

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL ECUADOR - MATRIZ

FACULTAD DE CIENCIAS ADMINISTRATIVAS Y CONTABLES

**TESIS DE MAGÍSTER EN ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS CON
MENCION EN NEGOCIOS INTERNACIONALES**

**ESTUDIO COMPARATIVO DE LA TITULARIZACIÓN DE CARTERA
COMO MEDIO DE FINANCIAMIENTO PARA LA BANCA PRIVADA
BOLIVIANA Y ECUATORIANA**

LCDA. YAHAIRA EMPERATRIZ RECALDE VELASCO

DIRECTOR: ING. RODRIGO SALTOS MOSQUERA, MBA.

QUITO, 2015

DIRECTOR:

Ing. Rodrigo Saltos Mosquera, MBA.

INFORMANTES:

Ing. Mariano Merchán Fossati, MBA.

Ing. Marcelo Salazar Lozada, MBA.

ÍNDICE

RESUMEN EJECUTIVO.....	vi
INTRODUCCIÓN.....	1
1 LA TITULARIZACIÓN DE CARTERA.....	3
1.1 CONCEPTOS.....	3
1.2 PARTICIPANTES.....	9
2 INSTRUMENTACIÓN DE LA TITULARIZACIÓN DE CARTERA EN ECUADOR Y BOLIVIA.....	11
2.1 PROCESO DE CONSTITUCIÓN DE UN FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN.....	11
2.1.1 Información General.....	13
2.1.2 Información adicional.....	13
2.1.3 Normas especiales a ser consideradas para titularización de cartera.....	14
2.1.4 Reglamento de gestión o reglamento interno	15
2.1.5 Prospecto oferta pública.....	17
2.1.5.1 Información general.....	17
2.1.6 Información general.....	19
2.1.7 Información adicional.....	21
2.1.8 Información general del originador	21
2.1.9 Información sobre el patrimonio autónomo emisor de los valores y del proceso de titularización.....	22
2.1.10 Características de la emisión.....	23
2.1.11 Información adicional del Prospecto de Oferta Pública para Titularización de Cartera	24
2.1.12 Valoración de la cartera	24
2.1.13 Índice de siniestralidad	25

2.2	ESTRUCTURACIÓN FINANCIERA	26
2.3	CALIFICACIÓN DE RIESGOS	29
2.4	APROBACIÓN DE LA SUPERINTENDENCIA DE BANCOS	31
2.5	APROBACIÓN DE LA SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS	32
2.5.1	Bases legales	32
2.6	INSCRIPCIÓN EN LA BOLSA DE VALORES.....	34
3	COSTOS DE INSTRUMENTACIÓN DE LA TITULARIZACIÓN DE CARTERA.....	43
3.1	HONORARIOS DEL ESTRUCTURADOR FINANCIERO	43
3.1.1	Recopilación de la información financiera	43
3.1.2	Análisis Macroeconómico de la Industria y Perspectivas	43
3.1.3	Análisis Estratégico del Originador.....	44
3.1.3.1	Análisis Financiero del Originador.....	44
3.1.3.2	Pre test de mercado con potenciales inversionistas	45
3.1.3.3	Estructuración de los títulos valores	46
3.1.3.4	Lectura de mercado con potenciales inversionistas	46
3.1.3.5	Gestión de preventas con inversionistas	46
3.1.3.6	Colocación	46
3.1.3.7	Honorarios.....	47
3.2	HONORARIO DEL ESTRUCTURADOR JURÍDICO.....	48
3.3	HONORARIOS DE LA FIDUCIARIA	49
3.3.1	Actividades para la estructuración, constitución y administración de un Fideicomiso de Titularización.....	49
3.3.2	Honorarios	50
3.4	HONORARIOS DE LA CALIFICADORA DE RIESGOS.....	52
3.4.1	Actividades para una calificación de riesgos de un Fideicomiso de Titularización	52
3.4.2	Honorarios	53
3.5	COSTOS DE LA SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS.....	53
3.6	COSTOS DE LA SUPERINTENDENCIA DE BANCOS	54
3.7	COSTOS DE INSCRIPCIÓN EN LA BOLSA DE VALORES.....	54
3.8	COSTOS DE COLOCACIÓN DE VALORES.....	55

4	VENTAJAS Y DESVENTAJAS ECONÓMICAS Y LEGALES DE LA TITULARIZACIÓN DE CARTERA.....	56
4.1	VENTAJAS	56
4.1.1	Para el originador.....	56
4.1.2	Para las Instituciones Financieras	57
4.1.3	Para los Inversionistas	57
4.2	DESVENTAJAS	57
4.2.1	Para el originador.....	57
4.2.2	Para el inversionista	58
5	CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.....	61
5.1	CONCLUSIONES.....	61
5.2	RECOMENDACIONES	65
	BIBLIOGRAFÍA	67
	ANEXOS	69
	ANEXO 1	70
	ANEXO 2	77

RESUMEN EJECUTIVO

La Titularización es un proceso a través del cual se pueden emitir títulos valores susceptibles de ser negociados en el mercado de valores a través de un patrimonio autónomo denominado es decir un Fideicomiso Mercantil en el Ecuador este fideicomiso tiene de personalidad jurídica, no así en Bolivia. Las Titularizaciones en el Ecuador son administradas por una compañía autorizada por el órgano gubernamental competente en nuestro caso la Superintendencia de Compañías y Valores y autorizadas por la Superintendencia de Compañías y Valores y la Superintendencia de Bancos. Para el caso boliviano para la administración de una titularización se crea una sociedad titularizadora que es la que administra el patrimonio autónomo.

La Titularización de cartera se ha convertido en los últimos años en una importante fuente de financiamiento para los participantes del mercado de valores y en especial para la Banca Privada que es el sujeto de nuestro estudio.

El objeto de este estudio es el de analizar los procesos de titularización que ha realizado la banca privada ecuatoriana logrando de esta manera fuentes de financiamiento con mejores tasas, plazos y condiciones.

INTRODUCCIÓN

La Titularización de cartera se ha constituido en los últimos años en una importante fuente de financiamiento para la banca privada ecuatoriana.

A través de esta figura la banca privada ha logrado encontrar una fuente de financiamiento basada en la desintermediación financiera y dándole una dinamización al mercado de valores.

En el primer capítulo de la presente tesis se hará un análisis de la ley que regula las titularizaciones tanto en Ecuador como en Bolivia así como de los requisitos normativos que se aplican en cada país los cuales sin ser idénticos se manejan sobre la misma esencia y fondo.

Se dará a conocer también los pasos que deben seguirse hasta lograr las autorizaciones de los organismos de control tanto del fideicomiso de titularización como de sus emisores que para nuestro caso son la Superintendencia de Compañías y Valores así como la Superintendencia de Bancos, dándole finalmente al lector una concisa pero clara idea de los pasos a seguir previo a sacar un proceso de titularización al mercado.

En el segundo capítulo se realizará un análisis detenido de los participantes en los procesos de titularización, sus requerimientos, condiciones y características.

En este segmento se brindará una visión más profunda a cerca de las calificadoras de riesgos, el estructurador financiero, el estructurador legal, las bolsas de valores y las casas de valores.

Una vez que conocen los participantes en los procesos de titularización; sus requerimientos legales y normativos se da paso al análisis económico y financiero de los costos que implica cada uno de los procesos y proveedores que involucran la colocación de títulos en

el mercado; de manera que se pueda tener una visión clara del costo beneficio que implica la participación de un originador en el mercado de valores.

En el capítulo cuarto se realiza un análisis de las ventajas y desventajas que presenta para el originador y el inversionista su participación en una titularización de cartera.

Finalmente este estudio concluye con conclusiones y recomendaciones que se espera sean de utilidad para quienes hagan uso de este material.

1 LA TITULARIZACIÓN DE CARTERA

1.1 CONCEPTOS

La Titularización, como concepto, se introduce en la legislación ecuatoriana a inicios de la década de los noventa, con la expedición de la primera Ley de Mercado de Valores (L.M.V.), publicada en el Registro Oficial No. 199 del 28 de mayo de 1993, normativa que recogía principios de la legislación colombiana sobre esta institución.

Dicha Ley enumeraba a los títulos considerados como valores, otorgando al Consejo Nacional de Valores (C.N.V.) la facultad de determinar y calificar como valores a documentos que reúnan dichas calidades.

La Ley reformó el Código de Comercio introduciendo por primera ocasión en la legislación ecuatoriana, la figura del fideicomiso mercantil, que es una combinación del antiguo derecho romano con el derecho anglosajón.

Dicha Ley, no incorporó ningún tipo de referencia conceptual sobre los procesos de titularización de activos.

Una de las principales consecuencias que trajo la vigencia de esa Ley de Mercado de Valores, en el mercado de valores ecuatoriano, fue el uso del fideicomiso mercantil como un instrumento de manejo de activos.

Las entidades autorizadas para administrar negocios fiduciarios a más de las compañías administradoras de fondos y fideicomisos, lo eran también los bancos y sociedades financieras. Esto trajo como consecuencia la aparición en el mercado de estructuraciones fiduciarias con emisiones de valores (Certificados de Derechos Fiduciarios o CDF) las que se convirtieron en “seudo titularizaciones” las mismas que no cumplían con los requisitos formales de un proceso de titularización.

En 1997 el Consejo Nacional de Valores calificó a los Certificados de Derechos Fiduciarios o CDF, como títulos valores, y con posterioridad a esa fecha expidió el primer Reglamento para la Emisión de los Certificados de Derechos Fiduciarios, el cual se convirtió, en el primer intento de legislación sobre titularización de activos.

En el Reglamento para la emisión de derechos fiduciarios de 1998 se clasificó a los Certificados de Derechos Fiduciarios o CDF, en certificados de contenido crediticio, de participación y mixtos los cuales tienen características similares a los actuales certificados que se emiten en los procesos de titularización de participación, de contenido crediticio, y mixtos.

Se considera, además, al fideicomiso como vehículo o mecanismo de estructuración de estas emisiones.

Se incorporan mecanismos de garantía de las emisiones y se establece la obligatoriedad de contar con calificación de riesgo. Esta resolución fue derogada el 5 de enero del año 2000.

En julio de 1998 se publicó la Ley de Mercado de Valores (L.M.V.), actualmente vigente, en lo que se refiere a la Titularización, incorpora un Título específico (Título XVI) que reglamenta la titularización de activos. (Larrea, 2004)

Según la Ley de Mercado de Valores y Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, de acuerdo a la Resolución CNV-008-2006, Registro Oficial Edición Especial del 8 de marzo de 2007 y a su reforma incluida en la Resolución CNV-001-2007, Registro Oficial 167 del 11 de Septiembre del 2007, y su reforma incluida en la resolución No. CNV.003 2008, publicada en el R.O. No. 492 del 19 de diciembre de 2008; Resolución CNV-003-2010 publicada en el Registro Oficial No. 227 de 02 de julio de 2010; Resolución CNV-002-2011 publicada en el Registro Oficial No. 461 de 02 de junio de 2011; Resolución CNV.003.2012 del 4 de abril de 2012, publicada en el Registro Oficial Número 694 de fecha 2 de mayo de 2012; la titularización de cartera consiste en la emisión de títulos de contenido crediticio, de participación o mixtos, respaldados en la transferencia al fideicomiso de cartera por parte del Originador (a título oneroso o a título de fideicomiso mercantil).

La titularización de cartera consiste en la emisión de títulos de contenido crediticio, de participación o mixtos, respaldados en la transferencia al fideicomiso de cartera por parte del Originador (a título oneroso o a título de fideicomiso mercantil).

El proceso de titularización de cartera solo se podrá estructurar con carteras de la misma clase; no se aceptan mezclas ni combinaciones de carteras.

El monto máximo de la emisión, no podrá exceder del cien por ciento del capital insoluto de la cartera transferida al patrimonio autónomo, a la fecha de transferencia de la cartera, que deberá ser realizada en forma previa a la autorización de la oferta pública.

Únicamente en la titularización de cartera se podrán establecer procesos de emisión y colocación por tramos, dentro de un plazo de oferta pública que no podrá exceder de 18 meses calendario. El monto total de emisión será fijado por el originador acorde a lo establecido en este artículo y deberá constar en la solicitud de autorización del proceso y de la oferta pública del primer tramo, sujetándose a las siguientes condiciones:

- a) Por ninguna circunstancia la suma de los montos de los tramos, podrán sobrepasar el monto de emisión aprobada;
- b) Para la autorización de la emisión y oferta pública de cada uno de los tramos, el agente de manejo deberá sujetarse a lo establecido en el Título XVI de la Ley de Mercado de Valores y al Capítulo V, del Subtítulo I del Título III de esta codificación, en lo que fuere aplicable a titularización de cartera;
- c) Para solicitar la autorización de la emisión y oferta pública de un nuevo tramo, deberá haberse colocado en su totalidad el último tramo autorizado; y,
- d) En el caso de que el originador sea una institución del sistema financiero, se requerirá el criterio positivo, otorgado por la Superintendencia de Bancos y Seguros, por la totalidad del proceso de emisión o por cada tramo.

Para el caso de procesos de titularización de cartera por tramos, el plazo de la oferta pública del proceso será de 18 meses calendario, dentro del cual se podrán colocar los

tramos. No existirán prórrogas de plazo para la colocación de la oferta pública para estos procesos.

El conjunto de los valores en circulación de los procesos de titularización y de emisión de obligaciones de largo y corto plazo, de un mismo originador y/o emisor, no podrá ser superior al doscientos por ciento de su patrimonio.

De excederse dicho monto, deberán constituirse garantías específicas adecuadas que cubran los valores que se emitan, por lo menos en un ciento veinte por ciento.

Para el caso de las instituciones del sistema financiero o del sector financiero popular y solidario, el conjunto de los valores en circulación de los procesos de titularización y de emisión de obligaciones de largo y corto plazo, en los que participen tales instituciones, no podrá ser superior al cincuenta por ciento de su patrimonio técnico. (Art. 9-A del Capítulo I, Subtítulo I, Título III, de la CRCNV)

En la legislación Boliviana la Superintendencia de Pensiones Valores y Seguros mediante resolución administrativa autorizará o rechazará las emisiones estructuradas a partir de proceso de titularización.

Las Sociedades de titularización que 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 10% con relación a los bienes o activos adquiridos. Para el efecto dichos activos tendrán una ponderación igual a uno sea cual se fuere la naturaleza de los mismos.

Los mecanismos de cobertura constituyen el respaldo a 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 tener uno o más mecanismos de titularización sean estos internos o externos o una combinación de los mismos.

- Mecanismos internos de cobertura:
 - Subordinación de la emisión: Implica que el originador o la sociedad Titularizadora suscriba una porción de los valores emitidos. A dicha porción se imputarán los siniestros o faltantes de activos. A la porción no subordinada se destinarán en primer término los flujos para el pago de capital e intereses.
 - Sobrecolateralización: Consiste en que el monto de los activos o bienes que conforman el patrimonio autónomo exceda el valor de la emisión. A la porción excedente se imputarán los siniestros o faltantes en cartera o flujos.
 - Sustitución de cartera: Mecanismo mediante el cual el originador o la sociedad de titularización si es ella quien aporta la cartera se obliga a sustituir los créditos que en el proceso varíen la calificación obtenida previamente de forma tal que se incremente el riesgo normal de su recaudo.
 - Fondo de liquidez: Consiste en destinar sumas de dinero para que el patrimonio autónomo atienda necesidades eventuales de liquidez. Dichas sumas de dinero pueden provenir del originador, de la sociedad de titularización o de los dineros provenientes de la colocación de los valores.
 - Contratos de crédito subordinado: Consiste en obtener por cuenta del originador o de la sociedad de titularización líneas de crédito automáticamente utilizables cuando el patrimonio autónomo requiera liquidez.
 - Aval: El originador o la sociedad de titularización pueden avalar las emisiones de los valores cuando se acredite capacidad patrimonial para ello.
- Mecanismos externos de cobertura:
 - Avaes o garantías conferidos por instituciones financieras y aseguradoras que no tengan vinculación con quien transfiere los bienes o activos al patrimonio autónomo.
 - Seguros de crédito.

Para la titularización de cartera de crédito y otros activos o bienes generadores de un flujo de caja podrán emitirse títulos de contenido crediticio, de participación o mixtos. Dichos procesos se sujetarán a las siguientes reglas especiales:

- a) Debe establecerse matemática o estadísticamente el flujo de caja generado por el activo titularizado por un plazo igual a la de la emisión.
- b) Tratándose de cartera deberá establecerse la calificación de esta carrea certificada por un auditor externo de la institución financiera.

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.

La Sociedad de Titularización deberá propender el manejo seguro y eficiente de los bienes y recursos que ingresen al patrimonio autónomo con ocasión de la colocación de los valores, 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.

La responsabilidad de la Sociedad de Titularización ante los procesos de titularización administrados por ella, es de medio y no de resultado.

La Sociedad de Titularización solicitará autorización e inscripción en el RMV el 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. (Superintendencia de Pensiones, 2000)

1.2 PARTICIPANTES

Las partes intervinientes en un proceso de titularización de cartera son:

Originador: Persona natural o jurídica, nacional o extranjera que es quien debe comprometer la propiedad del activo a efectos de posibilitar la emisión de los títulos que serán adquiridos por los inversionistas.

Agente de manejo o fiduciario: Persona jurídica debidamente facultada por la Ley para emitir los títulos valores utilizando la figura jurídica del Fideicomiso Mercantil.

Fideicomiso mercantil: En el contrato de fideicomiso mercantil una o más personas llamadas constituyentes o fideicomitentes transfieren de manera temporal e irrevocable la propiedad de bienes muebles o inmuebles, corporales o incorporeales, que existen o se espera que existan, a un patrimonio autónomo dotado de personalidad jurídica para que la sociedad administradora de fondos y fideicomisos, que es su fiduciaria, y en tal calidad su representante legal cumpla con las finalidades específicas instituidas en el contrato de constitución, bien a favor del propio constituyente o de un tercero llamado beneficiario.

Inversionistas: Personas naturales o jurídicas, públicas, privadas, nacionales o extranjeras, fondos o fideicomisos de inversión que adquieren los valores resultantes del proceso de titularización.

Comité de vigilancia: Está compuesto por lo menos por tres miembros elegidos de entre los inversionistas y que no podrán estar relacionados con el agente de manejo ni con empresas relacionadas con este.

Calificadora de riesgo: Entidad especializada en ponderar el riesgo de los valores a negociarse en el mercado de valores. (Ley de Mercado & Oficial, 2012)

En el gráfico que se muestra a continuación se visualiza de mejor forma el mecanismo de la titularización

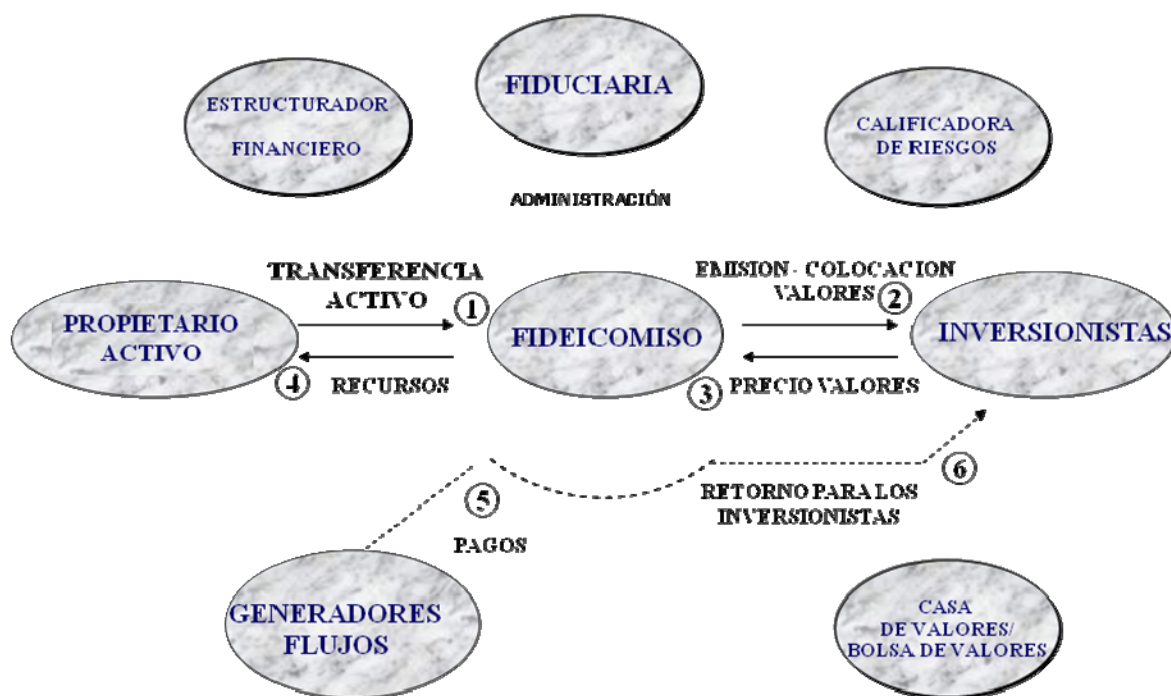


Figura No. 1: Mecanismo de la titularización

2 INSTRUMENTACIÓN DE LA TITULARIZACIÓN DE CARTERA EN ECUADOR Y BOLIVIA

2.1 PROCESO DE CONSTITUCIÓN DE UN FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN

Esquema gráfico del fideicomiso

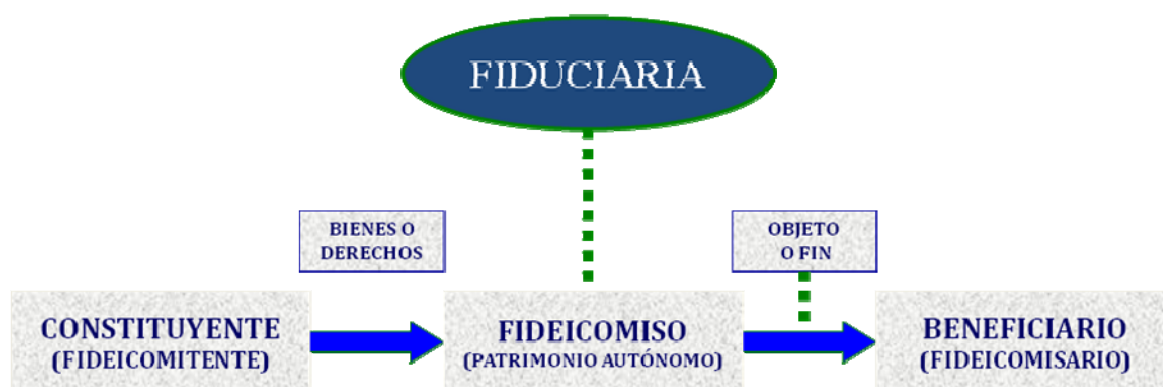


Figura No. 2: Constitución de un fideicomiso
Fuente: Fiducia S.A.

La Ley de Mercado de Valores Ecuatoriana establece requerimientos adicionales de capital, sistemas, procesos, estructura, etc., para otorgar a una administradora de fideicomisos la autorización para manejar procesos de titularización.

El espíritu de este requerimiento se basa en que la administradora debe tener la capacidad patrimonial, tecnológica, operativa y administrativa para responder durante toda la vida del proceso, tanto ante el originador como a los inversionistas, entes de control y mercado en general por el proceso de titularización efectuado.

El artículo 149 de la Ley de Mercado de Valores señala que: El Agente de Manejo será una sociedad administradora de fondos y fideicomisos que tenga a su cargo, además de las funciones consagradas en el contrato de fideicomiso mercantil, las siguientes:

- a) Obtener las autorizaciones que se requieran para procesos de titularización en los cuales los valores a emitirse vayan a ser colocados mediante oferta pública, conforme con las disposiciones de la presente Ley.
- b) Recibir del originador y en representación del patrimonio de propósito exclusivo, los activos a ser titularizados.
- c) Emitir valores respaldados con el patrimonio de propósito exclusivo.
- d) Colocar los valores emitidos, mediante oferta pública, conforme con las disposiciones de la presente Ley. Este requerimiento lo cumplimos a través de la (s) Casa (s) de Valores, seleccionada (s).

Las funciones señaladas en los literales a), b) y c) son indelegables. La delegación de las funciones restantes deberá indicarse expresamente en el contrato de fideicomiso. El Agente de Manejo será siempre responsable de todas las actuaciones de terceros que desempeñen las funciones así delegadas.

Concuerda con esta disposición legal la señalada en el artículo 1 de la Sección I, de Capítulo V "Titularización", del Subtítulo I "Valores", del Título III "Oferta Pública de Valores" de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores que señala que para efectuar oferta pública de valores de procesos de titularización se debe presentar a la Superintendencia de Compañías una serie de documentación e información, "cuya responsabilidad de elaboración, análisis y verificación corresponderá al agente de manejo".

Dentro del proceso de estructuración de un fideicomiso de Titularización para obtener la autorización para la emisión de valores, se deberá entregar entre otra la siguiente información a la Superintendencia de Compañías, cuya responsabilidad de elaboración, análisis y verificación corresponderá al agente de manejo (Administradora de Fideicomisos Mercantiles):

2.1.1 Información General

- a) Solicitud de autorización de oferta pública y la inscripción en el Registro del Mercado de Valores, con la indicación del monto requerido de autorización de la emisión;
- b) Escritura pública que contenga el mecanismo utilizado en el proceso de titularización (para nuestro caso de estudio, el Fideicomiso);
- c) Reglamento de gestión o -reglamento interno- que deberá constar como documento habilitante de la escritura pública del mecanismo de titularización (para nuestro caso el Fideicomiso);
- d) Prospecto de oferta pública;
- e) Resolución expedida por la Superintendencia de Bancos y Seguros autorizando la titularización, en el caso de que el originador sea una institución sometida a su control; en el caso de las Titularizaciones de la Banca Privada esta autorización es imprescindible.
- f) Facsímile del valor, en caso de que en el proceso de titularización se emitan títulos;

El facsímile del valor o el macrotítulo en el caso que sea una emisión desmaterializada, (Título III, Subtítulo I, Capítulo V, Sección I, art. 4 CRCNV)

2.1.2 Información adicional

- a) Certificación del representante legal del originador, de que la cartera no se encuentra pignorada, ni que sobre ella pesa gravamen o limitación alguna.

2.1.3 Normas especiales a ser consideradas para titularización de cartera

Además del cumplimiento de las normas generales, el agente de manejo de valores resultantes de procesos de titularización de cartera, cumplirá con las normas especiales contenidas a continuación: (Art. 153 LMV)

- Emitir valores hasta cien por ciento del valor de la cartera transferida, a la fecha de emisión de los valores derivados de la titularización, siguiendo al efecto las normas de valoración establecidas más adelante;
- Constituir al menos uno de los mecanismos de garantía de los previstos en esta Ley, en al menos 1.5 el índice de siniestralidad;
- Contar con una certificación del representante legal del constituyente de que la cartera no se encuentra pignorada ni que sobre ella pesa gravamen alguno;
- Determinar el punto de equilibrio para iniciar el proceso de titularización cuyas características deberán constar en el Reglamento Interno; y, las demás que mediante norma de carácter general determine el C.N.V.
- Para el caso del proceso de titularización de cartera, sólo se podrá estructurar con carteras de la misma clase y no se aceptarán mezclas, ni combinaciones de carteras.
- El monto máximo de la emisión, no podrá exceder del cien por ciento del capital insoluto de la cartera transferida al patrimonio autónomo, a la fecha de transferencia de la cartera, que deberá ser realizada en forma previa a la autorización de la oferta pública.
- Únicamente en la titularización de cartera se podrán establecer procesos de emisión y colocación por tramos, dentro de un plazo de oferta pública que no podrá exceder de 18 meses calendario.

- El monto total de emisión será fijado por el originador acorde a lo establecido en este artículo y deberá constar en la solicitud de autorización del proceso y de la oferta pública del primer tramo, sujetándose a las siguientes condiciones:
- Por ninguna circunstancia la suma de los montos de los tramos, podrán sobrepasar el monto de emisión aprobada;
- Para la autorización de la emisión y oferta pública de cada uno de los tramos, el agente de manejo deberá sujetarse a lo establecido en el Título XVI de la Ley de Mercado de Valores y al Capítulo V, del Subtítulo I del Título III de esta codificación, en lo que fuere aplicable a titularización de cartera;
- Para solicitar la autorización de la emisión y oferta pública de un nuevo tramo, deberá haberse colocado en su totalidad el último tramo autorizado; y,
- En el caso de que el originador sea una institución del sistema financiero, se requerirá el criterio positivo, otorgado por la Superintendencia de Bancos y Seguros, por la totalidad del proceso de emisión o por cada tramo.
- Para el caso de procesos de titularización de cartera por tramos, el plazo de la oferta pública del proceso será de 18 meses calendario, dentro del cual se podrá colocar los tramos. No existirán prórrogas de plazo para la colocación de la oferta pública para estos procesos.

2.1.4 Reglamento de gestión o reglamento interno

El reglamento interno de emisión de valores derivados de una titularización, estructurado a través de un fideicomiso mercantil, conocido por la Ley de Mercado de Valores como Reglamento de Gestión, contendrá la siguiente información: (Arts. 158 LMV; Título III, Subtítulo I, Capítulo V, Sección I, art. 3 CRCNV)

- a) Información general sobre la administradora de fondos y fideicomisos.
- b) Denominación del fideicomiso mercantil.

- c) Plazo de duración del fideicomiso mercantil.
- d) Gastos a cargo del fideicomiso mercantil.
- e) Honorarios y comisiones de la administradora de fondos y fideicomisos.
- f) Política de endeudamiento, ventas, crédito, administración de cuentas por cobrar y provisiones, del fideicomiso mercantil.
- g) Información que deberá proporcionar a los inversionistas con indicación de la periodicidad y forma de entrega.
- h) Normas sobre el cambio de administrador, la liquidación anticipada o al término del plazo del fideicomiso, si se contemplare tales situaciones.
- i) Indicación del medio de prensa de circulación nacional en el que se efectuarán las publicaciones informativas para los inversionistas de la titularización.
- j) Otros elementos que deberán ser considerados:
 - Indicación de la compañía calificadora de riesgo, de la periodicidad de las revisiones y de su publicación.
 - Indicación de las obligaciones de la administradora de fondos y fideicomisos.
 - Forma, medio y periodicidad en la cual los inversionistas y el ente de control involucrado conocerán la gestión de la administradora de fondos y fideicomisos, a cargo del patrimonio autónomo.
 - Forma de liquidación del patrimonio autónomo.

2.1.5 Prospecto oferta pública

El prospecto de oferta pública primaria de valores resultantes de un proceso de titularización, deberá contener, al menos, la siguiente información: (Título III, Subtítulo I, Capítulo V, Sección II, art. 6 CRCNV)

2.1.5.1 Información general

a) Portada:

- Título: "PROSPECTO DE OFERTA PUBLICA", debidamente destacado.
- Nombre o razón social del originador.
- Nombre o razón social del agente de manejo.
- Denominación específica del fideicomiso mercantil emisor de los valores.
- Tipo de valores a emitir: de contenido crediticio, de participación o mixtos.
- Monto de la emisión.
- Calificación de riesgo otorgada a la emisión.
- Nombre del agente pagador.
- Número y fecha de la resolución expedida por la Superintendencia de Compañías, autorizando la oferta pública y la inscripción de los valores en el Registro del Mercado de Valores.
- Número y fecha de la resolución expedida por la Superintendencia de Bancos y Seguros autorizando la titularización.
- Cláusula de exclusión, según lo establece el artículo 15 de la Ley de Mercado de Valores.

Además de la información general, el prospecto para la titularización de cartera de crédito deberá contener la siguiente información especial: (Título III, Subtítulo I, Capítulo V, Sección II, art. 6 CRCNV)

- Descripción del tipo de cartera y de sus características como edad promedio, número de deudores y valor promedio de los créditos, calificación de riesgo, distribución

geográfica, tasa de interés efectiva promedio, garantías y coberturas de seguros, si las hubiere.

- Resumen de la última valoración realizada por la comisión especial de activos de riesgo, siempre que la misma no exceda de tres meses; en el caso de cartera de crédito de instituciones financieras.
- Resumen de la valoración realizada por la calificadora de riesgo o auditora externa, debidamente inscrita en el Registro del Mercado de Valores en el caso de cartera de compañías o entidades no financieras.
- Índice de siniestralidad y descripción detallada de la metodología empleada para su fijación e indicación de los cálculos matemáticos realizados.

VALORACIÓN DE LA CARTERA

Para la valoración de mercado de la cartera de crédito a titularizarse, las administradoras de fondos y fideicomisos deberán considerar al menos lo siguiente:

- En el caso de las instituciones financieras controladas por la Superintendencia de Bancos y Seguros, el originador presentará al agente de manejo la valoración de cartera realizada por la comisión especial de activos de riesgo, adjuntando para el efecto el respectivo informe actualizado de calificación de conformidad con las normas de calificación de activos de riesgo y su clasificación expedida por la Superintendencia de Bancos y Seguros. La valoración de la cartera de crédito a presentarse por parte del originador será la vigente a la fecha de la solicitud de autorización de oferta pública y de la inscripción en el Registro del Mercado de Valores.

Para la valoración de cartera deberá especificarse su clase y la combinación de las categorías de calificación, no pudiendo, para efectos de una titularización, mezclarse diferentes clases de cartera de crédito.

Se entenderá como clases de cartera de crédito, la comercial, la de consumo y para la vivienda; y como categorías de calificación los créditos de riesgo normal, el riesgo potencial deficientes, de dudoso recaudo y pérdidas.

Para obtener la autorización para la emisión de valores derivados de un proceso de titularización, se deberá entregar la siguiente información a la Superintendencia de Compañías, cuya responsabilidad de elaboración, análisis y verificación corresponderá al agente de manejo:

2.1.6 Información general

- a) Solicitud de autorización de oferta pública y la inscripción en el Registro del Mercado de Valores, debidamente suscrita por el representante legal de la Administradora de Fondos y Fideicomisos y con firma de abogado patrocinador con la indicación del monto requerido de autorización de la emisión;
- b) Escritura pública que contenga el mecanismo utilizado en el proceso de titularización;
- c) Reglamento de gestión o -reglamento interno- que deberá constar como documento habilitante de la escritura pública del mecanismo de titularización;
- d) Prospecto de oferta pública;
- e) Documento en el que se indique, los montos y la forma en que se han establecido los flujos futuros de fondos que se generarán, el cual deberá contemplar una proyección de por lo menos el tiempo de vigencia de los valores emitidos en el proceso de titularización;
- f) Resolución expedida por la Superintendencia de Bancos y Seguros autorizando la titularización, en el caso de que el originador sea una institución sometida a su control;

- g) Declaración juramentada del representante legal del agente de manejo acerca de la veracidad de la información contenida en el prospecto de oferta pública;
- h) Facsímile del valor, en caso de que en el proceso de titularización se emitan títulos;
- i) El facsímile del valor o el macrotítulo en el caso que sea una emisión desmaterializada, debe contener al menos lo siguiente: (Título III, Subtítulo I, Capítulo V, Sección I, art. 4 CRCNV)
- Nombre y domicilio de la administradora de fondos y fideicomisos.
 - Denominación del mecanismo utilizado para llevar adelante el proceso de titularización.
 - Derechos incorporados en el valor y las condiciones financieras del mismo.
 - Fecha de expedición y plazo del valor.
 - Indicación si los valores serán nominativos o a la orden.
 - Garantías de la titularización.
 - Valor nominal.
 - Indicación del rendimiento financiero de ser el caso.
 - Forma y término de redención y procedimiento para la liquidación, indicando los sitios en los que se cancelará.
 - Firma del representante legal de la administradora de fondos y fideicomisos.
 - Nombre, dirección domiciliaria y de correo electrónico, número de teléfono y número de fax del agente pagador.
 - Indicación de que la gestión del agente de manejo es de medio y no de resultado.
 - Indicación de que el patrimonio autónomo constituido es el que respalda los valores emitidos.
 - Número secuencial y cantidad de valores que representan el título.
 - Fecha y número de resolución de inscripción, en el Registro del Mercado de Valores, del mecanismo utilizado para la titularización y del valor.
 - Fecha y número de la resolución expedida por la Superintendencia de Bancos y Seguros autorizando la titularización, en el caso de que el originador sea una institución sometida a su control;
 - Calificación inicial de riesgo.

- Indicación de la notaría y fecha de la escritura pública que contiene el mecanismo que da origen al proceso de emisión de valores derivados de una titularización.

2.1.7 Información adicional

- a) Certificación del representante legal del originador, de que la cartera no se encuentra pignorada, ni que sobre ella pesa gravamen o limitación alguna.

2.1.8 Información general del originador

- a) Nombre, dirección, número de teléfono, número de fax y dirección de correo electrónica.
- b) Objeto social, de ser el caso.
- c) Descripción de la actividad económica, productos y participación en el mercado.
- d) Grupo financiero al que pertenece, si fuere del caso.
- e) Finalidad de la titularización.
- f) Información económica y financiera; estados financieros del último ejercicio fiscal, junto con las notas y dictamen del auditor externo, análisis vertical e índices.
- g) Gastos de la emisión: Un estado razonablemente detallado de las categorías más importantes de gastos incurridos en conexión con la emisión y distribución de los valores negociables a ser cotizados u ofrecidos, tales como pagos a la casa de valores, a las personas que hubieren efectuado la estructuración, agente de manejo, calificadora de riesgo, impuestos, inscripción (Superintendencia de Compañías, Bolsa de Valores y cualquiera otra entidad), publicidad y colocación. Estos datos deben indicarse a manera de montos totales y porcentaje del total de la emisión. Cuando alguna partida de gastos no sea conocida, la misma podrá ser estimada e identificada como tal.

2.1.9 Información sobre el patrimonio autónomo emisor de los valores y del proceso de titularización

- a) Denominación específica del patrimonio autónomo.
- b) Fecha y escritura pública de constitución.
- c) Inscripción de la escritura pública de constitución en los registros pertinentes, si fuere el caso.
- d) Resumen del contrato del mecanismo utilizado para titularizar incluyendo: finalidad y objeto, deberes y responsabilidades del agente de manejo, derechos de los inversionistas, rendición de cuentas y remuneración del agente de manejo.
- e) Descripción y valor de los activos transferidos para el desarrollo del proceso de titularización y de sus garantías, si las hubiere.
- f) Copia del reglamento de gestión –o reglamento interno- del proceso de titularización.
- g) Descripción detallada, de la historia de los flujos, de la proyección de los mismos, por un período equivalente al de la vigencia de la emisión y del procedimiento empleado para su cálculo.
- h) Descripción detallada de los mecanismos de garantía utilizados en el proceso de titularización.
- i) Procedimiento a seguir en el caso en que los inversionistas no ejercieran sus derechos dentro de los seis meses posteriores a la fecha en que haya nacido, para el agente de manejo, la última obligación de pagar los flujos de fondos o de transferir los derechos de contenido económico.
- j) Relación de costos y gastos a ser asumidos por el patrimonio autónomo.
- k) Aspectos tributarios del patrimonio autónomo.

- l) Causales de terminación del mecanismo utilizado para titularizar y procedimiento para su liquidación.
- m) Causales y procedimiento para la sustitución del agente de manejo.
- n) Nombre o razón social de la firma auditora.
- o) Información económico - financiera: estados financieros a la fecha de constitución del patrimonio autónomo o al último ejercicio mensual anterior a la fecha de la solicitud de autorización de la oferta pública, según sea el caso.

2.1.10 Características de la emisión

- a) Monto total de la emisión.
- b) Plazo de la oferta pública.
- c) Procedimiento para la colocación.
- d) Condiciones especiales de la colocación, si fuere del caso.
- e) Monto mínimo de la inversión.
- f) Forma y lugar de suscripción de los valores.
- g) Características de los valores a emitir, incluyendo: tipo, valor nominal, carácter nominativo o a la orden, rendimientos o beneficios económicos, plazo o condición, periodicidad, forma y lugar de pago del capital y de los rendimientos o beneficios económicos, derechos del inversionista, clases y series, si fuere el caso; y, condiciones de pago anticipado.
- h) Extracto del estudio técnico de la calificadora de riesgo.

2.1.11 Información adicional del Prospecto de Oferta Pública para Titularización de Cartera

Además de la información general, el prospecto para la titularización de cartera de crédito deberá contener la siguiente información especial: (Título III, Subtítulo I, Capítulo V, Sección II, Art. 6 CRCNV).

- Descripción del tipo de cartera y de sus características como edad promedio, número de deudores y valor promedio de los créditos, calificación de riesgo, distribución geográfica, tasa de interés efectiva promedio, garantías y coberturas de seguros, si las hubiere.
- Resumen de la última valoración realizada por la comisión especial de activos de riesgo, siempre que la misma no exceda de tres meses; en el caso de cartera de crédito de instituciones financieras.
- Resumen de la valoración realizada por la calificadora de riesgo o auditora externa, debidamente inscrita en el Registro del Mercado de Valores en el caso de cartera de compañías o entidades no financieras.
- Índice de siniestralidad y descripción detallada de la metodología empleada para su fijación e indicación de los cálculos matemáticos realizados.

2.1.12 Valoración de la cartera

Para la valoración de mercado de la cartera de crédito a titularizarse, las administradoras de fondos y fideicomisos deberán considerar al menos lo siguiente:

- En el caso de las instituciones financieras controladas por la Superintendencia de Bancos y Seguros, el originador presentará al agente de manejo la valoración de cartera realizada por la comisión especial de activos de riesgo, adjuntando para el efecto el respectivo informe actualizado de calificación de conformidad con las normas de calificación de activos de riesgo y su clasificación expedida por la Superintendencia de Bancos y Seguros. La valoración de la cartera de crédito a

presentarse por parte del originador será la vigente a la fecha de la solicitud de autorización de oferta pública y de la inscripción en el Registro del Mercado de Valores.

- Para la valoración de cartera deberá especificarse su clase y la combinación de las categorías de calificación, no pudiendo, para efectos de una titularización, mezclarse diferentes clases de cartera de crédito.

Se entenderá como clases de cartera de crédito, la comercial, la de consumo y para la vivienda; y como categorías de calificación los créditos de riesgo normal, el riesgo potencial deficientes, de dudoso recaudo y pérdidas.

2.1.13 Índice de siniestralidad

Para establecer el índice de siniestralidad general de la cartera, se considerarán las variables que puedan incidir en eventuales pérdidas del patrimonio autónomo constituido para el proceso de emisión de valores derivados de una titularización, así como las distorsiones de los flujos futuros esperados.

Para efecto de la autorización de procesos de emisión de valores derivados de una titularización de cartera, se deberán adjuntar los documentos, realizar los análisis que permitan establecer el índice de siniestralidad general de la cartera y utilizar los factores que se indican a continuación: (Título III, Subtítulo I, Capítulo V, Sección IV, art. 13 CRCNV) más adelante dentro de la estructura financiera señalaremos con mayor profundidad este punto.

Incluye Ley de Mercado de Valores y Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, de acuerdo a la Resolución CNV-008-2006, Registro Oficial Edición Especial del 8 de marzo de 2007 y a su reforma incluida en la Resolución CNV-001-2007, Registro Oficial 167 del 11 de Septiembre del 2007, y su reforma incluida en la resolución No. CNV.003 2008, publicada en el R.O. No. 492 del 19 de diciembre de 2008; Resolución CNV-003-2010 publicada en el Registro Oficial No. 227 de 2 de julio de 2010; Resolución CNV-002-2011 publicada en el Registro Oficial No. 461 de 2 de junio de 2011;

Resolución CNV.003.2012 del 4 de abril de 2012, publicada en el Registro Oficial Número 694 de fecha 2 de mayo de 2012.

2.2 ESTRUCTURACIÓN FINANCIERA

Para la estructuración de un proceso de titularización uno de los principales participantes es el Estructurador Financiero el mismo que puede ser una persona natural o jurídica la misma que tiene a su cargo la elaboración de la estructura financiera sobre la base de la cual se desarrollará la emisión.

El informe del estructurador tiene que contener entre otra la siguiente información:

- a. Un documento en el que se indique, los montos y la forma en que se han establecido los flujos futuros de fondos que se generarán, el cual deberá contemplar una proyección de por lo menos el tiempo de vigencia de los valores emitidos en el proceso de titularización.
- b. Descripción del tipo de cartera y de sus características como edad promedio, número de deudores y valor promedio de los créditos, calificación de riesgo, distribución geográfica, tasa de interés efectiva promedio, garantías y coberturas de seguros, si las hubiere.
- c. Resumen de la última valoración realizada por la comisión especial de activos de riesgo, siempre que la misma no exceda de tres meses; en el caso de cartera de crédito de instituciones financieras.
- d. Resumen de la valoración realizada por la calificadora de riesgo o auditora externa, debidamente inscrita en el Registro del Mercado de Valores en el caso de cartera de compañías o entidades no financieras.
- e. Índice de siniestralidad y descripción detallada de la metodología empleada para su fijación e indicación de los cálculos matemáticos realizados.

Para establecer el índice de siniestralidad general de la cartera, se considerarán las variables que puedan incidir en eventuales pérdidas del patrimonio autónomo constituido para el proceso de emisión de valores derivados de una titularización, así como las distorsiones de los flujos futuros esperados.

Para efecto de la autorización de procesos de emisión de valores derivados de una titularización de cartera, se deberán adjuntar los documentos, realizar los análisis que permitan establecer el índice de siniestralidad general de la cartera y utilizar los factores que se indican a continuación: (Título III, Subtítulo I, Capítulo V, Sección IV, art. 13 CRCNV)

- a) Porcentaje de cartera castigada durante los tres últimos años, excluyendo la cartera recuperada con relación a la cartera total; las estadísticas se tomarán desde la fecha de la generación del castigo, a menos que sea la primera vez que el originador vaya a generar cartera de créditos, en cuyo caso se tomarán índices del mercado fundado en estudios, debidamente realizados por el originador y que sean aceptados por la Superintendencia de Compañías.
- b) Porcentaje de cartera total morosa no castigada, que presenta morosidades de treinta, sesenta o noventa días, de los últimos tres años; los datos se deberán tomar desde la fecha de inicio de la morosidad.
- c) Clasificación de cartera en cuanto a montos y plazos, considerando el siguiente detalle: Tasa de interés, tipos de garantías, relación entre el monto del crédito y el monto de la garantía.
- d) Existencia de garantías y coberturas que amparen los créditos que serán el objeto de la emisión de valores derivados de una titularización, así como la exigibilidad e idoneidad de las mismas.
- e) Determinación de los flujos futuros que generará la cartera, por un período que deberá ser igual al del plazo de la emisión de los valores derivados de la titularización.

- f) Elementos considerados para otorgar el crédito originador de la cartera, tales como el tiempo de vinculación del cliente con la entidad.
- g) Posición expuesta por diferencial cambiario, de ser el caso.
- h) Análisis de sensibilidad, a fin de determinar la variabilidad de los flujos futuros de la cartera, en escenarios pesimista, moderado y optimista; con indicación de las probabilidades de ocurrencia de estos escenarios. Estos análisis deberán sustentarse debidamente. La metodología ponderará, tanto el comportamiento promedio de la cartera como los casos extremos de siniestro, con base a las probabilidades establecidas.

Para la emisión de valores derivados de una titularización de cartera, el índice de siniestralidad tornará como referencia lo siguiente:

- Cartera nueva:

Será aquella cuya historia es inferior a tres años, para lo cual se tomará como índice el factor de siniestralidad de la cartera general del originador, referido a la clase de cartera a la que pertenecen los créditos objeto de la titularización, dentro de un período no inferior a la edad máxima de dicha clase de cartera.

En caso de que sea la primera vez que el originador vaya a generar cartera de crédito, obtendrá el índice de siniestralidad en función de carteras de crédito de similares características, con base a un análisis de mercado en el sector económico al que pertenece, el mismo que deberá estar debidamente realizado, para que luego sea aceptado por la Superintendencia de Compañías.

- Cartera cuya historia es superior a tres años:

En este caso, se tomará el mayor de los valores resultantes de determinar el índice de siniestralidad general de la cartera en la clase correspondiente y el especial, referido concretamente a la cartera que se va a titularizar.

Para ambos casos, el factor resultante no podrá exceder el cien por ciento del valor de los créditos transferidos al patrimonio autónomo, junto con el de sus correspondientes intereses.

2.3 CALIFICACIÓN DE RIESGOS

Todo proceso de titularización deberá contar con calificación de riesgo y auditoría externa durante el período de vigencia de la emisión de valores. (Título III, Subtítulo I, Capítulo V, Sección IV, Art. 19 CRCNV)

Los valores que se emitan deberán contar con al menos con una calificación emitida por una de las calificadoras de riesgo legalmente establecidas y autorizadas para el efecto, a través de sus respectivos comités de calificación de riesgo (Título II, Subtítulo IV, Capítulo III, Sección III, Art. 5 CRCNV). Cuando se emita la calificación de riesgo se debe indicar los factores que se tuvieron en cuenta para otorgarla. En ningún caso la calificación de riesgo considerará la solvencia del originador, del agente de manejo o de cualquier tercero. (Art. 151 LMV)

Las actas del comité de calificación deberán ser remitidas a la Superintendencia de Compañías, debidamente suscritas por los Miembros del Comité que hayan intervenido en la sesión correspondiente, dentro del término de 8 días posteriores de celebrado dicho comité. Título II, Subtítulo IV, Capítulo III, Sección III, Art. 8 CRCNV)

A más de lo establecido en la Ley de Mercado de Valores, las calificadoras de riesgo, deberán exponer su criterio en base a la información que se les ha proporcionado, tomando en cuenta, en el caso de valores provenientes de procesos de titularización, al menos, lo siguiente (Título II, Subtítulo IV, Capítulo III, Sección IV, art. 18 CRCNV):

- Capacidad de los activos integrados al patrimonio de propósito exclusivo para generar los flujos futuros de fondos, así como la idoneidad de los mecanismos de garantía presentados.

- Criterio sobre la legalidad y forma de transferencia de los activos del patrimonio de propósito exclusivo, en base a la documentación suministrada por el fiduciario, el originador y a los términos establecidos en el contrato.
- Estructura administrativa de la administradora, su capacidad técnica, posicionamiento en el mercado y experiencia.

El emisor de valores o el originador y/o el agente de manejo de procesos de titularización, deberá remitir a la calificadora de riesgo, la información que ella requiera para efectuar la revisión de la calificación, dentro de los 20 días calendario posteriores a la fecha de corte de la información que se utilizará para la revisión de la calificación. (Título II, Subtítulo IV, Capítulo III, Sección IV, Art. Innumerado luego del Art. 14 CRCNV)

En función a la naturaleza de los valores emitidos en procesos de titularización, la calificadora deberá analizar lo siguiente:

Para carteras de crédito:

- a. Información estadística, matemática, actuarial y contable, vinculada con los flujos futuros de la cartera a titularizar.
- b. Descripción y análisis del tipo de cartera y su valoración.
- c. Índice de siniestralidad en la generación de los flujos proyectados de la cartera a titularizar, el procedimiento de valoración de las garantías, la posición de dicho índice frente a los mecanismos de garantías constituidas y los porcentajes de coberturas.

Procedimiento utilizado para la medición del calce de flujos requerido para el proceso de titularización de cartera y los mecanismos de control. (Congreso Nacional, 2006)

2.4 APROBACIÓN DE LA SUPERINTENDENCIA DE BANCOS

Cuando el originador de un proceso de titularización está regulado por la Superintendencia de Bancos este ente de control debe emitir las autorizaciones que la Ley de Mercado de Valores requiere.

La información que se requiere para obtener esta autorización es la que se detalla a continuación:

- a) Fotocopia certificada del acta del directorio del originador, que contenga la aprobación del proceso y las razones por las cuales la entidad ha decidido realizar la titularización;
- b) Copia del Informe emitido por la compañía Calificadora de Riesgos mediante el cual se asigna una calificación a la Titularización.
- c) Copia certificada de la escritura pública de constitución del fideicomiso mercantil irrevocable de titularización.
- d) Copia del Reglamento de Gestión, el mismo que se debe estar incorporado como habilitante en la escritura de constitución del fideicomiso mercantil irrevocable de titularización.
- e) Archivo magnético y copia del Informe de Estructuración Financiera de la titularización el cual debe formar parte de la escritura de constitución del Fideicomiso y del respectivo Prospecto de Oferta Pública.
- f) Nota técnica del modelo de estructuración financiera de la titularización, en el que se detallen las variables macroeconómicas y financieras utilizadas en el mismo.
- g) Proyecciones del balance general, estados de resultados donde se evidencie el diferencial de tasas, patrimonio técnico, indicadores de liquidez, mercado y crédito, a un horizonte de tiempo que considere los plazos de colocación conforme los objetivos estratégicos, de al menos 1 año producto de la titularización.

- h) Información histórica que haya servido de base para efectuar cálculos de factores de desviación de flujos en archivo magnético.
- i) Detalle de la cartera a ser titularizada.

2.5 APROBACIÓN DE LA SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS

A la par de la obtención de la Superintendencia de Bancos para la emisión del proceso de titularización se debe obtener además la autorización de la Superintendencia de Compañías.

Las autorizaciones que debe emitir la Superintendencia de Compañías son las que se detallan a continuación:

- a) Realizar el proceso Titularización a través de un fideicomiso de titularización.
- b) Inscribir el fideicomiso mercantil irrevocable de Titularización en el Registro del Mercado de Valores.
- c) Inscribir los Valores en el Registro del Mercado de Valores con la siguiente información:

SERIE	CLASE	DENOMINACIÓN
-------	-------	--------------

- d) Publicitar y difundir el Prospecto de Oferta Pública de la Titularización “”; y,
- e) Realizar la oferta pública de los Valores:

SERIE	CLASE	DENOMINACIÓN
-------	-------	--------------

2.5.1 Bases legales

- a) Literal a) del artículo 139 de la Ley de Mercado de Valores.

- b) Artículo 1, Capítulo I, Título I, de la Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores.
- c) Artículo 1, Capítulo I, Subtítulo I, Título III, de la Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores.
- d) Artículo 1, Sección I, Capítulo V, Título III, de la Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores.
- e) Artículo 6, Sección II, Capítulo I, Título V, de la Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

A fin de que se proceda con el trámite pertinente, se deberá adjuntar además a la solicitud los siguientes documentos:

- a) Copia certificada de la escritura pública de constitución del fideicomiso mercantil irrevocable de titularización.
- b) Copia del Reglamento de Gestión, el mismo que debe ser incorporado como habilitante en la escritura de constitución del fideicomiso mercantil irrevocable de titularización.
- c) Original del Prospecto de Oferta Pública del proceso de titularización.
- d) Copia del Informe de Estructuración Financiera de la titularización el cual debe formar parte de la escritura de constitución del referido Fideicomiso y del respectivo Prospecto de Oferta Pública.
- e) Copia certificada de escritura pública que contenga la declaración juramentada realizada por el representante legal del Originador, sobre el estatus y condición jurídica de los activos destinados para esta Titularización; y, sobre la información presentada, en su calidad de Originador, para efectos de desarrollar esta Titularización, certificando especialmente, que sobre la cartera no pesa gravamen ni limitación alguna.

- f) Copia certificada de escritura pública que contenga la declaración juramentada de parte del representante legal del Agente de Manejo, en el sentido de que la información presentada tanto por el Originador y por el estructurador financiero, para el desarrollo de la Titularización (Reglamento de Gestión, Prospecto de Oferta Pública), es veraz, real, completa y fidedigna.
- g) Facsímil de los Títulos – Valor a ser emitido con cargo al fideicomiso mercantil irrevocable de titularización.
- h) Ficha Registral para la inscripción del fideicomiso mercantil irrevocable de titularización.
- i) Ficha Registral para la inscripción de los Valores, a ser emitidos como consecuencia de referido proceso de titularización.
- j) Copia del Informe emitido por la compañía Calificadora de Riesgos mediante el cual se haya asigna una calificación a la Titularización.

2.6 INSCRIPCIÓN EN LA BOLSA DE VALORES

Una vez que el proceso cuente con las autorizaciones de las Superintendencias de Bancos y Compañías se debe proceder con la inscripción en las Bolsas de Valores de las ciudades en las que el originador decida de acuerdo a su mercado objetivo.

Las inscripciones que se deben obtener son las detalladas a continuación:

- a) Del fideicomiso mercantil irrevocable como emisor dentro del proceso de Titularización.
- b) De los valores a emitirse dentro del proceso de Titularización, mismos que serán de contenido crediticio; físicos o dematerializados; a la orden; y que se denominarán:

SERIE	CLASE	DENOMINACIÓN
-------	-------	--------------

Se deben adjuntar además los siguientes documentos:

- a) Fotocopia de la escritura pública de constitución del fideicomiso mercantil irrevocable de titularización.
- b) Fotocopia del Reglamento de Gestión, el mismo que se debe haber incorporado como habilitante en la escritura de constitución del Fideicomiso.
- c) Fotocopia del oficio, mediante la cual la Superintendencia de Bancos y Seguros, emitió el criterio positivo requerido, a fin de que el Originador del Fideicomiso, continúe con el trámite respectivo sobre el proceso de Titularización.
- d) Fotocopia de la resolución, mediante la cual la Superintendencia de Compañías resolvió, entre otro puntos, a) aprobar el proceso de titularización llevado a cabo mediante el fideicomiso b) autorizar la oferta pública de los valores que se emitan dentro del referido proceso de titularización c) aprobar el contenido del respectivo prospecto de oferta pública.
- e) Fotocopia del certificado de inscripción en el Registro de Mercado de Valores del fideicomiso y de los valores a emitirse dentro del proceso de Titularización.
- f) Fotocopia del certificado de inscripción de la oferta pública, emitido por la Superintendencia de Compañías.
- g) Fotocopia del prospecto de oferta pública debidamente aprobado y sellado por la Superintendencia de Compañías.
- h) Facsímil de los Títulos – Valor a ser emitidos con cargo al fideicomiso mercantil irrevocable de titularización.
- i) Copia del Informe emitido por la compañía Calificadora de Riesgos.
- j) Amortización de escenarios: optimista, pesimista y moderado.

- k) Proyección de gastos del Fideicomiso de Titularización.
- l) Fotocopia del Registro Único de Contribuyentes del Fideicomiso de Titularización.
- m) Discos compactos que contengan el prospecto de oferta pública para ser entregados a las Bolsas de Valores.

A continuación se hará un breve resumen de la operatividad que implica la constitución de una titularización en el mercado boliviano:

Se reconocen dos modalidades básicas de esquemas de titularización, a saber:

PASS THROUGH (Traspaso o traslado)

En esta modalidad el originador transfiere en dominio parte de sus activos a una entidad emisora, que a su vez los incorpora en un patrimonio autónomo contra el cual emite títulos. En este caso el vehículo de transferencia es el contrato de cesión de bienes.

PAT TROUG (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)

En la gráfica se muestran las dos etapas: la cesión de los activos hacia un patrimonio autónomo y la emisión de valores con el respaldo de dicho patrimonio. (Bolsa de Valores Boliviana, 2015)



Figura No. 3: Modalidades

Fuente: Bolsa de Valores Boliviana

El patrimonio autónomo está conformado por los bienes o activos cedidos por una o más personas individuales o colectivas (originador) para emitir valores. Los bienes y/o activos deben estar separados de manera efectiva de la empresa originadora.

La denominación de patrimonio autónomo obedece a que constituye a uno distinto al de los demás participantes en el proceso. Es distinto al del originador porque se excluye de este; de la Sociedad Titulizadora la que se limita a actuar y ejercer como si fuese propietario pero sin serlo ni mezclarlo con su propio patrimonio.

El patrimonio autónomo responde únicamente por las obligaciones derivadas de la emisión de valores que se efectúa dentro del proceso de titularización. Es decir no responde por las obligaciones del originador, ni de la sociedad titulizadora.

Dentro del proceso de titularización existen pasos que deben cumplirse conforme se detalla a continuación:

- a) Cesión de los activos: Esta cesión de bienes objeto de la titularización comprende la transferencia absoluta del dominio sobre los mismos. Esta transferencia irrevocable es una de las mayores ventajas de la titularización pues de esta forma se protege al patrimonio de futuras anulaciones de la cesión por voluntad del originador, por lesión. De esta forma se logra total confianza de los inversionistas puesto que el riesgo ya no se encuentra asociado al originador ni a su voluntad.
- b) Estructuración del patrimonio: El patrimonio autónomo se estructura incorporando los bienes cedidos dejando en claro las condiciones y características de la incorporación

Los activos cedidos son incorporados al valor que se haya determinado en la estructuración financiera de la titularización la cual debe ser revelada al público.

Terminado el plazo del proceso de titularización o cumplida su finalidad en caso de existir patrimonio remanente este será entregado a una tercera persona designada al efecto o al originador o a los inversionistas, según se haya determinado en el contrato de constitución.

- c) Mecanismos de cobertura: Son aquellos que respaldan a los inversionistas ante cualquier riesgo que pueda afectar a los activos o bienes que constituyen el patrimonio autónomo. Un proceso de titularización se puede estructurar con uno o

varios mecanismos de cobertura y estos pueden ser internos o externos o una combinación de los dos. Los objetivos de estos mecanismos de cobertura son entre otros:

- a. Minimizar riesgos
 - b. Lograr la optimización de los títulos
 - c. Incrementar la negociabilidad de los valores
 - d. Mejorar la calificación de riesgos de los valores que se emiten
- Mecanismos internos de cobertura: Forman parte de la estructuración interna del proceso de titularización y no depende de agentes externos. Entre otros estos pueden ser:
 - Subordinación de la emisión: El originador o una tercera entidad adquiere títulos a los cuales se les imputaran posibles siniestros o faltantes en los flujos que genera el activo titularizado.
 - Sobrecolateralización: El patrimonio autónomo tiene activos de mayor valor que el de la emisión.
 - Exceso de flujo de caja: Consiste en una reserva que se crea con la diferencia que existe entre el flujo que se reciben de los activos titularizados y los pagos que se realizan a los inversionistas.
 - Sustitución de cartera: El originador se obliga a sustituir mientras dure el proceso de titularización aquella cartera que deje de cumplir con las características definidas en el contrato de constitución. Esta sustitución se puede hacer hasta por un porcentaje definido. En caso de que la sociedad titularizadora sea la que transfiere la cartera esta también se compromete a esta sustitución.
 - Fondo de liquidez: Se lo crea para cubrir posibles desfases de liquidez.

- Mecanismos externos de cobertura:
 - Aavales o garantías emitidos por una institución financiera distinta o no vinculada al originador o a la sociedad titulizadora.
 - Seguros de crédito: La aseguradora paga al acreedor por la insolvencia del deudor.

d) Emisión de los valores: Los valores que se emiten dentro de un proceso de titularización pueden ser:

- a. Valores de Participación: El inversionista no recibe un rendimiento fijo sino aquella pérdida o ganancia que genere el patrimonio autónomo.
- b. Valores de contenido crediticio: El inversionista recibe un rendimiento fijo.
- c. Valores mixtos: Es una combinación entre valores de contenido crediticio y valores de participación.

Una titularización puede todos los tipos de valores siempre y cuando cada serie o tramo tenga igualdad de condiciones en cuanto a los tipos de títulos.

- e) Originador: Es la entidad o empresa no vinculada a la sociedad titulizadora, que realiza la cesión de los bienes o activos al patrimonio autónomo.
- f) Sociedad Titulizadora: Es la receptora de los activos a ser titularizados, es decir que los títulos valores se emitirán a través de esta. Las sociedades titulizadoras pueden tener a su cargo uno o más patrimonios autónomos para titularización. Son los representantes legales de los patrimonios autónomos.

El dominio otorgado le da a la sociedad titulizadora la capacidad de disponer de los bienes, gravarlos, disfrutar, reivindicarlos, administrarlos conforme se disponga en el contrato de constitución.

Este manejo de los bienes debe ser seguro y eficiente.

- g) Estructurador: Es el encargado de agrupar bienes de características similares para cederlos a los patrimonios autónomos para titularizarlos.
- h) Calificadora de riesgos: Entidad debidamente autorizada que emite una calificación, en el caso de valores representativos de deuda respecto al riesgo de incumplimiento dentro de la emisión.
- i) Colocador: Es la entidad debidamente autorizada que se encarga de la colocación de los títulos de la emisión en el mercado primario.
- j) Inversionistas: Son las personas naturales o jurídicas que adquieren los títulos producto de la titularización. Los inversionistas tienen la potestad de negociar estos títulos valores en el mercado secundario.
- k) Representante de los tenedores: Actúa en representación de los inversionistas que adquirieron los títulos valores; entre sus funciones puede estar la de administrar el patrimonio autónomo, incorporar mejoras, custodia de activos. Estas funciones en la mayoría de los casos las ejerce la sociedad titularizadora

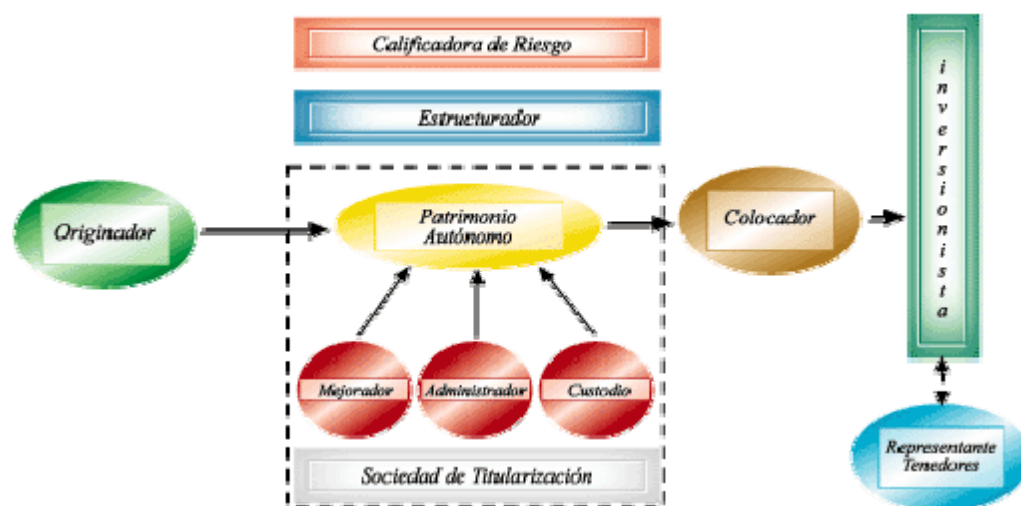


Figura No. 4: Esquema de titularización

Fuente: Bolsa de Valores Boliviana

- l) Finalidades de la Titularización: Entre las principales se pueden nombrar:
- a. Rotación de activos: Rotación de activos de escasa o ninguna liquidez, es decir aquellos que se tarda más de dos años en su recuperación.

- b. Alternativa de fondeo menos costosa que el endeudamiento tradicional: Se transforma el activo y no se incrementa el pasivo.
 - c. Potenciación del patrimonio del originador: Acceso a financiamiento sin necesidad de incrementar el patrimonio para mejorar el índice de endeudamiento, mayor crecimiento sin costo de capital asociado.
 - d. Equilibrio de estructura de balance: Con activos más líquidos se pueden atender obligaciones con vencimientos más próximos.
- m) La regulación boliviana: se regula por la Ley de Mercado de Valores y normas complementarias, tales como el Decreto Supremo No. 2551, y la Resolución Administrativa No. 052 sobre Normas Prudenciales de Titularización y Disposiciones específicas de Titularización.

Tanto la sociedad titulizadora como cada patrimonio autónomo que administra así como los títulos valores que se emiten deben ser registrados en el Registro de Mercado de Valores (Bolsa de Valores Boliviana, 2015)

Tabla No. 1

Cuadro comparativo ECUADOR – BOLIVIA

PARTICIPANTES	ECUADOR	BOLIVIA
REPRESENTANTE LEGAL	FIDUCIARIA	La sociedad titularizadora es una empresa de acciones que administra procesos de Titularización. Esta administra "patrimonios autónomos de titularización" que no son fideicomisos
CONSTITUYENTE	ORIGINADOR	SOCIEDADES DE TITULARIZACIÓN
BENEFICIARIO	ORIGINADOR Y/O INVERSIONISTA DEPENDIENDO DEL TIPO DE TITULO	Es similar, aunque al no haber fideicomiso solo se habla de originador e inversionistas y no existe el termino "beneficiario"
ESTRUCTURADOR FINANCIERO	PERSONA NATURAL O JURIDICA A CARGO DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA SOBRE LA CUAL SE DESARROLLARÁ LA EMISIÓN	PERSONA NATURAL O JURIDICA A CARGO DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA SOBRE LA CUAL SE DESARROLLARÁ LA EMISIÓN
CALIFICADORA DE RIESGOS	PERSONA JURÍDICA LEGALMENTE ESTABLECIDA Y AUTORIZADA PARA EL EFECTO	PERSONA JURÍDICA LEGALMENTE ESTABLECIDA Y AUTORIZADA PARA EL EFECTO
AUDITOR	PERSONA JURÍDICA LEGALMENTE ESTABLECIDA Y AUTORIZADA E INSCRITA EN EL CATASTRO PUBLICO DE MERCADO DE VALORES	PERSONA JURÍDICA LEGALMENTE ESTABLECIDA Y AUTORIZADA
AUTORIZACIONES	SUPERINTENDENCIA DE BANCOS/ SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS, VALORES Y SEGUROS	SUPERINTENDENCIA DE PENSIONES, VALORES Y SEGUROS/ SUPERINTENDENCIA DE BANCOS Y ENTIDADES FINANCIERAS
CASA DE VALORES	PERSONA JURÍDICA LEGALMENTE ESTABLECIDA Y AUTORIZADA PARA EL EFECTO	PERSONA JURÍDICA LEGALMENTE ESTABLECIDA Y AUTORIZADA PARA EL EFECTO

3 COSTOS DE INSTRUMENTACIÓN DE LA TITULARIZACIÓN DE CARTERA

3.1 HONORARIOS DEL ESTRUCTURADOR FINANCIERO

La Estructuración financiera tiene como objetivo desarrollar un estudio que permita identificar de manera preliminar la factibilidad de efectuar un proceso de titularización del originador; este proceso se subdivide en los siguientes pasos:

3.1.1 Recopilación de la información financiera

Los criterios de pre-análisis se fundamentarán en aspectos financieros; se basarán en identificar el monto potencial de emisión de la compañía según la normativa aplicable.

Se aplicará un análisis a las fuentes de ingresos relacionados con el giro del negocio de la compañía.

Se presentará un informe a la compañía recomendaciones que alineen las estrategias de la compañía con la mejor opción de producto de emisión de valores.

Para el efecto, se recopilará toda la información básica y complementaria necesaria para desarrollar el proceso de emisión. La información a recopilar se basa en detalles generales de la compañía con mayor detalle en información relacionada a las fuentes de ingresos de la compañía.

3.1.2 Análisis Macroeconómico de la Industria y Perspectivas

En ésta fase el estructurador dará comienzo al análisis de la información proporcionada por el originador y adicionalmente se investigará sobre todo varios parámetros que influyan en el desarrollo de su negocio.

El objetivo es estructurar un producto que describa con la mayor certidumbre el ambiente global como en el que se desempeña la compañía.

Una vez recopilada la información, se realiza un análisis de arriba hacia abajo, en donde se parte desde lo general hasta llegar a lo específico. El análisis comienza desde la economía ecuatoriana, posteriormente se enfoca a la industria en la que se desarrolla la compañía y finalizará con un análisis específico de la compañía. Se analiza la economía ecuatoriana desde un punto de vista macro dando énfasis en las variables macroeconómicas que tienen una mayor influencia en la industria en la que se desarrolla la empresa y también en los sectores en los que se refleja su actividad económica. Así mismo se busca dar una perspectiva de cómo se desarrollará la industria donde desenvuelve sus actividades.

3.1.3 Análisis Estratégico del Originador

Se analiza estratégicamente al Originador para lo que se utiliza un análisis FODA (Fortaleza, Oportunidades, Debilidades y Amenazas). También realizan reuniones de trabajo con personal de la compañía que permita conocer la posición estratégica de la misma.

3.1.3.1 Análisis Financiero del Originador

En una primera etapa se efectúa un análisis financiero horizontal, vertical y de índices del Originador.

Además, en ésta etapa el estructurador se enfoca en identificar las fuentes generadoras de ingresos, se aplica también un análisis de riesgos y sobretodo un histórico de capacidad de generación de flujos.

En ésta fase se obtiene un bosquejo de las opciones de las características de la estructuración financiera.

Para ésta etapa se proyecta el flujo libre de caja con el objetivo de identificar la capacidad de generar flujos de efectivo a futuro del Originador.

También se analiza los resguardos financieros que necesitará el producto con el objetivo de administrar los riesgos identificados.

Los resguardos financieros se enfocarán en la aplicación de las recomendaciones del análisis de riesgos, y sobre todo conocer la efectividad de dichos mitigantes.

De la misma forma se realiza un análisis de sensibilidad que permite el diseño de escenarios que permitirán analizar los posibles resultados obtenidos como consecuencia de varias combinaciones de sus variables y restricciones financieras.

Dado que éste análisis intenta evaluar el impacto de las variables y restricciones, generadas del análisis previo efectuado, y de esa manera ajustar lo más preciso posible al diseño de la estructuración y sobretodo en la determinación de las garantías.

En ésta fase se estructurarán las garantías con la premisa de obtener la mayor calificación posible al menor costo.

3.1.3.2 Pre test de mercado con potenciales inversionistas

El equipo de colocación realiza una pre-lectura de mercado con el objetivo de ayudar al equipo de estructuración a ajustar las características de la emisión a las condiciones del mercado.

Éste trabajo es constante por las condiciones cambiantes del mercado, que adicionalmente ayudará a dar comienzo con el proceso y ROAD SHOW del producto, logrando ahorro de tiempo en todo el proceso.

Por el ajuste de mercado a la estructura es muy importante tener un trabajo conjunto con el equipo de colocación desde la etapa en la que se proponen las características preliminares de la estructura.

3.1.3.3 Estructuración de los títulos valores

Se definen de las condiciones definitivas de la emisión, procurando las mejores condiciones para una óptima calificación de riesgo.

Se detallan las características del producto.

3.1.3.4 Lectura de mercado con potenciales inversionistas

Una vez definidas las características del producto se procede a efectuar una lectura de mercado con los inversionistas con el objetivo de identificar si éstas características son demandadas.

Lo que se busca es optimizar el tiempo de colocación del producto entre los inversionistas.

3.1.3.5 Gestión de preventas con inversionistas

El equipo de colocación conjuntamente con el de estructuración procede a realizar presentaciones individuales para inversionistas potenciales que serán contactados en la etapa de pre lectura de mercado y no contactados.

3.1.3.6 Colocación

La colocación será realizada de acuerdo al diseño de una estrategia que considere las condiciones actuales del mercado, la pre lectura efectuada a la definición de las características de la colocación y a la gestión de pre-venta.

Ésta etapa es importante dado que el éxito de la colocación no solo depende de las características del producto sino de un análisis completo de las condiciones de mercado y de la situación macroeconómica en general de la economía del Ecuador.

En el mercado boliviano la estructuración financiera la realiza la misma titularizadora

3.1.3.7 Honorarios

- Estructuración financiera: Una comisión fija del 0.10% más impuestos por la estructuración financiera de una titularización de cartera por un monto de 30 millones de USD.
- En Bolivia estos costos oscilan entre el 0,20% y el 0,50% del monto a ser emitido.
- Forma de pago:
 - 50% a la firma del contrato.
 - 50% Una vez que se emitan las aprobaciones necesarias para la negociación en el mercado. (Aprobación e inscripción en la Superintendencia de Compañías y Bolsas de Valores).
- Colocación: Una comisión de éxito por la colocación (“success fee”) que se calculará de la siguiente manera:
 - Comisión Bolsa de Valores de Quito: 0.09% del valor efectivo de la transacción, mínimo 4.00 USD por transacción.
 - Comisión Casa de Valores: 0.10% del valor efectivo de la transacción.

La comisión de éxito se cobrará cuando se dé la colocación en forma parcial o total de los VALORES en el mercado.

Para perfeccionar la colocación, la compañía deberá firmar el contrato de orden de negociación correspondiente para la venta de los valores en el mercado.

Si la compañía decide no continuar con el proceso de emisión de valores, una vez firmado el contrato, se deberá cancelar el 100% de los honorarios por la estructuración financiera.

3.2 HONORARIO DEL ESTRUCTURADOR JURÍDICO

El artículo 149 de la Ley de Mercado de Valores señala que: El Agente de Manejo será una sociedad administradora de fondos y fideicomisos que tenga a su cargo, además de las funciones consagradas en el contrato de fideicomiso mercantil, las siguientes:

- a) Obtener las autorizaciones que se requieran para procesos de titularización en los cuales los valores a emitirse vayan a ser colocados mediante oferta pública, conforme con las disposiciones de la presente Ley.
- b) Recibir del originador y en representación del patrimonio de propósito exclusivo, los activos a ser titularizados.
- c) Emitir valores respaldados con el patrimonio de propósito exclusivo.
- d) Colocar los valores emitidos, mediante oferta pública, conforme con las disposiciones de la presente Ley. Este requerimiento lo cumplimos a través de la (s) Casa (s) de Valores, seleccionada (s).

Las funciones señaladas en los literales a), b) y c) son indelegables y este mismo concepto se maneja en el mercado Boliviano. La delegación de las funciones restantes deberán indicarse expresamente en el contrato de fideicomiso. El Agente de Manejo será siempre responsable de todas las actuaciones de terceros que desempeñen las funciones así delegadas.

Concuerda con esta disposición legal la señalada en el artículo 1 de la Sección I, de Capítulo V "Titularización", del Subtítulo I "Valores", del Título III "Oferta Pública de Valores" de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores que señala que para efectuar oferta pública de valores de procesos de titularización se debe presentar a la Superintendencia de Compañías una serie de documentación e información, *"cuya responsabilidad de elaboración, análisis y verificación corresponderá al agente de manejo"*.

3.3 HONORARIOS DE LA FIDUCIARIA

3.3.1 Actividades para la estructuración, constitución y administración de un Fideicomiso de Titularización

Los honorarios de la Fiduciaria comprenden las siguientes actividades durante el proceso de estructuración, constitución y administración de un proceso de titularización:

- a) Elaboración de contratos y constitución del fideicomiso; sobre la base de la estructura financiera realizada por el Estructurador seleccionado, serán responsabilidad del Agente de manejo la elaboración de los documentos indispensables para el proceso de titularización, los cuales serán diseñados de acuerdo con los parámetros de dicha estructura, los objetivos del originador y la normativa legal y reglamentaria vigente en Ecuador en materia de Titularización.

- b) Alcance de las actividades:
 - Análisis de los títulos que respaldan la cartera sus garantías y la forma de transferirlos al fideicomiso mercantil.

 - Conjuntamente con el Originador, el Estructurador Financiero y la Calificadora de Riesgos, análisis y definición de los mecanismos de garantía a incorporar.

 - Elaboración y suscripción del contrato de fideicomiso mercantil.

 - Elaboración y suscripción del contrato de administración de cartera.

 - Elaboración y suscripción del Reglamento de Gestión.

 - Elaboración y suscripción del Prospecto de Oferta Pública.

 - Elaboración y suscripción del contrato de administración de la cartera con el Originador.

- Diseño del formato de títulos a emitirse.
- Gestionar ante la Superintendencia de Compañías, las autorizaciones correspondientes.
- Constitución e implementación formal del fideicomiso: RUC, cuentas bancarias, etc.
- Inscripción de los títulos en las Bolsas de Valores del país.

3.3.2 Honorarios

- Elaboración de contratos y constitución: Sobre una emisión de hasta USD 8'000.000,00, los honorarios de la fiduciaria serán de USD 12.000,00

Estos honorarios serán cancelados el 50 % a la aceptación de la propuesta, el 25 % a la entrega de los contratos de fideicomiso, reglamento de gestión y prospecto de oferta pública; y la diferencia a la fecha de inscripción de los títulos en la Bolsa de Valores.

Estos honorarios contemplan una primera emisión. En caso de ser necesarias la emisión por tramos y toda vez que cada uno requiere de estructuraciones y autorizaciones expresas, existirá un honorario de USD 3.000,00 por cada tramo adicional.

- Administración: La administración integral del fideicomiso mercantil se la realiza en función de los siguientes encargos generales:
 - Registrar contablemente la propiedad de la cartera titularizada.
 - Mantener el control de la custodia de la cartera titularizada.
 - Emisión de títulos y colocación al mercado a través de la Casa de Valores seleccionada.

- Recepción del flujo generado por la cartera titularizada.
 - Convocatoria y ejecución del comité de inversionistas.
 - Información mensual sobre el estado financiero del fideicomiso.
 - Rendición anual de cuentas.
 - Las demás tareas derivadas de los contratos y de la legislación vigente.
- Honorarios administración y agente de pago:
 - a) Mientras no existan títulos colocados o pendientes de pago, la suma de USD 450,00 mensuales por cada tramo.
 - b) Mientras existan títulos pendientes de pago, por cada tramo, el 0,40 % anual sobre el monto de títulos emitidos. Este honorario se cancelará mensualmente y será calculado sobre el saldo insoluto de los títulos pendientes de pago al inicio de cada trimestre, con un mínimo de USD 750,00 mensuales por cada tramo.
 - c) En caso de designarse a la fiduciaria como Agente de Pago, el honorario mensual por este concepto será de USD 500,00 por cada tramo.
 - d) En el mercado Boliviano los honorarios de la fiduciaria son entre 0,20% y 0,80% anual, pagadero mensual sobre el monto vigente de los valores. Esto como comisión por administración.
 - e) Algunas titularizadoras cobran un adicional de USD 5.000,00 por la estructuración de la titularización.

3.4 HONORARIOS DE LA CALIFICADORA DE RIESGOS

3.4.1 Actividades para una calificación de riesgos de un Fideicomiso de Titularización

Las etapas que se consideran en una calificación de riesgos son las siguientes:

- Recopilación y procesamiento de información financiera y no financiera de la Institución.
- En cuanto a la información histórica, de ser posible deberá corresponder a los últimos cinco años. No obstante, cabe indicar que no sólo se recopila y procesa información histórica, sino también proyectada.
- Recopilación y procesamiento de información sobre el sector, planes de inversión, etc.
- Análisis de la información previamente procesada.
- Validación de proyecciones financieras corporativas y sectoriales, revisión de proyecciones.
- Reunión de funcionarios con gerentes y/o analistas de la entidad.
- Envío de informe preliminar al cliente y recopilación de sus comentarios.
- Sesión interna del comité de calificación.
- Asignación de calificación y sustentación de la misma.
- La calificación de la institución se revisa formalmente cuando menos dos veces al año, o antes si fuera necesario, conforme a los resultados experimentados. Con esto se busca identificar desviaciones importantes respecto a las consideraciones iniciales. De existir dichas desviaciones se establece la comunicación con el emisor y se

analiza profundamente las causas. Si éstas son sólo de carácter temporal, la calificación no se altera y, de ameritarlo, se ubica al emisor bajo mayor observación:

3.4.2 Honorarios

- Calificación Inicial y Primera Revisión Semestral (Primer Año) US\$ 9,000.00 (Nueve mil 00/100 dólares americanos)
- Segunda, Tercera, Cuarta y Quinta Revisión Semestral (Segundo y Tercer Año) US\$ 7,000.00 (Siete mil 00/100 dólares americanos) más I.V.A.
- Desde la Sexta Revisión Semestral en adelante (Hasta la redención) US\$ 6,000.00 (Seis mil 00/100 dólares americanos) más I.V.A.
- Para el caso boliviano estos honorarios son entre USD 12.000,00 y USD 20.000,00 mil dependiendo del monto emitido.

3.5 COSTOS DE LA SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS

Costos de Inscripción en el registro de mercado de valores; en la tabla que se detalla a continuación se encuentran los costos de la Superintendencia de Compañías por inscripción y mantenimiento de las inscripciones en el Registro de Mercado de Valores.

Tabla No. 2

MONTO DE PATRIMONIO AL 31 DE DICIEMBRE		
DESDE	HASTA	VALOR A PAGAR
MENOS DE 0	10,000.00	250.00
10,001.00	100,000.00	500.00
100,001.00	1,000,000.00	1,000.00
1,000,001.00	5,000,000.00	2,000.00
5,000,001.00	10,000,000.00	2,500.00
10,000,001.00	50,000,000.00	3,000.00
50,000,001.00	100,000,000.00	3,500.00
100,000,001.00	500,000,000.00	4,500.00
500,000,001.00	1,000,000,000.00	5,000.00
1,000,000,001.00	en adelante	10,000.00

Fuente: Consejo Nacional de Valores, 2008)

En el mercado de valores los costos por concepto de autorizaciones e inscripción en el registro de mercado de valores son:

- Tasa de regulación por autorización e inscripción: USD 5.000,00; esta tasa corresponde a un pago único que es parte de los requisitos generales para la autorización e inscripción en el Registro de Mercado de Valores
- Tasa por inspección y vigilancia: USD 0.0017% mensual sobre el valor total de cada patrimonio autónomo administrado por la sociedad de titularización. El pago de estas tasas de regulación deberá realizarse dentro de los 10 días calendario, siguientes al vencimiento de cada mes. (Superintendencia de Seguros, 2002)

3.6 COSTOS DE LA SUPERINTENDENCIA DE BANCOS

Los procesos de Titularización tanto en Ecuador como en Bolivia no tienen ningún costo para las Superintendencias de Bancos.

3.7 COSTOS DE INSCRIPCIÓN EN LA BOLSA DE VALORES

Para las Titularizaciones, se aplicará los valores descritos en la Tabla 2 debiendo considerar que el cobro de la cuota de inscripción se realizará por cada tramo que el emisor decida emitir, y la cuota de mantenimiento sobre el saldo por amortizar del total de la deuda colocada y/o del monto de los valores de participación colocados.

La cuota mínima es de USD\$ 200 dólares y la cuota máxima de USD\$ 25,000.

El pago de la cuota anual de mantenimiento deberá realizarse dentro del primer semestre del año. Los emisores que efectúen el pago hasta el mes de mayo, obtendrán un descuento por pronto pago del 5% sobre la cuota respectiva.

Los emisores que excedieren este plazo, de un semestre, serán acreedores a una multa equivalente a la tasa de interés legal por cada día de atraso. (Bolsa de Valores de Quito, 2009)

Tabla No. 3

Tarifas de inscripción y mantenimiento Bolsa de Valores de Quito

PARA INSCRIPCIÓN Y MANTENIMIENTO DE TITULARIZACIONES	
PATRIMONIO	PORCENTAJE
Por los primeros USD 20.000.000,00	0.0175%
Por los segundos USD 20.000.000,00	0.0150%
Por los terceros USD 20.000.000,00	0.0125%
Por los cuartos USD 20.000.000,00	0.0100%
Por el excedente	0.0050%

Fuente: Bolsa de Valores de Quito, 2009

Nota. En la tabla adjunta se detallan los costos de inscripción y mantenimiento de una titularización en la Bolsa de Valores de Quito.

3.8 COSTOS DE COLOCACIÓN DE VALORES

Los honorarios por colocación de valores oscilan entre el 0,22 y el 1.25% del valor colocado.

En el mercado boliviano las agencias de bolsa cobran entre 0,15% y 0,30% dependiendo si el comprador es institucional o no y del monto emitido.

4 VENTAJAS Y DESVENTAJAS ECONÓMICAS Y LEGALES DE LA TITULARIZACIÓN DE CARTERA

4.1 VENTAJAS

Como hemos mencionado en capítulos anteriores la Titularización es un proceso mediante el cual se constituye un patrimonio autónomo, cuyo propósito exclusivo es respaldar el pago de los derechos conferidos a los titulares de valores emitidos con cargo al patrimonio antes mencionado.

4.1.1 Para el originador

- Permite a la Banca privada que es el objeto de nuestro estudio transformar su cartera generadora de flujos de ingresos en valores negociables en el Mercado de Valores , posibilitando así la obtención de liquides en condiciones competitivas de mercado en cuanto a costos financieros.
- Logra liquidez en base a sus activos, sin crear pasivos
- Mayor liquidez sobre la base de la rotación de activos
- No existen restricciones ante entidades crediticias, se mejora el índice de endeudamiento.
- Mejora los índices de rentabilidad
- No se incrementan requerimientos de patrimonio técnico
- Se transfiere parte o todo el riesgo al mercado
- Equilibrio en estructura de plazos de activos y pasivos
- Potencia el crecimiento de la Banca facilitando el cumplimiento de sus objetivos.
- Tasa inferior a la activa del Sistema Financiero
- Fondeo a plazos más largos
- Reestructuración de pasivos
- Promoción de su nombre en el mercado de valores

- Diversificación de las fuentes de fondeo tradicionales y acceso a nuevos inversionistas
- Mejorar el calce de activos y pasivos
- Incrementa el ROA (retorno de activos)

4.1.2 Para las Instituciones Financieras

- Les permite financiar proyectos / actividades con documentos de mayor circulación.
- Permite profundizar el mercado de valores a través de nuevos participantes, nuevos títulos

4.1.3 Para los Inversionistas

- Retorno superior a la tasa pasiva (depósitos)
- Riesgo separado del originador
- Mecanismos de garantía propios lo cual disminuye el riesgo
- Calificación de riesgos y auditoría externa
- Documentos de alta circulación
- Para el mercado de valores
- Permite ofrecer una diversidad de títulos en términos de estructura, rendimiento y maduración de valores

4.2 DESVENTAJAS

4.2.1 Para el originador

- En el caso de que no se destine correctamente los recursos provenientes de la colocación de la titularización se podría afectar su índice de morosidad al tener en sus estados financieros un exceso de liquidez.

4.2.2 Para el inversionista

- Con las últimas reformas tributarias puestas en vigencia el 29 de diciembre de 2014 las exenciones tributarias para los tenedores de títulos se vieron disminuidas y en muchos casos desaparecieron sobre todo para los inversionistas extranjeros.
- La Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil, la cual reforma la Ley de Mercado de Valores de 1998 incluyó como requerimientos para los proceso de titularización garantías adicionales que en muchos casos hacen inviables los procesos.
- En el último año fue evidente una evolución normativa, pero todavía no es clara la política pública para el Mercado de Valores, pues solamente así se entiende que en ocho meses hayan cambiado las reglas del juego en cuanto a la estructura institucional y especialmente respecto al tratamiento tributario, todo lo cual no presta la seguridad jurídica que demandan los mercados públicos organizados que pretenden ser un motor para la economía. (Bolsa de Valores de Quito, 2014)

Con la finalidad de visualizar de una mejor forma las ventajas y desventajas que tienen los procesos de titularización a continuación de detallan algunas cifras obtenidas de las Bolsa de Valores de Quito y del IEFIVI.

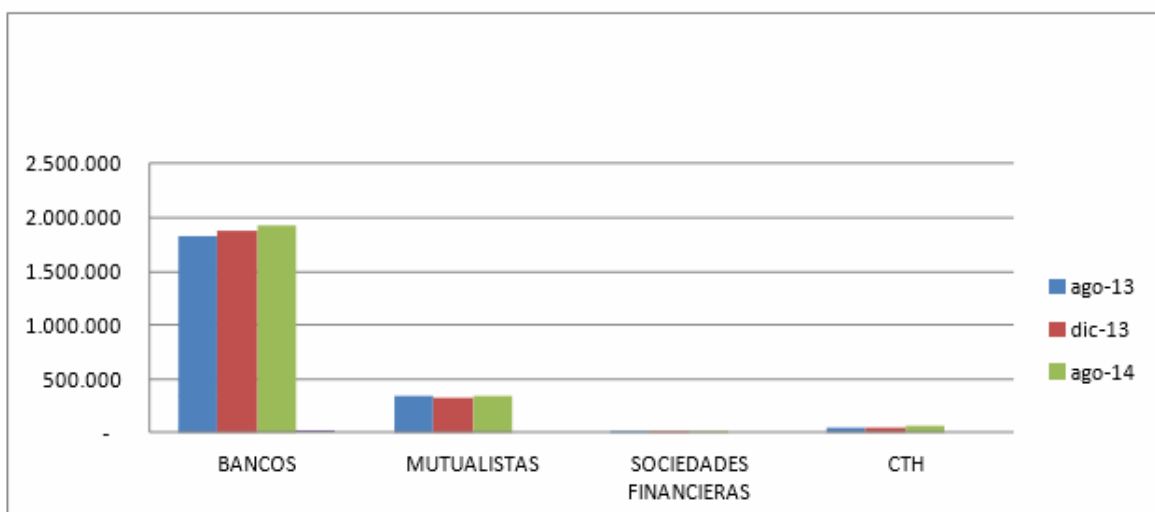


Figura No. 5: Ventajas y desventajas de los procesos de titularización
Fuente: IEFIVI, 2014

Agosto 2013 – Agosto 2014

INSTITUCIÓN	ago-13	dic-13	ago-14	Variación
BANCOS	1.824.630	1.884.256	1.929.735	5,76%
MUTUALISTAS	335.638	326.608	334.899	-0,22%
SOCIEDADES FINANCIERAS	4.405	3.950	1.485	-66,29%
CTH	38.439	37.516	60.087	56,32%
TOTAL SISTEMA	2.203.113	2.252.330	2.326.206	5,59%

Figura No. 6: Evolución de cartera de vivienda incluida titulación por tipo de institución
Fuente: SBS - CTH, 2014

Tabla No. 4

Participación de cartera de vivienda + titulación por entidad

Agosto 2013 – Agosto 2014

Entidad	ago-13				ago-14			
	Cartera Vivienda	Cartera Titularizada	Cartera de Vivienda + Titularizaciones	Participación	Cartera Vivienda	Cartera Titularizada	Cartera de Vivienda + Titularizaciones	Participación
PICHINCHA	547.593	248.849	796.442	36,15%	615.629	247.192	862.821	37,09%
PACIFICO	272.659	-	272.659	12,38%	271.158	-	271.158	11,66%
MUTUALISTA PICHINCHA	110.786	142.763	253.549	11,51%	79.446	156.334	235.780	10,14%
GUAYAQUIL	148.024	-	148.024	6,72%	152.510	-	152.510	6,56%
INTERNACIONAL	60.529	85.693	146.222	6,64%	65.003	76.305	141.308	6,07%
PRODUBANCO	73.543	53.284	126.827	5,76%	104.178	46.207	150.385	6,46%
BOLIVARIANO	83.960	13.830	97.790	4,44%	90.865	10.283	101.148	4,35%
PROMERICA	80.108	-	80.108	3,64%	82.771	-	82.771	3,56%
RUMIÑAHUI	55.238	16.719	71.958	3,27%	62.803	12.056	74.859	3,22%
AZUAY	65.651	-	65.651	2,98%	78.834	-	78.834	3,39%
LOJA	26.550	17.271	43.821	1,99%	35.750	13.683	49.433	2,13%
CTH	18.351	20.088	38.439	1,74%	21.083	39.004	60.087	2,58%
OTROS	61.623	-	61.623	2,80%	65.110	-	65.110	2,80%
TOTAL SISTEMA	1.604.616	598.497	2.203.113	100,00%	1.725.142	601.064	2.326.206	100,00%

Fuente: SBS - CTH, 2014

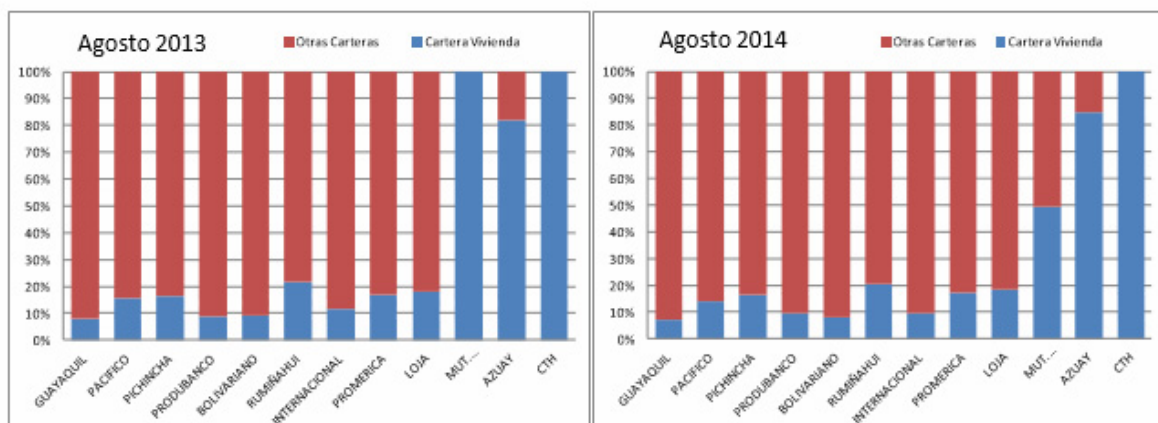


Figura No. 7: Participación de cartera de vivienda incluida titulación en cartera total
Fuente: SBS - CTH, 2014

Tabla No. 5

Títulos de renta fija

TÍTULOS DE RENTA FIJA (Millones de dólares)							
TÍTULO		CÓDIGO	2010	2011	2012	2013	2014
PRIVADO	Certificados de Depósito	CD	585.04	187.36	247.60	40.18	247.60
	Certificados de Inversión	CI	21.10	12.61	15.97	15.51	8.35
	Pólizas de Acumulación	PAC	71.88	15.83	16.55	2.81	26.74
	Titularizaciones	TIT	290.07	576.17	434.02	231.43	237.05
	Obligaciones Corporativas	OBL	161.04	137.13	138.27	130.20	115.58
	Papel Comercial	PC	85.90	138.54	165.84	96.80	195.10
	Otros	OTROS	43.78	100.62	72.03	72.77	85.99
PÚBLICO	Bonos del Estado	BE	573.47	90.99	180.07	60.66	149.74
	Bonos Global	BG	1.95	0.61			
	Certificados de Depósito	CD					1.70
	Certificados de Tesorería	CT	24.47	169.75	42.93	82.11	520.22
	Certificados de Inversión	CI	403.68	220.60	275.92	341.16	484.13
	Otros	OTROS	74.37	69.57	20.44	47.93	84.95
TOTAL			2,336.76	1,719.78	1,609.63	1,121.55	2,157.14

5 CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

5.1 CONCLUSIONES

La Titularización es un mecanismo de financiamiento que en los últimos años fue posicionándose en el mercado ecuatoriano y boliviano. Para el caso del mercado ecuatoriano a continuación se encuentran un ejemplo de los procesos realizados:

Tabla No. 6

PROCESOS DE TITULARIZACIÓN ESTRUCTURADOS Y ADMINISTRADOS POR FIDUCIA S. A. (FEBRERO 2015)				
	ORIGINADOR	PROCESO	ACTIVO TITULARIZADO	MONTO
1	BANCO AMAZONAS	PRIMERA TIT. CARTERA AUTOMOTRIZ	CARTERA AUTOMOTRIZ	15,000,000
2	UNIBANCO	PRIMERA TIT. CARTERA DE CONSUMO	CARTERA DE CONSUMO	10,000,000
3	BANCO AMAZONAS	SEGUNDA TIT. CARTERA AUTOMOTRIZ	CARTERA AUTOMOTRIZ	25,000,000
4	UNIBANCO	SEGUNDA TIT. CARTERA DE CONSUMO	CARTERA DE CONSUMO	20,000,000
5	BANCO AMAZONAS	TERCERA TIT. CARTERA AUTOMOTRIZ	CARTERA AUTOMOTRIZ	40,000,000
6	BANCO AMAZONAS	CUARTA TIT. CARTERA AUTOMOTRIZ	CARTERA AUTOMOTRIZ	50,000,000
7	PRODUBANCO	PRIMERA TIT. CARTERA AUTOMOTRIZ	CARTERA AUTOMOTRIZ	31,500,000
8	BANCO AMAZONAS	QUINTA TIT. CARTERA AUTOMOTRIZ	CARTERA AUTOMOTRIZ	50,000,000
9	BANCO AMAZONAS	SEGUNDA TIT. CARTERA COMERCIAL	CARTERA COMERCIAL	10,000,000
11	BANCO AMAZONAS	SEXTA TIT. CARTERA AUTOMOTRIZ	CARTERA AUTOMOTRIZ	30,000,000
12	BANCO SOLIDARIO	SEGUNDA TIT. CARTERA MICROCREDITO	CARTERA DE MICROCREDITO	30,000,000
13	BANCO AMAZONAS	SEPTIMA TIT. CARTERA AUTOMOTRIZ	CARTERA AUTOMOTRIZ	50,000,000
15	BANCO PROCREDIT	PRIMERA TIT. CARTERA DE MICROCREDITO	CARTERA MICROCREDITO	70,000,000
16	BANCO AMAZONAS	OCTAVA TIT. CARTERA AUTOMOTRIZ	CARTERA AUTOMOTRIZ	50,000,000
TOTAL				481,500,000

Esto demuestra que este es un mecanismo eficiente de financiamiento.

Lastimosamente, la legislación ecuatoriana en el último tiempo ha tenido una serie de cambios y reformas que han generado cierta incertidumbre en los participantes del mercado lo cual ha ocasionado una desaceleración en su uso y aplicación. Hasta diciembre de 2014 tanto el inversionista como el originador de procesos de titularización contaban con ventajas económicas y tributarias que hacían de este un mecanismo atractivo. Con La Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil, la cual reforma la Ley de Mercado de Valores de 1998 se incluyen cambios y requerimientos a los mecanismos de garantía exigidos anteriormente que hacen que los procesos se vuelvan inviables puesto que se pierden las ventajas financieras que estos procesos representaban.

En los años 2013 y 2014 los montos de cartera titularizada por la banca privada ecuatoriana crecieron únicamente en un 1% como se desprende de las cifras del IEFIVI a agosto de 2014.

En el tema de titularización de cartera en Bolivia no se han realizado las mismas con entidades reguladas pues normativamente la operación no se puede realizar en vista de que ya que la Superintendencia de Bancos solicita el pago de la cartera se haga conjuntamente con la cesión. En Bolivia el vehículo no es un fideicomiso aunque se asemeja mucho. Las sociedades titularizadoras son de objeto único, no como en el Ecuador. Las únicas titularizaciones cercanas a cartera se han realizado con inmobiliarias que generan su propia cartera. Los vehículos han sido constituidos ya con la cartera hace un tiempo atrás pero todavía no se ha emitido.

En estos casos la titularizadora ha pagado con sus propios recursos al originador. En Bolivia los temas NIIF y Basilea II son muy estrictos y hasta que no se encuentre la manera de pagar al originador por la cartera de manera simultánea de la emisión la Superintendencia de Bancos no dará curso a que la titularización se haga.

Llevan cerca de 10 años en esa controversia. En Ecuador han resuelto el tema de crear los fideicomisos con un monto de \$100 y después emiten y se adiciona la cartera posteriormente. Ese esquema en Bolivia no es permitido y se cuestiona mucho de que ese fideicomiso sea también un fideicomiso como tal.

Sin perjuicio de lo arriba detallado a continuación se encuentran cifras de los montos colocados en la Bolsa de Valores Boliviana que reflejan que la Titularización ocupa un lugar importante dentro de las opciones de inversión para el mercado de Valores Boliviano:

Tabla No. 7

Montos operados en Bolsa Gestión 2013 vs. Gestión 2014 (USD)

MERCADO/INSTRUMENTO	2013	PAR % 2012	2014	PAR % 2014
RUEDO	9.676.692.148,00	100%	9.829.634.144,00	100%
RENTA FIJA	9.570.670.064,00	99%	9.392.350.896,00	95,6%
BONOS BANCARIOS BURSATILES	369.449.536,00	3,8%	154.009.541,00	1,6%
BONOS DEL BCB	-	-	86.551.488,00	0,9%
BONOS LARGO PLAZO	501.070.446,00	5,2%	434.684.677,00	4,4%
BONOS MUNICIPALES	1.387.000,00	0,0%	96.349,00	0,0%
BONOS DEL TESORO	1.550.470.984,00	16,0%	1.280.538.061,00	13,0%
CERT. DEP BCB	-	-	20.664.857,00	0,2%
CUPONES DE BONOS	592.216.063,00	6,1%	850.693.367,00	8,7%
DEP. PLAZO FIJO	5.101.625.323,00	52,7%	4.187.993.960,00	42,6%
LETRAS DEL BCB	-	-	402.532.664,00	4,09%
LETRAS DEL TESORO	1.347.756.080,00	13,9%	1.868.535.979,00	19,00%
PAGARES BURSATILES	41.955.911,00	0,4%	34.751.893,00	0,40%
VALORES DE TITULARIZACIÓN	61.738.721,00	0,6%	71.198.060,00	0,70%
RENTA VARIABLE	109.022.084,00	1%	437.283.249,00	4,4%
ACCIONES	3.014.751,00	0,0%	306.769.693,00	3,10%
CUOTAS FIC	106.007.333,00	1,1%	130.513.556,00	1,30%
ACCIONES NO REGISTRADAS	-	-	-	-
ANR				
MESA DE NEGOCIACION	4.189.596,00	0%	3.358.094,00	0%
PAGARES	4.189.596,00	0,0%	3.358.094,00	0,00%
TOTAL OPERADO EN BOLSA	9.683.881.744,00	100,0%	9.832.992.238,00	100,00%

Fuente: La Bolsa en el Año. Edición 2014

Tabla No. 8

Valores de Titulación

VALORES INSCRITOS EN BOLSA DURANTE EL AÑO POR EMISOR (EN USD)										
SERIE	MON	CAL. RIESGO	ECR	PLAZO/ DIAS	FECHA INSCRIPCIÓN	TOTAL EMITIDO	VALOR NOMINAL	TASA EMISIÓN	TASA COLOCACIÓN	GTIA O COBERTURA
VALORES DE TITULARIZACIÓN										
BISA ST-DIACONIA FRIF										
BDI-TD-NA	BOB	N-1	PCR	344,00	12-feb-14	4.154.519,00	146	4,20	4,09	COBERTURAS
BDI-TD-NB	BOB	AA3	PCR	709,00	12-feb-14	4.154.519,00	146	4,30	4,30	COBERTURAS
BDI-TD-NC	BOB	AA3	PCR	1.075,00	12-feb-14	4.154.519,00	146	4,40	4,40	COBERTURAS
BDI-TD-ND	BOB	AA3	PCR	1.440,00	12-feb-14	4.154.519,00	146	5,10	5,10	COBERTURAS
BDI-TD-NE	BOB	AA3	PCR	1.805,00	12-feb-14	4.154.519,00	146	5,70	5,70	COBERTURAS
BDI-TD-NF	BOB	AA3	PCR	2.170,00	12-feb-14	4.154.519,00	146	6,00	6,00	COBERTURAS

Fuente: La Bolsa en el Año. Edición 2014

Dentro de los Valores Inscritos en el año 2014, el 49.20% (\$usd 276.02 millones) está representado por Cuotas de Participación de Fondos de Inversión Cerrados, el 23.63% (\$usd 132.59 millones) por Bonos de Largo Plazo, el 12.22% (\$usd 68.58 millones) por Bonos Bancarios Bursátiles y el porcentaje restante (14.95%) está representado por Valores de Titularización con el 10.68% de participación y el 4.27% corresponde a los Pagares Bursátiles (Bolsa de Valores Boliviana, 2014)

Tabla No. 9

Cartera total por instrumento de los inversionistas institucionales Diciembre 2014 (miles de USD)

VALORES	FONDOS DE PENSIONES	FONDOS DE INVERSIÓN	COMPAÑÍAS DE SEGUROS (1)	TOTAL INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES	% DE PARTICIPACIÓN
ACCIONES	-	2.126,00	14.825,00	16.951,00	0,13%
BONOS CORPORATIVOS	942.049,00	119.744,00	116.456,00	1.178.249,00	9,10%
VALORES PUBLICOS	3.793.209,00	215.296,00	105.079,00	4.113.584,00	31,76%
DEPOSITOS A PLAZO FIJO	4.502.303,00	585.547,00	127.703,00	5.215.553,00	40,27%
PAGARES BURSATILES	5.725,00	13.216,00	2.201,00	21.142,00	0,16%
VALORES DE TITULARIZACIÓN	273.952,00	11.049,00	11.524,00	296.526,00	2,29%
CUOTAS DE FONDOS CERRADOS	681.253,00	-	44.036,00	725.288,00	5,60%
BONOS BANCARIOS BURSATILES	316.675,00	106.025,00	47.985,00	470.685,00	3,63%
LIQUIDEZ	227.676,00	215.731,00	26.617,00	470.023,00	3,63%
OTROS (1)	-	324.958,00	120.044,00	445.002,00	3,44%
TOTAL	10.742.842,00	1.593.692,00	616.470,00	12.953.003,00	100,00%
% DE PARTICIPACION	82,9%	12,3%	4,8%	100,0%	

Fuente: La Bolsa en el año Edición 2014

En este cuadro se detalla la cartera global de los Inversionistas Institucionales, que en total cuentan con más de USD 12 mil millones para invertir en el mercado de valores boliviano. En general se observa que del total de esta cartera, el 31.76% está financiando al Sector Público nacional (Bonos, Letras, Cupones del Tesoro, Certificados de Depósito, Bonos, Letras del Banco Central de Bolivia y Bonos Municipales), el 43.90% está invertido en el Sistema Bancario y Financiero (DPFs y Bonos Bancarios), el 11.68% de la cartera es destinada a financiar directamente al sector empresarial del país (Acciones, Bonos, Pagares y Valores de Titularización). Finalmente el 5.60% de la cartera está invertido en Cuotas de Fondos de Inversión Cerrados. (Bolsa de Valores Boliviana, 2014)

Tabla No. 10

Montos Operados en Bolsa

MONTOS OPERADOS	JUNIO	PAR % JUNIO	ACUMULADO 2015
RUEDO	1.267.007.041,00	99,9%	5.646.673.022,00
RENTA FIJA	1.231.834.496,00	97,1%	5.566.249.688,00
BONOS BANCARIOS BURSATILES	4.677.952,00	0,4%	56.578.061,00
BONOS BANCO CENTRAL DE BOLIVIA	50.651.459,00	4,0%	102.952.932,00
BONOS LARGO PLAZO	68.485.594,00	5,4%	193.129.897,00
BONOS MUNICIPALES	-	-	-
BONOS DEL TESORO	59.432.994,00	4,7%	404.295.902,00
CERT. DEP BCB	128.763.688,00	10,2%	319.386.591,00
CUPONES DE BONOS	17.405.510,00	1,4%	345.841.994,00
CDPF	620.920.337,00	48,96%	2.961.750.169,00
LETRAS BANCO CENTRAL DE BOLIVIA	265.010.244,00	20,9%	1.017.415.103,00
LETRAS DEL TESORO	-	-	126.322.823,00
PAGARES BURSATILES	15.282.487,00	1,2%	34.546.562,00
VALORES DE TITULARIZACIÓN	1.204.231,00	0,1%	4.029.654,00
RENTA VARIABLE	35.172.545,00	2,8%	80.423.334,00
ACCIONES	35.172.545,00	2,8%	40.043.362,00
CUOTAS FIC	-	-	40.379.972,00
ACCIONES NO REGISTRADAS	-	-	-
ANR	-	-	-
MESA DE NEGOCIACION	1.201.841,00	0,09%	2.041.026,00
PAGARES	1.201.841,00	0,09%	2.041.026,00
TOTAL OPERADO EN BOLSA	1.268.208.882,00	100,0%	5.648.714.048,00

Fuente: La Bolsa en el año Edición 2014

5.2 RECOMENDACIONES

La legislación ecuatoriana debe ser encaminada a un verdadero incentivo del mercado de valores el cual en el último tiempo se ha visto reducido por los cambios permanentes que se han realizado.

Si bien es cada vez menor la percepción de que la figura del fideicomiso es utilizada como un escudo fiscal o como un mecanismo para ocultar bienes aun queda un segmento de mercado que desconfía del producto por lo cual los actores del mercado deben trabajar en conjunto para eliminar esta percepción.

Los entes de control son los llamados a velar por los intereses tanto de originadores como de inversionista en los procesos de titularización sin que el cumplimiento de esta función se convierta en un obstáculo para el crecimiento y dinamización del sector.

El programa de vivienda de interés público promovido por el gobierno en el cual se incluye titularizaciones de cartera se constituye en una oportunidad para la Banca privada y para el mercado de valores tanto a nivel de inversionistas, originadores, promotores y los compradores finales de vivienda.

BIBLIOGRAFÍA

1. Asociación de fiduciarias. (1993). *Nuevos productos fiduciarios*. Quito, Ecuador.
2. Batiza, R. (1995). *El fideicomiso teoría y práctica*. México D.F., México: Jus.
3. Bolsa Boliviana de Valores. (2014).
4. Bolsa de Valores de Quito. (2009). *Reglamento General Bolsa de Valores Quito*. Quito, Ecuador.
5. Bolsa de Valores Quito. (2014). *Memoria Anual*. Quito.
6. Casas, E. (1997). *La fiducia*. Santa Fe de Bogotá, Colombia: Temis S.A.
7. Congreso Nacional. (2006). *Ley de Mercado de Valores y Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, de acuerdo a la Resolución CNV-008-2006*. . Quito, Ecuador: Registro Oficial.
8. Consejo Nacional de Valores. (2008). *Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores*. Quito, Ecuador.
9. IEFIVI. (2014). *Evolución de cartera incluida titularización por tipo de institución. Boletín Mensual No. 6*. Quito, Ecuador.
10. Kiper, C. y Lisoprawski, S. (1999). *Obligaciones y responsabilidad del Fiduciario*. Buenos Aires, Argentina: Depalma.
11. Kiper, C. y Lisoprawski, S. (1999). *Teoría y práctica del fideicomiso*. Buenos Aires, Argentina: Depalma.
12. Larrea, M. (2004). La Titularización en el ordenamiento jurídico ecuatoriano. En M. Larrea, M. *Regimen Juridico de la Titularización de Libros* (págs. 53-55). Quito, Ecuador: Ediciones Legales.
13. Ley de Mercado de Valores & Registro Oficial. (2012). Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores. *Resolución CNV-003.2012*. Quito, Ecuador.
14. Lista de Valores. (2000). Decreto Supremo 2514. *Resolución Administrativa SPVS-IV-No-052*. La Paz, Bolivia.
15. Maury, B. (2000). *Tratado Teórico Práctico del Fideicomiso*. Buenos Aires, Argentina: Ediciones Ad Hoc.
16. Robalino, C. (2012). *Asociacion de bancos privados del Ecuador*. Obtenido de <http://www.asobancos.org.ec/internas.asp?opcion=noticias.asp>

17. Rodríguez, S. (1997). *La responsabilidad del fiduciario*. Medellín, Bogotá: Ediciones Rosaristas, Biblioteca Jurídica DIKE.
18. Rodríguez, S. (2005). *Negocios Fiduciarios. Su significación en América Latina*. Bogotá, Colombia: Legis Editora S.A.
19. Superintendencia de Pensiones. (2000). Normas Prudenciales de Titularización. *Resolución Administrativa SPVS-IV-No-052*. La Paz, Bolivia.
20. Superintendencia de Seguros. (2002). Obtenido de <http://www.bbv.com.bo/archivos/TarifarioSuper.pdf>
21. Tange Associates. (2002). *Arqhys-Arquitectos*. Obtenido de <http://www.arqhys.com/contenidos/titularizacion-origen.html>
22. [<http://www.arqhys.com/contenidos/titularizacion-origen.html>]
23. [<http://www.asobancos.org.ec/internas.asp?opcion=noticias.asp>]
24. [<http://www.expreso.ec/ediciones/2009/09/16/economia/la-titularizacion-gana-terreno-en-el-ecuador/default.asp?fecha=2009/09/16>]
25. [<http://www.monografias.com/trabajos/sechipo/sechipo.shtml>]
26. [<http://www.monografias.com/trabajos20/fideicomiso-financiero/fideicomiso-financiero.shtml#origen>]

ANEXOS

ANEXO 1

Boletín Informativo Bursátil y Financiero

La Bolsa

EN EL AÑO

La Bolsa en el Año

La Bolsa Boliviana de Valores S.A. tiene el agrado de presentar esta edición especial de su boletín mensual "La Bolsa en el Mes" exponiendo un resumen y lo más importante que marcó la gestión 2014 en el ámbito bursátil, financiero nacional e internacional.



EDICIÓN ESPECIAL 2014

Bolsa Boliviana de Valores S.A. : Calle Montevideo N° 142 - Tel. (591-2) 2443232

• "Por quinto año consecutivo, la Bolsa Boliviana de Valores S.A. bate record en volúmenes de montos operados"

Cuadro N° 1
Montos Operados en Bolsa Gestión 2013 Vs. Gestión 2014 (en \$us)

Mercado/Instrumento	2013	Par % 2012	2014	Part % 2014
Ruedo	9,679,692,148	100.0%	9,829,634,144	100.0%
Renta Fija	9,570,670,064	98.8%	9,392,350,896	95.5%
Bonos Bancarios Bursátiles	369,449,536	3.8%	154,009,541	1.6%
Bonos del BCB	-	-	86,651,488	0.9%
Bonos Largo Plazo	501,070,446	5.2%	434,684,677	4.4%
Bonos Municipales	1,387,000	0.0%	96,349	0.0%
Bonos del Tesoro	1,550,470,984	16.0%	1,280,538,061	13.0%
Cert. Dep. BCB	-	-	20,664,857	0.2%
Cupones de Bonos	595,216,063	6.1%	850,693,367	8.7%
Dep. Plazo Fijo	5,101,625,323	52.7%	4,187,993,960	42.6%
Letras del BCB	-	-	402,532,664	4.09%
Letras del Tesoro	1,347,756,080	13.9%	1,868,535,979	19.0%
Pagarés Bursátiles	41,955,911	0.4%	34,751,893	0.4%
Valores de Titularización	61,738,721	0.6%	71,198,060	0.7%
Renta Variable	109,022,084	1.1%	437,283,249	4.4%
Acciones	3,014,751	0.0%	306,769,693	3.1%
Cuotas FIC	106,007,333	1.1%	130,513,556	1.3%
Acciones No Registradas	-	-	-	-
ANR	-	-	-	-
Mesa de Negociación	4,189,596	0.0%	3,358,094	0.0%
Pagarés	4,189,596	0.0%	3,358,094	0.0%
Total operado en Bolsa	9,683,881,744	100.0%	9,832,992,238	100.0%

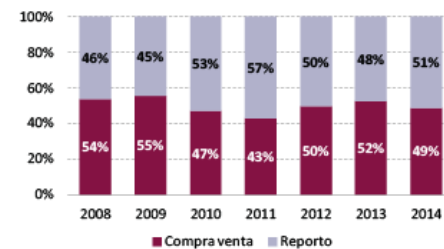
1. OPERACIONES EN BOLSA

Por quinto año consecutivo la Bolsa Boliviana de Valores S.A. bate record en volúmenes de montos operados. Durante la gestión 2014, se llegó a negociar \$us9,832 millones, mostrando la importancia del Mercado de Valores en el contexto del desarrollo del sistema financiero nacional.

En 2014 los montos operados crecieron en 1.52% respecto a la gestión 2013. Este crecimiento fue originado principalmente por los Depósitos a Plazo Fijo que representaron el 42.59% del total operado, sin embargo las operaciones con este instrumento decrecieron en un 17.91% con respecto a la gestión 2013. Las Letras del Tesoro representaron el 19% del total operado, con un crecimiento del 38.64% respecto a la pasada gestión y la negociación con Bonos del Tesoro representó el 13.02% con una contracción del 17.41% con respecto al año precedente. Como se puede apreciar las negociaciones con instrumento de renta fija continúan siendo los más negociados en la Bolsa con el 95.52% del total, sin embargo las operaciones en renta variable pasaron de representar el 1.12% en la pasada gestión al 4.45% en la gestión 2014 el cual representa \$us328.26 millones de incremento.

• "Los niveles de las operaciones mensuales en Bolsa fueron superiores a los \$us 400 millones durante el 2014"

Gráfico N° 1
Operaciones en Reporto y Compra venta



Fuente: BBV

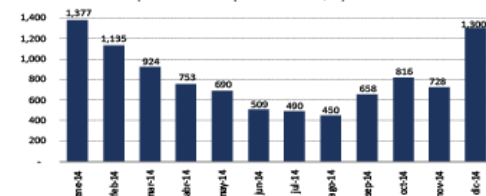
Los montos negociados durante el 2014 en operaciones de compra venta decrecieron en 5.4%, en contra posición el reporto creció en 9.2% en relación a la gestión pasada. En promedio desde el año 2008 al año 2014 las operaciones en compra venta representan el 50.1% y las operaciones en reporto representan el 49.9%.

En la gestión 2014 las operaciones en mercado primario alcanzó los \$us421.15 millones, la compra venta en mercado secundario llegó a los \$us4,386.44, y las operaciones en reporto alcanzó a los \$us5,022.04 millones.

En el siguiente gráfico, se observa la evolución de las operaciones durante la gestión 2014, el mayor monto operado fue registrado en el mes de enero donde se alcanzó a negociar \$us1,377.52 millones, originado por una mayor negociación con DPFs por un monto total de \$us635.88 millones. A partir del mes de febrero hasta agosto se observa una contracción en el monto operado, respuesta a las modificaciones realizadas a la Normativa de Agencias de Bolsa, la cual entre otras cosas, restringe las inversiones en cartera propia bursátil, afectando la composición de sus inversiones (Resolución ASFI N°703/2013). Sin embargo, a partir del mes de septiembre se muestra una recuperación registrándose en diciembre \$us1,300.06 millones, donde los DPFs también es el instrumento de mayor participación, sin embargo las acciones representaron el segundo instrumento de mayor participación (23.43% del total operado en diciembre) llegándose a negociar \$us304.6 millones.

Gráfico N° 2

Evolución del Monto Operado en Bolsa (en millones de \$us)



1.1. MESA DE NEGOCIACIÓN PYME

Cuadro Nº 2
Negociación de Valores en Mesa de Negociación durante el 2014 (en \$us)

Mon	PyME	Índice PyME1	Estrato Empresarial	Monto Negociado	Tasas de Rendimiento Promedio	
					Mínimo	Máximo
\$us	Ameco Ltda.	0.78	Mediana	1,349,459	4.43%	5.55%
	Impresiones Quality S.R.L.	0.21	Mediana	592,139	2.30%	5.88%
	Naturaleza S.A.	0.33	Mediana	319,700	6.36%	8.27%
	Quinoa Foods Company S.R.L.	0.29	Mediana	246,118	3.78%	4.92%
-B-	Ameco Ltda.	0.78	Mediana	46,738	5.40%	6.88%
	Impresiones Quality S.R.L.	0.21	Mediana	787,453	4.92%	4.92%
	Naturaleza S.A.	0.33	Mediana	17,493	8.27%	8.27%
Total				3,358,094		

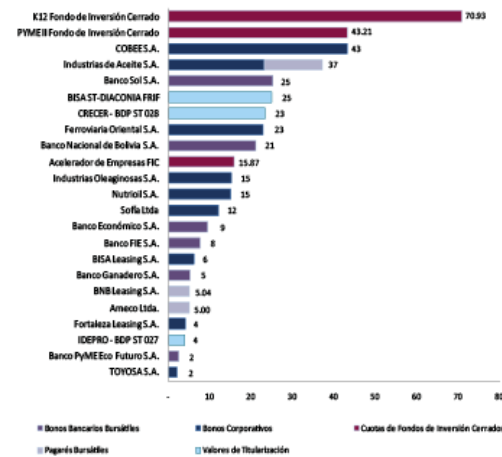
Información correspondiente a la última gestión anual sujeta
Fuente: BBV

El sector PyME se financió \$us3.36 millones durante la gestión 2014, viabilizados por la colocación de valores en el mecanismo de mesa de negociación de la Bolsa Boliviana de Valores S.A., el financiamiento obtenido fue un 19.85% menor que el demandado en la gestión 2013. Ameco Ltda. e Impresiones Quality S.R.L. fueron las que más financiaron sus operaciones con el 41,55% y 41,08% del total negociado, respectivamente.

Las negociaciones en bolivianos en este mecanismo registraron una tasa de rendimiento promedio ponderada de 5.12% en 2014 y en la gestión 2013 se registró el 4.84%. En cuanto a la negociación en dólares la tasa de rendimiento promedio ponderada pasó de 4.83% en la pasada gestión a 5.18% para la gestión 2014.

1.2. MERCADO PRIMARIO EN BOLSA

Durante este año se financiaron empresas por \$us421 millones, mediante colocaciones en el mercado primario presentando un decrecimiento del 34.88% respecto a la gestión 2013 (\$us646.76 millones).

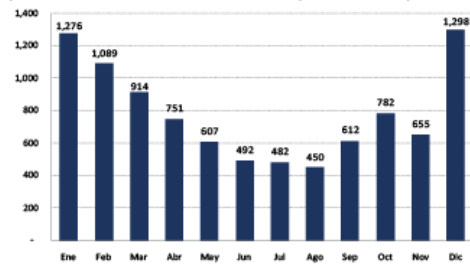
Gráfico Nº 3
Colocación de Valores Mercado Primario en Ruedo durante el 2014 (en miles de \$us)

Fuente: BBV

Las mayores colocaciones fueron las Cuotas de Participación del Fondo de Inversión Cerrado K12 y Pyme II con el 16.84% y el 10.26% respectivamente, de todos los valores colocados en Bolsa durante este año.

1.3. MERCADO SECUNDARIO EN BOLSA

Las negociaciones en mercado secundario durante el 2014 alcanzó los \$us9,408 millones de los cuales el 43.36% se encuentra concentrado en operaciones de compraventa y el 53.38% en operaciones de reporo, ambos con valores de Renta Fija y el restante 3.27% corresponde a compraventa con instrumentos de renta variable. Como se aprecia en el siguiente gráfico, en diciembre se registró el mayor monto operado, destacándose la negociación con DPFs seguido por la negociación con Acciones.

Gráfico Nº 4
Operaciones en Mercado Secundario durante el año (en millones de \$us)

Fuente: BBV

2. INFORMACIÓN PARA EL INVERSIONISTA

2.1. EMISIONES INSCRITAS EN BOLSA

En el año 2014 el monto inscrito alcanzó los \$us561.07 millones, 10.11% menos respecto al año 2013 (\$us624,15 millones). A continuación se muestran las principales características de las emisiones inscritas en Bolsa durante este año.

Cuadro Nº 3
Valores Inscritos en Bolsa durante el año por Emisor (en \$us)

Seiz	Mon	Cl. de Riesgo	CCP	Plazo (mes)	Fecha Inscripción	Total Emitido	Valor Nominal	Tasa Eri.%	Tasa Coloc.%	Garantía o Cobertura
RENTA FIJA										
Bonos Bancarios Bursátiles										
Banco Banco Sol II - Emisión 1										
BSC-2-NIU-14	BOB	AAA	MLA	3,240	19-ago-14	24,781,341	1,458	6.00	6.00	Quirógrafo
Bono Subordinado Banco Geredero III										
BGA-NIU-14	BOB	AA3	MLA	2,520	25-sep-14	5,102,041	1,458	7.50	7.00	Quirógrafo
Bono Subordinado Banco Económico II - Emisión 2										
BEC-2-NIU-14	BOB	AA3	MLA	520	23-oct-14	9,037,901	1,458	7.50	6.33	Quirógrafo
Bono Subordinado EcoRiuro 2 - Emisión 2										
FEF-2-NIU-14	BOB	A1	MLA	3,600	26-nov-14	2,376,093	1,458	7.10	6.59	Quirógrafo
Bono Subordinado Banco FIE 3										
FIE-NIA-14	BOB	AA2	AES	2,520	18-nov-14	3,644,315	1,458	7.00	6.73	Quirógrafo
FIE-NIB-14	BOB	AA2	AES	2,880	18-nov-14	3,644,315	1,458	7.50	6.15	Quirógrafo
Bono Subordinado BNB II - Emisión 1										
BNB-2-E1A-14	USD	AA1	AES	1,980	10-nov-14	6,000,000	1,000	4.60	3.45	Quirógrafo
BNB-2-E1B-14	USD	AA1	AES	2,160	10-nov-14	5,000,000	1,000	5.00	3.56	Quirógrafo
BNB-2-E1C-14	USD	AA1	AES	2,520	10-nov-14	5,000,000	1,000	5.50	3.94	Quirógrafo
BNB-2-E1D-14	USD	AA1	AES	2,880	10-nov-14	4,000,000	1,000	6.00	4.78	Quirógrafo

Continúa en la página siguiente...

...Continuación

Serie	Mon	Cl. de Riesgo	ECR*	Plazo días	Fecha inscripción	Total Emitido	Valor Nominal	Tasa Emi.%	Tasa Coloc.%	Garantía o Cobertura
Bonos Largo Plazo										
Bonos ISA II - Emisión 3										
FIN-3-EJU-13	USD	AA2	PCR	2,160	13-ene-14	15,000,000	10,000	6.25	5.74	Quirógrafaria
Bonos COBEE IV - Emisión 1 y 2										
BPC-1-EIA-14	USD	AA2	PCR	1,440	14-feb-14	4,000,000	1,000	6.00	4.11	Quirógrafaria
BPC-1-EIB-14	USD	AA2	PCR	2,160	14-feb-14	4,000,000	1,000	7.00	5.51	Quirógrafaria
BPC-4-NDU-14	BOB	AA2	PCR	3,600	27-feb-14	12,244,898	1,458	7.80	7.80	Quirógrafaria
Bonos Toyosa I - Emisión 2										
TYS-1-EIU-14	USD	AA3	PCR	1,800	10-mar-14	2,000,000	1,000	6.00	5.49	Quirógrafaria
Ferrovías Leasing - Emisión 1										
FL-1-NIA-14	BOB	AA3	AES	1,440	28-abr-14	1,355,685	1,458	5.50	5.50	Quirógrafaria
FL-1-NIB-14	BOB	AA3	AES	1,800	28-abr-14	1,355,685	1,458	5.75	5.75	Quirógrafaria
FL-1-NIC-14	BOB	AA3	AES	2,160	28-abr-14	1,370,262	1,458	6.00	6.00	Quirógrafaria
Ferrovías Oriental - Emisión 3 y 4										
EFO-1-NIA-14	BOB	N-1	PCR	360	12-may-14	2,478,134	729	4.50	4.75	Quirógrafaria
EFO-1-NIB-14	BOB	AA2	PCR	2,160	12-may-14	728,863	729	7.00	7.00	Quirógrafaria
EFO-1-NIC-14	BOB	AA2	PCR	2,520	12-may-14	4,061,633	729	7.50	7.50	Quirógrafaria
EFO-1-NDI-14	BOB	AA2	PCR	1,080	03-sep-14	2,623,907	1,458	6.00	6.00	Quirógrafaria
EFO-1-NDJ-14	BOB	AA2	PCR	1,440	03-sep-14	2,623,907	1,458	6.25	6.25	Quirógrafaria
EFO-1-NDK-14	BOB	AA2	PCR	1,800	03-sep-14	3,790,087	1,458	6.50	6.50	Quirógrafaria
EFO-1-NDL-14	BOB	AA2	PCR	2,160	03-sep-14	4,912,536	1,458	7.00	7.00	Quirógrafaria
EFO-1-NDM-14	BOB	AA2	PCR	2,520	03-sep-14	1,647,230	1,458	7.50	7.50	Quirógrafaria
IDL I - Emisión 3										
IDL-1-EIA-14	USD	A3	PCR	1,080	20-may-14	7,500,000	1,000	5.50	4.70	Quirógrafaria
IDL-1-EIB-14	USD	A3	PCR	1,800	20-may-14	7,500,000	1,000	6.50	6.50	Quirógrafaria
Bonos Nutrilid I - Emisión 2										
NUT-1-EIU-14	USD	A2	PCR	1,440	03-jun-14	15,000,000	1,000	6.00	5.97	Quirógrafaria
Bonos Bosa Leasing III - Emisión 2										
BL-3-NIA-14	BOB	AAA	MLA	720	04-jul-14	2,040,816	1,129	5.30	5.30	Quirógrafaria
BL-3-NIB-14	BOB	AAA	MLA	1,080	04-jul-14	2,040,816	1,129	5.50	5.50	Quirógrafaria
BL-3-NIC-14	BOB	AAA	MLA	1,440	04-jul-14	2,040,816	1,129	5.70	5.70	Quirógrafaria
Bonos Sella I - Emisión 1										
SOF-1-NIA-14	BOB	A2	PCR	1,080	25-sep-14	2,040,816	146	6.25	5.99	Quirógrafaria
SOF-1-NIB-14	BOB	A2	PCR	1,800	25-sep-14	4,081,633	146	7.25	6.96	Quirógrafaria
SOF-1-NIC-14	BOB	A2	PCR	2,520	25-sep-14	5,830,904	146	8.25	7.99	Quirógrafaria
Bonos COBEE IV - Emisión 4										
BPC-4-NDU-14	BOB	AA2	PCR	3,600	25-nov-14	15,306,122	1,458	7.80	6.35	Quirógrafaria
Bonos COBEE IV - Emisión 3										
BPC-4-EJU-14	USD	AA2	PCR	1,800	21-nov-14	5,000,000	1,000	6.70	3.82	Quirógrafaria
Pagares Bursátiles										
IASA II - Emisión 3 y 4										
FIN-PB2-EJU	USD	N-1	PCR	360	25-mar-14	8,000,000	10,000	3.50	3.45	Quirógrafaria
FIN-PB2-EJU	USD	N-1	PCR	330	04-abr-14	6,000,000	10,000	3.50	3.45	Quirógrafaria
AMECOI - Emisión 2 y 3										
CAC-PB1-NDU	BOB	N-1	PCR	360	15-abr-14	2,448,960	146	6.00	6.00	Quirógrafaria
CAC-PB1-EJU	USD	N-1	PCR	360	04-jan-14	2,550,000	1,000	5.50	5.50	Quirógrafaria
Pagares Bursátiles BNB Leasing I - Emisión 1										
BNL-PB1-NDU	BOB	N-1	MLA	270	25-nov-14	4,956,268	146	4.25	1.99	Quirógrafaria
Valores de Titularización										
BISA ST-DIACONIA FRIF										
BDI-TD-NA	BOB	N-1	PCR	344	12-feb-14	4,154,519	146	4.20	4.09	Coberturas
BDI-TD-NB	BOB	AA3	PCR	709	12-feb-14	4,154,519	146	4.30	4.30	Coberturas
BDI-TD-NC	BOB	AA3	PCR	1,075	12-feb-14	4,154,519	146	4.40	4.40	Coberturas
BDI-TD-ND	BOB	AA3	PCR	1,440	12-feb-14	4,154,519	146	5.10	5.10	Coberturas
BDI-TD-NE	BOB	AA3	PCR	1,805	12-feb-14	4,154,519	146	5.70	5.70	Coberturas
BDI-TD-NF	BOB	AA3	PCR	2,170	12-feb-14	4,154,519	146	6.00	6.00	Coberturas
IDEPRO-BOP ST 027										
MIP-TD-NA	BOB	N-1	PCR	356	15-may-14	1,962,507	729	4.90	4.90	Coberturas
MIP-TD-NB	BOB	A3	PCR	763	15-may-14	1,962,507	729	5.05	5.05	Coberturas
MIP-TD-NC	BOB	A3	PCR	1,097	15-may-14	2,332,362	729	5.25	-	Coberturas
MIP-TD-ND	BOB	A3	PCR	1,483	15-may-14	2,332,362	729	5.40	-	Coberturas
MIP-TD-NE	BOB	A3	PCR	1,848	15-may-14	1,865,889	729	5.80	-	Coberturas
MIP-TD-NF	BOB	A3	PCR	2,214	15-may-14	1,166,181	729	6.10	-	Coberturas
CRECER - BOP ST 028										
MCT-TD-NU	BOB	A1	PCR	1,471	06-oct-14	23,223,615	729	6.50	6.48	Coberturas
RENTA VARIABLE										
Cuentas de Participación										
K12 Fondo de Inversión Cerrado										
KFC-EIU-13	USD	AA3	AES	-	03-ene-14	225,000,000	100,000	NA	NA	NA
PYME II Fondo de Inversión Cerrado										
FFY-NDU-14	BOB	AA3	PCR	-	22-abr-14	51,020,408	14,577	NA	NA	NA
Total inscrito USD						561,068,950				

* ECR: Empresa Calificadora de Riesgo

** Para las conversiones de montos inscritos en bolivianos a dólares, se utilizó el tipo de cambio oficial de compra del BCB vigente a la fecha de inscripción; NA: No aplica

Fuente: BBV

Dentro de los Valores Inscritos en el año 2014, el 49.20% (\$us276.02 millones) está representado por Cuotas de Participación de Fondos de Inversión Cerrados, el 23.63% (\$us132.59 millones) por Bonos de Largo Plazo, el 12.22% (\$us68.58 millones) por Bonos Bancarios Bursátiles y el porcentaje restante (14.95%) está representado por Valores de Titularización con el 10.68% de participación y el 4.27% corresponde a los Pagares Bursátiles.

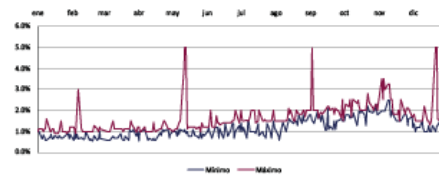
2.2. TASAS DE RENDIMIENTO MÁXIMAS Y MÍNIMAS EN BOLSA

2.2.1. REPORTE

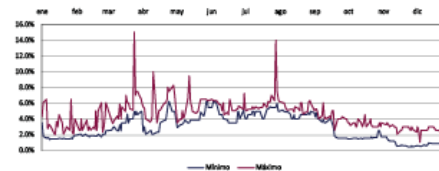
Gráfico N° 5

Tasas de Rendimiento en Reporto

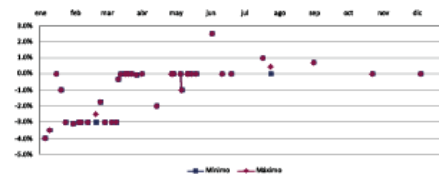
Tasas en dólares



Tasas en bolivianos



Tasas en UPVs



Fuente: BBV

En los gráficos siguientes, se observa que las tasas máximas de reporte en dólares hasta julio, en general fluctuaron alrededor del 1.3%, sin embargo a partir de agosto, se registró una leve recuperación, siendo la fluctuación de las tasas alrededor del 2.1%. Sin embargo, la tasa máxima negociada en el año fue de 5%. En cuanto a las tasas mínimas, se registra el mismo comportamiento, hasta el séptimo mes del año las tasas mínimas fluctuaron alrededor del 0.8%, a partir del octavo mes del año éstas fluctuaron alrededor del 1.5%, registrando una leve recuperación. La tasa mínima negociada durante el año fue de 0.5%.

Las tasas máximas en bolivianos registraron un comportamiento ascendente desde inicios del año hasta finales de marzo, fluctuando alrededor del 4.2%, siendo la tasa máxima para este periodo de 15%. A partir del mes de abril el comportamiento de las tasas máximas nacionales registró una tendencia a la baja, registrando una tasa máxima para este periodo del 14%. Las tasas mínimas en bolivianos presentaron similar comportamiento que las tasas máximas, ya que hasta el mes de

marzo fluctuaron alrededor del 2,3%, siendo la tasa más baja del 1,4%. A partir del mes de abril las tasas mínimas nacionales fluctuaron alrededor del 3,1%, siendo la tasa más baja para este periodo del 0,4%.

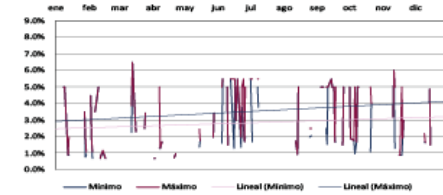
En cuanto a las tasas en UFV, la cantidad de operaciones fue menor en comparación a las registradas en dólares y bolivianos. Tanto las tasas máximas como mínimas no registraron niveles mayores al 2,5% y la tasa más baja llegó al -4%.

2.2.2. COMPRAVENTA

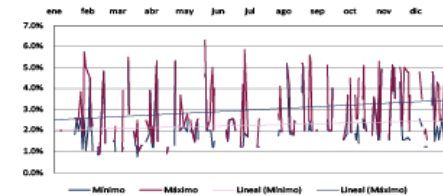
Gráfico N° 6

Tasas de Rendimiento en Compraventa en dólares

Tasas en dólares para plazos menores e iguales a 360 días.



Tasas en dólares para plazos mayores a 360 días.



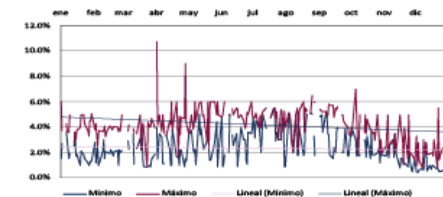
Fuente: BBV

En los gráficos anteriores, se observa que las tasas máximas en compraventa en dólares menores e iguales a un año fluctuaron alrededor del 3,5%. La tasa máxima llegó al 8,5%, mientras que la mínima fue de 0,0%. En general la tendencia tanto de las tasas máximas como mínimas se mantuvo similar a lo largo del año. En cuanto a las tasas máximas en compraventa en dólares mayores a un año en promedio fluctuaron alrededor del 3%. La tasa máxima llegó al 6,3%, mientras que la mínima fue de 0,8%, en general la tendencia de las tasas máximas y mínimas mantuvo un similar comportamiento a lo largo del año.

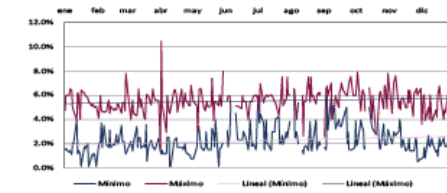
Gráfico N° 7

Tasas de Rendimiento en Compraventa en bolivianos

Tasas en bolivianos para plazos menores e iguales a 360 días.



Tasas en bolivianos para plazos mayores a 360 días.



Fuente: BBV

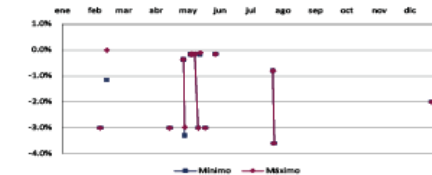
En los gráficos anteriores se observa que las tasas máximas en compraventa en bolivianos menores e iguales a un año en promedio fluctuaron alrededor del 4,2%. La tasa máxima llegó al 10,7%, mientras que la mínima fue de 0,4%, en general la tendencia de las tasas máximas y mínimas registró un comportamiento descendente durante el año.

En cuanto a las tasas máximas en compraventa en bolivianos mayores a un año en promedio fluctuaron alrededor del 5,5%. La tasa máxima llegó al 10,5%, mientras que la mínima fue de 0,2%, en general la tendencia de las tasas máximas y mínimas fueron estables.

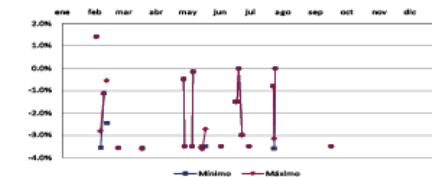
Gráfico N° 8

Tasas de Rendimiento en Compraventa en UFVs

Tasas en UFVs para plazos menores e iguales a 360 días.



Tasas en UFVs para plazos mayores a 360 días.



Fuente: BBV

Finalmente, las negociaciones con tasas en compraventa en UFV, tanto para plazos menores a 360 días como a plazos mayores a un año, registran un menor volumen de operaciones en comparación con las tasas negociadas en dólares y en bolivianos. La tasa máxima negociada a menos de un año fue de 0%, mientras que la mínima llegó al -3,6%. En cuanto a las tasas negociadas a plazos mayores a un año, la tasa máxima llegó al 1,43% y la mínima alcanzó el -3,6%.

2.3. TASAS DE RENDIMIENTO DEL SISTEMA FINANCIERO BOLIVIANO

A continuación se muestran las tasas de rendimientos, tanto en dólares como en bolivianos, de instrumentos disponibles en el sistema financiero nacional incluyendo cuotas del FCI administrados por las AFPs. Para una mejor exposición de las alternativas de inversión que se tienen, se dividieron los instrumentos financieros de acuerdo al plazo de inversión. Para el caso de los valores de Renta Fija, se calcularon tasas promedio ponderadas de colocación primaria, compra venta en mercado secundario y de reporto. Para Fondos de Inversión Abiertos se tomó el criterio de separarlos de acuerdo a su horizonte de inversión (Corto y Mediano Plazo).

Como se observa en los gráficos siguientes, al 31 de diciembre de 2014 las tasas de rendimiento ofrecidas por los Pagarés Bursátiles y los Fondos de Inversión, se encuentran entre las mejores alternativas de inversión tanto en dólares como en bolivianos a corto plazo. Por otra parte, los Pagarés emitidos por PyMEs figuran entre las mejores alternativas de inversión a mediano plazo en dólares y en bolivianos.

Gráfico N° 9
Rentabilidad de instrumentos en dólares hasta 180 días.

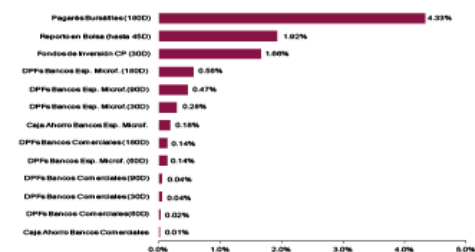
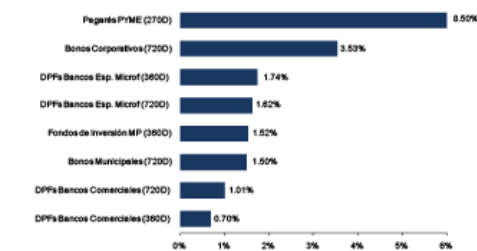


Gráfico N° 10
Rentabilidad de instrumentos en dólares entre 181-720 días



Referencia: DPPs y Cajas de Ahorro: Tasas de Interés Pasiva Promedio, BCB; Fondos de Inversión: Tasa Promedio Ponderada al 31 de Diciembre de 2014.

Gráfico N° 11
Rentabilidad de instrumentos en bolivianos hasta 180 días

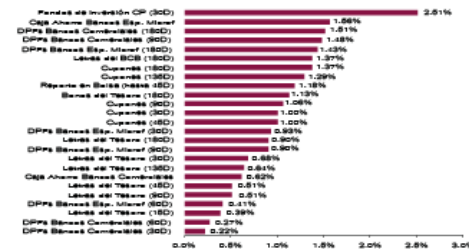
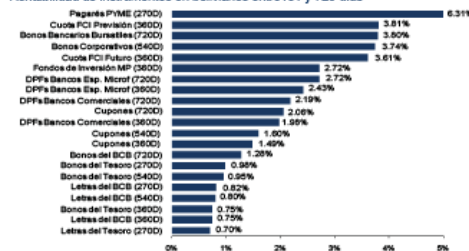


Gráfico N° 12
Rentabilidad de instrumentos en bolivianos entre 181 y 720 días

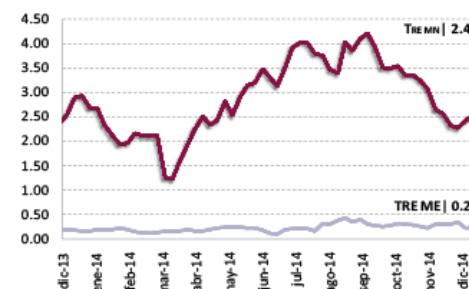


Referencia: DPPs y Cajas de Ahorro: Tasas de Interés Pasiva Promedio, BCB; Cuota FCI: Rentabilidad Nominal Diaria del último año al 29 de diciembre de 2014; Fondos de Inversión: Tasa Promedio Ponderada al 31 de diciembre de 2014.

2.4. COMPORTAMIENTO DE LA TASA DE REFERENCIA (TRE)

El siguiente gráfico muestra la evolución de la TRE a lo largo de la gestión 2014. Entre diciembre 2013 y diciembre 2014, la TRE en Moneda Nacional pasó de 2.67% a 2.44% y en Moneda Extranjera pasó de 0.16% a 0.22%.

Gráfico N° 13
Comportamiento de la TRE durante la Gestión 2014



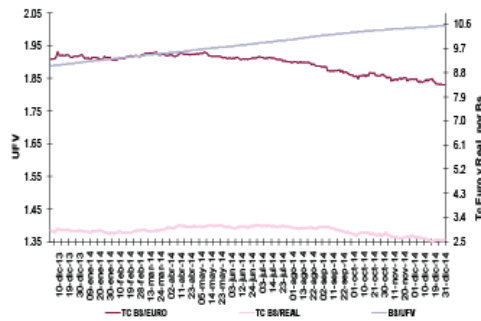
Fuente: Banco Central de Bolivia

3. ESTADÍSTICAS ECONÓMICAS

3.1. TIPO DE CAMBIO Y CONVERTIBILIDAD DEL BOLIVIANO

El siguiente gráfico muestra que la UFV presenta una tendencia a la alza llegando al cierre del año 2014 a Bs2.01324 por UFV. El tipo de cambio boliviano se apreció respecto al euro en relación al cierre del año anterior, pasando de Bs9.47 por Euro a Bs8.34 por Euro. Por su parte, el tipo de cambio del Real respecto al Boliviano pasó de Bs2.91 por Real a Bs2.58 por Real, entre diciembre 2013 y diciembre 2014.

Gráfico N° 14
Tipo de Cambio Euro, Real y UFV



Fuente: BCB

3.2. EXPECTATIVAS ECONÓMICAS – ENCUESTA MENSUAL DEL BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

La encuesta del Banco Central está dirigida a un grupo selecto de ejecutivos y/o asesores de instituciones financieras (bancos, mutuales, FFPs, compañías de seguro, AFPs y Bolsa de Valores), académicos y consultores.

Cuadro N° 4
Expectativas Económicas

Mediana	Diciembre 2014 (Estimado)
Inflación	5.36%
Tipo de Cambio	6.96
PIB	5.30%

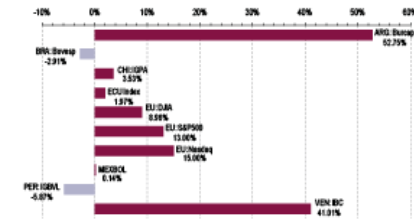
Fuente: BCB, encuesta mensual de expectativas económicas, Diciembre 2014.

4. ESTADÍSTICAS INTERNACIONALES

4.1. ÍNDICES BURSÁTILES DE LA REGIÓN

Al cierre del 2014, los índices de la región mostraron en general mostraron una tendencia creciente, el incremento más significativo fue el registrado por el Índice Burcap de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, con un crecimiento de 52.75% en relación al cierre de 2013. Asimismo, el Índice Bursátil de la Bolsa de Valores de Caracas mostró un crecimiento de 41.01%, como se observa en el gráfico siguiente.

Gráfico N° 15
Variación Anual de los Principales Índices de la Región



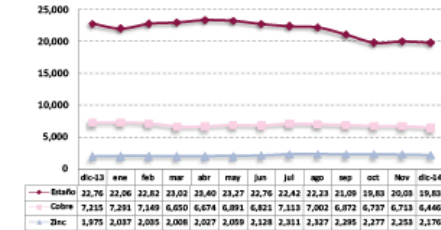
Fuente: Bloomberg y Bolsa de Quito

4.2. PRECIOS INTERNACIONALES

A continuación se muestran el comportamiento durante el año 2014 de los precios internacionales de algunos commodities energéticos, metales y alimenticios de interés para nuestro comercio internacional.

Entre diciembre de 2013 y diciembre de 2014, el precio del Cobre y Estaño presentaron crecimientos negativos del 10.65% y del 12.88% respectivamente, sin embargo el precio del Zinc presentó un crecimiento del 10.17%.

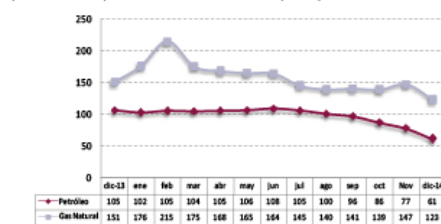
Gráfico N° 16
Precio del Cobre, Estaño y Zinc (Expresado en dólares por tonelada)



Fuente: www.lmf.org
Cobre: Grade A cathode, LME spot price, CIF European ports, US\$ per metric tonne; Estaño: Standard grade, LME spot price, US\$ per metric tonne; Zinc: High grade 98% pure, US\$ per metric tonne.

Por otra parte, el comportamiento tanto del precio del Gas Natural y el Petróleo presentaron decrecimientos al cierre de la gestión 2014, el precio del Gas Natural presentó un incremento negativo del 18.11% respecto a la gestión pasada y los precios internacionales del Petróleo, registraron un decrecimiento del 42.60% respecto al cierre del 2013, como se observa en el gráfico siguiente.

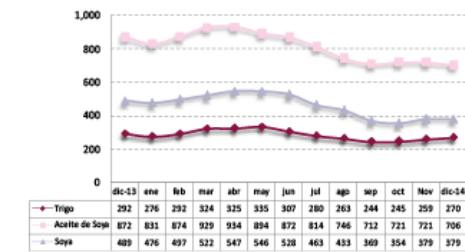
Gráfico N° 17
Precio del Petróleo y Gas Natural (Gas Natural: dólares por mil metros cúbicos / Petróleo: dólares por barril)



Fuente: www.lmf.org
Petróleo: Simple average of three spot prices: Dated Brent, West Texas Intermediate, and the Dubai Fateh, US\$ per barrel. Gas Natural: Natural Gas spot price at the Henry Hub terminal in Louisiana, US\$ per thousands of cubic meters of gas.

Finalmente, los precios internacionales tanto del Aceite de Soya, el Trigo y la Soya, al cierre de la gestión 2014 presentaron decrementos en relación a la gestión pasada, de 19.13%, 7.52% y 22.49%, respectivamente, como se observa en el siguiente gráfico.

Gráfico N° 18
Precio del Trigo, Aceite de Soya y Soya (dólares por tonelada)



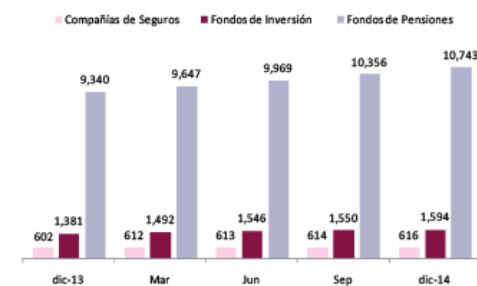
Fuente: www.inf.org

Trigo: No.1 Hard Red Winter, ordinary protein, FOB Gulf of Mexico, US\$ per metric tonne
Aceite de Soya: Chicago Soybean Oil Futures (first contract forward) exchange approved grades, US\$ per metric tonne
Soya: U.S. soybeans, Chicago Soybean futures contract (first contract forward) No. 2 yellow and par, US\$ per metric tonne

5. INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES

En el siguiente gráfico se observa que la cartera administrada por las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) componen al 31 de diciembre de 2014 el 82.94% del total de la cartera administrada por los Inversionistas Institucionales, respecto a su comportamiento en relación al cierre de la gestión pasada, la cartera administrada por las AFPs creció en 15.03%. Por su parte, las carteras administradas por las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión (SAFIs) crecieron en 15.38% en relación al año pasado y representan el 12.30% del total de la cartera administrada por los Inversionistas Institucionales. Finalmente la cartera administrada por las Compañías de Seguros, expuso un crecimiento del 2.42% entre noviembre 2013 y noviembre 2014⁽¹⁾, como se observa en el gráfico siguiente.

Gráfico N° 19
Evolución de la Cartera Total de los Inversionistas Institucionales (en millones de \$us)

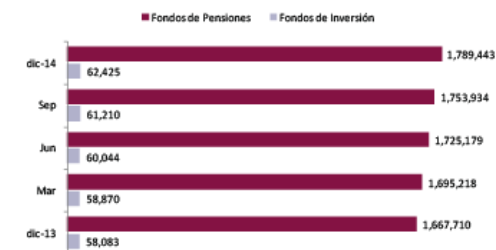


Fuente: BBV y APS

⁽¹⁾ El nivel de cartera de las Compañías de Seguros expone información a noviembre de 2013 y noviembre 2014
⁽²⁾ No se cuentan con datos más recientes de las Compañías de Seguros en la página web de la APS

En cuanto al comportamiento de los participantes, el siguiente gráfico muestra que presentaron un crecimiento entre diciembre 2013 y diciembre 2014. Los afiliados a las AFPs crecieron en 7.30% (121,733 participantes nuevos) y los participantes en los Fondos de Inversión (Abiertos y Cerrados) crecieron en 7.48% (4.342 participantes nuevos).

Gráfico N° 20
Evolución del Número de Participantes



Fuente: BGV

En el siguiente cuadro se detalla la cartera global de los Inversionistas Institucionales, que en total cuentan con más de \$us 12 mil millones para invertir en el mercado de valores boliviano. En general se observa que del total de esta cartera, el 31.76% está financiando al Sector Público nacional (Bonos, Letras, Cupones del Tesoro, Certificados de Depósito, Bonos, Letras del Banco Central de Bolivia y Bonos Municipales), el 43.90% está invertido en el Sistema Bancario y Financiero (DPFs y Bonos Bancarios), sólo el 11.68% de la cartera es destinada a financiar directamente al sector empresarial del país (Acciones, Bonos, Pagarés y Valores de Titularización). Finalmente el 5.60% de la cartera está invertido en Cuotas de Fondos de Inversión Cerrados.

En relación al cierre de la pasada gestión, la estructura de las inversiones mantenidas en el portafolio de los Inversionistas Institucionales en general sigue siendo la misma. La cartera total registró un incremento del 14.40%, mostrando la importancia del ahorro de largo plazo concentrado en los Fondos de Pensiones.

Cuadro N° 5
Cartera Total por Instrumento de los Inversionistas Institucionales diciembre 2014 (en miles de \$us)

Valores	Fondos de Pensiones	Fondos de Inversión	Compañías de Seguros ⁽¹⁾	Total Inversionistas Institucionales	% de Part.
Acciones	-	2,126	14,825	16,951	0.13%
Bonos Corporativos	942,049	119,744	116,456	1,178,249	9.10%
Valores Públicos	3,793,209	215,296	105,079	4,113,584	31.76%
Depósitos a Plazo Fijo	4,502,303	585,547	127,703	5,215,553	40.27%
Pagarés Bursátiles	5,725	13,216	2,201	21,142	0.16%
Valores de Titularización	273,952	11,049	11,524	296,526	2.29%
Cuotas de Fondos Cerrados	681,253	-	44,036	725,288	5.60%
Bonos Bancarios Bursátiles	316,675	106,025	47,985	470,685	3.63%
Liquidez	227,676	215,731	26,617	470,023	3.63%
Otros ⁽²⁾	-	324,958	120,044	445,002	3.44%
Total	10,742,842	1,593,692	616,470	12,953,003	100.0%
% de Participación	82.9%	12.3%	4.8%	100.0%	

Fuente: BBV

⁽¹⁾ La información de las Compañías de Seguros corresponde a Noviembre de 2014.

⁽²⁾ Otros: Fondos de Inversión: Acciones no registradas, valores comprados en reporto, valores extranjeros y otros.
Compañías de Seguro: Otros valores representativos de deuda, bienes raíces y préstamos con pólizas de vida.

ANEXO 2

Boletín Informativo Bursátil y Financiero

La Bolsa

EN EL MES



Junio, 2015

Bolsa Boliviana de Valores S.A. : Calle Montevideo Nº 142 - Tel. (591-2) 2443232

Cuadro Nº 1
Montos Operados en Bolsa (en dólares)

Montos Operados	Junio	Part. % Junio	Acumulado 2015
Ruedo	1,267,007,041	99.9%	5,646,673,022
Renta Fija	1,231,834,496	97.1%	5,566,249,688
Bonos Bancarios Bursátiles	4,677,952	0.4%	56,578,061
Bonos Banco Central de Bolivia	50,651,459	4.0%	102,952,932
Bonos Largo Plazo	68,485,594	5.4%	193,129,897
Bonos Municipales	-	-	-
Bonos del Tesoro	59,432,994	4.7%	404,295,902
Certificados de Depósito del BCB	128,763,688	10.2%	319,386,591
Cupones de Bonos	17,405,510	1.4%	345,841,994
CDPF	620,920,337	48.96%	2,961,750,169
Letras Banco Central de Bolivia	265,010,244	20.90%	1,017,415,103
Letras del Tesoro	-	-	126,322,823
Pagarés Bursátiles	15,282,487	1.2%	34,546,562
Valores de Titularización	1,204,231	0.1%	4,029,654
Renta Variable	35,172,545	2.8%	80,423,334
Acciones	35,172,545	2.8%	40,043,362
Cuotas FIC	-	-	40,379,972
Acciones No Registradas	-	-	-
ANR	-	-	-
Mesa de Negociación	1,201,841	0.09%	2,041,026
Pagarés	1,201,841	0.09%	2,041,026
Total operado en Bolsa	1,266,208,882	100.0%	5,648,714,048

Fuente: BBV

1. OPERACIONES EN BOLSA

Durante el mes de junio de 2015 el monto negociado en Bolsa fue de \$us1,268.21 millones, mostrando un crecimiento de 25.20% respecto al mes pasado (\$us255.26 millones de incremento). El 57.61% del total de operaciones se registraron en compra y venta en mercado secundario, el 37.57% en operaciones de reporto, el 4.73% en compra venta en mercado primario y las operaciones en compra venta en mesa de negociación representaron el 0.09%

Los instrumentos con montos más representativos negociados en el mes fueron los CDPFs y las Letras del Banco Central de Bolivia, que representaron el 48.96% y el 20.90% respectivamente del total negociado en Bolsa durante el mes.

1.1. MESA DE NEGOCIACIÓN PYME

La mesa de Negociación PyME es un mecanismo administrado por la BBV donde se negocian pagarés emitidos por la Pequeña y Mediana Empresa (PyME). El monto negociado al cierre de este mes alcanza los \$us2,04 millones, mostrando un crecimiento del 143.22% respecto al mes precedente, este crecimiento fue ocasionado por la negociación de pagarés de Impresiones Quality S.R.L. la cual se dedica a la edición, impresión gráfica e importación y comercialización de insumos para la industria gráfica, dicha empresa obtuvo financiamiento de \$us67.14 mil tanto en moneda nacional y extranjera a una tasa de rendimiento promedio ponderada del 5.00%. También se negociaron pagarés de Compañía

Americana de Construcciones S.R.L. la cual tiene por objeto principal construir y/o prestar servicios de construcción de distintas obras, también realizar la fabricación y comercialización de materiales de construcción. Esta empresa se financió con \$us1.13 millones tanto en moneda nacional y extranjera a una tasa de rendimiento promedio ponderada de 5.50% y 5.00% respectivamente.

Como se puede apreciar en el siguiente cuadro, cuatro PYMEs son las que se financiaron mediante el mercado de valores en lo que va del año, negociándose sus valores a una tasa mínima del 2.98% y una tasa máxima del 8.38%.

Cuadro Nº 2
Negociación de Valores en Mesa de Negociación Durante el Año (en dólares)

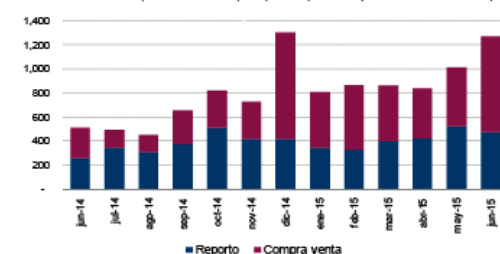
Mon	PyME	Índice PyME ¹	Estrato Empresarial	Monto Negociado	Tasas de Rendimiento Equivalente a 28 días	
					Mínimo	Máximo
\$us	Ameco S.R.L.	0.78	Mediana	1,119,556	4.92%	4.92%
	Impresiones Quality S.R.L.	0.21	Mediana	319,587	2.98%	5.88%
	Naturaleza S.A.	0.33	Mediana	40,000	8.27%	8.38%
Bs.	Quinoa Foods Company S.R.L.	0.29	Mediana	99,232	6.36%	6.36%
	Ameco S.R.L.	0.78	Mediana	15,148	5.40%	5.40%
	Impresiones Quality S.R.L.	0.21	Mediana	347,237	4.92%	5.40%
	Quinoa Foods Company S.R.L.	0.29	Mediana	100,266	5.44%	6.36%
Total				2,041,026		

Información correspondiente a la última gestión anual auditada

Fuente: BBV

1.2. TIPOS DE OPERACIÓN

El monto negociado en operaciones de compraventa para el mes de junio (\$us790.58 millones) registró un crecimiento del 60.26% respecto al mes anterior (\$us493.32 millones). Sin embargo, el monto negociado en operaciones de reporto (\$us476.43 millones) decreció en 8.29% respecto al mes de mayo (\$us519.51 millones). El 45.84% del total de las operaciones en compraventa está concentrado en operaciones con CDPFs llegando a un monto negociado con este tipo de instrumento de \$us334.89 millones. Los CDPFs también fueron el instrumento más negociado en las operaciones de reporto, con \$us286.03 millones que representa el 60.04% del total de operaciones en reporto.

Gráfico Nº 1
Evolución del Monto Operado en Bolsa por tipo de operación (en millones de dólares)

Fuente: BBV

Consultas y sugerencias: comunicacion@bbv.com.bo

Gerencia de Desarrollo e Información
Visite nuestra página web: www.bbv.com.bo

Este mes, el 94.42% del total de las operaciones (compraventa y reporto) fueron negociaciones en moneda nacional, el 5.43% en moneda extranjera y el restante 0.14% en UFVs.

1.3. CAPITALIZACIÓN DE MERCADO

La capitalización de mercado en el mes de junio de 2015 para acciones ordinarias fue de \$us5,620.41 millones y registró un incremento del 16.37% respecto al mes de junio de 2015 (\$us4,829.97 millones).

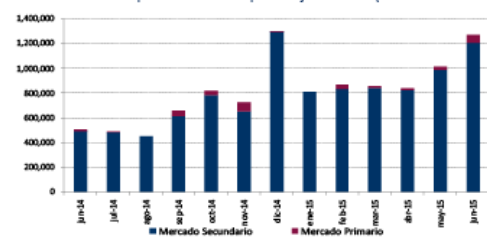
1.4. MERCADO PRIMARIO Y SECUNDARIO EN BOLSA

El mercado primario es el mercado donde se realiza la primera venta o colocación de valores emitidos por las empresas o instituciones estatales y muestra el financiamiento que cada empresa emisora obtiene de la negociación de sus valores. Mientras que el mercado secundario representa al conjunto de transacciones que se efectúa con los valores previamente colocados en el mercado primario y permite hacer líquidos los valores, es decir que la transferencia de propiedad de los valores permite poder convertirlos en dinero.

Este mes, se ofertaron Bonos de Largo Plazo de Bisa Leasing S.A., Gas & Electricidad S.A., Merinco S.A., Sofia Ltda y Ferroviaria Oriental S.A., las cuales obtuvieron un financiamiento de \$us9.29 millones, \$us8.82 millones, \$us3.82 millones, \$us8.85 millones y \$us14.96 millones respectivamente. Después de la colocación de los valores ofertados por Ferroviaria Oriental S.A, queda un 19.8% a disposición de los inversionistas. Las demás empresas colocaron el 100% de los valores ofrecidos al mercado. También Industrias de Aceite S.A. obtuvo financiamiento mediante el mercado de valores el cual alcanzó a \$us14.28 millones colocando el 100% de los valores ofrecidos (Pagarés Bursátiles).

Gráfico N° 2

Evolución del Monto Operado en mercado primario y secundario (en miles de dólares)



Fuente: BBV

2. INFORMACIÓN PARA EL INVERSIONISTA

2.1. EMISIONES INSCRITAS EN BOLSA

Durante este mes, se inscribieron valores en Bolsa por \$us54.48 millones, monto que corresponde a la emisión de:

- Bonos de Largo Plazo de Bisa Leasing S.A., los recursos captados se destinarán al pago de deudas como también a la compra de activos a ser otorgados en arrendamiento financiero.
- Bonos de Largo Plazo de Ferroviaria Oriental S.A., éste financiamiento mediante el mercado valores tiene como destino financiar capital de inversión de la sociedad, recambio de pasivos y eventualmente para capital de trabajo.
- Bonos de Gas & Electricidad S.A., la sociedad utilizará los recursos captados para recambio de pasivos, capital de inversión y/o operaciones.
- Bonos de Merinco S.A., éste financiamiento estará dirigido a la construcción y puesta en marcha del Apart Hotel de Santa Cruz.
- Bonos de Sofia Ltda, los recursos captados se destinarán al recambio de

pasivos y capital de inversiones como también a la compra de activos a ser otorgados en arrendamiento financiero.

- Pagarés Bursátiles de Industrias de Aceite S.A., la sociedad utilizará los recursos para capital de operaciones como ser la compra de granos de soya y/o girasol.

Cuadro N° 3

Valores Inscritos en Bolsa durante el mes por Emisor (en dólares)

Serie	Mon	Cl. de Riesgo	ECR*	Plazo	Fecha Inscripción	Total Emitido**	Valor Nominal**	Tasa Emi.	Tasa Coloc.	Cobertura
RENTA FIJA										
Bonos de Largo Plazo										
Bonos Bisa Leasing IV - Emisión 1										
BIL-4-MI-15	BOB	AAA	M.A	2,880	03-Jun-15	8,746,358	1,458	5.25	4.29	Quilografato
Bonos Ferroviaria Oriental - Emisión 5										
EFO-1-MI-15	BOB	A42	PCR	1,440	24-Jun-15	3,001,228	1,458	5.50	5.38	Quilografato
EFO-1-MI-15	BOB	A42	PCR	1,800	24-Jun-15	3,001,228	1,458	6.00	5.79	Quilografato
EFO-1-MI-15	BOB	A42	PCR	2,100	24-Jun-15	2,915,452	1,458	6.50	6.38	Quilografato
EFO-1-MI-15	BOB	A42	PCR	3,240	24-Jun-15	5,538,443	1,458	6.75	6.73	Quilografato
Bonos Gas & Electricidad - Emisión 2										
GVE-1-MI-15	BOB	A43	PCR	2,880	19-Jun-15	8,163,265	1,458	7.10	5.53	Quilografato
Bonos Merinco - Emisión 2 y 3										
MM-1-EU-15	USD	A43	PCR	2,100	03-Jun-15	800,000	1,000	4.50	1.49	Quilografato
MM-1-EU-15	BOB	A43	PCR	2,100	03-Jun-15	2,730,067	1,458	6.00	3.82	Quilografato
Bonos SOFIA I - Emisión 2										
SOF-1-MI-15	BOB	A2	PCR	1,080	02-Jun-15	1,895,044	148	5.00	3.83	Quilografato
SOF-1-MI-15	BOB	A2	PCR	2,520	02-Jun-15	6,559,767	148	6.00	4.94	Quilografato
Pagarés Bursátiles										
Pagarés Bursátiles ISA II - Emisión 8										
PN-PS-BSU	USD	H-1	PCR	290	19-Jun-15	7,000,000	10,000	3.00	0.24	Quilografato
Total Inscrito						54,477,842				

*ECR: Entidad Calificadora de Riesgo.

**Para las conversiones de los montos inscritos de bolívianos a dólares, se utilizó el tipo de cambio oficial de compra del BCB vigente a la fecha de inscripción; NA: No aplica.
Fuente: BBV

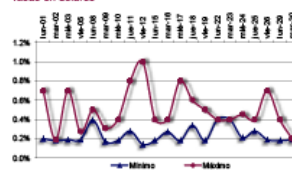
2.2. TASAS DE RENDIMIENTO EN BOLSA

2.2.1. REPORTO

Gráfico N° 3

Tasas de rendimiento en reporto

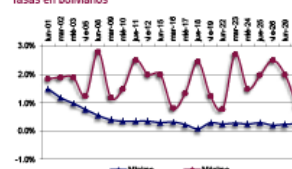
Tasas en dólares



-Tasa mínima: 0.14% (Bonos de Largo Plazo de YFPB Transiera S.A., en un rango de plazo entre 38 y 45 días).

-Tasa máxima: 1.00% (DPFs del Banco Unión S.A., en un rango de plazo entre 1 y 7 días).

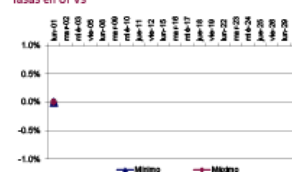
Tasas en bolívianos



-Tasa mínima: 0.08% (DPFs del Banco Bisa S.A. y Bonos del Tesoro, en un rango de plazo entre 38 y 45 días).

-Tasa máxima: 2.80% (Valores de Titularización del Patrimonio Autónomo Microcrédito IFD - BDP ST 021, del Patrimonio Autónomo Microcrédito IFD - BDP ST 025 y del Patrimonio Autónomo Microcrédito IFD - BDP ST 026, en un rango de plazo entre 23 y 30 días).

Tasas en UFVs



-Tasa mínima: 0.00% (Bonos del Tesoro, en un rango de plazo entre 38 y 45 días).

-Tasa máxima: 0.00% (Bonos del Tesoro, en un rango de plazo entre 38 y 45 días).

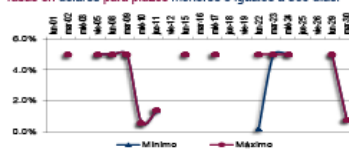
Fuente: BBV

2.2.2. COMPRAVENTA

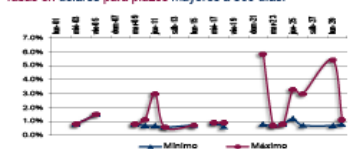
Gráfico N° 4

Tasas de Rendimiento en Compraventa

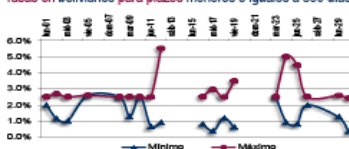
Tasas en dólares para plazos menores e iguales a 360 días.



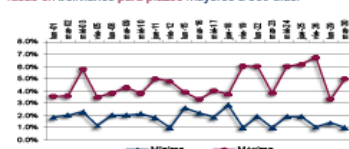
Tasas en dólares para plazos mayores a 360 días.



Tasas en bolivianos para plazos menores e iguales a 360 días.



Tasas en bolivianos para plazos mayores a 360 días.



Fuente: BBV

En el mes de junio no hubieron operaciones en UFVs.

2.3. FONDOS DE INVERSIÓN

Cuadro N° 4

SAFIs y Fondos de inversión

Fondo de Inversión	Cal. de Riesgo	Tipo	Moneda	Cartera (en \$us)	Participantes
BISA SAFI S.A.				221,749,696	5,450
A Medida FIA Corto Plazo	AA2	Abierto	BOB	27,986,314	1,288
Bisa Capital Fondo de Inversión Abierto	AA2	Abierto	USD	27,059,599	943
Bisa Premier Fondo de Inversión Abierto	AA2	Abierto	USD	42,605,758	1,839
Gestión Activa FIC - GAC-EI-07	AA2	Cerrado	USD	33,406,385	3
Fondo de Microfinancieras FIC - MFC-NUU-10	A2	Cerrado	BOB	60,174,670	3
Ultra Fondo de Inversión Abierto de Mediano Plazo	AA2	Abierto	BOB	30,516,970	1,374
BIB SAFI S.A.				233,884,454	16,597
En Acción Fondo de Inversión Abierto Mediano Plazo	A1	Abierto	BOB	14,009,331	611
Electivo Fondo de Inversión Abierto	AA2	Abierto	USD	42,040,493	3,072
Internacional FIC - FCI-EIU-12	AAA	Cerrado	USD	11,928,298	10
Oportunista FI - Corto Plazo	AAA	Abierto	BOB	46,373,322	4,313
Opción Fondo de Inversión Mediano Plazo	AA2	Abierto	BOB	32,046,903	2,337
Portafolio Fondo de Inversión	AA2	Abierto	USD	87,485,106	6,254
Capital - SAFI S.A.				148,644,764	7
Sembiar Alimento FIC - SEM-NUU-12	A2	Cerrado	BOB	72,204,494	3
Sembiar Micro Capital FIC - SMC-NUU-11	A2	Cerrado	BOB	76,440,270	4
Creditfondo SAFI S.A.				128,375,165	3,112
Creditfondo Boliviano FIA Mediano Plazo	AA2	Abierto	BOB	48,741,584	1,503
Creditfondo Fondo de Inversión Abierto Corto Plazo	AA2	Abierto	USD	11,213,349	339
Creditfondo Renta Fija FIA e Mediano Plazo	AA2	Abierto	USD	19,482,562	1,252
Creditfondo - Rendimiento FIA e Mediano Plazo	AA3	Abierto	BOB	48,937,610	18
Fortaleza SAFI S.A.				358,264,759	13,361
Acelerador de Empresas FIC - FAE-NUU-13	AA3	Cerrado	BOB	50,200,390	3
Fortaleza Interés - FIA Corto Plazo	AA2	Abierto	BOB	39,485,978	1,809

Gerencia de Desarrollo e Información
 Visite nuestra página web : www.bbv.com.bo

Fondo de Inversión	Cal. de Riesgo	Tipo	Moneda	Cartera (en \$us)	Participantes
Fortaleza Factoring Internacional FIC - FFI-EI-07	AA2	Cerrado	USD	13,634,957	4
Fortaleza Inversión Internacional FIA Corto Plazo	AAA	Abierto	USD	4,232,275	235
Fortaleza Liquidez Fondo de Inversión Abierto	AA1	Abierto	USD	13,580,769	1,877
Fortaleza Poverit Fondo de Inversión Abierto	AA2	Abierto	USD	18,077,817	1,054
Fortaleza Poverit Fondo de Inversión Abierto	AA3	Abierto	BOB	22,728,099	977
Fortaleza Palencia Bolivianos FIA Largo Plazo	AA2	Abierto	USD	10,374,587	238
Fortaleza Renta Mixta Internacional FIA Mediano Plazo	AA3	Abierto	USD	23,257,192	1,019
Fortaleza UFV Rend. Total FIA Mediano Plazo	AA1	Abierto	UFV	55,745,150	6,075
Impulsor Fondo de Inversión Cerrado - IFI-NUU-11	A3	Cerrado	BOB	38,526,282	5
Microfinanzas FIC Serie A - MIC-NUA-08	BB1	Cerrado	BOB	2,488,231	3
Microfinanzas FIC Serie B - MIC-NIB-08	AA1	Cerrado	BOB	9,636,757	4
Microfinanzas FIC Serie C - MIC-NIC-08	BB1	Cerrado	BOB	2,488,231	2
Microfinanzas FIC Serie D - MIC-NID-08	AA1	Cerrado	BOB	9,636,757	2
PYME II Fondo de Inversión Cerrado FFY-NUU-14	AA3	Cerrado	BOB	44,760,307	4
Marca Verde SAFI S.A.				104,597,409	6
Agrooperativo Fondo de Inversión Cerrado AGP-NUU-12	AA3	Cerrado	BOB	30,741,658	4
K12 Fondo de Inversión Cerrado KFC-EIU-13	AA3	Cerrado	USD	73,855,732	2
Mercantil Santa Cruz SAFI S.A.				251,324,440	21,306
Crecer Bolivianos Fondo Múltiple Corto Plazo	AA1	Abierto	BOB	65,519,519	7,170
MSC Estrelógico Fondo de Inversión Cerrado - EFC-EIU-12	A2	Cerrado	USD	9,490,052	13
MSC Productivo Fondo de Inversión Cerrado - MSP-NUU-14	A1	Cerrado	BOB	14,954,514	3
Horizonte Fondo de Inversión	AA2	Abierto	USD	25,293,406	1,772
Mercantil Fondo Múltiple	AA2	Abierto	USD	56,114,328	3,736
Proximo Fondo de Inversión Abierto	AA2	Abierto	USD	61,461,156	6,274
Superior Fondo Múltiple Mediano Plazo	AA2	Abierto	BOB	18,491,482	2,338
Panamericano SAFI S.A.				29,263,047	7
PYME Progreso Fondo de Inversión Cerrado - FPP-NUA-12	A3	Cerrado	BOB	2,385,266	3
PYME Progreso Fondo de Inversión Cerrado - FPP-NIB-12	A2	Cerrado	BOB	26,817,781	4
SAFI Unión S.A.				220,955,073	6,079
Activo Unión FIA Largo Plazo	A2	Abierto	BOB	15,572,959	286
Fondo Dinero Unión Corto Plazo	AA1	Abierto	BOB	54,358,737	2,880
Fondo de Inversión Múltiple Unión Mediano Plazo	AA1	Abierto	USD	31,437,535	1,873
Global Unión FIA Largo Plazo	A2	Abierto	USD	6,662,475	134
Proquiusa Unión Fondo de Inversión Cerrado - PQU-NUU-11	AA3	Cerrado	BOB	54,725,172	5
Proquiusa Unión Fondo de Inversión Cerrado - PUC-NUU-10	AA2	Cerrado	BOB	43,070,376	8
Xivarol Unión FIA Mediano Plazo	AA3	Abierto	BOB	15,127,819	853
Santa Cruz Investment SAFI S.A.				127,764,501	63
Renta Activa Bolivianos - FIA Corto Plazo	AA3	Abierto	BOB	319,845	51
Renta Activa Fondo de Inversión Abierto Corto Plazo	AA3	Abierto	USD	461,932	4
Renta Activa Emergente FIC RAE-NUU-12	A1	Cerrado	BOB	65,959,524	2
Renta Activa PYME FIC de Capital Privado RAP-NUU-11	A1	Cerrado	BOB	35,784,637	2
Renta Activa Puerto FIC de Capital Privado REP-NUU-15	A2	Cerrado	BOB	25,239,564	4
Cartera Total SAFIs				1,824,763,248	65,928

Nota: Para las conversiones de los montos inscritos de bolivianos/UFVs a dólares, se utilizó el tipo de cambio oficial de compra del BCB vigente a la fecha de cierre del mes y a la UFV del último día de análisis.
 Fuente: BBV

Los Fondos de Inversión (abiertos y cerrados) registran al cierre de junio una cartera total de \$us1,824.76 millones y cuentan con 65,928 participantes, registrando un crecimiento de cartera del 18.01% respecto al mes de junio de 2014 (\$us278.48 millones de incremento) y un crecimiento del 9.80% en cantidad de participantes (5,884 participantes nuevos).

Los Fondos de Inversión Abiertos en dólares cerraron con una cartera de \$us480.85 millones, mostrando un crecimiento de 2.44% y los participantes se incrementaron en 0.63% en relación al mes precedente, alcanzando los 31,905 participantes. La tasa de rendimiento promedio ponderada a 30 días pasó de 2.29% en mayo a 1.12% para el mes de junio de 2015.

Gráfico N° 5

Fondos de Inversión Abiertos en Dólares

Tasas de Rendimiento a 30 días vs. Calificación de Riesgo



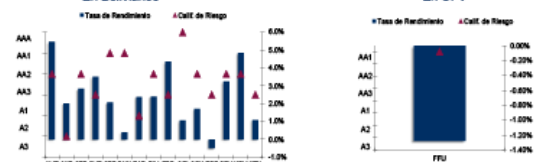
Fuente: BBV

Al cierre de junio, la cartera de los Fondos de Inversión Abiertos en moneda nacional llegó a los Bs3,294 millones registrando un incremento del 3.54% en relación al mes pasado y la cantidad de participantes alcanzó los 27,848 creciendo en 1.53% con relación al mes de pasado, la tasa promedio ponderada a 30 días también subió pasando de 2.29% a 2.52% para junio.

Consultas y sugerencias: comunicacion@bbv.com.bo

La cartera de los Fondos de Inversión Abiertos en UFV decreció en 0.07% respecto a mayo, registrando un total de Bs382.41 millones, sin embargo el número de participantes presentó un incremento pasando de 6,057 en mayo a 6,075 para el mes de junio, la tasa promedio ponderada a 30 días pasó de -0.82% a -1.28%.

Gráfico N° 6
Fondos de Inversión Abiertos
Tasas de Rendimiento a 30 días vs. Calificación de Riesgo
En Bolivianos



Fuente: BBV

Cuadro N° 5
Fondos de Inversión Cerrados en Bolivianos y en Dólares.
al 30 de junio de 2015

Moneda	Fondo de Inversión	SAFI	Cal. de Riesgo	Carteras (en \$us)	Tasa de Renta a 360 días
Bs.	Agroproductivo Fondo de Inversión Cerrado AGP-NTU-12	Marco Verde Safi S.A.	AA3	30,741,658	3.19%
	Acelerador de Empresas FIC -FAE-NTU-13	Fortaleza Safi S.A.	AA3	50,200,389	5.12%
	Pyme II Fondo de Inversión Cerrado FFF-NTU-14	Fortaleza Safi S.A.	AA3	44,760,307	3.35%
	Pyme Progreso Fondo de Inversión Cerrado - FPP-NTU-12	Panamericana Safi S.A.	A3	2,385,295	9.09%
	Pyme Progreso Fondo de Inversión Cerrado - FPP-NTU-12	Panamericana Safi S.A.	A2	26,817,701	3.29%
	Impulsor Fondo de Inversión Cerrado - FH-NTU-11	Fortaleza Safi S.A.	A3	38,526,262	4.30%
	Fondo de Microfinanzas FIC -MFC-NTU-10	Bisa Safi S.A.	A2	60,174,670	4.46%
	Microfinanzas FIC Serie A - MFC-NTU-08	Fortaleza Safi S.A.	BB1	2,493,231	6.68%
	Microfinanzas FIC Serie B - MFC-NTU-08	Fortaleza Safi S.A.	AA1	9,636,757	4.72%
	Microfinanzas FIC Serie C - MFC-NTU-08	Fortaleza Safi S.A.	BB1	2,493,231	6.68%
	Microfinanzas FIC Serie D - MFC-NTU-08	Fortaleza Safi S.A.	AA1	9,636,757	4.72%
	MSC Productivo Fondo de Inversión Cerrado - MSP-NTU-14	Mercantil Sta.Cruz Safi S.A.	A1	14,954,514	-
	Proquímica Unión Fondo de Inversión Cerrado - POU-NTU-11	Safi Union S.A.	AA3	54,725,172	4.21%
	Progyre Unión Fondo de Inversión Cerrado - PUC-NTU-10	Safi Union S.A.	AA2	43,070,376	3.89%
	Renta Activa Emergente FIC RAE-NTU-12	Santa Cruz Investment S.A.	A1	65,959,524	3.46%
	Renta Activa Pyme FIC de Capital Privado RAP-NTU-11	Santa Cruz Investment S.A.	A1	35,784,637	3.36%
	Renta Activa Punte FIC de Capital Privado REP-NTU-15	Santa Cruz Investment S.A.	A2	25,239,564	-
Sembore Alimentario FIC -SEM-NTU-12	Capital+Safi S.A.	A2	72,204,494	2.51%	
Sembore Micro Capital FIC -SMC-NTU-11	Capital+Safi S.A.	A2	76,440,270	3.38%	
\$us.	MSC Eschlagio Fondo de Inversión Cerrado - EFC-EIU-12	Mercantil Sta.Cruz Safi S.A.	A2	9,490,652	-0.61%
	Internacional FIC -FCI-EIU-12	BNB Safi S.A.	AA1	11,933,298	1.23%
	Fortaleza Fading Internacional FIC -FFI-EI-07	Fortaleza Safi S.A.	AA2	13,034,957	2.88%
	Gestión Activa FIC -GAC-EI-07	Bisa Safi S.A.	AA2	33,406,385	2.28%
	K12 Fondo de Inversión Cerrado KFC-EIU-13	Marco Verde Safi S.A.	AA3	73,655,732	2.31%
Carteras Totales FICs				807,949,305	

Nota: Para las conversiones de los montos inscritos de bolivianos a dólares, se utilizó el tipo de cambio oficial de compra del BCB vigente a la fecha de cierre del mes.
Fuente: BBV

Al 30 de junio de 2015, los Fondos de Inversión Cerrados Pyme II, K12 y MSC Productivo y Renta Activa Punte aún disponen de Cuotas de Participación para los distintos inversionistas. El primer fondo fomenta la incorporación efectiva de las pequeñas y medianas empresas al proceso productivo. K12 tiene también como objeto el apoyar a unidades económicas del sector productivo, MSC Productivo buscan financiar a unidades económicas del sector Industrial y Agroindustrial. Finalmente Renta Activa Punte tiene como objeto el de constituirse en una alternativa de canalización de recursos y difusión de las bondades del mercado de valores para adquisición de inversiones de largo plazo para las grandes empresas que a pesar de reunir características similares a las exigidas por el Mercado de Valores para poder acceder a financiamiento a través del mismo, no logran su cometido por un problema de costos, economías de escalas o falta de conocimiento y preparación para acceder a sus beneficios

2.4. TASAS DE RENDIMIENTO DEL SISTEMA FINANCIERO BOLIVIANO

A continuación se muestran las tasas de rendimiento tanto en dólares como en bolivianos de instrumentos disponibles en el sistema financiero nacional, incluyendo cuotas del FCI administrados por las AFPs. Para una mejor exposición de las alternativas de inversión que se tienen se dividieron los instrumentos financieros de acuerdo al

plazo de inversión. Para el caso de los valores de Renta Fija se calcularon tasas promedio ponderadas de colocación primaria, compra venta en mercado secundario y de reporto. Para Fondos de Inversión Abiertos se tomó el criterio de separarlos de acuerdo a su horizonte de inversión (Corto y Mediano Plazo).

Las tasas de rendimiento ofrecidas por los Fondos de Inversión y los Pagarés emitidos por Pymes se encuentran entre las mejores alternativas de inversión, tanto en dólares como en bolivianos a corto plazo. Por otra parte, los Pagarés emitidos por PyMEs y DPFs de Bancos especializados en microcrédito figuran entre las mejores alternativas de inversión a mediano plazo en dólares y en bolivianos, como se observa en los siguientes gráficos.

Gráfico N° 7
Tasas de rendimiento de alternativas de Inversión en dólares hasta 180 días

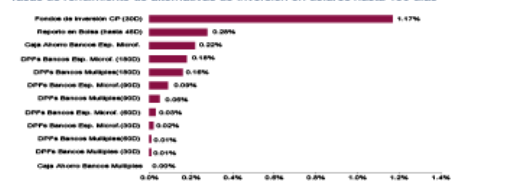


Gráfico N° 8
Tasas de rendimiento de alternativas de Inversión en dólares entre 181-720 días

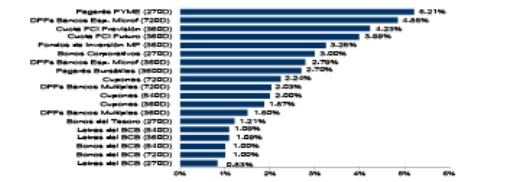


Referencia: DPFs y Cajas de Ahorro: Tasas de Interés Pasiva Promedio, BCB; Fondos de Inversión: Tasa Promedio Ponderada al 30 de junio de 2015.

Gráfico N° 9
Tasas de rendimiento de alternativas de Inversión en bolivianos hasta 180 días



Gráfico N° 10
Tasas de rendimiento de alternativas de Inversión en bolivianos entre 181-720 días

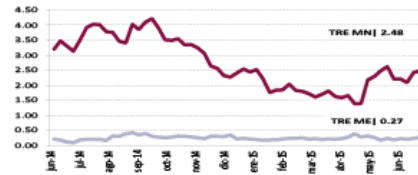


Referencia: DPFs y Cajas de Ahorro: Tasas de Interés Pasiva Promedio, BCB; Cuota FCI: Rentabilidad Nominal Diaria del último año al 30 de junio de 2015; Fondos de Inversión: Tasa Promedio Ponderada al 30 de junio de 2015.

2.5. COMPORTAMIENTO DE LA TASA DE REFERENCIA (TRE)

En el siguiente gráfico se observa que entre mayo y junio, la TRE en Moneda Nacional subió de 2.21% a 2.48%. Asimismo, la TRE en Moneda Extranjera pasó de 0.19% a 0.27%.

Gráfico N° 11
Evolución de la TRE



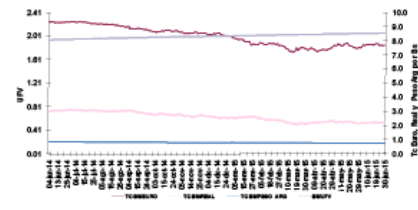
Fuente: BCB

3. ESTADÍSTICAS ECONÓMICAS

3.1. TIPO DE CAMBIO Y CONVERTIBILIDAD DEL BOLIVIANO

El siguiente gráfico muestra que la UFV presenta una tendencia a la alza llegando al cierre del mes a Bs2.06218 por UFV. El tipo de cambio boliviano-euro se depreció en relación al anterior mes, pasando de Bs7.51 por Euro a Bs7.70 por Euro. Asimismo, el tipo de cambio del Real respecto al Boliviano pasó de Bs2.17 a Bs2.20 por Real y el Peso Argentino respecto al Boliviano se mantuvo en Bs0.76 por peso argentino.

Gráfico N° 12
Tipo de Cambio Euro, Real, Peso Arg. y UFV



Fuente: BCB

3.2. EXPECTATIVAS ECONÓMICAS – ENCUESTA MENSUAL DEL BCB

La encuesta del Banco Central está dirigida a un grupo selecto de ejecutivos y/o asesores de instituciones financieras (bancos, mutuales, FFPs, compañías de seguro, AFPs y Bolsa de Valores), académicos y consultores.

Cuadro N° 6
Expectativas Económicas

VARIABLES	PGE 2015	Diciembre 2015 (Estimado)
Inflación (variación IPC en %)	5.00	5.36
Tipo de Cambio (Bs por \$us)	n.d	6.96
PIB (%)	5.90	4.60

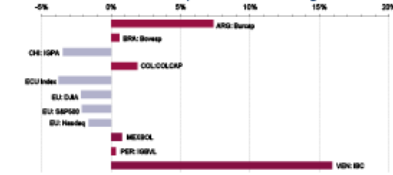
Fuente: Datos estimados Presupuesto General del Estado 2015 (PGE), Ministerio de Economía y Finanzas Públicas; BCB, última encuesta mensual de expectativas económicas disponible con información al mes de junio de 2015. n.d: no disponible

4. ESTADÍSTICAS INTERNACIONALES

4.1. ÍNDICES BURSÁTILES DE LA REGIÓN

El siguiente gráfico muestra el comportamiento de algunos de los índices Bursátiles más importantes de la región. En el mes de junio los crecimientos más significativo se dieron en el Índice Bursátil de la Bolsa de Valores de Caracas y Índice Burcap de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires con el 15.92% y el 7.37% de crecimiento respectivamente, con relación al mes pasado. Mientras que el índice de la Bolsa de Valores de Quito presentó el decrecimiento más significativo, 3.80% menos que el mes precedente.

Gráfico N° 13
Variación Mensual de los Principales Índices de la Región



Fuente: Bloomberg, Bolsa de Quito y Mercado de Valores de Buenos Aires.

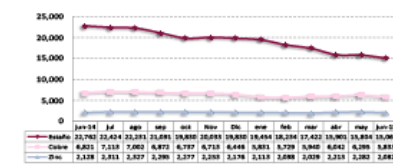
4.2. PRECIOS INTERNACIONALES

A continuación se expresan las tendencias de los precios internacionales de algunos commodities de interés para nuestro comercio internacional.

Cuadro N° 7
Variación porcentual de los precios de algunos commodities

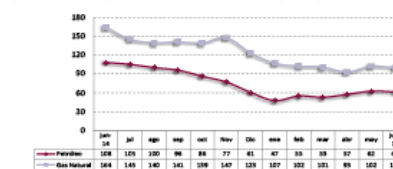
Commodities	Variación junio- mayo
METALES	
Estañó	-4.67%
Cobre	-7.34%
Zinc	-8.75%
ENERGIA	
Petróleo	-1.91%
Gas Natural	-2.43%
AGRICOLA	
Trigo	-2.46%
Aceite de Soja	3.01%
Soja	0.82%

Gráfico N° 14
Precio del Estañó, Cobre y Zinc (dólares por tonelada)



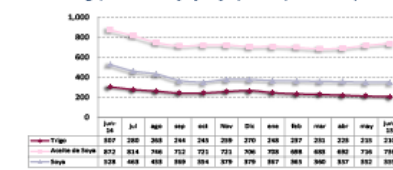
Fuente: www.ft.com, www.commodity.com, LME precio de contratos, US por contrato europeo, US\$ por contrato mexicano, estañó: Onco estándar, LME precio de contratos, US\$ por tonelada métrica. Zinc: Alto grado al 98% puro, US\$ por tonelada métrica.

Gráfico N° 15
Precio del Petróleo y Gas Natural (Gas Natural: dólares por mil metros cúbicos / Petróleo: dólares por barril)



Fuente: www.ft.com, Petróleo: Precio al contado en Ciudad Eneke, West Texas Intermediate y Dubai Feha, US\$ por barril. Gas Natural: Gas Natural precio al contado en la terminal Henry Hub en Louisiana, US\$ por mil de metros cúbicos de gas.

Gráfico N° 16
Precio del Trigo, Aceite de Soya y Soya (dólares por tonelada)



Fuente: www.ft.com Trigo: Industrias muestreo, granos volantes, FOB puerto México, US\$ por tonelada métrica. Aceite de Soya: Chicago Soybean Oil Futures (grain contract cash/season) dólares spot/precio de contado, US\$ por tonelada métrica. Soya: Soya americana, Chicago Soybean contract futures (grain contract cash/season), US\$ por tonelada métrica.