activos o bienes que constituyen el Patrimonio Autónomo dentro de un proceso de Titularización, éste proceso puede estructurarse incorporando uno o más mecanismos de cobertura, sean internos o externos o una combinación de estos.

Los mecanismos de cobertura externos pueden ser avales y garantías otorgados por entidades financieras sobre la emisión de valores o el Patrimonio Autónomo, los seguros de crédito sobre la cartera que constituye el patrimonio autónomo, depósitos de dinero en entidades financieras que garanticen el pago de los flujos o crear un fondo de liquidez que consiste en destinar sumas de dinero para que el patrimonio autónomo atienda necesidades eventuales de liquidez.

Entre los mecanismos de cobertura internos tenemos la Subordinación de la Emisión que se utiliza generalmente en titularización de cartera, Sobrecolateralización que consiste en que el monto de los activos entregados para movilización excede en un porcentaje el monto de valores emitidos, utilizado generalmente en titularización de cartera, Sustitución de Cartera donde el originador se obliga a sustituir los créditos que en el curso del proceso varíen la calificación obtenida, Contratos de Línea de Crédito son efectuadas por cuenta del originador a favor del Patrimonio Autónomo para atender sus necesidades de liquidez, Aval de Originador quiere decir que puede existir una entidad financiera, generalmente internacional, que avale al originador y el Exceso de Flujo de Caja donde es crear una reserva con el margen diferencial o excedente.

2.2.7 Bienes o Activos Sujetos a Titularización

- **Cesión de flujos futuros.** El originador cede los flujos futuros provenientes del total de las ventas o de las ventas de un producto o servicio en particular.

- **Emisión de pagarés a ser comprados por la Sociedad de Titularización.** La empresa emite pagares los cuales son comprados y cedidos por sociedad de titularización para crear el patrimonio autónomo y es este patrimonio el que emite valores de titularización.
- **Titularización de cartera de créditos.** Es aquella que se efectúa a partir de la separación de cartera de bajo riesgo de mora, calificada por entidades especializadas bajo las normas dictadas por la Autoridad de supervisión respectiva, de una o varias entidades financieras. La cartera objeto del proceso puede ser Comercial, Hipotecaria o de Consumo. Dentro de esto tenemos: Cartera hipotecaria, documentos de crédito (cuentas por cobrar) y cartera de tarjetas de crédito entre otros.
- **Titularización de inmuebles.** Consiste en la emisión de Valores de participación con cargo a patrimonios autónomos constituidos con activos inmobiliarios, que proporciona al inversionista una participación en las rentas o beneficios provenientes de los mismos. Pueden también emitirse Valores de contenido crediticio, en cuyo caso los inmuebles respaldan la cancelación de los Valores. Dentro de estos bienes inmuebles tenemos proyectos de construcción, inmuebles terminados, obras de infraestructura y servicios públicos, time sharing.
- **Titularización de proyectos de construcción.** Efectuados normalmente a partir de la propiedad de los terrenos donde se efectuarán las obras, los

planos, los estudios técnicos y de factibilidad económica, la programación de obras y los presupuestos necesarios para la construcción del o los inmuebles que contemple el proyecto. Puede efectuarse también a partir de la constitución de un patrimonio autónomo en dinero destinado a la realización de las obras. El inversionista obtiene una rentabilidad derivada de la valorización del inmueble, de la venta de unidades de construcción, y en general, del beneficio obtenido en el desarrollo del proyecto.

- **Titularización de otros proyectos.** Se efectúan a partir de los estudios de factibilidad técnica, de costos, de factibilidad financiera, plazo de retorno de la inversión, flujos futuros de fondos y toda una serie de requisitos establecidos por la entidad fiscalizadora, tendentes a garantizar el retorno de las inversiones, en este tipo de proyectos es común la emisión de Valores de participación o mixtos.
- **Titularización sobre flujos originados en contratos de leasing.** Los contratos de Leasing también pueden ser titularizados transfiriendo los derechos y las obligaciones.

Los bienes o activos que conforman mayormente el patrimonio autónomo en procesos de titularización en Bolivia son la cesión de flujos futuros y la emisión de pagarés a ser comprados por la sociedad de titularización. (Ver ejemplos en anexo 1 y anexo 2).

2.2.8 Tipos de Valores de Titularización

- **Valores de contenido Crediticio**, valores en los cuales el patrimonio autónomo, se obliga a la cancelación del capital y de los intereses a los inversionistas de acuerdo a las condiciones estipuladas en el título-valor. Como los activos movilizados respaldan las obligaciones con los inversionistas, la entidad encargada de la Titularización debe tomar las medidas de recaudo necesarias para la atención oportuna de los vencimientos. (Saldias, 2010)
- **Valores de Participación**, mediante los cuales el inversionista adquiere un derecho o alícuota del patrimonio conformado por los activos objeto de la movilización. El inversionista en este caso no adquiere un título-valor de rendimiento fijo, sino que participa de las utilidades o pérdidas que el patrimonio autónomo pueda generar. (Saldias, 2010)
- **Valores Mixtos**, que son aquellos que de manera adicional a las cuotas de participación pueden ser amortizables o pueden tener una rentabilidad mínima. (Saldias, 2010)

2.2.9 Mecanismos de Cobertura

Son aquellos establecidos por norma y respaldan a los inversionistas ante cualquier riesgo que pueda afectar a los activos o bienes que constituyen el

Patrimonio Autónomo dentro de un proceso de titularización. Un proceso de titularización puede estructurarse con uno o más mecanismos de cobertura sean 1 internos o externos o una combinación de estos.

2.2.9.1 Mecanismos internos:

- **Subordinación:** Consiste en la suscripción de una porción de los valores emitidos por el patrimonio autónomo, bien sea por el originador, por la sociedad de titularización, si es ésta quien transfiere los bienes o activos, o por un tercero. Estos valores subordinados serán a los cuales se les impute cualquier siniestro o faltante de los activos; de tal manera que a la porción no subordinada se le destinarán en primer término los flujos requeridos para la atención del capital e intereses incorporados en tales valores. La porción subordinada puede ser objeto de negociación en el mercado de valores, siempre que se proceda a su calificación en la cual se considere precisamente el riesgo de su condición de subordinada. De esta forma, este mecanismo de cobertura permite en un momento dado que el originador o el cedente de los bienes al patrimonio autónomo, se aisle totalmente del proceso.
- **Sobrecolateralización:** En este caso, la protección al inversionista está dada por el exceso en el valor de los bienes o activos que conforman el patrimonio autónomo con respecto al monto de emisión. A ese excedente será al cual se le imputen los siniestros o faltantes en el flujo.

- **Exceso de flujo de caja:** Consiste en crear una reserva con el margen diferencial o excedente entre el rendimiento generado por la cartera y el rendimiento pagado a los inversionistas.
- **Sustitución de cartera:** Es el mecanismo mediante el cual el originador o la sociedad de titularización si es ella quien transfiere la cartera, se obliga a sustituir los créditos que durante el curso del proceso de titularización varíen la calificación obtenida previamente, conforme a las normas sobre calificación de cartera expedida por la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras, en forma tal que se incremente el riesgo de su normal recaudo.
- **Fondo de liquidez:** Consiste en destinar sumas de dinero para que el patrimonio autónomo cuente con recursos para atender necesidades eventuales de liquidez. El fondo de liquidez puede ser conformado con recursos que provengan del originador o de la sociedad de titularización si es ella quien transfiere los bienes o activos, o de parte de los recursos obtenidos con la colocación de los valores.
- **Contratos de crédito subordinado:** En este caso se dispone por cuenta del originador o de la sociedad de titularización si es ella quien transfiere los bienes o activos, de líneas de crédito automáticamente utilizables cuando sean requeridas para atender necesidades de liquidez.
- **Aval:** El originador o la sociedad de titularización, si es ella quien transfiere los bienes o activos al patrimonio autónomo, pueden avalar la emisión de

los valores en un proceso de titularización, siempre que demuestre que posee capacidad patrimonial para emitir dicho aval.

2.2.9.2 Mecanismos externos

- Avaless y Garantías otorgados por entidades financieras sobre la emisión de valores o el Patrimonio Autónomo.
- Seguros de Créditos sobre la cartera que constituye el Patrimonio Autónomo.
- Depósitos de Dinero en entidades financieras que garanticen el pago de los flujos.
- Fondo de Liquidez que consiste en destinar sumas de dinero para que el patrimonio autónomo atienda necesidades eventuales de liquidez. Dichas sumas pueden provenir del originador, de la Sociedad de Titularización si ella es quien transfiere los bienes o activos o de parte de los recursos recibidos por la colocación de los valores.

2.2.9.3 Mecanismos de seguridad adicionales

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

Lo que quiere decir que no se limita el tipo de cobertura que se le puede utilizar en un proceso de titularización únicamente a los mecanismos internos y externos.
(Dunn, 2009)

2.2.10 Ventajas de la Titularización

Algunas de las ventajas que ofrece la titularización son:

- a) Cuenta con mecanismos de cobertura.
- b) Permite obtener créditos en mejores condiciones (específicamente, mejores tasas de interés y mejores plazos de pago). Los Valores emitidos por la Sociedad de Titularización con el respaldo del Patrimonio Autónomo ofrecen mayor seguridad que si fueran emitidos directamente por el “Originador”. Esto, vinculado a un “rating” favorable, asegura la obtención de créditos ventajosos.
- c) Flexibilidad en cuanto a plazos de amortización de capital y pago de intereses.
- d) Posibilidad de realizar emisiones en diferentes monedas, de acuerdo a las necesidades del emisor y la demanda del mercado.
- e) Otorga inmunidad a los activos titularizados en caso de quiebra del “Originador” o la Sociedad de Titularización.
- f) La calificación de riesgo es del Patrimonio Autónomo y no así del Originador.

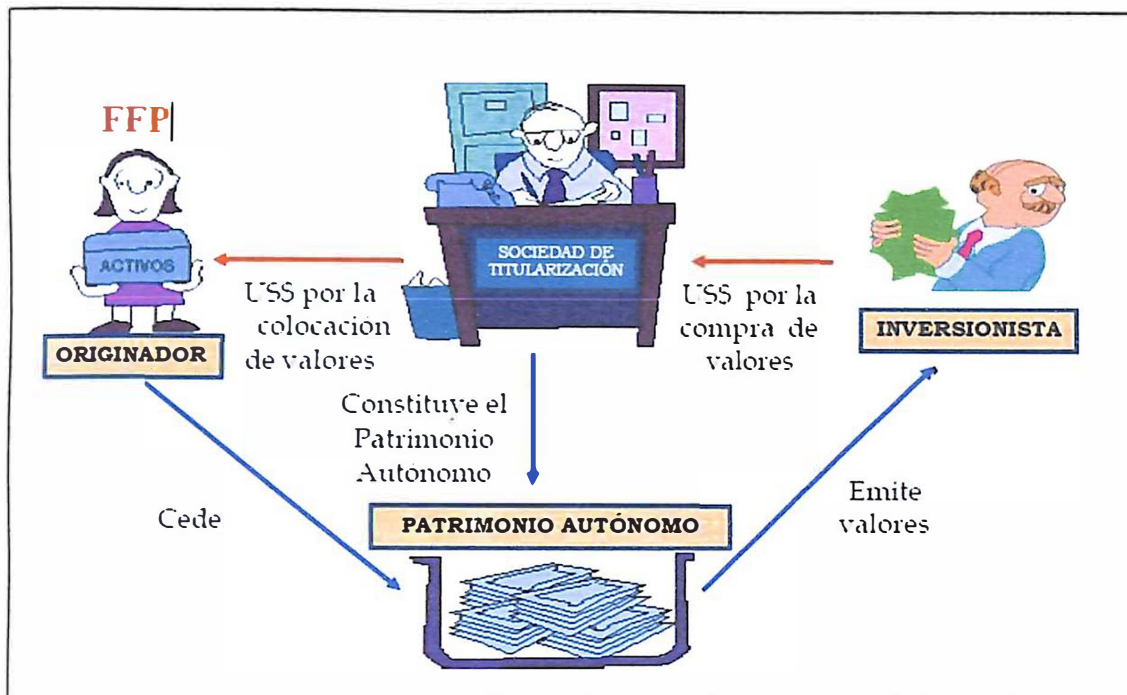
- g) El originador del patrimonio autónomo no se convierte en una entidad regulada por la ASFI y por tanto no tiene obligaciones de ninguna naturaleza con este ente regulador.
- h) No existe un monto máximo establecido al que pueden acceder las empresas a través de la emisión de valores; siempre y cuando el Patrimonio Autónomo pueda cubrir, además de todos sus gastos y costos, el costo financiero adicional por la nueva deuda contraída, el pago del capital en las condiciones pactadas y cumplir con los compromisos financieros.
- i) Mayor diversificación respecto a los acreedores.
- j) Ventajas contables, se aumenta la proporción del capital con respecto a los activos - "disminuye el balance".
- k) Acceso a los mercados financieros internacionales.
- l) Representa un mecanismo efectivo para la aceleración del desarrollo al poner a disposición de las diversas actividades productivas del país recursos adicionales sin ningún tipo de presiones inflacionarias.

- m) La Titularización, en último término, significa un aumento en la emisión de los Valores generando de esta manera un incremento de la oferta de valores en el mercado, dándole así una mayor estabilidad y promoviendo mayor competitividad y eficiencia
- n) Con la Titularización las empresas contarán con un mecanismo de financiación basado en la rotación de sus activos sin perder el control sobre el manejo gerencial de la empresa.
- o) La movilización de una oferta adicional de fondos prestables puede contribuir a una reducción y estabilización de las tasas de interés y a una ampliación de los plazos de financiamiento a niveles compatibles con los requerimientos del desarrollo.
- p) Constituye un incentivo a la formación del ahorro interno a través de brindar al inversionista una mayor variedad de formas de inversión a tasas o rendimientos superiores a las del sistema tradicional existente.

2.2.11 Desventajas de la Titularización

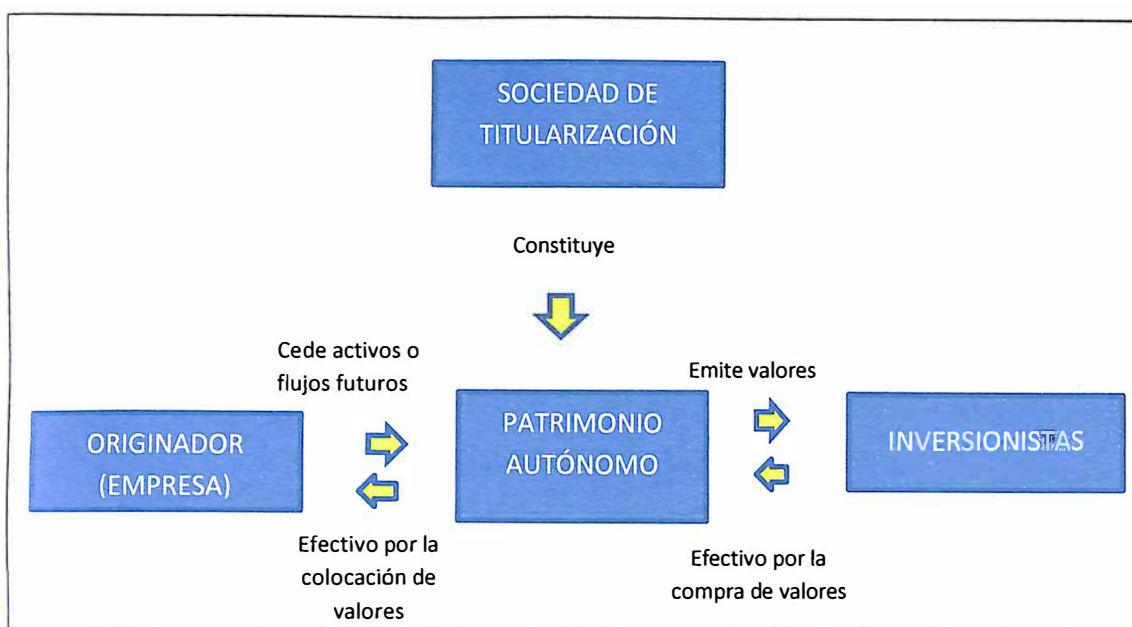
- a) Tiempo que tarda en ser estructurada y aprobada por la Autoridad del Sistema Financiero (se estima 8 meses en promedio).

Ilustración 3. Proceso de Titularización



FUENTE: BDP Sociedad de Titularización
ELABORACIÓN: Jaime Dunn

Ilustración 4. Proceso de Titularización



FUENTE: BISA S.A. Sociedad de Titularización
ELABORACIÓN: Propia

2.3 Sistema Bancario o Tradicional

El **sistema bancario** es el sistema tradicional encargado de realizar intermediación indirecta, la que se refiere a que captan recursos del público para canalizarlos hacia la inversión. Cuando se deposita dinero en el banco, éste paga una tasa mucho menor (pasiva) que la que cobran (activa) a quienes acceden a financiamiento. Los bancos ganan de la diferencia de estas tasas, lo que se llama *spread* bancario. Existen diferentes tipos de crédito bancario como ser:

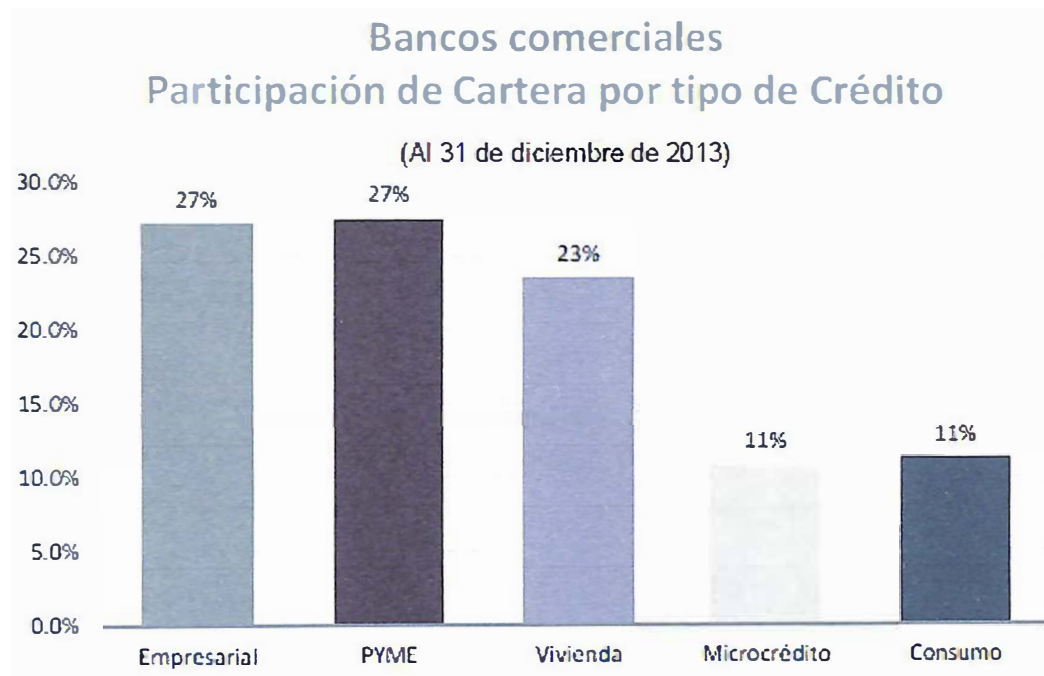
- Consumo

- Microcrédito
- Crédito PYME
- Vivienda

Empresarial

Se clasifican de esta manera porque cada uno de estos créditos tiene diferentes garantías y tasas.

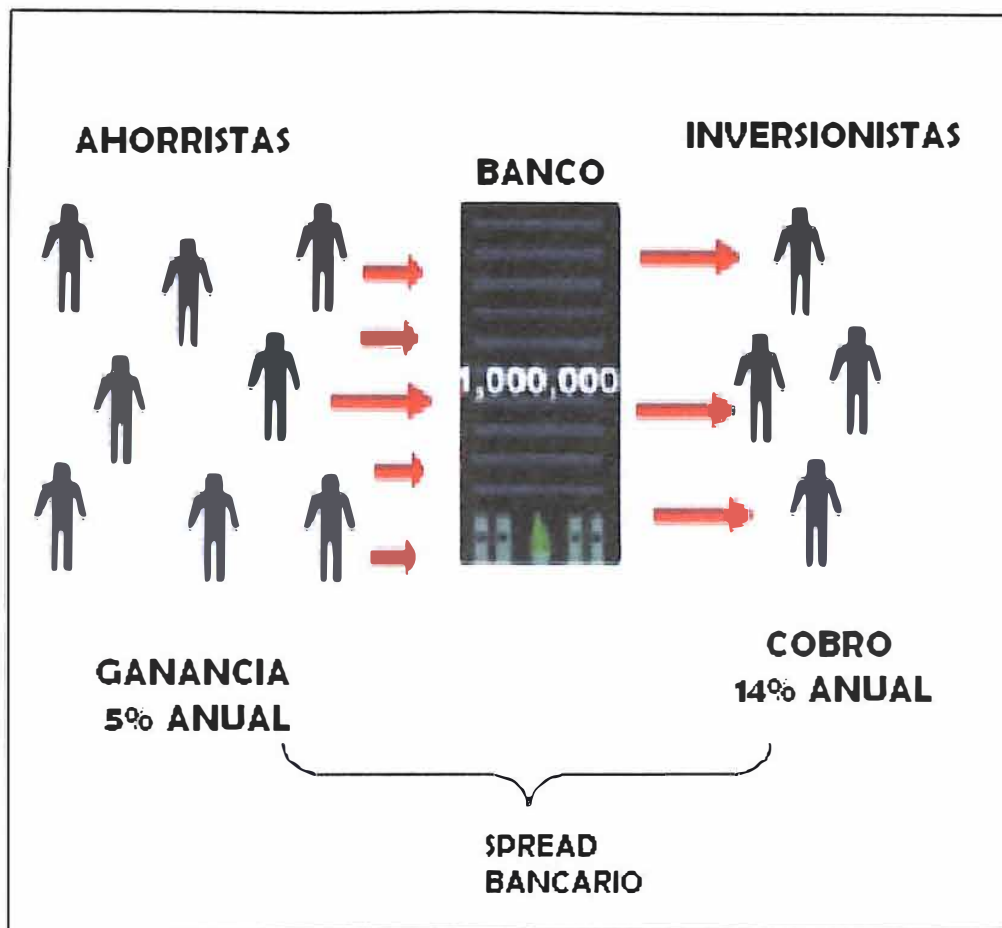
Ilustración 5. Participación de cartera por tipo de Crédito



FUENTE: Autoridad de Supervisión de Sistema Financiero

En el gráfico anterior podemos observar los créditos de los bancos comerciales por tipo de crédito.

Ilustración 6. Sistema Bancario



En la figura anterior podemos ver como se genera éste Spread Bancario, que es la diferencia entre la tasa activa y la tasa pasiva. Éste es el negocio principal de una entidad bancaria.

2.3.1 Préstamo Bancario

El préstamo bancario, es una operación financiera en la que una parte (llamada prestamista) entrega una cierta cantidad de dinero a otra parte (denominada prestatario) el cual se compromete a devolver el monto prestado, en los plazos y condiciones pactadas de antemano. Las condiciones que habitualmente suelen pactarse y a las que por tanto, quedan vinculadas ambas partes, son habitualmente las siguientes:

1. Importe del préstamo: cantidad prestada por la entidad financiera y que el prestatario devolverá en los términos acordados.
2. Plazo o duración del préstamo: Tiempo a lo largo del cual se produce la devolución de la deuda contraída, incluidos los intereses generados.
3. Tipo de interés nominal: es el coste básico de la operación para el deudor o prestatario. Para determinar el importe a pagar en concepto de intereses, se utilizarán siempre los tipos de interés nominales, nunca el Tasa Anual Equivalente. La Tasa Anual Equivalente (TAE) es una referencia orientativa del coste o rendimiento efectivo de un producto financiero. Incluye el tipo de interés nominal, los gastos y comisiones bancarias y el plazo de la operación.
4. Sistema de amortización: son un conjunto de reglas o fórmulas que las entidades financieras utilizan para configurar cada uno de los pagos que el deudor debe realizar a lo largo de la duración del préstamo. Lo habitual es

fraccionar el pago de la deuda siguiendo diferentes sistemas de amortización, si bien también se puede realizar la amortización de la deuda de una sola vez, al final del período. Más adelante comentaremos en detalle, los diferentes métodos de amortización.

5. Comisión de apertura: sobre el importe del bien, a cobrar de una sola vez a la formalización del contrato.
6. Otros gastos: entre los que se incluyen gastos de escritura, notariales, registrales, tasaciones, etc. en caso de ser necesarios.

Una operación de préstamo se caracteriza por tener una duración definida, un procedimiento de cálculo y modificación del tipo de interés fijado en el momento de su contratación. Por otra parte su finalidad suele estar perfectamente definida en el momento de su formalización. En cuanto al plazo de amortización, si bien una vez contratado podemos modificarlo, tan sólo en los créditos con amortización vía préstamo dicho plazo no se encuentra definido inicialmente, pues en cada disposición del crédito formalizamos un nuevo préstamo con un plazo de amortización fijado en ese momento.

2.3.2 Clasificaciones de préstamos

Se pueden desarrollar múltiples clasificaciones acerca de los préstamos:

- Por la naturaleza de los bienes prestados: De dinero (en el que nos centraremos en este tema), de cosas muebles fungibles y préstamo de títulos valores.

- Por la moneda objeto del préstamo: En moneda nacional o extranjera.
- Por el tipo de interés: A interés fijo y variable.
- Por el sistema de amortización, al final del préstamo, siguiendo un sistema francés, alemán, americano, etc.
- Por la existencia de garantías del cumplimiento de las obligaciones, pueden ser reales (prendas, hipotecas, depósitos, etc.) o personales (aval).
- Préstamo sindicado en los que los fondos entregados al prestatario proceden de una pluralidad de prestamistas (sindicato), si bien esta pluralidad no significa que haya varios prestamistas, desde el punto de vista jurídico es un único contrato.
- Préstamo participativo en el que el prestamista, con independencia del pacto de intereses, acuerda con el prestatario la participación en el beneficio neto que éste obtenga.
- Préstamo para operaciones bursátiles de contado, vinculado con una operación de compra o venta de valores.

Según el origen del capital:

- **Banca pública:** El capital es aportado por el estado.
- **Banca privada:** El capital es aportado por accionistas particulares.
- **Banco mixto:** Su capital se forma con aportes privados y públicos.

Según el tipo de operación:

- **Bancos corrientes:** Son los mayoristas comunes con que opera el público en general. Sus operaciones habituales incluyen depósitos en cuenta, caja

de ahorro, préstamos, cobros, pagos y cobros por cuentas de terceros, custodia de artículos y valores, alquileres de cajas de seguridad, financieras, etc.

- **Banco especializado:** Tienen una finalidad crediticia específica.
- **Banco de emisión:** Actualmente se preservan como bancos oficiales, estos bancos son los que emiten dinero.
- **Bancos Centrales:** Son las casas bancarias de categoría superior que autorizan el funcionamiento de entidades crediticias, las supervisan y controlan.
- **Bancos de segundo piso:** son aquéllos que canalizan recursos financieros al mercado, a través de otras instituciones financieras que actúan como intermediarios. Se utilizan fundamentalmente para canalizar recursos hacia sectores productivos.

2.3.3 Ventajas del préstamo

- El periodo de aprobación es aproximadamente de un mes
- Sí se trata de un préstamo a tipo de interés fijo, se conoce desde su inicio el valor a pagar durante todo el préstamo.
- Permite un financiamiento mayor.
- Los préstamos personales rápidos, son una ventaja en la medida de su ágil disponibilidad.

2.3.4 Desventajas del préstamo

- Existe la posibilidad de que haya oscilaciones de tipos de interés altos, las cuales se manifiestan por medio de los índices del mercado.
- Por lo general, los tipos de interés son altos y superiores a las operaciones a largo plazo.
- Puede haber complicaciones en el proceso de tramitación.
- En los préstamos los gastos de gestión son elevados.
- Un banco muy estricto en sus condiciones, puede limitar indebidamente la facilidad de operación y actuar en detrimento de las utilidades de la empresa.

2.3.5 Requisitos para obtener un Préstamo o Crédito Bancario

Si se va en busca de un préstamo, habrá que presentarse con el funcionario correspondiente con los datos siguientes:

- a) La finalidad del préstamo.
- b) La cantidad que se requiere.
- c) Un plan de pagos definido.
- d) Pruebas de la solvencia de la empresa.
- e) Un plan bien trazado de cómo espera la empresa desenvolverse en el futuro y lograr una situación que le permita pagar el préstamo.
- f) Una lista con avales y garantías colaterales que la empresa está dispuesta a

ofrecer, si las hay y son necesarias.

El costo de intereses varía según el método que se siga para calcularlos. Es preciso que la empresa sepa siempre cómo el banco calcula el interés real por el préstamo. Luego que el banco analice dichos requisitos, tomará la decisión de otorgar o no el préstamo.

Marco Conceptual

Prestatario: Persona que recibe dinero en calidad de préstamo. (Artuculoz, directorio de articulos gratis, 2008)

Prestamista: Persona o entidad que se encarga de dar préstamos de dinero.

Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI):Entidad reguladora componente del Sistema de Regulación Financiera, antes denominada Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros (SPVS) creada por Ley de Propiedad y Crédito Popular No. 1864 de fecha 15 de junio de 1998;

Registro del Mercado de Valores o R.M.V.: Registro público dependiente de la Intendencia de Valores de la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros;

Autorización: Es el acto en virtud del cual la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero mediante Resolución Administrativa, autoriza el funcionamiento u operación de las personas naturales y jurídicas participantes en el mercado de valores o la emisión y oferta pública de valores, según sea al caso.

Inscripción: Es el acto en virtud del cual la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros mediante Resolución Administrativa inscribe a las personas jurídicas o naturales, emisiones, valores, actividades u otros en el Registro del mercado de Valores.

Mercado de Valores: Es un componente del mercado financiero que abarca al mercado de dinero y al mercado de capitales, donde se negocian valores.

Patrimonio Autónomo: Patrimonio constituido con los bienes o activos cedidos por uno o más personas individuales o colectivas, mediante el cual se emiten títulos valores que son negociados en el mercado.

Titularización: proceso por el cual, bienes o activos con características comunes, que generan flujos de caja son agrupados para ser cedidos a un patrimonio autónomo administrado por una Sociedad de Titularización, que sirve de respaldo a la emisión de valores de oferta pública.

Sociedades de Titularización: sociedades anónimas de objeto social exclusivo, encargadas de representar y administrar patrimonios autónomos para titularización.

Originador: es la persona, no vinculada a la Sociedad de Titularización, que procede a la cesión de los bienes o activos al patrimonio autónomo.

Estructurador: es el encargado de agrupar bienes o activos con características comunes, para efectos de la constitución de los patrimonios autónomos para titularización. Esta actividad puede ser desarrollada por la Sociedad de Titularización, por el originador, o por otra entidad especializada contratada para tal efecto.

Colocadora: es la entidad encargada de la colocación de los valores resultantes de un proceso de titularización en el mercado primario.

Garante: es la persona individual o colectiva que otorga garantías adicionales al proceso de titularización

Contrato de cesión de bienes o activos: documento legal de carácter irrevocable, en el cual se consagra el acto jurídico por el cual el originador transfiere en forma absoluta el derecho de dominio sobre uno o más bienes o activos, a un patrimonio autónomo con la única finalidad de que se emitan valores con cargo a éste. (Superintendencia de Pensiones).

Asamblea de tenedores de valores: es el máximo órgano de decisión del patrimonio autónomo, a través del cual los tenedores de los valores emitidos en procesos de titularización expresan su voluntad.

Representante común tenedores de valores: es quién actúa en representación de los tenedores de valores, emitidos dentro de procesos de titularización.

Mecanismos de cobertura: Constituyen el respaldo en favor de los inversionistas ante la presencia de cualquier riesgo que pueda afectar los activos o bienes objeto de un proceso de titularización. Los procesos de titularización pueden

estructurarse incorporando uno o más mecanismos de cobertura, sean estos internos o externos o una combinación de los mismos.

Emisión: Es el conjunto de valores de un mismo emisor, incluidos en una misma Oferta Pública, debidamente autorizados e inscritos en el RMV. Cada emisión podrá incorporar clases y series de valores, según la decisión del emisor.

Prospecto: De manera general, es el documento explicativo de las características y condiciones de una oferta pública de valores, y que constituye requisito para la autorización de ésta por parte de la SPVS. Dicho documento contiene la información concerniente a los principales aspectos legales, administrativos, económicos y financieros del patrimonio autónomo, de los valores objeto de la oferta y de las condiciones de la oferta pública, para la toma de decisiones por parte de los inversionistas o del público al que se dirige la oferta. También se incluye información general acerca de la Sociedad de Titularización a cargo del proceso.

Calificación de Riesgo: Es una opinión emitida por una Entidad Calificadora de Riesgo, a través de especialistas, sobre la probabilidad de que un valor sea o no pagado por la empresa que lo emitió. No constituye una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado valor, ni un aval o garantía de una emisión o de un emisor. Es un elemento más para tomar la decisión de invertir o no en determinado valor. (Superintendencia de Pensiones)

Marco Legal

A continuación se detalla la normativa boliviana para procesos de titularización y Sociedades de Titularización:

- Código de comercio, TITULO VIII "DE LA TITULARIZACION" del artículo 76 al artículo 86 (Anexo 3). El cual nos habla de que es titularización, originador, sociedades de titularización, cuales son los bienes o activos sujetos a titularización, valores emitidos mediante un proceso de titularización, la calificación de riesgo y el tratamiento tributario
- Normas generales que regulan la organización y actividades de las sociedades de titularización y el proceso de titularización (Anexo 4). Las cuales nos hablan acerca de definiciones de procesos de titularización, cesión de bienes o activos, constitución de patrimonios autónomos, la vía jurídica, la valuación de patrimonios autónomos, las condición de originador, los bienes o activos para titularización, emisión de valores de titularización, los valores a emitirse, los mecanismos de cobertura de riesgos, el plazo de redención, los participantes de un proceso de titularización, los efectos de la cesión de los bienes o activos, la irrevocabilidad, la actividad de la sociedad de titularización, los impedimentos de la sociedad de de titularización, el capital social mínimo que debe tener una sociedad de titularización, y la solvencia patrimonial entre otros.

- Reglamento de Normas Prudenciales de Titularización que nos muestra mecanismos de cobertura y los activos o bienes objeto de titularización, además de las facultades y prohibiciones de las sociedades de titularización. (Anexo 5) que nos muestras cuales son los Mecanismos de cobertura tanto internos como externos, las Características de los activos o bienes a titularizar, el Coeficiente de riesgo, los bienes o activos sujetos a titularización entre los que tenemos: titularización de inmuebles, titularización de proyectos de construcción, titularización de documentos de crédito y contratos, titularización de valores inscritos en el registro del mercado de valores, titularización de obras de infraestructura y servicios públicos.

CAPITULO III

MARCO PRÁCTICO

3.1 Tipo de Investigación

La presente investigación es una combinación entre el tipo exploratorio y descriptivo.

Exploratorio ya que se efectúa sobre un tema u objeto desconocido o poco estudiado, por lo que sus resultados constituyen una visión aproximada de dicho objeto, es decir, un nivel superficial de conocimiento. Es descriptivo por que busca especificar propiedades, características y rasgos importantes del objeto de estudio.

Este tipo de investigación, de acuerdo con Sellriz (1980) pueden ser:

- Dirigidos a la formulación más precisa de un problema de investigación , dado que se carece de información suficiente y de conocimiento previos del objeto de estudio , resulta lógico que la formulación inicial del problema sea imprecisa. En este caso la exploración permitirá obtener nuevo datos y elementos que pueden conducir a formular con mayor precisión las preguntas de investigación.
- Conducentes al planteamiento de una hipótesis: cuando se desconoce al objeto de estudio resulta difícil formular hipótesis acerca del mismo. La función de la investigación exploratoria es descubrir las bases y recabar

información que permita como resultado del estudio, la formulación de una hipótesis. Las investigaciones exploratorias son útiles por cuanto sirve para familiarizar al investigador con un objeto que hasta el momento le era totalmente desconocido, sirve como base para la posterior realización de una investigación descriptiva, puede crear en otros investigadores el interés por el estudio de un nuevo tema o problema y puede ayudar a precisar un problema o a concluir con la formulación de una hipótesis

El objetivo de la investigación descriptiva consiste en llegar a conocer las situaciones, costumbres y actitudes predominantes a través de la descripción exacta de las actividades, objetos, procesos y personas. Su meta no se limita a la recolección de datos, sino a la predicción e identificación de las relaciones que existen entre dos o más variables. Los investigadores recogen los datos sobre la base de una hipótesis o teoría, exponen y resumen la información de manera cuidadosa y luego analizan minuciosamente los resultados, a fin de extraer generalizaciones significativas que contribuyan al conocimiento. Los datos utilizados para la investigación son datos históricos de tasas activas de préstamos bancarios y tasas históricas nominales de procesos de titularización en el mercado de valores boliviano con un total de 40 procesos que vienen a ser la población total.

3.2 Enfoque de la investigación

El enfoque de esta investigación es principalmente cuantitativo ya que “utiliza la recolección y el análisis de datos para contestar preguntas de investigación y

probar hipótesis establecidas previamente, y confía en la medición numérica, el conteo y frecuentemente en el uso de la estadística para establecer con exactitud patrones de comportamiento en una población.” (Sampieri, 2003).

Las características del enfoque cuantitativo son las siguientes:

- Analiza la realidad social descomponiéndola en variables, es Particularista.
- Asume que la realidad social es relativamente constante y adaptable a través del tiempo.
- Asume una postura objetiva, separando su postura con respecto a los participantes en la investigación y la situación.
- Asume una realidad social objetiva.
- Basada en la inducción probabilística del positivismo lógico
- Busca cuantificar los datos en los que generalmente se aplica algún tipo de análisis estadístico
- Emplea conceptos preconcebidos y teorías para determinar qué datos van a ser recolectados.
- Emplea métodos estadísticos para analizar los datos.
- Emplea procedimientos de inferencia estadística para generalizar las conclusiones de una muestra a una población definida.
- Estimulo-respuesta
- Estudia conductas y otros fenómenos observables.
- Estudia el comportamiento humano en situaciones naturales o artificiales.
- Estudia poblaciones o muestras que representen poblaciones
- Genera datos numéricos para representar el ambiente social.
- Generaliza Hechos o datos, Infiere más allá de los datos.

- Medición penetrante y controlada.
- Objetiva
- Observa relaciones causales entre fenómenos sociales desde una perspectiva mecanicista.
- Orientada al resultado
- Prueba teorías o hipótesis
- Realidad estática

3.3 Diseño de la investigación

El presente trabajo es no experimental. Estas investigaciones son aquellas en las cuales el investigador no tiene el control sobre las variables independientes o son intrínsecamente manipulables, en este caso las tasas históricas de préstamos bancarios y procesos de titularización, que es una de las características de las investigaciones experimentales y cuasi-experimentales como tampoco conforma a los grupos del estudio. En estas investigaciones, las variables independientes ya han ocurrido cuando el investigador hace el estudio. Por esta propiedad, las investigaciones en las que se da esta circunstancia son investigaciones ex post facto (después de ocurridos los hechos) y su metodología estrictamente retrospectiva.

El investigador tiene que limitarse a la observación de situaciones ya existentes dada la incapacidad de influir sobre las variables y sus efectos.

3.4 Método de investigación

El método utilizado es el Método Inductivo que es la forma de razonamiento por medio de la cual se pasa del conocimiento de casos particulares a un conocimiento más general, que refleja lo común en los fenómenos individuales. Se apoya en la inducción consciente para lograr los objetivos previstos con su aplicación. Valor del método inductivo: Poder llegar a generalizaciones a partir del estudio de casos particulares, le posibilita a este método, poder desempeñar un papel esencial en el proceso de comprobación empírica de la hipótesis.

El método inductivo tiene una gran importancia en la etapa de recogida del material empírico, ya que su base directa es la repetición de los hechos y fenómenos de la realidad, encontrando los rasgos comunes en un grupo definido, para llegar a conclusiones de los aspectos que lo caracterizan.

Su debilidad radica en no poder fundamentar rigurosa y fielmente, de qué modo los resultados obtenidos en una muestra pueden convertirse en conclusiones que se relacionan con todos los hechos de ese tipo. No obstante que se pueda llegar a un alto grado de confiabilidad, por la aplicación de métodos estadísticos inferenciales. Este método es conveniente utilizarlo solamente cuando se está en presencia de una investigación que pretenda verificar la validez de una hipótesis.

3.5 Técnica de recolección de información

La técnica utilizada para la recolección de información es observación de registros históricos. La observación consiste en el registro sistemático válido y confiable de la realidad.

Los registros históricos son Información Secundaria, que es información ya existente, las cuales son fuentes de información específica que en este caso son las tasas activas históricas obtenidas de la página oficial del Banco Central de Bolivia y emisiones de valores de titularización en el mercado de valores de Bolivia que pueden encontrarse en la página oficial de la Bolsa Boliviana de Valores.

El análisis estadístico, estadística descriptiva de la distribución de las muestras, pruebas de hipótesis y medidas de magnitud del efecto, se realizaron usando el programa "Prism" (Graphpad Software, San Diego, CA). Para el análisis de costos se usaron modelos estándar de análisis ajustados para tomar en cuenta costos adicionales independientes de la tasa y monto relacionados al proceso de titularización. Para mayor detalle del manejo de datos consulte el anexo 3.

3.6 Esquema del Marco Práctico

MARCO PRACTICO	Analisis del Sistema Bancario	Requisitos para acceder a un Prestamo Bancario Tasas activas históricas Tasa activa promedio Calculo del costo financiero
	Analisis del Mercado de Valores	Requisitos para acceder a un Proceso de Titularización Tasas historicas de emisiones Tasas historicas de colocación Tasa de emision promedio Tasa de colocación promedio Calculo del costo financiero
	Comparación	Ventajas y desventajas del Prestamo Bancario Ventajas y desventajas del Proceso de titularización Comparacion de costos financieros Aceptación o rechazo de la hipotesis Conclusiones

CAPITULO IV

Propuesta

4.1 Análisis del Sector Bancario

Es necesario realizar un análisis del sector bancario en relación a los préstamos dados a instituciones en moneda nacional según diferentes plazos. Con una muestra significativa obtener tasas mediante probabilidades estadísticas para calcular un costo financiero y la reducción del costo absoluto. Para ello se pretende utilizar tasas activas históricas del sistema financiero a plazos de uno, dos, tres, y mayor a tres años.

4.1.1 Requisitos para obtener un Préstamo Bancario

- a) La finalidad del préstamo.
- b) La cantidad que se requiere.
- c) Un plan de pagos definido.
- d) Pruebas de la solvencia de la empresa.
- e) Un plan bien trazado de cómo espera la empresa desenvolverse en el futuro y lograr una situación que le permita pagar el préstamo.
- f) Una lista con avales y garantías colaterales que la empresa está dispuesta a ofrecer, si las hay y son necesarias.

4.1.2 Tasa Activas Históricas

Tabla 2. Tasas Activas Históricas Promedio del Sistema Financiero

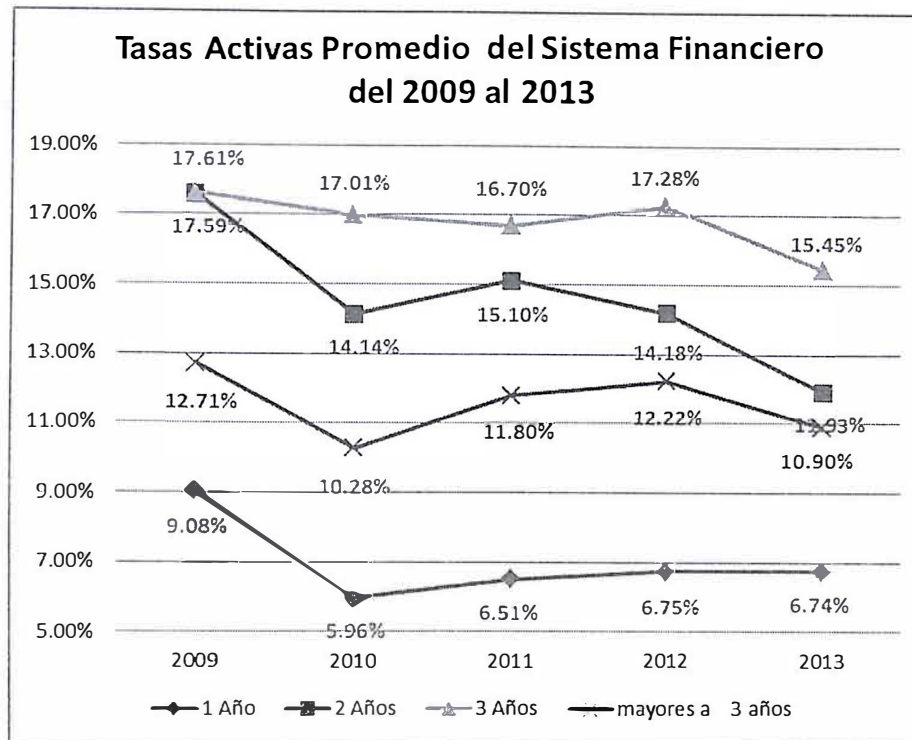
Año	1 Año	2 Años	3 Años	mayores a 3 años
2009	9,08%	17,59%	17,61%	12,71%
2010	5,96%	14,14%	17,01%	10,28%
2011	6,51%	15,10%	16,70%	11,80%
2012	6,75%	14,18%	17,28%	12,22%
2013	6,74%	11,93%	15,45%	10,90%

Fuente: www.bcb.com
Elaboración: Propia

Es necesario aclarar que los promedios de las tasas activas del sistema financiero, son promedios simples de las pasadas cinco gestiones.

Como podemos observar en la tabla 1, las tasas activas de préstamos bancarios oscilan entre un 5,96% y un 17,61 %, es válido aclarar que estas tasas dependen del plazo del préstamo y de la clasificación del mismo.

Ilustración 7. Comportamiento de las Tasas Activas del Sistema Financiero



Fuente: www.bcb.com
Elaboración: Propia

En el grafico 1 podemos ver el comportamiento de las tasas activas del sistema financiero del año 2009 al 2013.

4.1.2.1 Tasa Activa Promedio según el plazo del préstamo

Las tasas que se utilizaron son un promedio simple de préstamos a uno, dos, tres y mayor a tres años. Podemos observar estas tasas en el cuadro a continuación:

Tabla 3. Tasa Activa Promedio según el plazo del préstamo

Año	1 Año	2 Años	3 Años	mayores a 3 años
2009	9,08%	17,59%	17,61%	12,71%
2010	5,96%	14,14%	17,01%	10,28%
2011	6,51%	15,10%	16,70%	11,80%
2012	6,75%	14,18%	17,28%	12,22%
2013	6,74%	11,93%	15,45%	10,90%
promedio	7,01%	14,59%	16,81%	11,58%

Fuente: Banco Central de Bolivia
Elaboración: Propia

Las tasas activas a un año tienen una mínima de 5,96% el año 2010 y una máxima de 9,08% el año 2009 con una tasa promedio de 7,01%. A dos años una mínima de 11,93% el año 2013 y una máxima de 17,59% el 2009 con un promedio simple de 14,59%. A tres años una mínima de 15,45% al 2013 y una máxima de 17,61% al 2009 con una tasa promedio de 16,81% y por último a un plazo mayor a tres años vemos una tasa mínima de 10,28% al 2010, una máxima de 12,71% al 2009 y una tasa promedio de 11,58%. Utilizamos estas tasas promedio para el cálculo de los índices a continuación:

La desviación estándar es una medida de dispersión que muestra los datos en su distribución respecto a la media cuán lejos de la media están los valores extremos y cuan dispersos están los datos respecto a la media y a los extremos. El objetivo es tener una visión más amplia y real de la muestra.

El intervalo de confianza de la media nos permite definir la tasa media de un préstamo bancario con un 95% de seguridad, nos permite reducir el error al 5% en nuestro cálculo de la media de las tasas para poder calcular el costo medio de un préstamo bancario.

El error estándar de la media es una medida que nos muestra cuán alejada de la media real está la media de la muestra, está determinado por la dispersión de los valores de la muestra y el tamaño de la muestra.

Tabla 4. Pruebas estadísticas Préstamo Bancario

	Media	Desviación estandar	Error estandar	Intervalo de confianza 95%
1 año	7,01%	1,5251	0,1969	6,61% - 7,40%
2 años	14,59%	2,9909	0,3861	13,81 - 15,36%
3 años	16,81%	1,7279	0,2231	16,36% - 17,25%
mayor a 3 años	11,58%	1,5689	0,2025	11,18% - 11,99%

Fuente: Banco Central de Bolivia
Elaboración: Propia

En la tabla 3 podemos observar los resultados obtenidos para los índices de las tasas a los diferentes plazos donde podemos ver:

Para nuestra muestra de préstamos a un año tenemos una media de 7,01 %, una desviación estándar 1,52 calculando, para el tamaño de la muestra, un intervalo de confianza (95%) entre 6,61% y 7,40%.

Para nuestra muestra de préstamos a dos años tenemos una media de 14,59%, una desviación estándar 2,99 calculando, para el tamaño de la muestra, un intervalo de confianza (95%) entre 13,81 % y 15,36%.

Para nuestra muestra de préstamos a tres años tenemos una media de 16,81 %, una desviación estándar 1,73 calculando, para el tamaño de la muestra, un intervalo de confianza (95%) entre 16,36% y 17,25%.

Para nuestra muestra de préstamos a un plazo mayor a tres años tenemos una media de 11,58%, una desviación estándar 1,57 calculando, para el tamaño de la muestra, un intervalo de confianza (95%) entre 11, 18% y 11,99%.

4.1.2.2 Cálculo del Costo Financiero para Préstamo Bancario

Para el cálculo del costo financiero se utiliza la siguiente formula:

$$VF = vn * (1 + (t * \frac{p}{360}))$$

Dónde:

VF es el valor final de la deuda (total a pagar)

Vn, es el Valor Nominal (monto financiado)

T, es la tasa de rendimiento

P, es el plazo de la deuda

Tabla 5. Tasas y Costos del Préstamo Bancario, expresados en moneda nacional, a un año

1 AÑO PRESTAMO	
VN	15.000.000
TR MIN	6,61%
TR MEDIA	7,01%
TR MAX	7,40%
PLAZO	360
COSTO MIN	15.991.925
COSTO MEDIO	16.050.990
COSTO MAX	16.110.055

Para el cálculo del costo de un préstamo al plazo de un año, se utilizó el promedio de los montos de emisiones de valores de titularización en el periodo del 2009 al 2013 al mismo plazo para uniformar el monto para el cálculo de un préstamo bancario y un proceso de titularización. Utilizando en este caso un monto de Bs. 15.000.000.-

Donde la tasa media 7,01 % con un intervalo de confianza del 95% entre 6,61 % y 7,40% son resultado de la aplicación de la suma de la media con el intervalo de confianza. Mediante las cuales obtenemos el costo medio de Bs. 16.050.990 con un intervalo de confianza del 95% entre Bs. 15.991.925 y Bs. 16.110.055 a un año plazo.

Tabla 6. Tasas y Costos del Préstamo Bancario, expresados en moneda nacional, a dos años

2 AÑOS PRESTAMO	
VN	18.000.000
TR MIN	13,81%
TR MEDIA	14,59%
TR MAX	15,36%
PLAZO	720
COSTO MIN	22.972.777
COSTO MEDIO	23.250.789
COSTO MAX	23.528.801

Para el cálculo del costo de un préstamo al plazo de dos años, se utilizó el promedio de los montos de emisiones de valores de titularización en el periodo del 2009 al 2013 al mismo plazo para uniformar el monto para el cálculo de un préstamo bancario y un proceso de titularización. Utilizando en este caso un monto de Bs. 18.000.000.-

Donde la tasa media 14,59% con un intervalo de confianza del 95% entre 13,81 % y 15,36% son resultado de la aplicación de la suma de la media con el intervalo de confianza. Mediante las cuales obtenemos el costo medio de Bs. 23.250.789 con un intervalo de confianza del 95% entre Bs. 22.972.777 y Bs. 23.528.801 a dos años plazo.

Tabla 7. Tasas y Costos del Préstamo Bancario, expresados en moneda nacional, a tres años

3 AÑOS PRESTAMO	
VN	22.000.000
TR MIN	16,36%
TR MEDIA	16,81%
TR MAX	17,26%
PLAZO	1.080
COSTO MIN	32.799.636
COSTO MEDIO	33.094.096
COSTO MAX	33.388.557

Para el cálculo del costo de un préstamo al plazo de tres años, se utilizó el promedio de los montos de emisiones de valores de titularización en el periodo del 2009 al 2013 al mismo plazo para uniformar el monto para el cálculo de un préstamo bancario y un proceso de titularización. Utilizando en este caso un monto de Bs. 22.000.000.-

Donde la tasa media 16,81 % con un intervalo de confianza del 95% entre 16,36% y 17,26% son resultado de la aplicación de la suma de la media con el intervalo de confianza. Mediante las cuales obtenemos el costo medio de Bs. 33.094.096 con un intervalo de confianza del 95% entre Bs. 32.799.636 y Bs. 33.388.557 a tres años plazo

Tabla 8. Tasas y Costos del Préstamo Bancario, expresados en moneda nacional, a un plazo mayor a tres años

MAYOR A TRES AÑOS PRESTAMO	
VN	101.000.000
TR MIN	11,18%
TR MEDIA	11,58%
TR MAX	11,99%
PLAZO	2.260
COSTO MIN	171.862.781
COSTO MEDIO	174.431.217
COSTO MAX	176.999.653

Para el cálculo del costo de un préstamo al plazo de tres años, se utilizó el promedio de los montos de emisiones de valores de titularización en el periodo del 2009 al 2013 al mismo plazo para uniformar el monto para el cálculo de un préstamo bancario y un proceso de titularización. Utilizando en este caso un monto de Bs. 101.000.000.-

Donde la tasa media 11,58% con un intervalo de confianza del 95% entre 11, 18% y 11,99% son resultado de la aplicación de la suma de la media con el intervalo de confianza. Mediante las cuales obtenemos el costo medio de Bs. 17 4.431.217 con un intervalo de confianza del 95% entre Bs. 171.862.781 y Bs. 176.999.653 a un plazo mayor a tres años.

4.2 Análisis del Mercado de valores, Proceso de Titularización

Dentro del análisis del mercado de valores se pretende tomar una muestra de procesos de titularización de las pasadas cinco gestiones en moneda nacional para obtener una tasa de emisión según diferentes plazos y poder así calcular el costo en el que incurriría una empresa si utiliza un proceso de titularización para obtener financiamiento a uno, dos, tres o mayor a tres años. Se utilizará una muestra de 40 emisiones dentro del mercado de valores.

4.2.1 Requisito para acceder a un proceso de titularización

Estados auditados por auditores externos de los tres últimos cierres de gestión.

En caso de ser un Project Finance es necesario tener proyecto bien estructurado.

4.2.2 Tasas históricas de emisión

A continuación tenemos las características de diferentes procesos de titularización realizados en el mercado de valores boliviano agrupadas según el plazo del financiamiento.

Tabla 9. Tasas Históricas de Procesos de Titularización a un año

FECHA	EMISOR	MONTO	PLAZO EN AÑOS	CALIFICACION DE RIESGO	TASA CUPON	TASA DE COLOCACION
11/10/2013	IDEPRO	4.000.000,00	0,9	N-1	3,20%	3,10%
30/06/2010	CRECER	4.000.000,00	1,0	N-2	1,91%	1,68%
13/09/2011	CRECER - BDP	1.760.000,00	1,0	N-1	3,10%	2,91%
14/09/2012	CRECER	30.000.000,00	1,0	N-1	3,20%	1,53%
25/10/2012	CIDRE	5.500.000,00	1,0	N-1	3,20%	2,90%
26/07/2013	CRECER	34.000.000,00	1,0	N-1	3,20%	3,20%

Fuente: Bisa S.A. Agencia de Bolsa
Elaboración: Propia

Tabla 10. Tasas Históricas de Procesos de Titularización a dos años

FECHA	EMISOR	MONTO	PLAZO EN AÑOS	CALIFICACION DE RIESGO	TASA CUPON	TASA DE COLOCACION
30/06/2010	CRECER	6.100.000,00	2,0	A2	3,30%	3,14%
13/09/2011	CRECER - BDP	15.840.000,00	2,0	A2	3,50%	3,49%
11/10/2013	IDEPRO	6.000.000,00	2,0	A3	3,55%	3,55%
12/02/2014	DIACONIA	28.500.000,00	2,0	AA3	4,30%	4,30%
14/09/2012	CRECER	30.000.000,00	2,1	A2	4,50%	4,08%
25/10/2012	CIDRE	5.500.000,00	2,1	A3	4,70%	4,53%
26/07/2013	CRECER	34.000.000,00	2,1	A2	4,50%	4,50%

Fuente: Bisa S.A. Agencia de Bolsa
Elaboración: Propia

Tabla 11. Tasas Históricas de Procesos de Titularización a tres años

FECHA	EMISOR	MONTO	PLAZO EN AÑOS	CALIFICACION DE RIESGO	TASA CUPON	TASA DE COLOCACION
13/09/2011	CRECER - BDP	24.640.000,00	3,0	A2	3,90%	3,90%
11/10/2013	IDEPRO	10.000.000,00	3,0	A3	4,05%	4,05%
12/02/2014	DIACONIA	28.500.000,00	3,0	AA3	4,40%	4,40%
14/09/2012	CRECER	30.000.000,00	3,1	A2	5,10%	4,11%
25/10/2012	CIDRE	5.500.000,00	3,1	A3	5,30%	5,00%
26/07/2013	IDEPRO	34.000.000,00	3,1	A2	5,10%	5,10%

Fuente: Bisa S.A. Agencia de Bolsa
Elaboración: Propia

Tabla 12. Tasas Históricas de Procesos de Titularización a un plazo mayor a tres años

FECHA	EMISOR	MONTO	PLAZO EN AÑOS	CALIFICACION DE RIESGO	TASA CUPÓN	TASA DE COLOCACION
30/06/2010	CRECER	6.100.000,00	4,0	A3	4,30%	4,18%
21/09/2011	CRECER - BDP	17.600.000,00	4,0	A2	4,30%	4,30%
25/10/2012	CIDRE	5.500.000,00	4,0	A3	5,75%	5,50%
12/02/2014	DIACONIA	28.500.000,00	4,0	AA3	5,10%	5,10%
14/09/2012	CRECER	30.000.000,00	4,1	A2	5,55%	4,21%
26/07/2013	CRECER	34.000.000,00	4,1	A2	5,55%	5,54%
11/10/2013	IDEPRO	10.000.000,00	4,1	A3	4,70%	4,70%
11/10/2013	IDEPRO	6.000.000,00	5,0	A3	5,40%	5,40%
12/02/2014	DIACONIA	28.500.000,00	5,0	AA3	5,70%	5,70%
21/09/2011	CRECER - BDP	10.560.000,00	5,1	A2	5,90%	5,90%
14/09/2012	CRECER	30.000.000,00	5,1	A2	5,95%	4,63%
25/10/2012	CIDRE	5.500.000,00	5,1	A3	6,15%	6,15%
26/07/2013	CRECER	34.000.000,00	5,1	A2	5,95%	5,94%
30/06/2010	CRECER	6.100.000,00	6,0	A3	5,40%	5,40%
11/10/2013	IDEPRO	4.000.000,00	6,0	A3	5,95%	5,95%
12/02/2014	DIACONIA	28.500.000,00	6,0	AA3	6,00%	6,00%
01/07/2010	CRECER	5.500.000,00	8,1	A3	6,40%	6,39%
22/02/2010	COBOCE	262.500.000,00	10,1	A2	9,50%	7,94%
21/10/2009	HIDROBOL	69.700.000,00	15,3	C-B1	4,27%	4,27%
21/10/2009	HIDROBOL	1.406.720.250,00	15,3	A1-BBB3	2,29%	2,29%

Fuente: Bisa S.A. Agencia de Bolsa
Elaboración: Propia

En las tablas anteriores, podemos observar los emisores de cada proceso de titularización, pero es válido recalcar que los emisores no son las empresas sino los patrimonios autónomos formados por la cesión de activos o flujos futuros por parte del emisor.

El monto de la emisión puede estar separado por diferentes series a diferentes plazos, tasas y calificaciones de riesgo.

La calificación de riesgo no es una recomendación pero puede ayudar al inversionista a tomar una decisión respecto a los diferentes títulos que pueden estar disponibles en el mercado, esta calificación es dada por empresas calificadores de riesgo autorizadas por la ASFI y registradas en el Registro del Mercado de Valores,. Podemos interpretar las calificaciones de riesgo de la siguiente manera:

Deuda a corto plazo:

CALIFICACION	DEFINICION
N-1	Alta capacidad de pago, la cual no se vería afectada significativamente por cambios en el emisor, en el sector al que pertenece o en la economía.
N-2	Buena capacidad de pago, siendo susceptible de deteriorarse por cambios en el emisor, en el sector al que pertenece o en la economía.
N-3	Cuenta con suficiente capacidad de pago, siendo susceptible a debilitarse por cambios en el emisor, sector al que pertenecen o en la economía.

A largo plazo:

CALIFICACION	DEFINICION
AAA	Muy alta capacidad de pago, no afectada por cambios en el emisor, en el sector al que pertenecen o en la economía.
AA1 AA2 AA3	Buena capacidad de pago, no afectada por cambios en el emisor, en el sector al que pertenecen o en la economía.
A1 A2 A3	Buena capacidad de pago, susceptible de deteriorarse levemente por cambios en el emisor, en el sector al que pertenece o en la economía.
BBB1	Suficiente capacidad de pago, susceptible a debilitarse por

BBB2 cambios en el emisor, sector al que pertenecen o en la
BBB3 economía.

La tasa cupón es la misma que la tasa nominal que significa la tasa a la que va a ser colocada la emisión en mercado primario, pudiendo esta reducirse por la puja debido a la demanda de inversionistas por el título, esta es la tasa de colocación. En el mercado de valores boliviano, cada una de las AFP ' s puede acceder hasta al 40% de cada emisión haciendo un total del 80%, dejado el 20% a otros inversionistas ya sean naturales o jurídicos.

Tabla 13. Tasa Activa Promedio de Procesos de Titularización según el plazo

Año	1 Año	2 Años	3 Años	mayores a 3 años
2009	0,00%	0,00%	0,00%	3,28%
2010	1,91%	3,30%	0,00%	6,40%
2011	3,10%	3,50%	3,90%	5,10%
2012	3,20%	4,60%	5,20%	5,85%
2013	3,20%	4,03%	4,58%	5,51%
Promedio	2,28%	3,09%	2,74%	5,23%

Fuente: Banco Central de Bolivia
Elaboración: Propia

Las tasas activas a un año tienen una mínima de 1,91 %el año 201 0 y una máxima de 3,20% el año 2009 con una tasa promedio de 2,28%. A dos años una mínima de 3,30% el año 201 0 y una máxima de 4,60% el 2012 con un promedio simple de 3,09%. A tres años una mínima de 3,90% el 2011 y una máxima de 5,20% el 2012 con una tasa promedio de 2,74% y por último a un plazo mayor a tres años vemos

una tasa mínima de 3,28% el 2009, una máxima de 6,40 el 2012% y una tasa promedio de 11,58%. Utilizamos estas tasas promedio para el cálculo de los índices a continuación:

El intervalo de confianza de la media nos permite definir la tasa media de un proceso de titularización con un 95% de seguridad, nos permite reducir el error al 5% en nuestro cálculo de la media de las tasas para poder calcular el costo medio de una emisión de valores de titularización.

El error estándar de la media es una medida que nos muestra cuán alejada de la media real está la media de la muestra, está determinado por la dispersión de los valores de la muestra y el tamaño de la muestra.

Tabla 14. Pruebas estadísticas Procesos de Titularización

	Media	Desviación estandar	Error estandar	Intervalo de confianza 95%
1 año	3,14%	0,6649	0,2513	2,64% - 3,65%
2 años	4,05%	0,5785	0,2186	3,61% - 4,49%
3 años	4,64%	0,6020	0,2458	4,15% - 5,13%
mayor a 3 años	5,51%	1,3352	0,2986	4,91% - 6,10%

Fuente: Bisa S.A. Agencia de Bolsa
Elaboración: Propia

En la tabla 13 podemos observar los resultados obtenidos para los índices de las tasas a los diferentes plazos donde podemos ver:

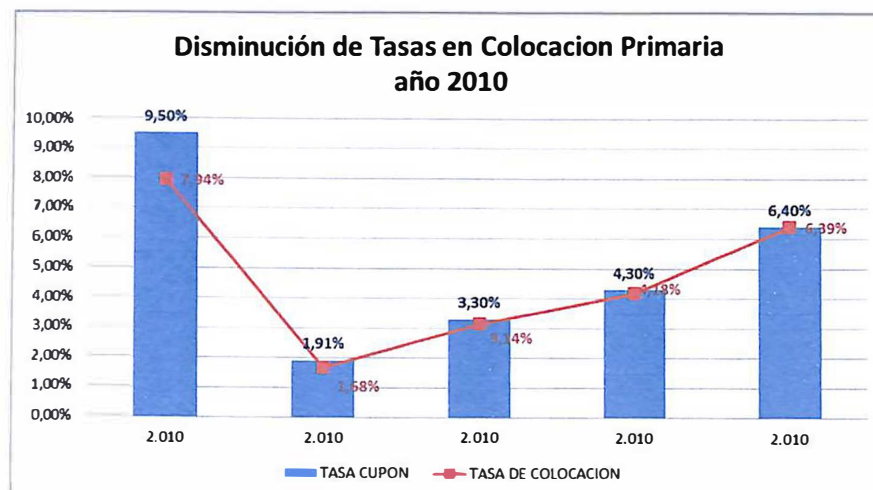
Para nuestra muestra de préstamos a un año tenemos una media de 3,14%, una desviación estándar 0,66 calculando, para el tamaño de la muestra, un intervalo de confianza (95%) entre 2,64% y 3,65%.

Para nuestra muestra de préstamos a dos años tenemos una media de 4,05%, una desviación estándar 0,57 calculando, para el tamaño de la muestra, un intervalo de confianza (95%) entre 3,61 % y 4,49%.

Para nuestra muestra de préstamos a tres años tenemos una media de 4,64%, una desviación estándar 0,60 calculando, para el tamaño de la muestra, un intervalo de confianza (95%) entre 4,15% y 5,30%.

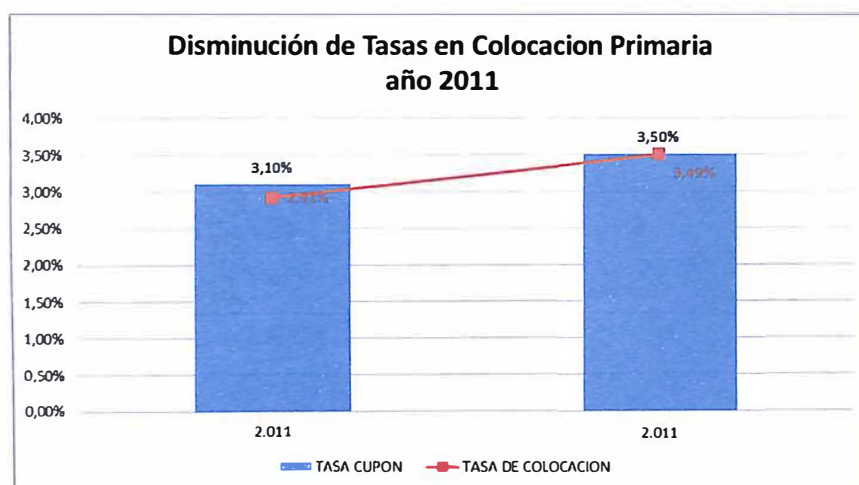
Para nuestra muestra de préstamos a un plazo mayor a tres años tenemos una media de 5,51 %, una desviación estándar 1,33 calculando, para el tamaño de la muestra, un intervalo de confianza (95%) entre 4,91% y 6,10%.

Ilustración 8. Reducción de Tasas en Mercado Primario año 2010



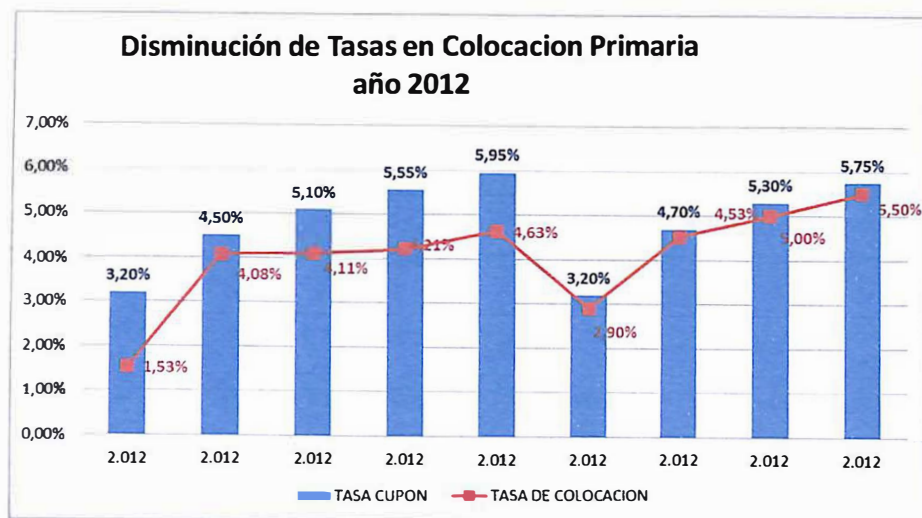
Fuente: Bisa S.A. Agencia de Bolsa
Elaboración: Propia

Ilustración 9. Reducción de Tasas en Mercado Primario año 2011



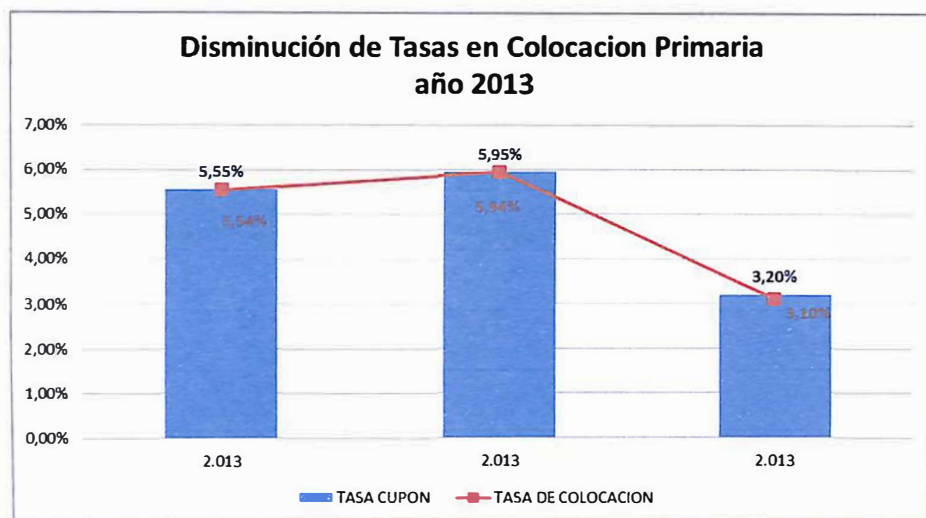
Fuente: Bisa S.A. Agencia de Bolsa
Elaboración: Propia

Ilustración 10. Reducción de Tasas en Mercado Primario año 2012



Fuente: Bisa S.A. Agencia de Bolsa
Elaboración: Propia

Ilustración 11. Reducción de Tasas en Mercado Primario año 2013



Fuente: Bisa S.A. Agencia de Bolsa
Elaboración: Propia

En los gráficos anteriores podemos observar una de las ventajas del proceso de titularización que es la reducción de tasas al momento de la colocación primaria en

el mercado de valores. La mayor reducción de tasa podemos verla el año 2013 en la colocación de la emisión del PA de la institución para el desarrollo CRECER a un plazo de un año al 1.67%, lo que representa una disminución significativa del costo financiero. Reducciones detalladas a continuación:

Tabla 15. Reducción de Tasas en Mercado Primario

FECHA	E	EMISOR	MONTO	PLAZO EN AÑOS	CALIFICACION DE RIESGO	TASA CUPÓN	TASA DE COLOCACION	REDUCCION DE LA TASA
22/02/2010	COB	COBOCE	262.500.000,00	10,1	A2	9,50%	7,94%	1,56%
30/06/2010	MCN	PA MICROCREDITO CRECER	4.000.000,00	1,0	N-2	1,91%	1,68%	0,23%
30/06/2010	MCN	PA MICROCREDITO CRECER	6.100.000,00	2,0	A2	3,30%	3,14%	0,16%
30/06/2010	MCN	PA MICROCREDITO CRECER	6.100.000,00	4,0	A3	4,30%	4,18%	0,12%
01/07/2010	MCN	PA MICROCREDITO CRECER	5.500.000,00	8,1	A3	6,40%	6,39%	0,01%
13/09/2011	MCB	PA Microcredito IFD-BDP - CRECER	1.760.000,00	1,0	N-1	3,10%	2,91%	0,19%
13/09/2011	MCB	PA Microcredito IFD-BDP - CRECER	15.840.000,00	2,0	A2	3,50%	3,49%	0,01%
14/09/2012	MBD	CRECER	30.000.000,00	1,0	N-1	3,20%	1,53%	1,67%
14/09/2012	MBD	CRECER	30.000.000,00	2,1	A2	4,50%	4,08%	0,43%
14/09/2012	MBD	CRECER	30.000.000,00	3,1	A2	5,10%	4,11%	0,99%
14/09/2012	MBD	CRECER	30.000.000,00	4,1	A2	5,55%	4,21%	1,34%
14/09/2012	MBD	CRECER	30.000.000,00	5,1	A2	5,95%	4,63%	1,32%
25/10/2012	MBP	CIDRE	5.500.000,00	1,0	N-1	3,20%	2,90%	0,30%
25/10/2012	MBP	CIDRE	5.500.000,00	2,1	A3	4,70%	4,53%	0,17%
25/10/2012	MBP	CIDRE	5.500.000,00	3,1	A3	5,30%	5,00%	0,30%
25/10/2012	MBP	CIDRE	5.500.000,00	4,0	A3	5,75%	5,50%	0,25%
26/07/2013	MID	CRECER - BDP ST 025	34.000.000,00	4,1	A2	5,55%	5,54%	0,01%
26/07/2013	MID	CRECER - BDP ST 025	34.000.000,00	5,1	A2	5,95%	5,94%	0,01%
11/10/2013	MII	IDEPRO- BDP ST 026	4.000.000,00	0,9	N-1	3,20%	3,10%	0,10%
12/02/2014	BDI	BISA ST- DIACONIA FRIF	28.500.000,00	1,0	N-1	4,20%	4,09%	0,11%

Fuente: www.bcb.com
Elaboración: Propia

4.2.3 Cálculo del Costo Financiero para Titularización

Para el cálculo del costo financiero se utiliza la siguiente formula:

$$VF = vn * (1 + (t * \frac{p}{360}))$$

Dónde:

VF, es el valor final de la deuda (total a pagar)

Vn, es el Valor Nominal (monto financiado)

T, es la tasa de rendimiento

P, es el plazo de la deuda

Tabla 16. Tasas y Costos Proceso de Titularización, expresado en moneda nacional, a un año

1 AÑO TITULARIZACION		
	Sin costos adicionales	Con costos adicionales
VN	15,000,000	
TR MIN	2.64%	
TR MEDIA	3.14%	
TR MAX	3.65%	
PLAZO	360	
COSTO MIN	15,396,253	15,704,389
COSTO MEDIO	15,471,643	15,779,779
COSTO MAX	15,547,033	15,855,169

Fuente: Bisa S.A. Agencia de Bolsa
Elaboración: Propia

Para el cálculo del costo de un proceso de titularización al plazo de un año, se utilizó el promedio de los montos de emisiones de valores de titularización en el

periodo del 2009 al 2013 al mismo plazo para uniformar el monto para el cálculo de un préstamo bancario y un proceso de titularización. Utilizando en este caso un monto de Bs. 15.000.000.- al igual que para un préstamo bancario. Donde la tasa media 3,14% con un intervalo de confianza del 95% entre 2,64% y 3,65% son resultado de la aplicación de la suma de la media con el intervalo de confianza. Mediante las cuales obtenemos el costo medio de Bs. 15.471.643 con un intervalo de confianza del 95% entre Bs. 15.396.253 y Bs. 15.547.033 a un año plazo.

Tabla 17. Otros costos de titularización a un año

OTROS COSTOS TITULARIZACIÓN		
Estructuración	USD15.000,00	103,650
Comisión por colocación	0,23%	34,500
Costo anual Calificadora	USD15.000 (anual)	103,650
Representante Común	USD3.600 (anual)	24,876
Costos auditoria externa	-	
Gastos notariales	USD5.000	34,550
Agente Pagador	USD1.000	6,910
Total		308,136

Fuente: Bisa S.A. Agencia de Bolsa
Elaboración: Propia

La titularización tiene otros gastos adicionales que podemos observar en la tabla anterior que incrementan el costo financiero de esta opción. Los cuales adicionamos al cálculo de los costos obteniendo el costo medio de Bs. 15,779, 779.- con un intervalo de confianza del 95% entre Bs. 15,704,389.-y Bs. 15,855, 169.-a un año plazo.

Tabla 18. Tasas y Costos Proceso de Titularización, expresado en moneda nacional, a dos años

2 AÑOS TITULARIZACIÓN		Con costos adicionales
VN	18,000,000.00	
TR MIN	4.00%	
TR MEDIA	4.05%	
TR MAX	4.49%	
PLAZO	720	
COSTO MIN	19,440,000	19,883,562
COSTO MEDIO	19,458,154	19,901,716
COSTO MAX	19,615,574	20,059,136

Fuente: Bisa S.A. Agencia de Bolsa
Elaboración: Propia

Para el cálculo del costo de un proceso de titularización al plazo de dos años, se utilizó el promedio de los montos de emisiones de valores de titularización en el periodo del 2009 al 2013 al mismo plazo para uniformar el monto para el cálculo

de un préstamo bancario y un proceso de titularización. Utilizando en este caso un monto de Bs. 18.000.000.-al igual que para un préstamo bancario. Donde la tasa media 4,05% con un intervalo de confianza del 95% entre 3,61 % y 4,49% son resultado de la aplicación de la suma de la media con el intervalo de confianza. Mediante las cuales obtenemos el costo medio de Bs. 19.458.154 con un intervalo de confianza del 95% entre Bs. 19.300.735 y Bs. 19.615.574 a dos años plazo.

Tabla 19. Otros costos de titularización a dos años

OTROS COSTOS TITULARIZACION		
Estructuración	USD15.000,00	103,650
Comisión por colocación	0,23%	41,400
Costo anual Calificadora	USD15.000 (anual)	207,300
Representante Común	USD3.600 (anual)	49,752
Costos auditoria externa	-	
Gastos notariales	USD5.000	34,550
Agente Pagador	USD1.000	6,910
Total		443,562

Fuente: Bisa S.A. Agencia de Bolsa
Elaboración: Propia

En la tabla anterior podemos observar el monto que representan los costos adicionales del proceso de titularización el cual adicionamos al cálculo anterior obteniendo un costo medio de Bs. 19.901.716.- con un intervalo de confianza del 95% entre Bs. 19.883.562.- y Bs. 20.059.136.- a dos años plazo.

Tabla 20. Tasas y Costos Proceso de Titularización, expresado en moneda nacional, a tres años

3 AÑOS TITULARIZACION		Con costos adicionales
VN	22,000,000.00	
TR MIN	4.15%	
TR MEDIA	4.64%	
TR MAX	5.13%	
PLAZO	1,080	
COSTO MIN	24,739,000	25,320,288
COSTO MEDIO	25,063,500	25,644,788
COSTO MAX	25,387,916	25,969,204

Fuente: Bisa S.A. Agencia de Bolsa
Elaboración: Propia

Para el cálculo del costo de un proceso de titularización al plazo de tres años, se utilizó el promedio de los montos de emisiones de valores de titularización en el periodo del 2009 al 2013 al mismo plazo para uniformar el monto para el cálculo de un préstamo bancario y un proceso de titularización. Utilizando en este caso un monto de Bs. 22.000.000.- al igual que para un préstamo bancario.

Donde la tasa media 4,64% con un intervalo de confianza del 95% entre 4, 15% y 5, 13% son resultado de la aplicación de la suma de la media con el intervalo de confianza. Mediante las cuales obtenemos el costo medio de Bs. 25.069.500 con un intervalo de confianza del 95% entre Bs. 24.739.084 y Bs. 25.387.916 a tres años plazo.

Tabla 21. Otros costos de titularización a tres años

OTROS COSTOS TITULARIZACIÓN		
Estructuración	USD15.000,00	103,650
Comisión por colocación	0,23%	50,600
Costo anual Calificadora	USD15.000 (anual)	310,950
Representante Común	USD3.600 (anual)	74,628
Costos auditoria externa	-	
Gastos notariales	USD5.000	34,550
Agente Pagador	USD1.000	6,910
Total		581,288

Fuente: Bisa S.A. Agencia de Bolsa
Elaboración: Propia

Los costos adicionales de la tabla anterior se adicionaran para el cálculo del nuevo costo financiero, obteniendo un costo medio de Bs. 25.644.788.-con un intervalo de confianza del 95% entre Bs. 25.644.788.-y Bs. 25.969.204.-a tres años plazo.

Tabla 22. Tasas y Costos Proceso de Titularización a un plazo mayor a tres años

MAYOR A TRES AÑOS TITULARIZACION		Con costos adicionales
VN	101,000,000.00	
TR MIN	4.91%	
TR MEDIA	5.51%	
TR MAX	6.10%	
PLAZO	2,260	
COSTO MIN	132,132,128	133,316,395
COSTO MEDIO	135,907,929	137,092,196
COSTO MAX	139,694,081	140,878,349

Fuente: Bisa S.A. Agencia de Bolsa
Elaboración: Propia

Para el cálculo del costo de un proceso de titularización un plazo mayor a tres años, se utilizó el promedio de los montos de emisiones de valores de titularización en el periodo del 2009 al 2013 al mismo plazo para uniformar el monto para el cálculo de un préstamo bancario y un proceso de titularización. Utilizando en este caso un monto de Bs. 101.000.000.-al igual que para un préstamo bancario ya que tenemos una muestra más heterogénea.

Donde la tasa media 5,51 % con un intervalo de confianza del 95% entre 4,91 % y 6,10% son resultado de la aplicación de la suma de la media con el intervalo de confianza. Mediante las cuales obtenemos el costo medio de Bs. 135.907.929 con un intervalo de confianza del 95% entre Bs. 132.121.7776 y Bs. 139.694.081 a un plazo mayor a tres años.

Tabla 23. Otros costos de titularización a un plazo mayor a tres años

OTROS COSTOS TITULARIZACION		
Estructuración	USD15.000,00	103,650
Comisión por colocación	0,23%	232,300
Costo anual Calificadora	USD15.000 (anual)	650,692
Representante Común	USD3.600 (anual)	156,166
Costos auditoria externa	-	
Gastos notariales	USD5.000	34,550
Agente Pagador	USD1.000	6,910
Total		1,184,268

Fuente: Bisa S.A. Agencia de Bolsa
Elaboración: Propia

Los costos adicionales de la tabla anterior se adicionaran para el cálculo del nuevo costo financiero, obteniendo un costo medio de Bs. 137.092.196.- con un intervalo de confianza del 95% entre Bs. 133.316.395.- y Bs. 140.878.349.- a un plazo mayor a tres años.

4.3 Comparación Estadística, prueba de Hipótesis

Para la comparación de los costos de las diferentes alternativas tomamos en cuenta las siguientes medidas estadísticas, se pretende comprar los intervalos de confianza de la media para las tasas y costos.

Se escogió un 95% de poder estadístico para el cálculo del intervalo de confianza, este intervalo de confianza es aceptado por consenso como medida del valor mínimo aceptable para el error tipo uno. Nos permite extrapolar los resultados obtenidos del análisis de la muestra histórica para hacer la comparación estadística y para predecir futuros procesos de titularización o préstamos bancarios.

Para definir el poder estadístico de la comparación se utilizó el Test "z standard". Para determinar la magnitud del efecto del proceso de titularización utilizando el préstamo como control calculamos la reducción absoluta del costo, el costo relativo y la reducción del costo relativo.

El Intervalo de confianza de la media podemos utilizarlo para comprar la tasa media de los procesos de titularización con la tasa media de los préstamos bancarios, como el poder estadístico de ambas medias es del 95% si no se cruzan la probabilidad de error es menor al 5% y por ello se rechazaría la hipótesis nula.

Tabla 24. Comparación estadística de Opciones

Plazo		Préstamo Bancario		Titularización		P
1 Año	Tasas	6.61%	7.40%	2.64%	3.65%	<0.0001
	Costos	15,991,925	16,110,055	15,704,389	15,855,169	<0.0001
2 Años	Tasas	13.81%	15.36%	4.00%	4.49%	<0.0001
	Costos	22,972,777	23,528,801	19,883,562	20,059,136	<0.0001
3 Años	Tasas	16.36%	17.26%	4.15%	5.13%	<0.0001
	Costos	32,799,646	33,388,557	25,320,288	25,969,204	<0.0001
Mayor a tres años	Tasas	11.18%	11.99%	4.91%	6.10%	<0.0001
	Costos	171,887,411	176,999,653	133,316,395	140,878,349	<0.0001

Fuente: www.bcb.com; Bisa S.A. Agencia de Bolsa
Elaboración: Propia

En la tabla 24 podemos observar que los intervalos de confianza no se cruzan para las muestras y controles, lo que nos muestra que tasas y costos son verdaderamente distintos al comparar las alternativas. Para medir con precisión la significancia estadística de la comparación utilizamos el test “z” con un resultado para un **valor de probabilidad P** menor a 0.0001, en la comparación para todos los plazos de la muestra. Por ello, podemos rechazar la hipótesis nula con un grado de certeza mayor al 95%. En el cálculo de los costos del proceso de titularización se tomaron en cuenta otros costos de titularización especificados en las tablas 17,19, 21 y 23.

4.3.1 Medidas de Magnitud de efecto

Habiendo establecido que existe una diferencia estadística significativa entre las tasas y costos obtenidos con un proceso de titularización en lugar de un préstamo

bancario utilizamos las siguientes medidas para definir la magnitud de dicha diferencia.
(Tablas 25 a 28)

4.3.1.1 Reducción del costo absoluto

Representa la reducción del monto medio en el caso de optar por el financiamiento mediante un proceso de titularización en lugar de un préstamo bancario.

4.3.1.2 Costo relativo

Es el cociente de los costos medios. Es otra forma de apreciar la magnitud de la diferencia entre los costos. Nos sirve para calcular la reducción del costo relativo.

4.3.1.3 Reducción del costo relativo

Representa el porcentaje que ahorra la empresa en caso de financiarse mediante la emisión de valores de titularización.

Tabla 25. Medidas de Magnitud del efecto a un año

1 AÑO TASAS		
DIF. DE LA MEDIA	3.86%	
INTERVALO DE CONFIANZA DE LA DIFERENCIA DE LA MEDIA	2.69%	5.03%
COSTOS		
REDUCCION DEL COSTO ABSOLUTO	271,164	
INTERVALO DE CONFIANZA 95% DE LA REDUCCION DEL COSTO ABSOLUTO	95,664	446,364
COSTO RELATIVO	0.98	
REDUCCION DEL COSTO	1.69%	

Fuente: www.bcb.com; Bisa S.A. Agencia de Bolsa
Elaboración: Propia

En la tabla 20 tenemos las medidas de magnitud del efecto del préstamo bancario y de la titularización a un plazo de un año. Utilizamos la diferencia de la media y el intervalo de confianza de la diferencia de la media para poder calcular la reducción del costo absoluto. Para un financiamiento de Bs. 15.000.000.- a un año plazo la reducción del costo es 271.164.- con un intervalo de confianza entre Bs. 95.664 y Bs. 446.364.- El costo relativo nos muestra que el costo de un proceso de titularización a un año es 0,98 veces el costo de un préstamo bancario con las mismas características.

En conclusión, utilizando la titularización en lugar de un préstamo bancario se reduce el 1,69% de los costos financieros representados por la reducción del costo relativo.

Tabla 26. Medidas de Magnitud del efecto a dos años

2 AÑOS		
TASAS		
DIF. DE LA MEDIA	10.54%	
INTERVALO DE CONFIANZA DE LA DIFERENCIA DE LA MEDIA	8.26%	12.81%
COSTOS		
REDUCCION DEL COSTO ABSOLUTO	3,349,038	
INTERVALO DE CONFIANZA 95% DE LA REDUCCION DEL COSTO ABSOLUTO	2,529,242	4,168,902
COSTO RELATIVO	0.86	
REDUCCION DEL COSTO RELATIVO	14.40%	

Fuente: www.bcb.com; Bisa S.A. Agencia de Bolsa
Elaboración: Propia

En la tabla 21 tenemos las medidas de magnitud del efecto del préstamo bancario y de la titularización a un plazo de dos años. Utilizamos la diferencia de la media y el intervalo de confianza de la diferencia de la media para poder calcular la reducción del costo absoluto. Para un financiamiento de Bs. 18.000.000.- a dos años plazo la reducción del costo es Bs. 3.349.038.- con un intervalo de confianza entre Bs. 2.529.242 y Bs. 4.168.902.- El costo relativo nos muestra que el costo de un proceso de titularización a dos años es 0,86 veces el costo de un préstamo bancario con las mismas características.

En conclusión, utilizando la titularización en lugar de un préstamo bancario se reduce el 14,40% de los costos financieros representados por la reducción del costo relativo.

Tabla 27. Medidas de Magnitud del efecto a tres años

3 AÑOS		
TASAS		
DIF. DE LA MEDIA	12.17%	
INTERVALO DE CONFIANZA DE LA DIFERENCIA DE LA MEDIA	10.74%	13.59%
COSTOS		
REDUCCION DEL COSTO ABSOLUTO	7,449,308	
INTERVALO DE CONFIANZA 95% DE LA REDUCCION DEL COSTO ABSOLUTO	6,507,877	8,390,739
COSTO RELATIVO	0.77	
REDUCCION DEL COSTO RELATIVO	22.51%	

Fuente: www.bcb.com; Bisa S.A. Agencia de Bolsa
Elaboración: Propia

En la tabla 22 tenemos las medidas de magnitud del efecto del préstamo bancario y de la titularización a un plazo de tres años. Utilizamos la diferencia de la media y el intervalo de confianza de la diferencia de la media para poder calcular la reducción del costo absoluto. Para un financiamiento de Bs. 22.000.000.- a dos años plazo la reducción del costo es Bs. 7.449.308.- con un intervalo de confianza entre Bs. 6.507.877 y Bs. 8.390.739.- El costo relativo nos muestra que el costo de un proceso de titularización a dos años es 0,77 veces el costo de un préstamo bancario con las mismas características.

En conclusión, utilizando la titularización en lugar de un préstamo bancario se reduce el 22,51 % de los costos financieros representados por la reducción del costo relativo.

Tabla 28. Medidas de Magnitud del efecto a un plazo mayor a tres años

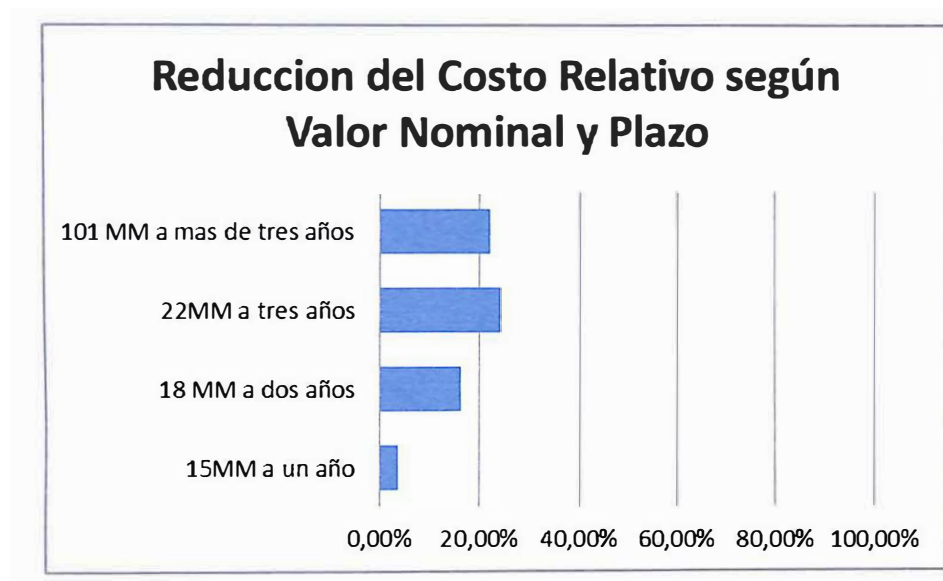
MAYOR A TRES AÑOS		
DIF. DE LA MEDIA	6.08%	
INTERVALO DE CONFIANZA DE LA DIFERENCIA DE LA MEDIA	5.30%	6.85%
COSTOS		
REDUCCION DEL COSTO ABSOLUTO	37,338,982	
INTERVALO DE CONFIANZA 95% DE LA REDUCCION DEL COSTO ABSOLUTO	32,400,317	42,277,704
COSTO RELATIVO	0.79	
REDUCCION DEL COSTO RELATIVO	21.41%	

Fuente: www.bcb.com; Bisa S.A. Agencia de Bolsa
Elaboración: Propia

En la tabla 28 tenemos las medidas de magnitud del efecto del préstamo bancario y de la titularización a un plazo mayor a tres años. Utilizamos la diferencia de la media y el intervalo de confianza de la diferencia de la media para poder calcular la reducción del costo absoluto. Para un financiamiento de Bs. 101.000.000.-a un plazo mayor a tres años la reducción del costo es Bs. 37.338.982.-con un intervalo de confianza entre Bs. 31.400.317.-y Bs. 42.277.704.-El costo relativo

nos muestra que el costo de un proceso de titularización más de tres años es 0,79 veces el costo de un préstamo bancario con las mismas características. En conclusión, utilizando la titularización en lugar de un préstamo bancario se reduce el 21,41% de los costos financieros representados por la reducción del costo relativo.

Ilustración 12. Reducción del costo relativo



En el grafico 12 podemos observar que mientras más alto sea el monto y el plazo del financiamiento, la reducción del costo relativo es mayor si utilizamos un proceso de titularización en lugar de un préstamo bancario.

CAPÍTULO V

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

En el presente trabajo de investigación se pudo cumplir el objetivo de conocer el financiamiento bancario y el financiamiento mediante un proceso de titularización llegando a la conclusión, que el financiamiento tradicional es el más conocido y el más utilizado, es por ello que existe mayor literatura y experiencia respecto a este.

Existen muchas ventajas y desventajas que se identificaron en la presente investigación para ambas opciones de financiamiento y podemos concluir que el proceso de titularización presenta muchas ventajas como los mecanismos de cobertura, puede existir una reducción en las tasas al momento de la colocación y se ajusta mejor a la estructura de la empresa pero no es conveniente en caso de que la empresa requiera el financiamiento de forma rápida.

Gracias a las pruebas estadísticas se pudo cumplir con el objetivo de análisis de los costos de ambas opciones, mediante el cálculo de los costos financieros tanto de un préstamo bancario como de un proceso de titularización podemos concluir, gracias a pruebas estadísticas, que un proceso de titularización representa costos financieros menores en todos los plazos utilizados para los cálculos.

Mediante comparación podemos concluir que la reducción del costo financiero, si optamos por un proceso de titularización, oscila entre un 1,69% y 22.51 % dependiendo del plazo y del monto del financiamiento.

La mayor ventaja ofrecida por un proceso de titularización es la significativa reducción de costos, como podemos observar en las tablas 25, 26, 27 y 28. Como queda demostrado por el análisis realizado, la diferencia de tasas y costos es estadísticamente significativa y de una magnitud tal que puede ser un determinante para tomar una decisión respecto al financiamiento.

En perspectiva, con la base de estos resultados es posible profundizar esta comparación realizando un estudio estratificado de subgrupos para la muestra de préstamos bancarios y un análisis de covarianza para el estudio de otras variables relevantes como montos, destino del préstamo, banco prestamista, entre otros.

5. Bibliografía

AGUILAR Juan, BETANCOURT Jesika, CORREA José, GONZALES Lorena. Planteamiento de hipótesis en los trabajos científicos. VALENCIA, 6 de Julio 2009. Disponible en: <http://www.slideshare.net/RodFig29/planteamiento-de-hipotesis-en-los-trabajos-cientificos>.

D.G. ROSSITER. Preparation for MSc Thesis Research. ITC. Enschede 2006 Material traducido y adaptado al español por Ronald Vargas Rojas a partir del texto base Herramientas para realizar una investigación. :, NL. Septiembre 2006 CBBA, Bolivia. Disponible en: http://www.itc.nl/~rossiter/teach/msc/NRM_004_E.pdf

ROJAS Treto Yisel. Fuentes de Formas de Financiamiento Empresarial. Universidad Central de las Villas. Facultad de Ciencias Económicas Departamento de Economía. Disponible en: <http://www.monografias.com/trabajos82/fuentes-formas-financiamiento-empresarial/fuentes-formas-financiamiento-empresarial2.shtml>

BOLSA BOLIVIANA DE VALORES. Aula Bursátil. Preguntas frecuentes (FAQ). Titularización: Conceptos y Ventajas. Disponible en: <http://www.bbv.com.bo/aula.faq6.asp>

SUPERINTENDENCIA DE PENSIONES, VALORES Y SEGUROS. Decreto Supremo N° 25514 capítulo 2 Proceso de Titularización. Artículo tres. Disponible en: <http://servdmzw.asfi.gob.bo/circular/Leyes/DS25514.pdf>

SUPERINTENDENCIA DE PENSIONES, VALORES Y SEGUROS. Normas Generales que Regulan la Organización y Actividades de las Sociedades de Titularización y el Proceso de Titularización, ARTICULO 2°.- DEFINICIONES Disponible en: http://www.asfi.gob.bo/LinkClick.aspx?fileticket=aia1_A9LRBY%3D&tabid=212&mid=852

SUPERINTENDENCIA DE PENSIONES, VALORES Y SEGUROS. Todo lo que usted debe saber acerca de la Titularización. La Paz - Bolivia [s.a].

LEY DE BANCOS Y ENTIDADES FINANCIERAS. Capítulo V, Limitaciones y Prohibiciones. Artículo 44.

Arnold, . 2010. *Mercado de Valores y Bolsa de Valores*. La Paz : 2010.

ARTUCULOZ, directorio de articulos gratis. Diferencia entre Préstamos y Créditos . *Diferencia entre Préstamos y Créditos* . 2008.

DUNN, Jaime. 2009. Introduccion a la Titularizacion y al Financiamiento Estructurado. *Introduccion a la Titularizacion y al Financiamiento Estructurado*. La Paz : s.n., 2009.

PETRO RUIZ Matilde, SANMIGUEL ARIAL Hector. *La Titularización en Bolivia: marco reglamentario y conceptual*. s.l. : Sanmiguel - Petro Asociados, Noviembre, 2000.

MONOGRAFIAS. [En línea] Universidad "Rafael Bellosó Chacín" Facultad de ciencias administrativas. [Citado el: Jueves 24 de Noviembre de 2012.] disponible en:

<http://.monografias.com/trabajos15/financiamiento/financiamiento.shtml#CREDBANCAR>.

MONOGRAFÍAS. [En línea] Universidad Central de las Villas. [Citado el: Sábado 1 de Diciembre de 2012.] Disponible en: <http://.monografias.com/trabajos82/fuentes-formas-financiamiento-empresarial/fuentes-formas-financiamiento-empresarial2.shtml>.

SUPERINTENDENCIA DE PENSIONES, VALORES Y SEGUROS. *Todo lo que usted debe saber acerca de las Entidades Calificadoras de Riesgo*. La Paz : s.n.

SUPERINTENDENCIA DE PENSIONES, VALORES Y SEGUROS, BOLSA BOLIVIANA DE VALORES S.A., ASOCIACIÓN BOLIVIANA DE AGENTES DE VALORES. Ejemplo prácticos de procesos de titularización. *Ejemplo prácticos de procesos de titularización*. La Paz : Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros.

ROJAS Yisel Treto. Monografias. [En línea] Universidad Central de Las Villas. [Citado el: Sabado 1 de Diciembre de 2012.]

HERNANDEZ SAMPIERE Roberto, FERNANDEZ COLLADO Carlos, BAPTISTA LUCIO Pilar, "Metodología de la investigación" tercera edición", 2003, Mexico D.F.

CALLEJAS DE BURGOA Eloina, ROSSO MORALES Humberto, HERRERA Abraham, "GUÍA METODOLÓGICA PARA LA ELABORACIÓN DE LA TESIS DE GRADO" Noviembre 2011, La Paz, Bolivia.

MORALES Frank, Conozca 3 tipos de investigación: Descriptiva, Exploratoria y Explicativa 16/09/2010 citado el 02 de Julio de 2014 Disponible en: <http://manuelgross.blogoo.com/conozca-3-tipos-de-investigacion-descriptiva-exploratoria-y-explicativa>

WIKIPEDIA. Consultado el 02 julio de 2014 a las 14:30 Disponible en: http://es.wikipedia.org/wiki/Investigaci%C3%83n_cuantitativa

ANEXOS

ANEXO 1

PATRIMONIO AUTÓNOMO BISA ST – DIACONIA FRIF

El Patrimonio Autónomo BISA ST – DIACONIA FRIF se crea con el fin de emitir los Valores de Titularización BISA ST – DIACONIA FRIF de contenido crediticio y de Oferta Pública.

Los bienes de BISA Sociedad de Titularización S.A. no responderán por las obligaciones contraídas por el Patrimonio Autónomo.

RESOLUCIÓN QUE INSCRIBE EL PATRIMONIO AUTÓNOMO Y AUTORIZA LA OFERTA PÚBLICA DE LA EMISIÓN EN EL REGISTRO DEL MERCADO DE VALORES (RMV) DE LA AUTORIDAD DE SUPERVISIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO (ASFI): ASFI Nº 070/2014 DE FECHA 11 DE FEBRERO DE 2014

NÚMERO DE REGISTRO DEL PATRIMONIO AUTÓNOMO EN EL RMV DE LA ASFI: ASFI/DSV-PA-BDI-001/2014

NÚMERO DE REGISTRO DE LA EMISIÓN EN EL RMV DE LA ASFI: ASFI/DSV-TD-BDI-001/2014

EMISIÓN DE VALORES DE TITULARIZACIÓN DE CONTENIDO CREDITICIO Y DE OFERTA PÚBLICA

DENOMINACIÓN DE LOS VALORES:

“VALORES DE TITULARIZACIÓN BISA ST – DIACONIA FRIF”

MONTO AUTORIZADO DE LA EMISIÓN:

Bs171.000.000.- (Ciento Setenta y Un Millones 00/100 Bolivianos)

Tipo de Valor a Emitirse:	Valores de Titularización de Contenido Crediticio.
Destinatarios a los que va dirigida la Oferta Pública Primaria:	La oferta será dirigida a personas naturales y personas colectivas.
Moneda de la Emisión:	Bolivianos.
Monto de la Emisión:	Bs171.000.000.- (Ciento Setenta y Un Millones 00/100 Bolivianos).
Nº de Series en que se dividirá la Emisión:	La emisión estará compuesta de seis series (A, B, C, D, E y F)
Fecha de Emisión:	12 de febrero de 2014
Tipo de Interés:	Nominal, anual y fijo.
Precio de Colocación:	Minimamente a la par del valor nominal.
Periodicidad de Amortización del Capital:	Serie A: Cada 22 de mes, a partir de marzo 2014 hasta enero 2015 Serie B: Cada 22 de mes, a partir de febrero 2015 hasta enero 2016, excepto diciembre 2015 Serie C: Cada 22 de mes, a partir de febrero 2016 hasta enero 2017, excepto diciembre 2016 Serie D: Cada 22 de mes, a partir de febrero 2017 hasta enero 2018, excepto diciembre 2017 Serie E: Cada 22 de mes, a partir de febrero 2018 hasta enero 2019, excepto diciembre 2018 Serie F: Cada 22 de mes, a partir de febrero 2019 hasta enero 2020
Periodicidad de Pago de Intereses:	Mensualmente cada 22 de mes, a partir de marzo 2014 hasta enero 2020
Plazo de Colocación Primaria:	El plazo para la colocación primaria de los Valores de Titularización será de 7 (siete) días calendario y se iniciará a partir de la fecha de Emisión.
Procedimiento de Colocación Primaria y Mecanismo de Negociación:	Mercado Primario Bursátil en la Bolsa Boliviana de Valores S.A. (BBV).
Forma de Circulación de los Valores:	A la orden.
Modalidad de Colocación:	A mejor esfuerzo.
Bolsa en la cual se inscribirá la Emisión:	Bolsa Boliviana de Valores S.A.
Forma de Representación de los Valores:	Mediante Anotaciones en Cuenta en el Sistema de Registro de Anotaciones en Cuenta a Cargo de la Entidad de Depósito de Valores de Bolivia S.A. (EDV).
Lugar de suscripción de los Valores:	EDV. Las oficinas de la EDV se encuentran ubicadas en la Av. 20 de Octubre Nº 2665 Edificio Torre Azul, Piso 12 de la ciudad de La Paz.
Mecanismos de cobertura:	Fondo de Liquidez
Sistemas de Respaldo adicional:	Fondo Excedentes del Patrimonio Autónomo y Exceso en los Compromisos del Periodo a) En el día del vencimiento de cada cupón de la Emisión: las amortizaciones de capital y/o pago de intereses correspondientes se pagarán contra la presentación de la identificación respectiva en base a la lista emitida por la Entidad de Depósito de Valores de Bolivia S.A., ("EDV"). b) A partir del día siguiente hábil de la fecha de vencimiento de cupón: las amortizaciones de capital y/o pago de intereses correspondientes se pagarán contra la presentación del Certificado de Acreditación de Titularidad (CAT) emitido por la EDV, dando cumplimiento a las normas legales vigentes aplicables.
Forma de pago de intereses y pago de capital:	Los pagos se harán en cheque, en días hábiles en el horario de atención al público. De solicitar el Tenedor que sus pagos se realicen con Cheque BCB o transferencia electrónica, el costo de la emisión y gestión del mismo correrá por cuenta del Tenedor de Valores de Titularización solicitante.
Calificadora de Riesgo:	Calificadora de Riesgo Pacific Credit Rating S.A.

Serie	Clave de Pizarra	Monto de la Serie Bs	Cantidad de Valores	Valor Nominal de cada Valor Bs	Tasa de Interés	Plazo (Días Calendario)	Fecha de Vencimiento
A	BDI-TD-NA	28.500.000	28.500	1.000	4,20%	344	22 de enero de 2015
B	BDI-TD-NB	28.500.000	28.500	1.000	4,30%	709	22 de enero de 2016
C	BDI-TD-NC	28.500.000	28.500	1.000	4,40%	1.075	22 de enero de 2017
D	BDI-TD-ND	28.500.000	28.500	1.000	5,10%	1.440	22 de enero de 2018
E	BDI-TD-NE	28.500.000	28.500	1.000	5,70%	1.805	22 de enero de 2019
F	BDI-TD-NF	28.500.000	28.500	1.000	6,00%	2.170	22 de enero de 2020

Calificación de Serie A: N-1 Categoría Nivel 1 (N-1): Corresponde a aquellos valores que cuentan con una alta capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en el sector o en la economía.

Calificación de riesgo Series B, C, D, E y F: AA3 Corresponde a aquellos valores con una alta capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados la cual no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor o en el sector al que pertenece o en la economía.

Si el numeral 3 acompaña esta categoría se entenderá que el valor se encuentra en el nivel más bajo de la calificación asignada.

“LA CALIFICACIÓN DE RIESGO NO CONSTITUYE UNA SUGERENCIA O RECOMENDACIÓN PARA COMPRAR, VENDER O MANTENER UN VALOR, NI UN AVALO O GARANTÍA DE UNA EMISIÓN O SU EMISOR; SINO UN FACTOR COMPLEMENTARIO PARA LA TOMA DE DECISIONES DE INVERSIÓN”.

VEÁSE LA SECCIÓN “FACTORES DE RIESGO” EN LA PÁGINA 56, LA CUAL EXPONE CIERTOS FACTORES QUE DEBERÁN SER CONSIDERADOS POR LOS POTENCIALES ADQUIRIENTES DE LOS VALORES OFRECIDOS

Sociedad de Titularización, Agente Pagador, Estructurador y Administrador del
Patrimonio Autónomo

Agente colocador

Sociedad de titularización


agencia de bolsa

LA AUTORIZACIÓN IMPARTIDA POR LA AUTORIDAD DE SUPERVISIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO NO IMPLICA UNA CERTIFICACIÓN SOBRE LA BONDAD Y CALIDAD DE LOS VALORES DE LA EMISIÓN, NI LA SOLVENCIA DEL PATRIMONIO AUTÓNOMO BISA ST – DIACONIA FRIF. EL INVERSIONISTA DEBERÁ EVALUAR LA CONVENIENCIA DE LA ADQUISICIÓN DE ESTOS VALORES, TENIENDO PRESENTE QUE EL O LOS ÚNICOS RESPONSABLES DEL PAGO DE LOS VALORES ES EL PATRIMONIO AUTÓNOMO BISA ST – DIACONIA FRIF Y QUIENES RESULTEN OBLIGADOS A ELLO.

LOS VALORES DE TITULARIZACIÓN SERÁN PAGADOS EXCLUSIVAMENTE CON LOS ACTIVOS DEL PATRIMONIO AUTÓNOMO BISA ST – DIACONIA FRIF. BISA SOCIEDAD DE TITULARIZACIÓN S.A. NO SE HACE RESPONSABLE DEL PAGO DE LAS OBLIGACIONES EMERGENTES DE LA PRESENTE EMISIÓN POR ADQUIRIR OBLIGACIONES DE MEDIO Y NO DE RESULTADO.

LA DOCUMENTACIÓN RELACIONADA CON LA PRESENTE EMISIÓN ES DE CARÁCTER PÚBLICO Y SE ENCUENTRA DISPONIBLE PARA EL PÚBLICO EN GENERAL EN LAS OFICINAS DE LA AUTORIDAD DE SUPERVISIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO, BOLSA BOLIVIANA DE VALORES S.A., BISA S.A. AGENCIA DE BOLSA Y BISA SOCIEDAD DE TITULARIZACIÓN S.A.

LA PAZ, FEBRERO 2014

ANEXO 3

TITULO VIII DE LA TITULARIZACION CAPITULO UNICO Ley del Mercado de Valores

NORMAS GENERALES

ARTÍCULO 76.-TITULARIZACION. La titularización consiste en constituir patrimonios autónomos bajo la administración de sociedades de titularización con activos y bienes, presentes o futuros, destinados a garantizar y pagar Valores emitidos en favor de inversionistas, independientes del patrimonio del cedente, denominado a estos efectos "Empresa Originadora".

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

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

ARTICULO 77.-ORIGINADOR. La persona en interés de la cual se conforma un patrimonio autónomo y que se obliga a transferir a la sociedad titularizadora los activos que integrarán dicho patrimonio.

ARTÍCULO 78.-SOCIEDADES DE TITULARIZACION. Son las receptoras de los activos a titularizar, cuya función será la de servir de vehículo para hacer la emisión. Las sociedades de titularización deberán constituirse como sociedades anónimas con objeto social exclusivo, incluyendo en su denominación, la expresión "Sociedad de Titularización". Las sociedades de titularización deberán obtener de la Superintendencia de Valores autorización para su funcionamiento, previo cumplimiento de la constitución del capital social mínimo y los requisitos y garantías establecidos mediante reglamento. Las sociedades mencionadas quedan sometidas a la fiscalización y control de la Superintendencia de Valores y se registrarán por las normas de la presente Ley y sus reglamentos.

ARTÍCULO 79.-BIENES O ACTIVOS SUJETOS A TITULARIZACION. Podrán estructurarse procesos de titularización a partir de los siguientes activos o bienes: Valores de deuda pública, Valores inscritos en el Registro del Mercado, cartera de crédito, documentos de crédito, flujos de caja, contratos de venta de bienes y servicios, contratos de arrendamiento financiero, contratos de factoraje, activos y proyectos inmobiliarios Y otros, de conformidad a reglamento.

La cesión de activos o bienes a una sociedad de titularización, no requiera el consentimiento ni notificación de los respectivos cedidos o deudores si los hubiere.

ARTÍCULO 80.- EFECTOS DE LA CESION. La cesión de los bienes y activos a una sociedad de titularización es absoluta en términos jurídicos y contables y es oponible a terceros desde la firma del contrato de cesión o transferencia, no pudiendo dichos bienes o activos ser usados para satisfacer obligaciones en favor de acreedores de la empresa originadora ni las deudas de la sociedad de titularización.

ARTÍCULO 81.- PROHIBICIONES. Las sociedades de titularización no podrán intervenir en aquellos procesos de titularización de empresas originadoras en las que sus accionistas, directores, administradores o gerentes, así como sus parientes hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad del cónyuge civil, tengan interés o vinculación de capital u otra forma de participación en sus órganos de administración y/o control.

ARTÍCULO 82.- GARANTIAS DEL ACTIVO. La cesión del patrimonio con el dominio de los activos que lo componen, comprende la transferencia de las garantías que los respaldan, salvo acuerdo expreso en contrario.

ARTÍCULO 83.- VALORES EMITIDOS. Los Valores que se emitan como efecto del proceso de titularización, podrán ser de contenido crediticio, de participación, mixtos o representados en anotaciones en cuenta. De acuerdo a su naturaleza y tradición, podrán ser nominativos, a la orden o al portador. Los Valores resultantes del proceso de titularización serán considerados como títulos con fuerza ejecutiva.

ARTÍCULO 84.- CALIFICACION DE RIESGO. La emisión de Valores de contenido crediticio y la de Valores mixtos, como consecuencia de procesos de titularización, deberá contar con la calificación de riesgo a la que se refiere el Título VI de la presente Ley.

ARTÍCULO 85.- NORMAS ESPECIALES. El mecanismo de titularización, el contrato, la cesión, la emisión, las garantías, la calificación de riesgo, los procedimientos de gestión, los procedimientos de titularización de bienes muebles e inmuebles y demás requisitos del proceso, estarán regulados mediante reglamento.

ARTÍCULO 86.- TRATAMIENTO TRIBUTARIO. La cesión de los bienes o activos sujetos a procesos de titularización a cargo de las sociedades titularizadoras, tanto al inicio como a la finalización del proceso, se encuentra exenta del Impuesto a las Transacciones, del Impuesto al Valor Agregado (I.V.A) y del pago de tasas de registro

ANEXO 4

NORMAS GENERALES QUE REGULAN LA ORGANIZACIÓN Y ACTIVIDADES DE LAS SOCIEDADES DE TITULARIZACIÓN Y EL PROCESO DE TITULARIZACIÓN

Hugo Bánzer Suárez
PRESIDENTE DE LA REPUBLICA

CONSIDERANDO:

Que la Ley del Mercado de Valores N° 1834 de fecha 31 de marzo de 1998 faculta al Poder Ejecutivo reglamentarla, para adecuar su aplicación a las necesidades de las entidades que operan en el mercado.

Que conforme lo previsto en el artículo 85 de la Ley del Mercado de Valores, es necesario reglamentar mediante norma especial el proceso de titularización y los participantes que intervienen en dicho proceso, cuyas normas generales están contenidas en el Capítulo único, Título VIII de la Ley N° 1834. Que en desarrollo del citado artículo 85 y de acuerdo con lo dispuesto en el numeral 9 del artículo 15 de la Ley del Mercado de Valores, la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros, en el marco de la Ley N° 1834 ha propuesto las normas complementarias reglamentarias para regular el proceso de titularización.

EN CONSEJO DE MINISTROS,

DECRETA:

CAPITULO I DISPOSICIONES GENERALES

ARTICULO 1°.- OBJETO

El presente Decreto tiene por objeto establecer las normas generales que regulan la organización y actividades de las Sociedades de Titularización y el proceso de titularización, de acuerdo al Capítulo Único, Título VIII de la Ley N° 1834 de 31 de marzo de 1998, en adelante Ley del Mercado de Valores.

ARTÍCULO 2°.- DEFINICIONES

Para los efectos del presente Decreto se establecen las siguientes definiciones, además de las previstas por la Ley del Mercado de Valores:

- a) Cesión de bienes o activos.-Acto jurídico por el que, una o varias personas individuales o colectivas, transfieren en forma absoluta el derecho de dominio sobre uno o más bienes activos, presente o futuros, a un patrimonio autónomo con la única finalidad de que se emitan a su cargo valores a través de un proceso de titularización.

b) Constitución de Patrimonio Autónomo.- Transferencia efectuada mediante la cesión de bienes o activos, en virtud de contrato suscrito entre el cedente y la sociedad de titularización, o por acto unilateral realizado por la Sociedad de Titularización.

c) Derecho de dominio.- Es el derecho absoluto, en términos jurídicos y contables, ejercicio por la Sociedad de Titularización, sobre los bienes o activos que conforman el patrimonio autónomo para titularización y que, salvo acuerdo expreso en contrario, incluye las garantías y accesorios que lo respaldan. El derecho de dominio, se asimilará a un derecho real.

d) Patrimonio Autónomo para titularización.- Es el constituido con los bienes o activos cedidos por una o más personas individuales o colectivas y afectadas para el propósito de que, a cargo del patrimonio autónomo, se emitan valores.

e) Titularización.- Proceso por el cual, bienes o activos con características comunes, que generen flujos de caja son agrupados para ser cedidos a un patrimonio autónomo administrado por una Sociedad de Titularización, que sirve de respaldo a la emisión de valores de oferta pública.

f) Sociedades de Titularización.- Sociedades anónimas de objeto social exclusivo, encargadas de representar y administrar patrimonios autónomos para titularización.

g) Superintendencia.- Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros que forma parte del Sistema de Regulación Financiera.

CAPITULO II

PROCESOS DE TITULARIZACION

ARTICULO 3°.- CESION DE BIENES O ACTIVOS

A los efectos de la titularización a la que se refiere el artículo 76 de la Ley del Mercado de Valores y en aplicación del artículo 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 únicamente por las obligaciones derivadas de la emisión de valores efectuada dentro del proceso de titularización.

Para la libre enajenación, los bienes o activos 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.

ARTÍCULO 4º.- CONSTITUCION DE PATRIMONIOS AUTONOMOS

La constitución de patrimonios autónomos para titularización, podrá ser efectuada por:

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

ARTÍCULO 5º.-VIA JURIDICA

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 4 del presente Decreto Supremo.
- b) Declaración unilateral de cesión irrevocable de bienes o activos, en el caso señalado por el inciso b) del artículo 4 del presente Decreto Supremo.

ARTÍCULO 6º.- VALUACION DE PATRIMONIOS AUTONOMOS

La Sociedad de Titularización u otra entidad especializada contratada por ésta para tal efecto procederán a la valuación del patrimonio autónomo para titularización. Dicha valuación deberá ser puesta en conocimiento de la Superintendencia pudiendo ésta requerir complementaciones o ampliaciones a la misma, sin que esto signifique que la Superintendencia asuma responsabilidad sobre la valuación realizada conforme a lo previsto por el presente artículo.

ARTÍCULO 7º.- CONDICION DE ORIGINADOR

Cuando el patrimonio autónomo para titularización haya sido constituido mediante contrato celebrado por personas individuales o colectivas no vinculadas a la Sociedad de Titularización, el cedente es originador, de acuerdo al artículo 77 de la Ley de Mercado de Valores.

Cuando el patrimonio autónomo, sea constituido con bienes o activos de propiedad de la Sociedad de Titularización, en virtud del acto unilateral que dio lugar al patrimonio autónomo, ésta no adquiere la condición de originador al que se refiere el artículo 77 de la Ley del Mercado de Valores.

A los efectos de los artículos 81 y 102 de la Ley del Mercado de Valores, se considerará como vinculación, la propiedad accionaria o mayor al veinte por ciento (20%) del capital social, ya sea de la Sociedad de Titularización o del originador. En caso de constitución de patrimonio autónomo por acto unilateral con la compraventa de bienes o activos, no se aplicará la norma sobre vinculación.

ARTÍCULO 8º.-BIENES O ACTIVOS PARA TITULARIZACION

Se podrán realizar procesos de titularización a partir de cualesquiera de los bienes o activos señalados por el artículo 79 de la Ley del Mercado de Valores, siempre que dichos bienes o activos, hayan sido autorizados en forma genérica, mediante Resolución de la Superintendencia aprobada por el Comité de Normas Financieras de Prudencia, en adelante CONFIP. Cuando una entidad de intermediación financiera participe en un proceso de titularización, ésta deberá contar con la conformidad previa de la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras, la que en ejercicio de sus atribuciones impartirá a las entidades que se hallan bajo su supervisión, las instrucciones de carácter general para la aplicación de los procedimientos y prácticas destinadas a su participación en procesos de titularización

ARTICULO 9º.-EMISIÓN DE VALORES DE TITULARIZACION

De conformidad con el artículo 76 de la Ley del Mercado de Valores, los valores emitidos a partir de un proceso de titularización serán de oferta pública con sujeción a la presente disposición legal y demás normas legales aplicables.

ARTICULO 10º.-VALORES A EMITIRSE

Dentro del marco señalado por el artículo 83 de la Ley del Mercado de Valores, los valores que se emitan como resultado de procesos de titularización podrán ser:

- a) Valores de participación.- Los que representan derechos de participación sobre el patrimonio autónomo. El valor de participación tiene rendimiento fijo sino, que será, el resultado de las utilidades o pérdidas que genere el patrimonio autónomo.
- b) Valores de contenido crediticio.- Los que incorporan el derecho a percibir el pago del capital y de los rendimientos financieros, en los términos y condiciones señalados en el valor respectivo.
- c) Valores mixtos.- Son aquellos que resultan de una combinación de los dos tipos de valores descritos anteriormente, en las condiciones establecidas en los mismos. Las características particulares de los valores y las modalidades señaladas en los incisos anteriores, deben ser claramente identificadas.

ARTICULO 11º.-MECANISMOS DE COBERTURA DE RIESGOS

La cobertura de riesgos de un patrimonio autónomo podrá contar con mecanismos externos e internos de cobertura, los cuales deberán estar claramente identificados en el proceso de titularización.

ARTÍCULO 12°.- PLA O DE REDENCION

El plazo máximo de redención de los valores resultantes de un proceso de titularización no podrá superar el plazo establecido en el contrato irrevocable de cesión de bienes o activos o el establecido en la declaración escrita que acredite el acto unilateral de cesión. Asimismo, el plazo mínimo de redención de estos valores no podrá ser inferior a un (1) año calendario.

ARTICULO 13°.- PARTICIPANTES

De acuerdo a las características de los procesos de titularización, los participantes podrán ser los siguientes.

a) Originador.- Se considera como originador a una o más personas individuales o colectivas, nacionales o extranjeras, sin vinculación con la Sociedad de Titularización de acuerdo con el artículo 7 del presente Decreto Supremo, que procede a la cesión de los activos al patrimonio autónomo. Cuando la Sociedad de Titularización ceda los activos o bienes para constituir el patrimonio autónomo por acto unilateral, ésta no adquiere la condición de originador, en concordancia con lo establecido en el artículo 7 del presente Decreto Supremo.

b) Sociedad de Titularización.- Es la sociedad anónima de objeto exclusivo autorizada por la Superintendencia, que administra y representa al patrimonio autónomo, ejerciendo el derecho de dominio sobre los bienes o activos que lo conforman. La sociedad de Titularización sirve de vehículo para la emisión de valores en los términos previstos en la Ley de Mercado de Valores y el presente Decreto Supremo.

c) Administradora de bienes o activos.- Es la persona individual o colectiva encargada de cumplir las funciones de conservación, custodia y administración de los bienes o activos que conforman el patrimonio autónomo para titularización. Las actividades de la administración, serán ejercidas por la Sociedad de Titularización, pudiendo delegarse las mismas al originador o a una entidad diferente. Esta delegación no exime de responsabilidad a la Sociedad de Titularización en la realización diligente de los actos necesarios para la consecución de la finalidad del proceso de titularización.

d) Colocadora.- Es la entidad encargada de la colocación de los valores resultantes de un proceso de titularización en el mercado primario.

e) Estructurador.- Es el encargado de agrupar bienes o activos con características comunes, para efectos de la constitución de los patrimonios autónomos para titularización. La actividad de estructuración podrá ser realizada por la sociedad de Titularización, por el originador o por otra entidad especializada contratada para tal efecto.

f) Inversionistas.- Son los tenedores de los valores emitidos por la Sociedad de Titularización por cuenta del patrimonio autónomo.

g) Representante Común de Tenedores de Valores.- Es quien actúa en representación de los tenedores de valores, emitidos dentro de un proceso de titularización.

Será obligatorio el nombramiento y existencia del representante común de tenedores de valores, el mismo que será designado de acuerdo a reglamento que emita la Superintendencia y consignado en el prospecto de la emisión.

h) Entidad Calificadora de Riesgo.-Es la que otorga la calificación de riesgo a los valores emitidos a través de un proceso de titularización de conformidad a lo establecido en el Reglamento de Entidades Calificadoras de Riesgo.

h) Garante.-Es la persona individual o colectiva que otorga garantías adicionales al proceso de titularización.

CAPITULO III

EFFECTOS DE LA CESION DE LOS BIENES O ACTIVOS

ARTÍCULO 14º.-EFFECTOS DE LA CESION

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

ARTÍCULO 15º.-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.

ARTÍCULO 16º.-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.

ARTICULO 17º.-CENTRAL DE RIESGOS

Los deudores del sistema de intermediación financiera cuyos créditos hubieran sido de cesión para la formación de patrimonios autónomos para titularización, permanecerán en

CAPITULO IV SOCIEDADES DE TITULARIZACION

ARTÍCULO 18º.- ACTIVIDAD

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

ARTÍCULO 19º.- IMPEDIMENTOS

No podrán ser directores, administradores, apoderados o representantes legales de una Sociedad de Titularización:

- a) Los inhabilitados para ejercer el comercio.
- b) Los que tengan auto de procesamiento o sentencia condenatoria por la comisión de delitos comunes.
- c) Los deudores en mora al sistema de intermediación financiera que tengan crédito en ejecución o créditos castigados.
- d) Los que hubieran sido declarados, conforme a procedimientos legales, culpables de delitos económicos contra el orden financiero o en la administración de entidades financieras.
- e) Los responsables de quiebras, por culpa o dolo, en sociedades en general y que hubieran ocasionado la intervención de entidades del sistema financiero.
- f) Los que hubieran sido inhabilitados para ser titulares de cuentas corrientes.
- g) Los Representantes Nacionales, los Concejales Municipales, los alcaldes Municipales, los Oficiales Mayores, los Prefectos de Departamento, Los Magistrados y Jueces y los servidores públicos en general con facultades de decisión y representación.
- h) Los directores o administradores de las entidades financieras del Estado, incluyendo el Banco Central de Bolivia.
- i) Quienes tengan conflicto de interés de acuerdo a lo señalado en el artículo 103º de la Ley del Mercado de Valores.

ARTICULO 20º.- CAPITAL SOCIAL MINIMO

Los Sociedades de Titularización deberán acreditar un capital social mínimo íntegramente suscrito y pagado en Bolivianos, equivalente a 200.000 DEG's (Doscientos Mil Derechos Especiales de Giro). Los aportes de capital deberán hacerse en efectivo.

Si el capital social o el patrimonio neto de una Sociedad de Titularización se redujere a una cantidad inferior al mínimo establecido, la sociedad estará obligada a adecuarlo dentro del plazo máximo de sesenta (60) días calendario, computables a partir de la generación del hecho.

Con el objeto de acreditar la adecuación del capital social requerido, se deberá remitir a la Superintendencia dentro del plazo previsto por el párrafo anterior, original o copia legalizada del Testimonio de la

Escritura Pública de aumento de capital, debidamente inscrito en el Servicio Nacional de Registro de Comercio (SENAREC).

EL incumplimiento de esta obligación será causal suficiente para que la Superintendencia proceda a cancelar la autorización de funcionamiento y la inscripción en el Registro de Mercado de Valores de la Sociedad de Titularización, y disponer la intervención de la misma, conforme a las normas legales aplicables.

ARTÍCULO 21º.- TRANSFERENCIA VOLUNTARIA

La Sociedad de Titularización podrá, previa aprobación de la Superintendencia, transferir voluntariamente los patrimonios autónomos que administra a otra Sociedad de Titularización. Para la correspondiente aprobación por parte de la Superintendencia, la Sociedad de Titularización que transfiere, deberá contar la previa autorización de la Asamblea General de Tenedores de Valores.

ARTÍCULO 22º.- SOLVENCIA PATRIMONIAL

Cuando las sociedades de titularización, generen patrimonios autónomos mediante acto unilateral, a partir de bienes o activos adquiridos, éstas deberán mantener en todo momento un coeficiente de adecuación patrimonial de por lo menos el diez por ciento (10%) con relación a los bienes o activos adquiridos, ponderados según riesgo. Dicha ponderación se establecerá mediante reglamento especial aprobado por el CONFIP.

CAPITULO V

LIQUIDACION

ARTICULO 23º.- LIQUIDACION DEL PATRIMONIO AUTONOMO

Procederá la liquidación del o de los patrimonios autónomos para titularización por cualquiera de las siguientes causales: a) Disolución y liquidación voluntaria de la Sociedad de Titularización en su condición de administrador del patrimonio autónomo, si no hubiere sido posible la transferencia del patrimonio autónomo a otra Sociedad de Titularización.

- b) Cuando por intervención a la Sociedad de Titularización, la Superintendencia disponga la cancelación de la autorización y registro de la misma, si no hubiese sido posible la transferencia del patrimonio autónomo a otra Sociedad de Titularización.
- c) Cuando la Asamblea General de Tenedores de Valores lo acuerde.
- d) Destrucción de los bienes o activos cedidos al patrimonio autónomo, cuando la misma afecte significativamente al patrimonio autónomo, de acuerdo a criterio de la Superintendencia.
- e) Otras causales dispuestas por la Superintendencia.

ARTÍCULO 24°.- AUTORIZACION PARA LIQUIDACION VOLUNTARIA La liquidación voluntaria de un patrimonio autónomo para titularización, por las causales señaladas en la presente norma procederá únicamente con la previa aprobación de la Superintendencia, pronunciada mediante Resolución Administrativa motivada, sin cuyo requisito cualquier acto preparatorio para la liquidación o de realización de la misma, será nulo de pleno derecho, bajo la responsabilidad civil y penal del administrador del patrimonio autónomo para titularización.

ARTÍCULO 25°.- DISOLUCIÓN Y LIQUIDACION VOLUNTARIA

La disolución y liquidación voluntaria de una Sociedad de Titularización, así como su respectivo procedimiento, se regula por las normas del Código de Comercio, en concordancia con la Ley del Mercado de Valores y sus disposiciones reglamentarias, previa autorización de la Superintendencia.

CAPITULO VI

INFRACCIONES, SANCIONES E INTERVENCION

ARTÍCULO 26°.-INFRACCION Y SANCIONES

El incumplimiento a las disposiciones de la Ley del Mercado de Valores y sus reglamentos por parte de los participantes que intervienen en el proceso de titulanización, se sancionará conforme a las normas legales pertinentes.

ARTÍCULO 27°.-INTERVENCION Y LIQUIDACION FORZOSA

La Superintendencia podrá disponer la intervención y liquidación forzosa de una Sociedad de Titularización, por cualquiera de las siguientes causales:

La forma de ejecutar la sentencia se sujetará a las previsiones del artículo 33 de la Ley N° 1760, de acuerdo al siguiente procedimiento:

a) Dictada la sentencia y verificado el acto de remate, el mandamiento para desapoderar al que se refiere el numeral II del artículo 520 del Procedimiento Civil, modificado por el artículo 33 de la Ley 1760, ordenará la desocupación del inmueble, intimando la entrega del mismo en el plazo de diez (10) días, bajo apercibimiento de lanzamiento por la fuerza pública.

b) En el caso en que no se entregue el inmueble de acuerdo al numeral anterior, se procederá al lanzamiento facultad de allanamiento de acuerdo al artículo 635 del Código de Procedimiento

Civil. El lanzamiento se sujetará a las previsiones del artículo 636 del Código de Procedimiento Civil.

ANEXO 5

REGLAMENTO DE NORMAS PRUDENCIALES DE TITULARIZACION

TITULO I DISPOSICIONES GENERALES

CAPITULO I DISPOSICIONES GENERALES

ARTICULO 1.- Objeto. El presente Reglamento tiene por objeto establecer las normas de carácter prudencial, relativas a los procesos de Titularización, conforme a lo establecido por la Ley del Mercado de Valores y el Decreto Supremo No. 25514 de fecha 17 de septiembre de 1999.

ARTÍCULO 2.- Bienes o activos objeto de titularización. Para efectos de lo establecido por el artículo 8 del Decreto Supremo No. 25514 podrán estructurarse procesos de titularización a partir de cualesquiera de los activos o bienes señalados por el artículo 79 de la Ley del Mercado de Valores No. 1834.

Asimismo, conforme a lo establecido por el precitado artículo, la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros podrá autorizar mediante Resolución Administrativa de carácter general, la estructuración de procesos con bienes o activos diferentes de los anteriormente mencionados.

ARTÍCULO 3.- Autorización. La Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros, mediante Resolución Administrativa, autorizará o rechazará las emisiones estructuradas a partir de procesos de titularización con cualesquiera de los bienes o activos previstos por la presente norma, tomando en cuenta las condiciones, situación y requerimientos del mercado y el debido cumplimiento de lo establecido por la Ley del Mercado de Valores, el Decreto Supremo No. 25514, el presente Reglamento y demás disposiciones aplicables.

ARTICULO 4.- Facultad de la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros. La Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros podrá rechazar la solicitud de autorización e inscripción en el RMV de emisiones estructuradas a partir de procesos de titularización, cuando a su juicio:

- a) Existan circunstancias de las cuales se derive un temor razonable de causar un daño al mercado.
- b) Se considere que la operación afecte la solvencia o estabilidad financiera del originador o de la Sociedad de Titularización cuando ésta sea la que constituya el Patrimonio Autónomo por Acto Unilateral.
- c) Las condiciones financieras y económicas del mercado o del sistema financiero así lo ameriten.

ARTÍCULO 5.- Solvencia patrimonial. Conforme a lo establecido por artículo 22 del Decreto Supremo No. 25514, las Sociedades de Titularización que mediante acto unilateral constituyan un patrimonio autónomo deberán acreditar ante la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros que mantienen un coeficiente de adecuación patrimonial de por lo menos el diez por ciento (10%) con relación a los bienes o activos adquiridos. Para tal efecto dichos activos, sea cual fuere la naturaleza de los mismos, tendrán una ponderación igual a uno (1).

CAPITULO II MECANISMOS DE COBERTURA

ARTÍCULO 6.- Mecanismos de cobertura. Constituyen el respaldo en favor de los inversionistas ante la presencia de cualquier riesgo que pueda afectar los activos o bienes objeto de un proceso de titularización. Los procesos de titularización pueden estructurarse incorporando uno o más mecanismos de cobertura, sean estos internos o externos o una combinación de los mismos.

ARTÍCULO 7.- Mecanismos internos de cobertura. Dentro de los mecanismos de cobertura se podrán utilizar alternativamente o en forma combinada los siguientes:

- a) Subordinación de la emisión: Implica que el originador, la Sociedad de Titularización si ella es quien transfiere los bienes o activos o una tercera entidad, suscriba una porción de los valores emitidos. A dicha porción se imputarán los siniestros o faltantes de activos, mientras que a la porción no subordinada se destinarán en primer término, los flujos requeridos para la atención de capital e intereses incorporados en tales valores.

Los valores que conforman la porción subordinada, sin que por ello pierdan el carácter de subordinados, podrán ser colocados en el mercado de valores, siempre que previamente hayan sido objeto de calificación y que ésta considere el riesgo derivado de su condición de subordinados.

b) Sobrecolateralización: Consiste en que el monto de los activos o bienes que conforman el patrimonio autónomo exceda el monto de los valores emitidos. A la porción excedente se imputarán los siniestros o faltantes en cartera o flujo.

c) Exceso de flujo de caja: Este mecanismo consiste en crear una reserva con el margen diferencial o excedente entre el rendimiento generado por la cartera y el rendimiento pagado al inversionista.

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

e) Fondo de liquidez: Este mecanismo consiste en destinar sumas de dinero para que el patrimonio autónomo atienda necesidades eventuales de liquidez. Dichas sumas pueden provenir del originador, de la Sociedad de Titularización si ella es quien transfiere los bienes o activos o de parte de los recursos recibidos por la colocación de los valores.

f) Contratos de crédito subordinado: Consiste en disponer por cuenta del originador o de la Sociedad de Titularización si ella es quien transfiere los bienes o activos y a favor del patrimonio autónomo, de líneas de crédito automáticamente utilizables cuando sean requeridas para atender necesidades de liquidez de dicho patrimonio.

g) Aval: Las entidades originadoras de procesos de titularización o la Sociedad de Titularización si ella es quien transfiere los bienes o activos, podrán avalar las emisiones de los valores emitidos a través de tales procesos, cuando se acredite capacidad patrimonial para ello.

ARTÍCULO 8.- Mecanismos externos de cobertura. Dentro de los mecanismos externos de cobertura se podrán utilizar alternativamente o en forma combinada, los siguientes:

a) Avals o garantías conferidos por instituciones financieras y aseguradoras que no tengan vinculación con quien transfiere los bienes o activos al patrimonio autónomo.

b) Seguros de crédito a los que se refiere los artículos 1106, 1107 y 1108 del Código de Comercio en concordancia con la Ley de Seguros No.1883.

TITULO II ACTIVOS O BIENES OBJETO DE TITULARIZACION

CAPITULO I TITULARIZACION DE CARTERA DE CREDITO Y OTROS ACTIVOS O BIENES GENERADORES DE UN FLUJO DE CAJA

ARTICULO 9.- Características de los activos o bienes. Mediante los procesos de titularización de cartera de crédito y otros activos o bienes generadores de flujo de caja se podrán emitir valores de participación, contenido crediticio o mixto. Dichos procesos se sujetarán a las siguientes reglas especiales, cuyo cumplimiento será previamente verificado por la Sociedad de Titularización:

- a) Debe establecerse matemática o estadísticamente el flujo de caja generado por los bienes o activos titularizados. Dicha proyección debe realizarse por un plazo igual al de duración del patrimonio autónomo.
- b) Tratándose de cartera de crédito deberá especificarse la calificación o combinación de calificación a la que corresponden los créditos, conforme a las normas sobre calificación de cartera expedidas por la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras. El cumplimiento de este requisito se acreditará mediante certificación de la Empresa de Auditoria Externa de la respectiva entidad financiera.

Tratándose de cartera de entidades no vigiladas por la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras, la calidad de los créditos deberá corresponder a las condiciones de dicha calificación, según certificación de la Empresa de Auditoria Externa, autorizada e inscrita en el Registro del Mercado de Valores, del originador o de la Sociedad de Titularización si ella es quien transfiere la cartera al patrimonio autónomo.

ARTÍCULO 10.- Coeficiente de riesgo. Para efecto de la inscripción y autorización de oferta pública de los valores emitidos a través de un proceso de titularización, la Sociedad de Titularización presentará el análisis del coeficiente de riesgo, así como la metodología empleada, debiendo ser la misma sustentada ante la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros y la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras cuando se trate de entidades bajo su fiscalización. Los mecanismos de cobertura implementados deberán cubrir el 100% del riesgo demostrado por el referido coeficiente.

CAPITULO II TITULARIZACION DE INMUEBLES

ARTÍCULO 11.- Definición. Consiste en la transferencia de bienes inmuebles a un patrimonio autónomo con el propósito de emitir a su cargo valores de oferta pública. El

patrimonio autónomo así constituido puede emitir valores de participación, de contenido crediticio o mixtos.

ARTÍCULO 12.-Reglas particulares. La realización de esta clase de procesos se sujetará a las siguientes reglas especiales, cuyo cumplimiento será previamente verificado por la Sociedad de Titularización:

a) Existencia de cuando menos un avalúo actualizado, elaborado de acuerdo a métodos de reconocido valor técnico y expedido por una persona calificada, inscrita en el Colegio correspondiente y que no se encuentre dentro del registro de peritos o valuadores inhabilitados de la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras.

Se entenderá como avalúo actualizado aquel que no tenga más de seis (6) meses de antelación a la fecha de presentación de la solicitud ante la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros.

El avalúo deberá ser efectuado por evaluadores independientes de la persona que transfiere los bienes o activos y de la Sociedad de Titularización.

b) El inmueble objeto de titularización deberá estar libre de gravámenes, modalidades o limitaciones de dominio diversas a las derivadas del régimen de propiedad horizontal. Lo anterior se acreditará mediante Certificado de Registro de Derechos Reales.

No obstante lo anterior, es factible el endeudamiento posterior del patrimonio autónomo con sujeción a los siguientes parámetros:

- Que en el Contrato o en el Acto Unilateral Irrevocable de Cesión de Bienes o Activos se estipule tal posibilidad y se establezcan los objetivos de la adquisición de créditos y las reglas o límites de endeudamiento máximo sobre el valor del patrimonio autónomo, el cual no podrá superar el treinta por ciento (30%) del valor del patrimonio autónomo.
- Que la asamblea de tenedores de valores autorice la celebración de operaciones de endeudamiento.
- Que los créditos se adquieran conforme a las condiciones y tasas de mercado .

c) Acreditar que se han cancelado todos los impuestos que correspondan al inmueble, mediante la presentación de fotocopia del último pago realizado.

d) Tratándose de esquemas en los cuales el flujo de caja constituya factor preponderante en la rentabilidad ofrecida al inversionista deberán incorporarse mecanismos de cobertura internos o externos que permitan cubrir en una vez el coeficiente de riesgo del flujo ofrecido.

e) Los inmuebles objeto de la titularización deberán permanecer asegurados contra riesgos de incendio y terremoto, durante la vigencia del Contrato o del Acto Unilateral Irrevocable de Cesión de Bienes o Activos.

ARTICULO 13.-Valores de deuda con garantía inmobiliaria. Para emitir valores de contenido crediticio con cargo a patrimonios autónomos conformados con bienes inmuebles, los recursos para atender oportunamente el pago de los intereses y el capital de los valores pueden originarse de las siguientes formas:

- a) Flujo externo: La fuente de pago proviene directamente de quien transfiere los bienes o activos al patrimonio autónomo.
- b) Flujo interno: La fuente de pago se origina en un contrato mediante el cual se explota comercialmente el inmueble que conforma el patrimonio autónomo.

La atención del pago de los intereses y el capital de los valores se respaldará mediante cualesquiera de los mecanismos internos o externos de cobertura contemplados en el presente Reglamento, pudiéndose prever la liquidación del patrimonio para atender con su producto a la redención de los valores.

CAPITULO III TITULARIZACION DE PROYECTOS DE CONSTRUCCION

ARTICULO 14.-Titularización de un proyecto de construcción. Podrán emitirse valores mixtos o de participación sobre un patrimonio autónomo constituido con un terreno y los diseños, estudios técnicos y de pre factibilidad económica, programación de obra y presupuestos necesarios para la construcción del inmueble o inmuebles que contemple el proyecto inmobiliario objeto de la titularización.

El inversionista es partícipe del proyecto en su conjunto, obteniendo una rentabilidad derivada de la valorización del inmueble, de la enajenación de unidades de construcción o en general, del beneficio obtenido en el desarrollo del proyecto.

El patrimonio autónomo también puede constituirse con sumas de dinero destinadas a la adquisición del terreno o a la ejecución del proyecto.

ARTÍCULO 15.-Reglas particulares. La realización de esta clase de procesos se sujetará especialmente al cumplimiento de los siguientes requisitos, cuya existencia será verificada por la Sociedad de Titularización:

- a) Existencia de cuando menos un avalúo actualizado, sobre el terreno en el cual se realizará la construcción, elaborado de acuerdo con métodos de reconocido valor

técnico y expedido por una persona con amplia experiencia en esa actividad y que no se encuentre dentro del registro de peritos o valuadores inhabilitados de la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras.

Se entenderá como avalúo actualizado aquel que no tenga más de seis (6) meses de antelación a la fecha de presentación de la solicitud ante la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros.

El avalúo deberá ser efectuado por evaluadores independientes del originador y de la Sociedad de Titularización.

b) El terreno deberá estar libre de gravámenes, modalidades o limitaciones de dominio.

c) Deberá existir un estudio técnico económico detallado que concluya razonablemente la viabilidad financiera del proyecto.

d) En el presupuesto total del proyecto deberá incluirse el valor del terreno y el costo de los diseños, estudios técnicos y de factibilidad económica, programación de obras y presupuestos, así como los valores correspondientes a administración, imprevistos y utilidades.

Hacen parte del presupuesto total de costos del proyecto inmobiliario los inherentes al proceso de titularización, lo cual incluye los costos pre operativos (avalúas, estudios de factibilidad), otros concomitantes (inscripción, publicidad, papelería, emisión, comisión por colocación de los valores, cancelación de seguros) y otra clase de costos inherentes al desarrollo del proceso de titularización tales como la comisión de la Sociedad de Titularización e impuestos. De igual forma, la utilidad para el constructor hace parte del presupuesto de la obra.

e) El costo de los diseños, estudios técnicos y de factibilidad económica, programación de obras y presupuestos o de los estudios que sean equivalentes se valorarán hasta por el 20% del presupuesto total del proyecto.

f) La empresa constructora deberá acreditar trayectoria superior a cinco (5) años en el sector de la construcción y experiencia en obras de similar envergadura, así como encontrarse inscrita en la Cámara Nacional de la Construcción.

g) Se requerirá contratar a un supervisor de obras no vinculado a la empresa constructora, cuya trayectoria, experiencia y objetividad deberá verificarse por parte de la Sociedad de Titularización.

Bajo el entendido de que la supervisión de obras incluye el control de costos, la eventual existencia de sobrecostos o costos adicionales debidamente justificados, impone la

necesidad de establecer algunos parámetros con el objeto de propender por la culminación satisfactoria de las obras proyectadas. Sobre el particular la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros tendrá en cuenta que:

- Los sobre costos sean visados por el supervisor de obra y encontrados como plenamente justificados a juicio de la Sociedad de Titularización.
- La adquisición de créditos para efecto de obtener los recursos necesarios para la atención de sobre costos plenamente justificados, sea autorizada por un comité en el cual tengan participación adecuada representantes designados por los inversionistas.

h) Cuando se prevea el manejo de recursos por la empresa constructora, ésta deberá contratar seguros de cumplimiento y de manejo del anticipo, o boletas bancarias de garantía.

i) Se determinará claramente el punto de equilibrio para acometer la ejecución del proyecto. En la determinación de este factor no se considerarán las ventas o enajenaciones proyectadas, pero serán consideradas las promesas de compraventa formalmente celebradas.

La colocación de los valores de participación emitidos para financiar la ejecución de un proyecto inmobiliario permite el diseño de valores con características diversas y su colocación por tramos, en la medida en que los primeros revisten mayor riesgo para los inversionistas, por lo que puede éstos pueden ofrecer una mayor rentabilidad frente al tramo que se coloca cuando ya se ha alcanzado el punto de equilibrio o cuando la obra ya se encuentre avanzada.

También se podrá considerar como alternativa posible, la factibilidad de utilizar una prima sobre el valor nominal del valor. La Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros evaluará el manejo de esa prima en las distintas fases del proyecto, estableciéndose un tope o límite máximo. En todo caso, si los valores están inscritos en bolsa el valor de la prima corresponderá al precio de mercado de los valores.

j) El Contrato o el Acto Unilateral Irrevocable de Cesión de Bienes o Activos que da origen al proceso de titularización deberá incluir cláusulas de condición resolutoria a través de las cuales se prevea el reembolso del dinero a los inversionistas en el evento de no alcanzarse el punto de equilibrio establecido para iniciar la ejecución del proyecto.

No obstante los requisitos señalados en el presente artículo, la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros podrá autorizar procesos de titularización en los cuales se contemple la obtención de recursos de crédito como vía de financiación complementaria a la titularización. Se requerirá en todo caso, que el Contrato o el Acto Unilateral Irrevocable de Cesión de Bienes o Activos contemple claramente las condiciones del endeudamiento.

El valor del crédito otorgado al patrimonio autónomo computará para efectos del establecimiento del punto de equilibrio, bajo el entendido de que éste hace referencia a la paridad, proporción o equilibrio entre ingresos y egresos o costos del proyecto.

ARTÍCULO 16.- Mecanismo de cobertura. La ejecución de proyectos de construcción mediante procesos de titularización requerirá la incorporación del mecanismo de subordinación, a través del cual se vincularán los gestores del proyecto de construcción mediante la suscripción de valores correspondientes al monto de sus derechos en el patrimonio autónomo, los cuales constituirán la porción subordinada. La liberación del carácter subordinado de los valores se efectuará por la Sociedad de Titularización a los mencionados gestores en proporción directa al porcentaje de avance de obra.

Sólo podrá sustituirse este mecanismo mediante el otorgamiento de cualquiera de los mecanismos externos de cobertura contemplados en el presente Reglamento.

ARTÍCULO 17.- Manejo de tesorería. La Sociedad de Titularización propenderá por el manejo eficiente de los recursos provenientes de la emisión, realizando los desembolsos al constructor conforme con la programación de la obra e invirtiendo los excedentes temporales, en valores de adecuada liquidez, rentabilidad y que se encuentren calificados en las categorías AAA, AA o A o N1, N2 o N3, o la combinación de estas categorías.

CAPITULO IV

TITULARIZACION DE DOCUMENTOS DE CREDITO Y CONTRATOS

ARTICULO 18.- Procesos estructurados sobre flujos provenientes de documentos de crédito y contratos. En los procesos de titularización estructurados a partir de flujos de caja provenientes de documentos de crédito, contratos de venta de bienes y servicios, contratos de arrendamiento financiero y contratos de factoraje, se incorporarán cualquiera de los mecanismos de cobertura previstos en el presente Reglamento, que cubran como mínimo en una vez el coeficiente de riesgo del flujo esperado.

CAPITULO V

TITULARIZACION DE VALORES INSCRITOS EN EL REGISTRO DEL MERCADO DE VALORES

ARTICULO 19 Procesos estructurados sobre acciones inscritas en el Registro del Mercado de Valores En los procesos estructurados sobre acciones inscritas en el Registro del Mercado de Valores sólo podrán emitirse valores de participacion, respecto de los cuales se advertirá al inversionista que asume el riesgo de mercado. Estos procesos no requerirán de mecanismos de cobertura.

El ejercicio tanto de los derechos económicos como de los políticos derivados de la acción son responsabilidad de la Sociedad de Titularización. Mediante este tipo de procesos no podrán desconocerse las normas legales que protegen el ejercicio de los derechos políticos derivados de la calidad de accionista.

ARTICULO 20.-Procesos estructurados sobre valores de deuda inscritos en el Registro del Mercado de Valores. Sólo pueden estructurarse procesos de titularización con valores de deuda inscritos en el Registro del Mercado de Valores, siempre y cuando dichos valores se encuentren calificados.

ARTICULO 21.-Procesos estructurados sobre valores de deuda pública. Los procesos de titularización estructurados a partir de valores de deuda pública emitidos o garantizados por el Tesoro General de la Nación o por el Banco Central de Bolivia, no requerirán de mecanismos cobertura, ni de la calificación de los valores.

CAPITULO VI TITULARIZACION DE OBRAS DE INFRAESTRUTURA Y SERVICIOS PUBLICOS

ARTICULO 22.-Financiación de obras de infraestructura y prestación de servicios públicos. Podrán emitirse valores de participación, contenido crediticio o mixtos para la financiación de obras públicas de infraestructura y de prestación de servicios públicos en procesos de titularización cuyo patrimonio autónomo se constituya a partir de los correspondientes flujos futuros de fondos determinados con base en estadísticas de los tres años anteriores a la fecha de solicitud de autorización de la inscripción y autorización de la oferta pública de los valores emitidos a través del proceso de titularización respectivo, o determinables con apoyo en proyecciones de tres años. Esta clase de procesos deberá cumplir con los siguientes requisitos:

- a) Estudio de factibilidad financiera del retorno de la inversión
- b) Determinación de costos del proyecto.
- c) Plazo de retorno de la inversión a los potenciales adquirentes de valores.
- d) Adecuación de la empresa constructora a las normas de contratación de bienes, servicios, concesiones y construcción de obras públicas con el Estado.
- e) Presencia de una sociedad supervisora de obras inscrita como tal en el registro que determinan las normas de contratación de bienes, servicios, concesiones y construcción de obras públicas con el Estado.
- f) La existencia del flujo proyectado debe ser respaldada por cualquiera de los mecanismos de cobertura previstos en el presente Reglamento, que cubra por lo menos una vez el índice de coeficiente de riesgo del flujo de caja. Para el cálculo del índice del coeficiente de riesgo del flujo esperado se considerará la eventual existencia de garantías otorgadas por el Estado y su cobertura.

g) La inversión mínima en esta clase de valores será el equivalente en Bolivianos a \$us. 10.000 (Diez Mil Dólares de los Estados Unidos de Norteamérica) por inversionista.

ARTICULO 23.-Financiación de obras públicas de infraestructura vial. La emisión de valores de participación, de contenido crediticio o mixto para la financiación de obras públicas de infraestructura vial se sujetará a los requisitos dispuestos en el artículo anterior y a los siguientes:

- a) Estudios de proyección de demanda del tráfico vehicular para la vía objeto de la obra.
- b) Estudio de tarifas de peaje proyectadas para la vía objeto de la obra. Dicha proyección debe realizarse por un plazo igual al de duración del patrimonio autónomo.

ARTÍCULO 24.-Autorización para Prefecturas y Alcaldías. La titularización de obras de infraestructura y prestación de servicios públicos o la financiación de obras públicas de infraestructura vial, a cargo de las prefecturas o de las alcaldías, deberán contar con la previa autorización del Viceministerio del Tesoro y Crédito Público.

CAPITULO VII

DISPOSICIONES ESPECIALES

ARTÍCULO 25.-Responsabilidad. La Sociedad de Titularización propenderá por el manejo seguro y eficiente de los bienes y recursos que ingresen al patrimonio autónomo con ocasión de la colocación de los valores, si corresponde o procedentes de flujos generados por los activos, en los términos y condiciones previstos en el Contrato o en el Acto Unilateral Irrevocable de Cesión de Bienes o Activos. En concordancia con lo anterior, la Sociedad de titularización no será responsable por el éxito financiero de los procesos de titularización, pero responderá civilmente hasta por culpa leve en el cumplimiento de su gestión. Esto significa que la responsabilidad de la Sociedad de Titularización ante los procesos de titularización administrados por ella, es de medio y no de resultado.

Prevía verificación del cumplimiento de los requisitos contenidos en el presente Reglamento, en el Reglamento del Registro del Mercado de Valores y en el de Oferta Pública y demás disposiciones aplicables, la Sociedad de Titularización solicitará autorización e inscripción en el mencionado registro del patrimonio autónomo como emisor y de los valores emitidos a partir del proceso de titularización, así como la autorización para realizar la oferta pública de dichos valores ante la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros.

ARTÍCULO 26.-Obligaciones. Además de las obligaciones contempladas en este Reglamento y demás disposiciones aplicables, las Sociedades de Titularización tendrán en especial las siguientes:

- a) Realizar diligentemente todos los actos necesarios para la consecución de la finalidad de la titularización y consagrar su actividad de administración exclusivamente a favor de los intereses de los tenedores de los valores emitidos por los patrimonios autónomos administrados por la Sociedad de Titularización.
- b) Mantener los activos o bienes de los patrimonios autónomos administrados debidamente separados entre sí, así como de los activos de propiedad de la Sociedad de Titularización. Por tanto, la contabilidad de cada patrimonio autónomo y la de la Sociedad de Titularización deberá llevarse en forma independiente.
- c) Administrar los bienes provenientes de la titularización en la forma y con los requisitos previstos en el Contrato o en el Acto Unilateral Irrevocable de Cesión de Bienes o Activos.
- d) Asumir la personería para la protección y defensa de los bienes o activos titularizados.
- e) Procurar el mayor rendimiento de los bienes objeto del patrimonio autónomo, para lo cual todo acto que realice será con fines lucrativos para el patrimonio autónomo, salvo que en el Contrato o en el Acto Unilateral Irrevocable de Cesión de Bienes o Activos por medio del cual se haya constituido el patrimonio autónomo se haya previsto lo contrario.
- f) Transferir los bienes a la persona a quien corresponda conforme con el contrato o con el Acto Unilateral constitutivo del patrimonio autónomo o a la ley, una vez concluido el proceso de titularización.
- g) Rendir cuentas de su gestión a los inversionistas y al originador, cuando corresponda, conforme a lo previsto en el presente Reglamento.
- h) Entregar a los inversionistas de los valores emitidos por los patrimonios autónomos que administre, una copia del prospecto de colocación respectivo.

ARTÍCULO 27.-Prohibiciones. Las Sociedades de Titularización, en su condición de administradores de recursos de terceros, no podrán realizar las siguientes actividades:

- a) Efectuar transacciones entre los recursos pertenecientes a los patrimonios autónomos que administra y los recursos propios de la Sociedad de Titularización, o de sus accionistas, directores, administradores o gerentes, así como sus parientes hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad del cómputo civil, tengan interés o vinculación de capital u otra forma de participación en sus órganos de administración y/o control.
- b) Comprar para alguno de los patrimonios autónomos administrados, valores que pertenezcan a la sociedad de titularización, a sus accionistas, directores, administradores o gerentes, así como sus parientes hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad del cómputo civil, tengan interés o vinculación de capital u otra forma de participación en sus órganos de administración y/o control.

- c) Otorgar avales o realizar cualquier otra operación que grave en alguna forma los bienes o activos que integren los patrimonios autónomos que administre.
- d) Llevar a cabo prácticas inequitativas o discriminatorias con los tenedores de los valores derivados de los procesos de titularización que administre así como con los patrimonios autónomos que administre.

ARTÍCULO 28.- Seguimiento y control de gestión. Sin perjuicio de la responsabilidad que corresponda a los representantes legales, al síndico y a los funcionarios de la Sociedad de Titularización, el directorio deberá efectuar un seguimiento a la gestión de administración de la totalidad de patrimonios autónomos administrados, que le permita cerciorarse que se cumplen los Contratos o los Actos Unilaterales Irrevocables de Cesión de Bienes o Activos respectivos y adoptar las medidas que estime pertinentes para el mejor desarrollo y evolución de los mismos.

De igual forma, los representantes legales, el síndico y funcionarios de las Sociedades de Titularización deberán adoptar medidas de control y reglas apropiadas y suficientes, que se orienten a garantizar la total independencia de los recursos pertenecientes a los patrimonios autónomos administrados, con los propios de la Sociedad de Titularización. Dichas medidas y reglas deberán estar documentadas en manuales y reglamentos internos de cada Sociedad de Titularización.

ARTICULO 29.- Sustitución de la Sociedad de Titularización. La asamblea de tenedores de valores podrá remover a la Sociedad de Titularización de su cargo como administrador de un patrimonio autónomo determinado, cuando no se presente alguna de las causales

Si tiene intereses incompatibles con los de los inversionistas

b) Por incapacidad o inhabilidad legal.

c) Si se le comprueba dolo o grave negligencia o descuido en sus funciones como administrador del patrimonio autónomo, o en cualquier otro negocio, de tal modo que se compruebe que tal hecho afecta o puede afectar gravemente el resultado de la gestión encomendada.

d) cuando no acceda a verificar el inventario de los bienes objeto de la titularización, a dar caución o a tomar las demás medidas de carácter conservativo que le imponga el juez.

Copia del acta correspondiente a la reunión de la asamblea de tenedores de valores, en la cual se haya adoptado la decisión de remover a la sociedad de titularización, deberá enviarse a la Superintendencia de Pensiones Valores y Seguros, para que esta verifique si la decisión se adoptó en derecho y de acuerdo con de la las nueva causales previstas en el presente reglamento y para verificar la designación de la nueva sociedad de titularización que en adelante administrará el patrimonio autónomo

ARTÍCULO 30.- Rendición de cuentas. Con el propósito de mantener informados a los inversionistas y a los originadores, cuando corresponda, de la suerte de los respectivos procesos de titularización, así como del desarrollo de la gestión que está desempeñando, la Sociedad de Titularización debe rendir cuentas conforme con las siguientes instrucciones:

a) Concepto: Es deber indelegable de la Sociedad de Titularización rendir cuentas de su gestión a los inversionistas y a los originadores, cuando corresponda. Para tales efectos, la rendición de cuentas se entenderá como aquel informe detallado y pormenorizado de la gestión de los activos o bienes que conforman el patrimonio autónomo en un proceso de titularización, particularmente en aquello que tenga relevancia con la labor ejecutada.

Lo anterior, se aplicará sin perjuicio de las normas sobre hechos relevantes previstas en el Reglamento del Registro del Mercado de Valores.

b) Carácter indelegable: La rendición de cuentas es indelegable a terceras personas, por tanto, le corresponde a la Sociedad de Titularización rendir las cuentas de sus actuaciones directamente y demostrar el cumplimiento de la labor ejecutada.

c) Periodicidad: La rendición de cuentas debe hacerse por lo menos cada seis (6) meses, salvo que en el Contrato o en el Acto Unilateral Irrevocable de Cesión de Bienes o Activos se haya estipulado realizarla en un lapso menor.

d) Rendición de cuentas y simples informes: La rendición de cuentas y los simples informes corresponden a conceptos diferentes. En la rendición de cuentas, la Sociedad de Titularización debe justificar, argumentar y demostrar, con certeza, a través de los medios pertinentes, el cumplimiento de la labor encomendada en las normas y en el contrato o acto unilateral respectivo. Los simples informes tienen como finalidad la de comunicar o reportar algunas actividades o situaciones llevadas a cabo por la Sociedad de Titularización con el propósito de poner en conocimiento de los interesados el desarrollo y estado de la gestión.

e) Remisión de información a la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros: Los aspectos contables y financieros de la rendición de cuentas deben guardar armonía con la información que la Sociedad de Titularización presenta a la Superintendencia, respecto de aquellas situaciones que afecten de manera importante el estado general del proceso de titularización, y los correctivos a las medidas que se adoptarán para continuar su curso normal.

Igualmente, el Representante Legal y el Auditor Externo de la Sociedad de Titularización deberán informar a la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros los hechos o situaciones que impidan el normal desarrollo de cualquier patrimonio autónomo y que

retarden o puedan retardar de manera sustancial sus resultados, de suerte que comprometan la obtención de los objetivos perseguidos. Dicho evento constituye un hecho de relevante que deberá ser informado a la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros, en las condiciones, términos y características establecidas en el Reglamento del Registro del Mercado de Valores.

f) Forma de rendir cuentas: No existe una forma única establecida para rendir cuentas pero, sea cual fuere el sistema utilizado, la misma debe basarse en soportes o documentos que comprueben la veracidad de la actuación, teniendo presente que la comprobación exigida por la Ley se satisface con la utilización de procedimientos que le permiten al originador y/o inversionistas tener conocimiento de la existencia de los soportes documentales que acreditan las diversas actuaciones de la Sociedad de Titularización, en el entendido de que deben hacer factible la verificación o revisión física de tales soportes cuando aquéllos así lo estimen pertinente.

Sin perjuicio de lo estipulado en el párrafo anterior, dicha información deberá ser remitida a la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros para su publicación en el Registro del Mercado de Valores y también con destino al Representante legal de tenedores de Valores.

ARTÍCULO 31.- Tarifas. Las Sociedades de Titularización establecerán libremente las tarifas aplicables a los servicios prestados, siempre y cuando no sean discriminatorias entre clientes y respeten la libre competitividad. La tabla de tarifas establecida por la Sociedad de Titularización deberá ser publicada y remitida a la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros con destino al Registro del Mercado de Valores.

ARTÍCULO 32.-Facultades de reglamentación. La Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros establecerán mediante Resolución de carácter general la reglamentación complementaria de los aspectos relacionados con los procesos de titularización.

Asimismo , Conforme a lo previsto por el artículo 8 del Decreto Supremo No. 2554 la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras establecerá mediante norma de carácter general las instrucciones que sean necesarias para la aplicación de los procedimientos y practicas destinadas a la participación en procesos de titularizacion de entidades de intermediación financiera

Anexo 6

Pruebas estadísticas:

Unpaired z test results (rates):		
1 año		
t	6,5900	
p	<0.0001	
Diferencia de la media	3,8620	
z	19,6172	
error estandar de la diferencia	0,5860	
Intervalo de confianza 95% de la diferencia	2,6920	5,0300
2 años		
t	9,2390	
p	<0.0001	
Diferencia de la media	10,5350	
z	27,2840	
error estandar de la diferencia	1,1400	
Intervalo de confianza 95% de la diferencia	8,2578	12,8124
3 años		
t	17,0400	
p	<0.0001	
Diferencia de la media	12,1676	
z	54,5444	
error estandar de la diferencia	0,7140	
Intervalo de confianza 95% de la diferencia	10,7412	13,5940
más de 3 años		
t	15,5292	
p	<0.0001	
z	34,2625	
Diferencia de la media	6,0757	
error estandar de la diferencia	0,3910	
Intervalo de confianza 95% de la diferencia	5,2968	6,8546

Unpaired z test results (costs):		
1 año		
Diferencia de la media	579.300	
t		
z	9,8086	
p	<0.0001	
error estandard de la diferencia	87.750	
Intervalo de confianza 95% de la diferencia	403.800	754.500
2 años		
Diferencia de la media	3.792.600	
t		
z	13,6420	
p	<0.0001	
error estandard de la diferencia	409.898	
Intervalo de confianza 95% de la diferencia	2.972.804	4.612.464
3 años		
Diferencia de la media	8.030.596	
t		
z	27,2722	
p	<0.0001	
error estandard de la diferencia	470.716	
Intervalo de confianza 95% de la diferencia	7.089.165	8.972.027
más de 3 años		
Diferencia de la media	38.523.250	
t		
z	14,9987	
p	<0.0001	
error estandard de la diferencia	2.481.741	
Intervalo de confianza 95% de la diferencia	33.584.585	43.461.972

Anexo 7

Media Aritmética:

$$\bar{X} = \frac{X_1 + X_2 + X_3 + \dots + X_n}{n}$$

Desviación estándar:

$$\sigma = \sqrt{\frac{(X_1 - \bar{X})^2 + (X_2 - \bar{X})^2 + \dots + (X_n - \bar{X})^2}{n}}$$

Varianza:

$$\sigma^2 = \frac{(X_1 - \bar{X})^2 + (X_2 - \bar{X})^2 + \dots + (X_n - \bar{X})^2}{n}$$

Error estándar de la media:

$$SE_{\bar{x}} = \frac{s}{\sqrt{n}}$$

Donde s = desviación estándar

n = tamaño de la muestra

Intervalo de confianza:

$$\frac{\bar{X} - \mu}{\frac{\sigma}{\sqrt{n}}} = Z \sim N(0,1)$$