

# EJEMPLOS PRÁCTICOS DE PROCESOS DE TITULARIZACIÓN

## INDICE

<b>I. OBJETO DEL MANUAL</b>	<b>1</b>
<b>II. ALCANCE DEL MANUAL</b>	<b>2</b>
<b>III. DEPENDENCIAS INTERVINIENTES DE LA SUPERINTENDENCIA DE PENSIONES VALORES Y SEGUROS (SPVS)</b>	<b>2</b>
<b>IV. BASE LEGAL GENERICA</b>	<b>3</b>
<b>VII. PROCESO DE INSCRIPCION DEL PATRIMONIO AUTONOMO Y DE SUS EMISIONES</b>	<b>6</b>
<b>VIII. RECOMENDACIONES PRACTICAS PARA LA INSCRIPCION</b>	<b>9</b>
<b>X. EL ESQUEMA BASICO DE LA TITULARIZACION</b>	<b>10</b>
<b>XI. EJEMPLOS DE CASOS DE PROCESOS DE TITULARIZACION</b>	<b>12</b>
<b>CASO: TITULARIZACION DE CUENTAS POR COBRAR COMERCIALES (CCC)</b>	<b>12</b>
Etapa I	12
<b>CASO DE CUENTAS POR TARJETAS DE CREDITO (CTC) – CONSUMOS EN EL EXTERIOR</b>	<b>14</b>
<b>CASO DE CUENTAS POR COBRAR POR EXPORTACION DE UN COMMODITY (CCE)</b>	<b>16</b>
<b>CASO DE CARTERA DE CREDITOS HIPOTECARIOS (CCH)</b>	<b>18</b>
<b>CASO DE TITULARIZACION DE INMUEBLES</b>	<b>20</b>
<b>CASO DE TITULARIZACION DE VALORES INSCRITOS EN EL RMV</b>	<b>22</b>
<b>ACERCA DEL MANUAL</b>	<b>23</b>

### **I. OBJETO DEL MANUAL**

El objetivo principal del presente Manual es:

*"Servir como documento de referencia en relación a las condiciones y normas que regulan la inscripción en el Registro de Mercado de Valores de los Patrimonios Autónomos de Titularización y sus correspondientes emisiones como Ofertas Públicas de Valores, identificando los requisitos a satisfacer y la base legal que los sustenta. Asimismo procura servir como documento de consulta básico en relación a la descripción de situaciones típicas que son objeto de procesos de titularización de activos, de acuerdo a la experiencia evidenciada en diferentes mercados; relacionando los casos con la reglamentación vigente para Bolivia".*

## **II. ALCANCE DEL MANUAL**

El presente Manual describe en primer término, de manera resumida, las normas y procedimientos que regulan la inscripción de los Patrimonios Autónomos y sus emisiones titularizadas, de acuerdo a lo establecido por la Ley del Mercado de Valores No. 1834 y su Reglamento. Su utilización debe necesariamente complementarse con la Ley, el Decreto supremo 25514, la Resolución sobre Normas de prudencia de emisiones titularizadas; así como el Reglamento del Registro de Mercado de Valores (RMV) y el Reglamento de Oferta Pública. En segundo término, el Manual explica de manera gráfica distintos casos, que a manera de ejemplo, ilustran procesos de titularización asociados a diferentes tipos de activos que conforman el Patrimonio Autónomo. Se describen los distintos agentes participantes en el proceso; así como la manera como se interrelacionan o interactúan éstos. Los ejemplos que se presentan se enmarcan también dentro de las regulaciones dictadas para estos efectos en Bolivia. El Título VIII de la **Ley del Mercado de Valores**, establece las normas generales de la Titularización, estableciendo que los bienes o activos a ser titularizados podrán ser Valores de deuda pública, Valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores, Cartera de Créditos, Documentos de Crédito, Flujos de Caja, Contratos de venta de bienes y servicios, contratos de arrendamiento financiero, contratos de factoraje, activos y proyectos inmobiliarios y otros.

Asimismo establece que las receptoras de los bienes a titularizar son las Sociedades de Titularización, las cuales deberán constituirse como sociedades anónimas de objeto exclusivo. Los valores que se emitan como efecto de un proceso de titularización podrán ser de contenido crediticio, de participación o mixtos. El **Decreto Supremo No 25514** establece las normas generales que regulan la organización y actividades de las Sociedades de Titularización y el proceso de titularización, estableciendo en lo que respecta a la emisión de títulos, la clase de valores a emitirse, los mecanismos de cobertura, el plazo mínimo de redención, los efectos de la cesión y el carácter de irrevocabilidad. La **Resolución Administrativa No 052** de 14 de febrero de 2000 dicta las Normas de prudencia de las emisiones titularizadas. En su anexo 2 establece los requisitos para la inscripción del patrimonio autónomo y de los valores en el registro del Mercado de Valores y Autorización de su Oferta Pública.

## **III. DEPENDENCIAS INTERVINIENTES DE LA SUPERINTENDENCIA DE PENSIONES VALORES Y SEGUROS (SPVS)**

- Superintendencia
- Intendencia de Valores
- Asesoría Legal Intendencia de Valores
- Dirección Emisores - RMV

#### **IV. BASE LEGAL GENERICA**

**1. Ley N° 1834, Ley del Mercado de Valores.** El Titulo VIII establece las normas generales de la Titularización; disponiendo que las receptoras de los bienes a titularizar son las Sociedades de Titularización, las cuales deberán constituirse como sociedades anónimas de objeto exclusivo. Asimismo, determina que los valores que se emitan como efecto de un proceso de titularización podrán ser de contenido crediticio, de participación o mixtos.

**2. El Decreto Supremo No 25514** establece las normas generales que regulan la organización y actividades de las Sociedades de Titularización y el proceso de titularización, estableciendo en lo que respecta a la emisión de títulos, la clase de valores a emitirse, los mecanismos de cobertura, el plazo mínimo de redención, los efectos de la cesión y el carácter de irrevocabilidad.

**3. La Resolución Administrativa N° 52 del Reglamento de Normas prudenciales de Titularización,** estableciendo que los bienes o activos a ser titularizados podrán ser Valores de deuda pública, Valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores, Cartera de Créditos, Documentos de Crédito, Flujos de Caja, Contratos de venta de bienes y servicios, contratos de arrendamiento financiero, contratos de factoraje, activos y proyectos inmobiliarios y otros.

**4. La Resolución administrativa No 110 de 1999 del Reglamento del Registro del Mercado de Valores.**

**5. El Reglamento de Oferta Pública;**

**6. El Manual de Prospectos de Oferta Pública**(Por promulgarse)

**a) Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros o Superintendencia (SPVS) :** Entidad

reguladora componente del Sistema de Regulación Financiera, creada por Ley de Propiedad y Crédito Popular No. 1864 de fecha 15 de junio de 1998.

**b) Intendencia de Valores o Intendencia:** Intendencia dependiente de la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros conforme a lo dispuesto por la Ley de Propiedad y Crédito Popular No. 1864 de fecha 15 de junio de 1998, encargada de la supervisión y fiscalización del mercado de valores.

**c) Ley del Mercado de Valores:** Ley No. 1834 de la República de Bolivia, publicada en fecha 31 de marzo de 1998.

**d) Ley de Bancos y Entidades Financieras:** Ley No. 1488 de 14 de abril de 1993.

**e) Registro del Mercado de Valores o R.M.V.:** Registro público dependiente de la Intendencia

de Valores de la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros; en el que se inscriben los intermediarios, emisores, valores de oferta pública y demás participantes del mercado.

**f) Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras o SBEF:** Entidad reguladora del Sistema Financiero, creada por la Ley General de Bancos de 11 de julio de 1928.

**g) Autorización:** Es el acto en virtud del cual la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros mediante Resolución Administrativa, autoriza el funcionamiento u operación de las personas naturales y jurídicas participantes en el mercado de valores o la emisión y oferta pública de valores, según sea al caso.

**h) Inscripción:** Es el acto en virtud del cual la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros mediante Resolución Administrativa, inscribe a las personas jurídicas o naturales,

emisiones, valores, actividades u otros en el Registro del Mercado de Valores.

**i) Días:** se entenderá referida a días hábiles administrativos, es decir de lunes a viernes con excepción de los días feriados.

**j) Patrimonio Autónomo:** es el constituido con los bienes o activos cedidos por uno o más personas individuales o colectivas y afectados para el propósito de que, a cargo del patrimonio autónomo, se emitan valores.

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

**l) Sociedades de Titularización:** sociedades anónimas de objeto social exclusivo, encargadas

de representar y administrar patrimonios autónomos para titularización.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**v) Prospecto:** De manera general, es el documento explicativo de las características y condiciones de una oferta pública de valores, y que se constituye como requisito, para la autorización de ésta por parte de la SPVS. Dicho documento contiene la información concerniente a los principales aspectos legales, administrativos, económicos y financieros del patrimonio autónomo, de los valores objeto de la oferta y de las condiciones de la oferta

pública, para la toma de decisiones por parte de los inversionistas o del público al que se dirige la oferta. También se incluye información general acerca de la Sociedad de Titularización a cargo del proceso.

**w) Información periódica:** Es aquella información financiera, económica o estadística que la sociedad titularizadora, autorizada e inscrita en el RMV, está obligada a proporcionar cada cierto tiempo.

**x) Hecho relevante:** Toda información que la sociedad titularizadora tienen obligación de proporcionar, que pudiera afectar significativamente (positiva o negativamente), la posición jurídica, económica o posición financiera del patrimonio autónomo o de las emisiones titularizadas; y que pueda modificar la decisión de inversión o desinversión sobre sus valores.

**y) Programa de emisiones:** Plan de múltiples emisiones de valores para un mismo período de tiempo no mayor a 3 años.

## **VI. CONSIDERACIONES GENERALES**

Es importante que se consideren los siguientes aspectos, a efectos de iniciar el trámite de Autorización e Inscripción como Patrimonios autónomos o el registro de sus Valores en el RMV:

1. El contenido de la información presentada al RMV será de entera responsabilidad de la Sociedad de Titularización.
2. La presentación de la información requerida para la inscripción de los patrimonios autónomos y de sus valores, deberá sujetarse al orden que se establece en las disposiciones correspondientes y cada una de las hojas de solicitud deberá estar numerada correlativamente. La presentación deberá hacerse en dos ejemplares, original y copia. Cada ejemplar deberá estar ordenado y foliado para evitar documentos dispersos que dificulten su revisión y verificación consiguientes y deberá ser impreso o preparado de acuerdo a algún método que permita reproducciones legibles y durables para su archivo. Además, esta documentación deberá ser precedida de un índice que detalle la información contenida y las referencias de página correspondientes.
3. Si se requiere corregir partes de una solicitud, bastará que se presenten las páginas corregidas adjuntándose una nota firmada por el ejecutivo principal o el representante legal, que indique los cambios efectuados.
4. En el caso de una solicitud incompleta o presentada en forma tal que requiera gran número de correcciones, la Intendencia podrá requerir al interesado que presente una nueva solicitud.
5. Conforme lo prevé la norma, la Intendencia podrá realizar inspecciones para verificar la veracidad y exactitud de la información presentada en el marco del proceso de Autorización e Inscripción en el RMV.
6. La Autorización e Inscripción en el RMV procederá una vez que la Resolución Administrativa de Autorización e Inscripción sea expedida por la Superintendencia. Dicha Resolución se emitirá sobre la base de los informes que se elaboren, previa verificación de que la información presentada para tal efecto por el interesado cumple debidamente con todo lo exigido por las normas legales vigentes. Por la Autorización e Inscripción, la Intendencia otorgará un número de registro.
7. El plazo de colocación de una emisión es de 6 meses.

8. Una vez que haya sido autorizada e inscrita la emisión en el RMV, la sociedad de titularización deberá comunicar la información actualizada, los Hechos Relevantes, la información periódica y cualquier otra información sobre los patrimonios autónomos de los cuales son responsables, al Intendente de Valores quien la remitirá al RMV y en su caso al área técnica, legal o administrativa correspondiente.

9. Durante el tiempo que los patrimonios autónomos y sus valores se encuentren autorizados e inscritos en el RMV, deberá cancelarse la Tasa de Regulación que corresponda.

## **VII. PROCESO DE INSCRIPCIÓN DEL PATRIMONIO AUTÓNOMO Y**

### **DE SUS EMISIONES**

#### **A) Base legal específica:**

- LMV: Título VIII
- Decreto Supremo 25514: Capítulos I y II
- Resolución administrativa 052 – 2000: Anexo 2

#### **B) Requisitos**

Para iniciar el trámite de Autorización e inscripción del patrimonio autónomo y la emisión, el representante legal de la Sociedad de Titularización que sea responsable de la administración del patrimonio autónomo, deberá presentar una carta de solicitud adjuntando los requisitos generales y específicos.

#### **B.1.- REQUISITOS GENERALES A TODA INSCRIPCIÓN EN EL RMV**

1. Tarjeta de Información de Registro.- La misma consiste en una tarjeta electrónica que contiene información del patrimonio autónomo y de los valores a emitir.
2. Formulario de Pago de Tasas de Regulación, el mismo que deberá ser acompañado por el depósito bancario que respalde el pago de la tasa de regulación.
3. Formulario de compromiso de actualización de información, el cual deberá estar firmado por el representante legal de la Sociedad de Titularización y comprometerá a la misma a mantener actualizada la información exigida por reglamento para los patrimonios autónomos.
4. Formulario de Registro y actualización de firmas: se deberá adjuntar el Formulario de Registro y Actualización de firmas, en el cual figurarán el Representante Legal y algún otro ejecutivo principal acreditado. A través de este formulario se asumirá la obligación y la responsabilidad de la comunicación al RMV de toda la información objeto de registro.

#### **B.2.- REQUISITOS ESPECÍFICOS**

##### **Información del Patrimonio autónomo**

1. Copia del Contrato Unilateral Irrevocable de Cesión de Bienes o Activos respectivo, de acuerdo con el contenido mínimo establecido en el Reglamento sobre normas de prudencia.
2. Descripción de los activos que conforman el Patrimonio autónomo e indicación del procedimiento seguido para su valuación.
3. Copia de los documentos que acrediten las garantías o mecanismos de cobertura que amparan los bienes a titularizar cuando existan.

**Información de los valores a emitir**

- 1. El Facsímil del Valor, o modelo del mismo, el cual debe precisar claramente:**
  - a) Nombre y Domicilio de la Sociedad de Titularización
  - b) Nombre del Patrimonio Autónomo a cargo del cual se emiten los valores
  - c) Los derechos que incorpora y sus condiciones financieras
  - d) Fecha de expedición del valor
  - e) Las reglas generales de circulación y negociación
  - f) Reglas de Reposición, fraccionamiento o división de los valores y de englobe o agrupamiento
  - g) La forma, lugar y términos de redención y el procedimiento para su liquidación
  - h) Valor nominal y el monto total de la emisión
  - i) El procedimiento para determinar periódicamente su valor
  - j) Requisitos establecidos para títulos valores en el Código de Comercio
  - k) Advertencia conforme al cual la Sociedad de Titularización adquiere obligaciones de medio y no de resultado
  - l) Alcance de la autorización impartida por la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros.
- 2. Monto total de la emisión**
- 3. Relación de los costos y gastos a cargo del patrimonio autónomo, cuando corresponda**
- 4. El informe de calificación de riesgo cuando se trate de valores de contenido crediticio**
- 5. Prospecto de colocación que mínimamente deberá contener lo siguiente:**
  - a. Nombre del patrimonio autónomo, el domicilio principal y dirección de la oficina principal de la Sociedad de Titularización;
  - b. Las características generales de la oferta pública, indicando: clase de valor ofrecido, forma de circulación, valor nominal, rendimientos, reglas relativas a la reposición, fraccionamiento y englobe de valores; destinatarios de la oferta; precio de colocación y su valor patrimonial; monto total de la oferta, monto mínimo de suscripción; cuando corresponda, series en que se divide la emisión, con las principales características de cada una, plazo de colocación, así como todas las demás condiciones y reglas que fueren necesarias para brindar información clara, oportuna y veraz;
  - c. Para los valores de contenido crediticio el lugar, fecha y forma de pago del capital y del rendimiento; forma de cálculo del rendimiento, el sistema de amortización y las demás condiciones de la emisión. Bolsas de valores en que estarán inscritos los valores, cuando corresponda;
  - d. Para los valores de participación y mixtos, explicación del método o procedimiento y periodicidad de valuación del patrimonio autónomo. Bolsas de valores en que estarán inscritos los valores, cuando corresponda;
  - e. Certificación del representante legal del originador del patrimonio autónomo y de la Sociedad de Titularización, indicando que emplearon la debida diligencia en la verificación del contenido del prospecto, en forma tal que certifican la veracidad del mismo y que en éste no se presentan omisiones de información que revistan materialidad y puedan afectar la decisión de los futuros inversionistas;
  - f. Cuando corresponda, la calificación obtenida por los valores objeto de la oferta, con una síntesis de las razones expuestas por la Entidad Calificadora para su otorgamiento;

- g. Una descripción del patrimonio autónomo a cuyo cargo se emitirán los nuevos valores, especificando las características de los activos o bienes que lo conforman, el valor de los mismos y el método o procedimiento seguido para su valuación;
  - h. Los flujos de fondos proyectados por la Sociedad de Titularización en relación con el patrimonio que administra;
  - i. Mención de las garantías o mecanismos de cobertura que amparen los activos o bienes titularizados, cuando ellas existan;
  - j. La proporción o margen de reserva existente entre el monto de los activos o bienes objeto de titularización y el monto de los valores emitidos, cuando corresponda;
  - k. Deberá establecerse las características y condiciones de la asamblea de tenedores de valores de conformidad a lo establecido en el presente Reglamento;
  - l. La advertencia conforme a la cual la Sociedad de Titularización adquiere obligaciones de medio y no de resultado;
  - m. Características, condiciones y reglas de la emisión;
  - n. Información general de la Sociedad de Titularización administradora del patrimonio autónomo;
  - o. La advertencia, en caracteres destacados en el sentido de que la autorización de la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros, no implica calificación sobre la bondad, calidad del valor o la solvencia del patrimonio autónomo;
  - p. Las demás que con el fin de cumplir los cometidos establecidos en la ley, resulten indispensables a juicio de la Intendencia de Valores.
- 6. Proyecto de aviso de oferta pública cuyo contenido se detalla a continuación:**
- a. Nombre del patrimonio autónomo a cargo del cual se emiten los valores;
  - b. Nombre del originador;
  - c. Nombre de la Sociedad de Titularización;
  - d. Tipo del valor ofrecido y su forma de circulación;
  - e. De manera destacada, la calificación de los valores así como la fundamentación de las razones expuestas por la Entidad Calificadora para su otorgamiento;
  - f. Destinatarios de la oferta;
  - g. Plazo de colocación de los valores;
  - h. Derechos que incorpora el valor;
  - i. Rentabilidad ofrecida a los inversionistas, cuando corresponda;
  - j. Garantías con que cuenta la emisión, cuando corresponda;
  - k. Lugares de suscripción de los valores;
  - l. Bolsas de valores en que estará inscrito el valor;
  - m. Entidad administradora, si corresponde;
  - n. Agencia(s) colocadora(as), si corresponde;
  - o. Indicar los lugares en los cuales el Prospecto de Colocación se encuentra a disposición de los posibles inversionistas, tales como: Intendencia de Valores, oficinas de la Sociedad de Titularización, agencias colocadoras y Bolsas de valores en que se encuentren inscritos los valores;
  - p. Prever el espacio para mencionar el número y la fecha de la Resolución por medio de la cual la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros, ordena la inscripción de los valores en el Registro del Mercado de Valores y autoriza su oferta pública; q. Advertencia conforme a la cual la Sociedad de Titularización adquiere obligaciones de medio y no de resultado;

r. Advertencia debidamente resaltada sobre el alcance de la autorización impartida por la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros, en el sentido de que la misma no implica una certificación sobre la bondad y calidad del valor, ni la solvencia del patrimonio autónomo a cargo del cual se emiten los valores.

### **VIII. RECOMENDACIONES PRACTICAS PARA LA INSCRIPCION**

La Sociedad de Titularización deberá considerar los siguientes aspectos:

1. La documentación debe ser presentada de acuerdo con las disposiciones vigentes y en forma completa, para que la solicitud sea recibida y se dé inicio con la revisión y análisis correspondientes.
2. Cualquier observación formulada por la Intendencia de Valores, deberá ser subsanada dentro de los 60 días calendario desde la notificación respectiva, caso contrario se entenderá que la sociedad ha desistido de su solicitud, debiendo en su caso reiniciar un nuevo trámite. Durante el proceso de Autorización e Inscripción, el solicitante deberá comunicar a la Intendencia de Valores todo Hecho Relevante, conforme lo dispuesto por el Reglamento del Registro del Mercado de Valores.

### **IX. CONSIDERACIONES GENERALES EJEMPLOS PRACTICOS**

Es necesario que se tenga en cuenta ciertos elementos generales aplicables en todos los procesos de titularización bajo el marco normativo vigente en Bolivia. Las principales consideraciones a mencionar son:

- a) La conformación del Patrimonio autónomo debe respetar un estándar de homogeneidad de los activos que conforman el mismo. Ello permite analizar con mayor certeza el perfil de riesgo asociado a la titularización.
- b) Precisamente para mantener el estándar elegido en todo momento, es usualmente necesario que se deban sustituir parte de los activos que conforman el patrimonio, cuando éstos dejan de satisfacer el citado estándar. Esta función está a cargo de un Servidor del Patrimonio, o mas genéricamente del Administrador del mismo.
- c) El tamaño del Patrimonio dependerá, entre otras cosas, del monto de las emisiones que se desea realizar y del perfil de seguridad que se desea mostrar al incorporar, por ejemplo, activos por montos superiores a los estrictamente necesarios para respaldar un monto de emisión (v. gr. sobrecolateralización). Estos mecanismos de protección pueden ser también de otros tipos (v.gr. reservas o fondos destinados a este fin), y son conocidos como mejoras o mecanismos de cobertura.
- d) En la medida que la conformación del Patrimonio implique la cesión de valores, se entiende que existe una labor de custodia sobre los mismos. Sí los activos son físicos, existirá labores de mantenimiento a los mismos.
- e) Cuando se emitan valores representativos de deuda como producto de la titularización, éstos deben tener calificación de riesgo.
- f) Como en cualquier emisión de valores de Oferta Pública, es menester elaborar el Prospecto informativo correspondiente.
- g) En cada proceso de titularización se pueden emitir tres tipos de valores: de participación, de contenido crediticio, mixtos. La combinación de tipos de valores a emitir que se escoja dependerá del tipo de activo que conforma el Patrimonio autónomo.

- h) Es factible, conceptualmente, que se diseñen Programas de emisiones asociados a un proceso de titularización.
- i) Un determinado Patrimonio autónomo sólo puede ser administrado, en un momento dado, por una sola Sociedad de Titularización; sin embargo los originadores pueden ser distintas entidades para un mismo Patrimonio autónomo.
- j) Los Patrimonios autónomos son transferibles entre Sociedades de Titularización, aunque ello ocurre usualmente en situaciones excepcionales.

## **X. EL ESQUEMA BASICO DE LA TITULARIZACION**

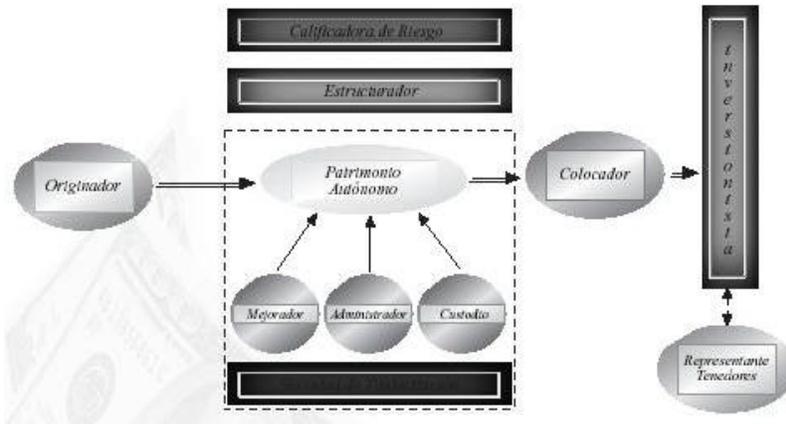
A grosso modo, la secuencia regular de un proceso de titularización se resume en dos grandes etapas: la primera involucra la cesión de los activos hacia el Patrimonio autónomo y la segunda se relaciona a la colocación de los valores que se emiten sobre la base del flujo de caja que ha de generar el citado patrimonio.



Es importante que se tenga presente los alcances de los conceptos mas importantes involucrados en el proceso, como son:

- *Cesión de los activos*: comprende la transferencia absoluta del dominio sobre los mismos. Esta cesión se formaliza mediante un contrato o un Acto unilateral irrevocable del originador. El carácter definitivo e irrevocable de estas transferencias que hace el originador, es una característica esencial de los procesos de titularización.
- *Estructuración del patrimonio*: El Patrimonio autónomo se estructura incorporando los bienes cedidos, delimitando las condiciones y características de la incorporación, y adicionando cualquier otro mecanismo que se estime necesario o conveniente al proceso. Los activos cedidos son incorporados al Patrimonio autónomo, por el valor que se haya determinado, en función de procedimientos de valorización que deberán ser revelados al público. Este patrimonio autónomo afectado con ese fin exclusivo, debe estar bien definido e identificado.
- *Emisión de los valores*: Los valores que se emitan como resultado de procesos de Titularización podrán ser:
  - *Valores de participación*: no tiene rendimiento fijo sino es el resultado de las utilidades o pérdidas que genere el Patrimonio Autónomo.
  - *Valores de contenido crediticio*: Son los que incorporan el derecho a percibir el pago del capital y rendimientos financieros.
  - *Valores mixtos*: Son los que resultan de la combinación de las características de los valores de participación y de contenido crediticio.

El proceso involucra la ejecución de diferentes funciones, las que a su vez son llevadas a cabo por distintas personas o entidades; aunque en más de un caso una misma entidad se encarga de varias funciones. De esta manera, el siguiente gráfico esquematiza una situación típica del mencionado proceso e individualiza las funciones que se desempeñan.



En general, la Sociedad de Titularización puede desempeñar una diversidad de funciones, las mismas que en algunos casos puede delegar contratando servicios de terceros. En la presentación de los ejemplos, asumiremos que es la Sociedad la que ejerce directamente las funciones que tiene asignada. Resulta igualmente de utilidad que se identifique a los diferentes participantes del proceso, así como a las funciones que cumplen. Así tenemos que:

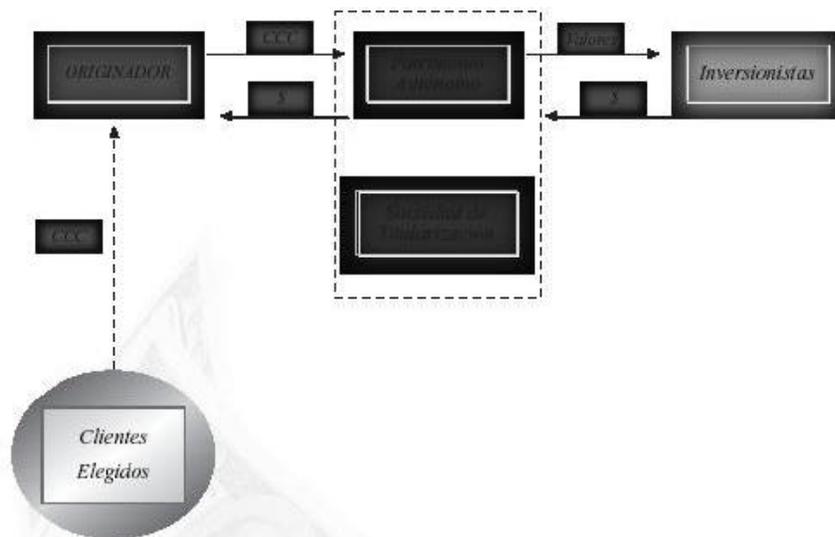
- **Originador** : Es la entidad o empresa, no vinculada a la Sociedad de Titularización, que procede a la cesión de sus bienes o activos al patrimonio autónomo.
- **Sociedad de titularización** : Es la receptora de los activos a ser titularizados, cuya función es servir de vehículo para la emisión. Es decir que el Patrimonio Autónomo emitirá valores a través de la Sociedad de Titularización. Las sociedades de titularización deben tender al manejo seguro y eficiente de los bienes y recursos que ingresen al Patrimonio Autónomo, en los términos y condiciones previstos en el contrato o en el Acto Unilateral Irrevocable de Cesión de Bienes o Activos.
- **Estructurador**: Es el encargado de agrupar bienes o activos con características comunes para efectos de la constitución de los patrimonios autónomos para titularización.
- **Calificadora de riesgo**: Entidad debidamente autorizada que emite una opinión, en el caso de valores representativos de deuda, respecto al riesgo de incumplimiento de las condiciones financieras ofrecidas en la emisión.
- **Colocador** : Es la entidad encargada de la colocación de los valores resultantes de un proceso de titularización en el mercado primario.
- **Inversionista** : Es la persona o entidad en cuyo favor se realiza todo este proceso y a quien se le ofrece los valores que se emiten con el respaldo del patrimonio autónomo.
- **Representante de los tenedores**: Es quién actúa en representación de los tenedores de los valores emitidos dentro del proceso de titularización.
- **Otros**: el proceso puede albergar otras funciones como la administración del Patrimonio autónomo, la incorporación de mejoras al mismo, o incluso la custodia de los activos del mismo. Estas funciones suelen ser desempeñadas por la Sociedad de Titularización o alguna otra entidad especializada contratada para el efecto. En los ejemplos que se

muestran a continuación, se representa el proceso de la Titularización en dos grandes etapas. De manera genérica, en la Etapa I ocurre la estructuración del Patrimonio Autónomo, así como la correspondiente emisión de valores. A su vez, en la Etapa II, se pone en funcionamiento el flujo de pagos y ocurren todos los eventos necesarios para administrar y dar mantenimiento al Patrimonio autónomo

## **XI. EJEMPLOS DE CASOS DE PROCESOS DE TITULARIZACION**

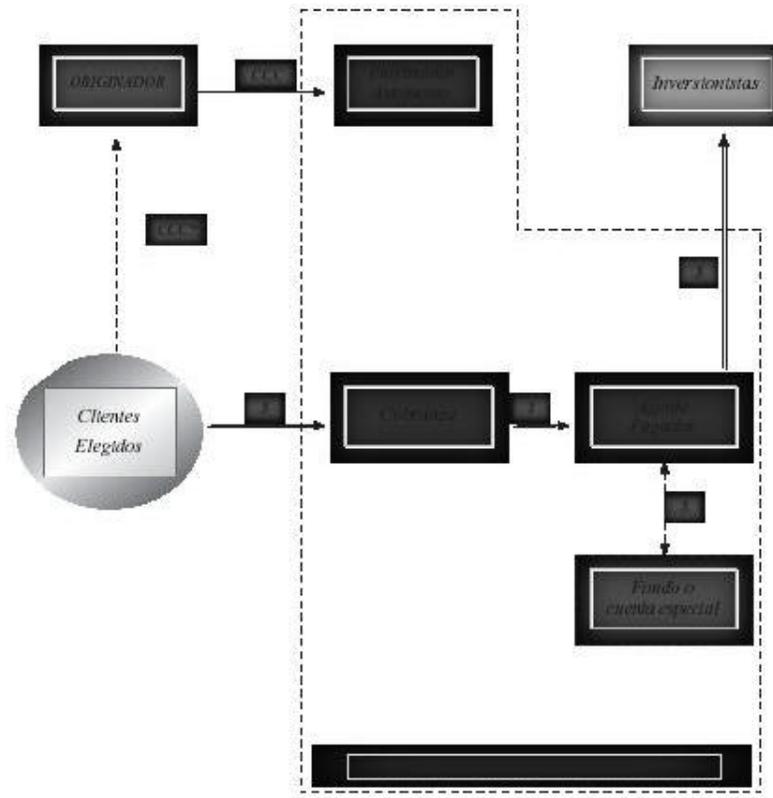
### **CASO: TITULARIZACION DE CUENTAS POR COBRAR COMERCIALES (CCC)**

*Etapa I*



- En la Etapa I ocurre la cesión de las CCC, la que se asume se vincula solamente a un grupo de clientes escogidos probablemente por representar un riesgo homogéneo, que a la par resulte en conjunto atractivo para el inversionista.
- Asimismo, luego de estructurar el Patrimonio autónomo, se procede a la emisión de valores, los mismos que son colocados en el mercado. El dinero fluye de los inversionistas hacia la Sociedad de Titularización y de ésta hacia el originador.
- Debe recordarse que en general es posible emitir tanto valores de participación como de contenido crediticio; sin embargo el tipo de valor que finalmente se emita dependerá básicamente de las condiciones del flujo de ingresos que genere el patrimonio autónomo. Así por ejemplo sí este flujo es regular y predecible, sería recomendable que se emitan valores de contenido crediticio.

## Etapa II

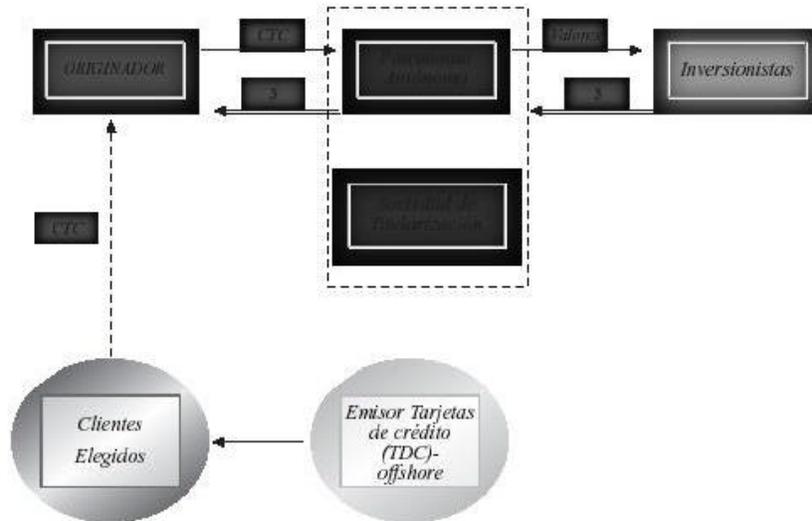


- En la Etapa II, se pone en funcionamiento el flujo de pagos, por el cual se cobran las CCC, se concilia la información de los tenedores de los valores, y se procede al pago de los intereses o principal según corresponda.
- Debe notarse que en el ejemplo mostrado, se presentan dos eventos cuya presencia no siempre ocurre, pero se debe admitir su posibilidad. En primer término están las situaciones por las que la cartera de CCC que conforman el Patrimonio autónomo, debe ser renovada o reestructurada (CCC\*), y ello ocurre para mantener un mismo estándar de la calidad de activos que conforman el patrimonio, o sencillamente para conservar el valor del Patrimonio ante la eventualidad que alguna cuenta por cobrar haya vencido.
- De otra parte, es factible que para introducir un mecanismo de cobertura que mejore el perfil de riesgo de la emisión, se cree una cuenta o fondo especial, destinado a apoyar los pagos en caso de necesidades de liquidez, o simplemente en la condición de una reserva de contingencia.

Este tipo de proceso sobre CCC ha sido empleado de manera diversa por distintas empresas con un flujo de cobros regulares como por ejemplo: empresas de aviación comercial; distribuidores de maquinarias, comercializadores de vehículos automotores, empresas farmacéuticas; empresas de servicios públicos como telefonía o electricidad, etc..

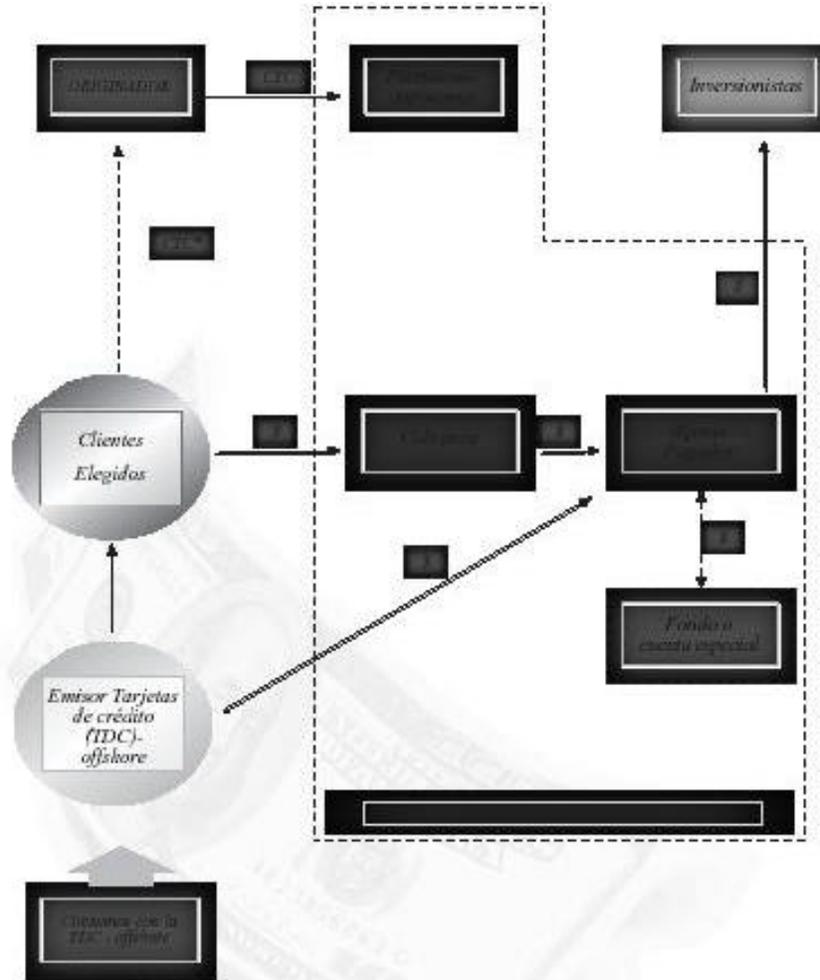
## CASO DE CUENTAS POR TARJETAS DE CREDITO (CTC) – CONSUMOS EN EL EXTERIOR

### Etapa I



- Este caso es en realidad una variante del caso general de Cuentas Comerciales por Cobrar; al que se le agrega el componente offshore que corresponde al emisor de las tarjetas de crédito internacionales, que permiten precisamente los consumos en el exterior.
- En la Etapa I ocurre la cesión de las CTC, la que se asume se vincula solamente a un grupo de clientes escogidos probablemente por representar un riesgo homogéneo, que a la par resulte en conjunto atractivo para el inversionista.
- Asimismo, luego de estructurar el Patrimonio autónomo, se procede a la emisión de valores, los mismos que son colocados en el mercado. El dinero fluye de los inversionistas hacia la Sociedad de Titularización; y de ésta hacia el originador.

### Etapa II

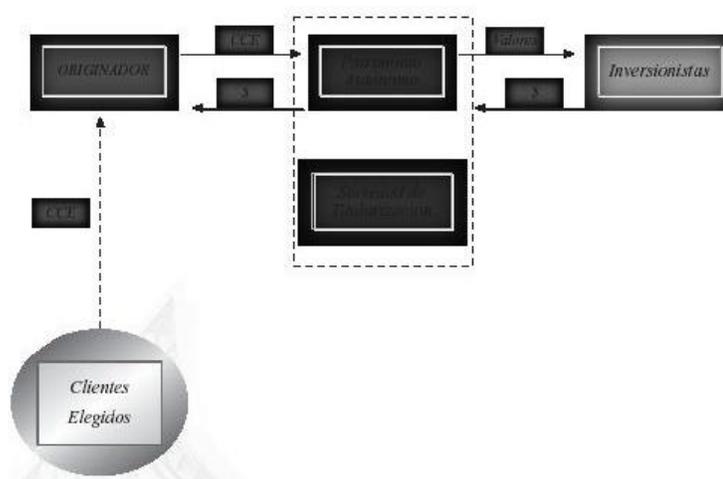


- En la Etapa II se pone en funcionamiento el flujo de pagos por el cual se cobran las CTC. Precisamente, cuando los consumos ocurren, la entidad emisora de las tarjetas de crédito registra los consumos y recolecta los pagos; los mismos que son remitidos al agente pagador (sociedad de titularización) para que ejecute los pagos a los inversionistas.
- Usualmente ocurren situaciones por las que la cartera de CTC que conforman el Patrimonio autónomo, debe ser renovada o reestructurada (CTC\*) y ello ocurre para mantener un mismo estándar de la calidad de activos que conforman el patrimonio, o sencillamente para conservar el valor del Patrimonio ante la eventualidad que alguna cuenta por cobrar haya vencido.
- De otra parte, es factible que para introducir un mecanismo de cobertura que mejore el perfil de riesgo de la emisión, se cree una cuenta o fondo especial destinado a apoyar los pagos en caso de necesidades de liquidez, o simplemente en la condición de una reserva de contingencia. Cabe notar que el esquema presentado asume que las tarjetas son emitidas en el exterior; pero igualmente se puede asimilar a una situación de consumos con tarjetas de crédito de uso local. Por otro lado, también se puede resaltar que este tipo de proceso se suele utilizar, constituyendo el Patrimonio autónomo en una jurisdicción del exterior que resulte atractiva para los inversionistas internacionales por sus ventajas tributarias, entre

otras. En este último escenario, la sociedad titularizadora boliviana podría no tener participación en el proceso, en virtud de que la estructura toma lugar en un mercado externo; y porque además probablemente los valores se destinen a mercados distintos al boliviano.

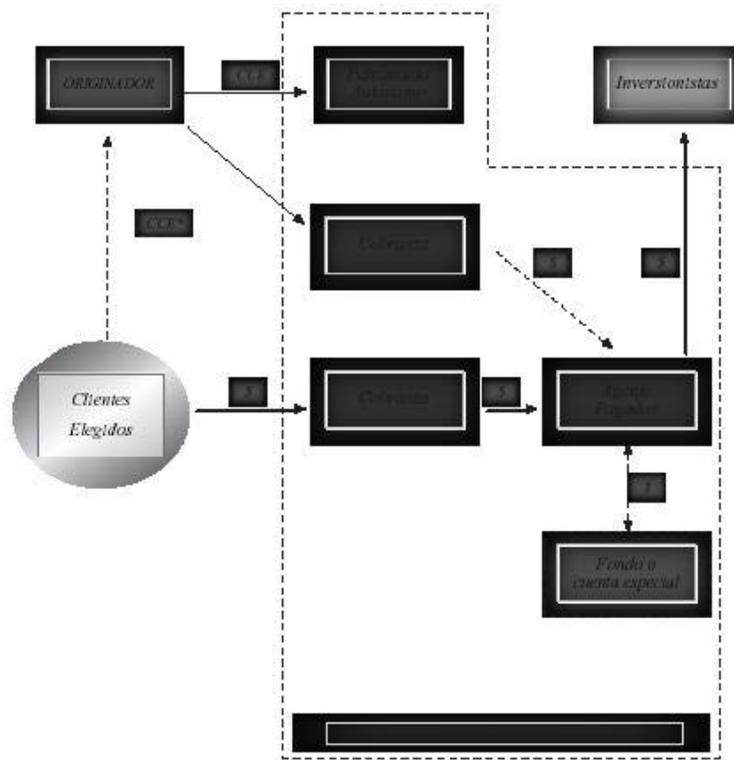
### **CASO DE CUENTAS POR COBRAR POR EXPORTACION DE UN COMMODITY (CCE)**

#### **Etapa I**



- De igual manera se trata de una situación particular del caso más general sobre titularización de cuentas por cobrar comerciales.
- En la Etapa I ocurre la cesión de las CCE, la que se vincula solamente a un grupo de clientes escogidos probablemente por representar un riesgo homogéneo, que a la par resulte un conjunto atractivo para el inversionista.
- Asimismo, luego de estructurar el Patrimonio autónomo, se procede a la emisión de valores, los mismos que son colocados en el mercado. El dinero fluye de los inversionistas hacia la Sociedad de Titularización; y de ésta hacia el originador.

## Etapa II

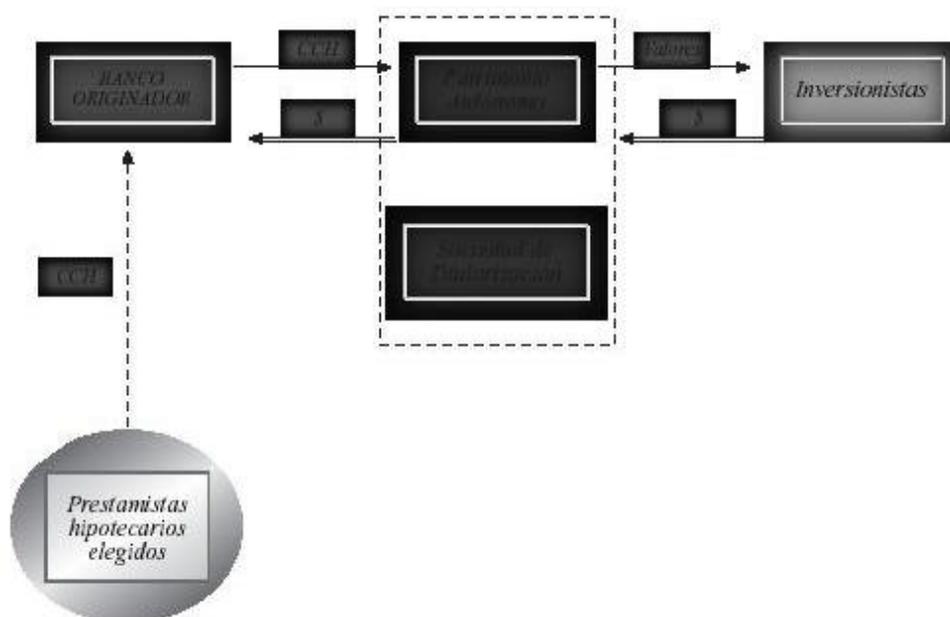


- En la Etapa II se pone en funcionamiento el flujo de pagos, por el cual se cobran las CCE, se concilia la información de los tenedores de los valores, y se procede al pago de los intereses o capital según corresponda.
- Ocurren situaciones por las que la cartera de CCE que conforman el Patrimonio autónomo, debe ser renovada o reestructurada (CCE\*) y ello ocurre para mantener un mismo estándar de la calidad de activos que conforman el patrimonio, o sencillamente para conservar el valor del Patrimonio ante la eventualidad que alguna cuenta por cobrar haya vencido.
- El exportador debe usualmente contratar una cobertura (Hedging), que permita asegurar la venta de sus exportaciones a precios que no le sean adversos (es decir, que busca fijar o conocer su precio de venta desde ahora). Un ejemplo de esta cobertura sería la contratación de una opción de venta, que permitiría tener el derecho de vender el producto de exportación siempre y cuando el precio de éste disminuya por debajo de un precio acordado (precio strike). Estos derivados financieros como las opciones no necesariamente están disponibles en mercados emergentes o de menor tamaño, por lo que se acostumbra a recurrir a mercados internacionales para tal fin. Por similar razón, es común que estas estructuraciones se realicen en jurisdicciones del exterior y se coloquen los valores a inversionistas extranjeros, en razón de que los mecanismos de cobertura permiten mejorar el perfil de riesgo, incluso alcanzando estándares de aceptación internacional.
- De otra parte, es factible que para introducir un mecanismo de cobertura que mejore el perfil de riesgo de la emisión, se cree una cuenta o fondo especial destinado a apoyar los pagos en caso de necesidades de liquidez, o simplemente en la condición de una reserva de

contingencia. Este tipo de estructuraciones se acomoda mejor en los casos de productos de exportación que disponen de mercados financieros líquidos que permiten una buena referencia de precios spot y futuros; así como derivados financieros apropiados para las coberturas (ej. los minerales, petróleo, azúcar, algodón, café; etc.).

### **CASO DE CARTERA DE CREDITOS HIPOTECARIOS (CCH)**

#### **Etapa I**



- De igual manera se trata de una situación particular del caso más general sobre titularización de cuentas por cobrar comerciales. En este caso lo que se cede son préstamos hipotecarios de un grupo elegido de clientes.
- En la Etapa I ocurre la cesión de las CCH, la que se presume se vincula solamente a un grupo de clientes escogidos probablemente por representar un riesgo homogéneo, que a la par resulte un conjunto atractivo para el inversionista.
- Asimismo, luego de estructurar el Patrimonio autónomo, se procede a la emisión de valores, los mismos que son colocados en el mercado. El dinero fluye de los inversionistas hacia la Sociedad de Titularización; y de ésta hacia el originador.

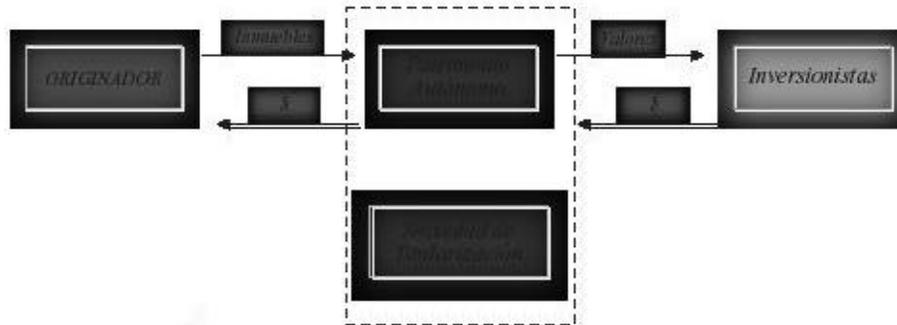
#### **Etapa II**



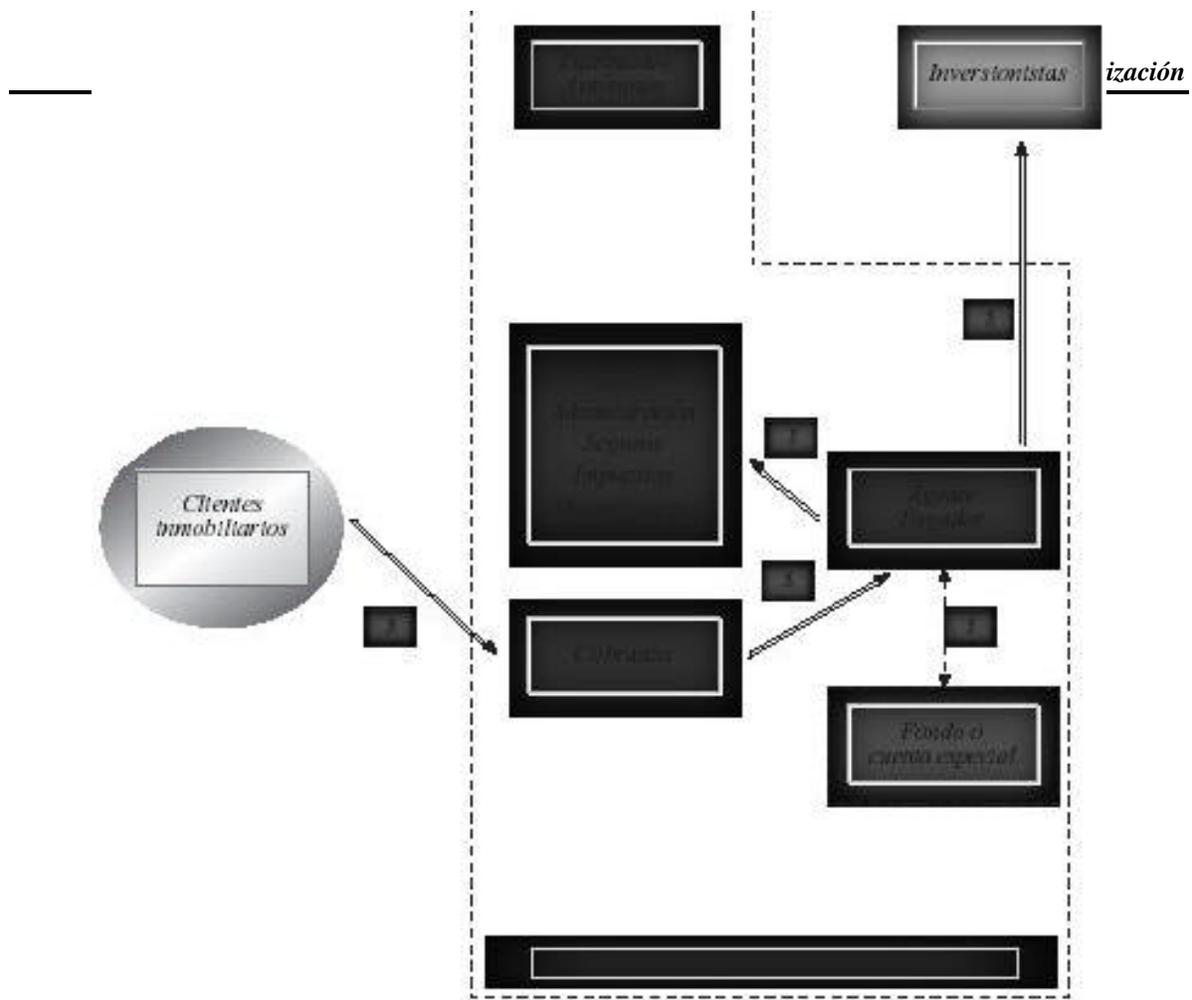
- También debe mencionarse que esta estructuración, puede llevarse a cabo conformando un Patrimonio autónomo con créditos provenientes de distintos bancos originadores; aunque siempre respetando la condición de homogeneidad de la cartera.

## **CASO DE TITULARIZACION DE INMUEBLES**

### **Etapa I**



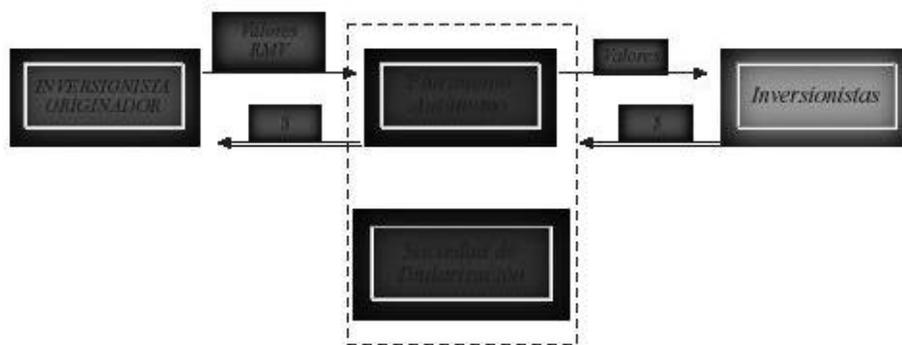
- En los procesos de titularización de inmuebles, éstos son cedidos al Patrimonio autónomo para que la Sociedad Titularizadora se encargue de su total administración, lo cual implique su usufructo para fines de arrendamiento, por ejemplo.
- En la Etapa I ocurre la cesión de los inmuebles, la que se presume se vincula solamente a un grupo de clientes escogidos, probablemente por representar un riesgo homogéneo que a la par resulte un conjunto atractivo para el inversionista.
- Asimismo, luego de estructurar el Patrimonio autónomo, se procede a la emisión de valores, los mismos que son colocados en el mercado. El dinero fluye de los inversionistas hacia la Sociedad de Titularización; y de ésta hacia el originador.



- En la Etapa II, se pone en funcionamiento el flujo de pagos, por el cual se cobran las cuentas como los alquileres, se concilia la información de los tenedores de los valores y se procede al pago de los intereses o capital según corresponda.
- La responsabilidad de administración a cargo de la Sociedad Titularizadora acarrea los gastos asociados como son los seguros que la ley exige, los gastos de mantenimiento y los impuestos a la propiedad que existan.
- En este caso difícilmente ocurrirá sustitución de los activos que conforman el Patrimonio autónomo, razón por la cual ello no es mostrado en el gráfico.
- En este tipo de esquema, adquiere particular relevancia las necesidades de liquidez; por lo cual la existencia de fondos o reservas especiales de liquidez, suelen ser esenciales para lograr aceptabilidad en el mercado. Por otro lado, normalmente el Patrimonio autónomo tiene vida finita, por lo que al final del periodo establecido el inmueble, y los excedentes de las reservas, son retornados al originador. Ello no ocurre, sí la cesión también contempla la venta del inmueble como parte de la administración. Cabe notar que este esquema es fácilmente asimilable al caso de titularización de proyectos de construcción, incluidos los diseños y estudios técnicos, a que se refiere la regulación vigente en Bolivia.

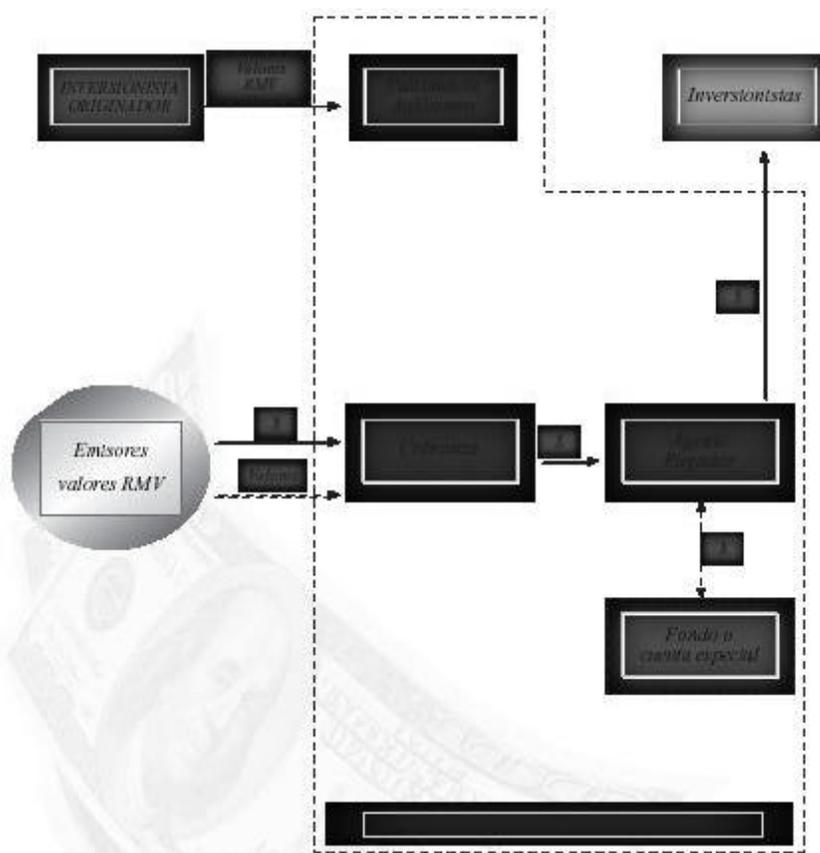
## CASO DE TITULARIZACION DE VALORES INSCRITOS EN EL RMV

### Etapa I



- En la Titularización de valores inscritos en el RMV, muy probablemente un inversionista (institucional) que no desea deshacerse de sus valores, puede cederlos para la constitución de un Patrimonio autónomo y poder financiar así otras operaciones que desee realizar.
- En la Etapa I ocurre la cesión de los valores. Al tratarse de un portafolio de valores cedidos, este esquema tendría el atractivo de una diversificación de riesgos de manera similar a los Fondos de Inversión.
- Asimismo, luego de estructurar el Patrimonio autónomo, se procede a la emisión de valores, los mismos que son colocados en el mercado. El dinero fluye de los inversionistas hacia la Sociedad de Titularización; y de ésta hacia el originador.

### Etapa II



- En la Etapa II, se pone en funcionamiento el flujo de pagos, por el cual se cobran los beneficios que generan los valores entregados al Patrimonio Autónomo, se concilia la información de los tenedores de los valores y se procede al pago de los intereses o capital según corresponda.
- Es interesante notar que los valores cedidos al Patrimonio, pueden dar origen a beneficios de tipo monetario o también a la entrega de valores, aspecto que es reconocido en el gráfico.
- Ocurren situaciones por las que la cartera de valores cedidos que conforman el Patrimonio autónomo, debe ser renovada o reestructurada (Valores RMV\*), y ello ocurre para mantener un mismo estándar de la calidad de activos que conforman el patrimonio o sencillamente para conservar el valor del Patrimonio ante la eventualidad que algún valor haya sido amortizado.
- De otra parte, es también factible que para introducir un mecanismo de cobertura que mejora el perfil de riesgo de la emisión, se cree una cuenta o fondo especial destinado a apoyar los pagos en caso de necesidades de liquidez, o simplemente en la condición de una reserva de contingencia.
- Al final del periodo de existencia del Patrimonio autónomo los valores son retornados al originador en la forma de recompra.
- Debe tenerse presente que sí bien el esquema muestra un posible fondo especial; de acuerdo a la regulación boliviana, en el caso que los valores cedidos sean acciones, no se requerirá mecanismos de mejora. Asimismo, se debe considerar que sí el Patrimonio lo conforman acciones, sólo se podrán emitir valores de participación; en tanto que la estructuración sobre valores de deuda sólo tendrá lugar en caso que el valor a ceder esté calificado por riesgo. La legislación en Bolivia también permite titularizar valores de deuda pública, lo cual puede resultar atractivo en casos como en el que las denominaciones de ciertos valores, sea muy elevada, y se desea hacerlos más accesibles al público en general.

### **ACERCA DEL MANUAL**

El presente manual ha sido elaborado como parte del Proyecto “Educación Bursátil”, el mismo que ha contado con la participación de la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros (SPVS), la Bolsa Boliviana de Valores S.A. (BBV), y la Asociación Boliviana de Agentes de Bolsa (ABAB). El proyecto ha contado con el soporte del Programa para el Desarrollo Empresarial Boliviano, a cargo de la Cámara de industria y Comercio de Santa Cruz (CAINCO), con el auspicio de la Agencia Sueca de Cooperación internacional para el Desarrollo (ASDI) El contenido del manual es exclusivamente de carácter educativo, y no refleja necesariamente las opiniones de la entidades aludidas, ni tampoco es referente legal para los trámites y procedimientos en el mercado de valores; para cuyo fin se recomienda ceñirse a las normas pertinentes.