



Cláusula de cesión de derecho de publicación de tesis/monografía

Yo, Hector Ulises Alemán C.I. 33849971-R
autor/a de la tesis titulada

Negociación de Pagos Subordinados en el Mercado
de Valores Boliviano

mediante el presente documento dejo constancia de que la obra es de mi exclusiva
autoría y producción, que la he elaborado para cumplir con uno de los requisitos previos
para la obtención del título de

Maestría

En la Universidad Andina Simón Bolívar, Sede académica La Paz.

1. Cedo a la Universidad Andina Simón Bolívar, Sede Académica La Paz, los derechos exclusivos de reproducción, comunicación pública, distribución y divulgación a partir de la fecha de defensa de grado, pudiendo, por lo tanto, la Universidad utilizar y usar esta obra por cualquier medio conocido o por conocer, siempre y cuando no se lo haga para obtener beneficio económico. Esta autorización incluye la reproducción total o parcial en formato virtual, electrónico, digital u óptico, como usos en red local y en internet.

2. Declaro que en caso de presentarse cualquier reclamo de parte de terceros respecto de los derechos de autor/a de la obra antes referida, yo asumiré toda responsabilidad frente a terceros y a la Universidad.

3. En esta fecha entrego a la Secretaría Adjunta a la Secretaria General sede Académica La Paz, los tres ejemplares respectivos y sus anexos en formato impreso y digital o electrónico.

Fecha. 08-NOV-2021

Firma: Hector Ulises Alemán



UASB
Universidad Andina Simón Bolívar
ORGANISMO ACADÉMICO DE LA COMUNIDAD ANDINA

UNIVERSIDAD ANDINA SIMON BOLIVAR

SEDE ACADEMICA LA PAZ

PROGRAMA DE MAESTRÍA EN DERECHO DEL MERCADO FINANCIERO

**POSIBILIDAD DE LA NEGOCIACIÓN DE PAGARÉS SUBORDINADOS EN
EL MERCADO DE VALORES BOLIVIANO**

**Tesis presentada para optar el Grado Académico de Magister en
Derecho del Mercado Financiero**

MAESTRANTE: Dr. Héctor Uribe Aleman

TUTOR: Msc. José Diaz

La Paz – Bolivia

2021

Dedicatoria

Por sobre todo a Dios, a la familia que siempre me acompaña, a los centros educativos por mi participación como alumno y docente, a los participantes y personas del Mercado de Valores.

Resumen

La teoría jurídica del derecho cambiario señala que el pagaré es un Valor que se caracteriza por contener y establecer una promesa incondicional de pago a su vencimiento, donde se señala que, al constituirse en una promesa unilateral de voluntad con contenido económico, de carácter incondicionada, no debe ser sometida a condición alguna y tampoco puede subordinarse su cumplimiento.

El presente estudio, analizará el pagaré, su evolución y el desarrollo de este instrumento financiero en el Mercado de Valores boliviano.

Asimismo, se hará un análisis de la normativa nacional referida al pagaré en el mercado de Valores y se determinará si es posible la negociación de los Pagarés subordinados en el mismo.

Palabras Clave: Pagare, Subordinación, Pagare Subordinado, Mercado de Valores, Negociación.

Índice del Contenido

CAPÍTULO I.....	1
ASPECTOS GENERALES.....	1
1.1. Introducción.....	1
1.2. Situación Problemática.....	2
1.3. Formulación del Problema.....	2
1.3.1. Justificación.....	3
1.4. Delimitaciones.....	3
1.4.1. Delimitación Temática.....	3
1.4.2. Delimitación Temporal.....	4
1.4.3. Delimitación Espacial.....	4
1.5. Objetivos de la Investigación.....	4
1.5.1. Objetivo General.....	4
1.5.2. Objetivos Específicos.....	4
CAPÍTULO II.....	5
Marco teórico.....	5
2. Mercado de Valores.....	5
2.1. Preámbulo del Sistema Financiero.....	5
2.2. Sistema Financiero.....	6
2.2.1. Mercados Financieros.....	6
2.2.2. División.....	7
2.2.3. Mercado de Intermediación Indirecta.....	7
2.2.4. Mercado de Intermediación Directa.....	8
2.3. Conceptos de Pagaré.....	9
2.3.1. Promissory note, Subordinated note y Deuda subordinada. ¡Error! Marcador no definido.	
2.3.2. Nacimiento del Pagaré..... ¡Error! Marcador no definido.	
2.3.3. Naturaleza Jurídica y Caracterización.....	13
2.3.4. Los Pagarés en el Mercado de Valores.....	13
2.4. Introducción al Mercado de Valores.....	13
2.4.1. Concepto de Valor.....	14

2.5. Concepto de Mercado de Valores.....	15
2.5.1. Características del Mercado de Valores.....	16
2.5.1.1. Equidad:.....	16
2.5.1.2. Seguridad:.....	16
2.5.1.3. Liquidez:.....	16
2.5.1.4. Transparencia:	16
2.5.1.5. Mercado Regular:	16
2.5.1.6. Competitivo:	17
2.5.1.7. Infraestructura:.....	17
2.5.1.8. Normas:	17
2.5.1.9. Canalizar de manera eficiente:	17
2.5.1.10. Empresas o instituciones:	17
2.5.2. División del Mercado de Valores.....	17
2.5.2.1. Mercado Primario.	17
2.5.2.2. Mercado Secundario.	18
2.5.3. División por el Mecanismo de Negociación y su Organización.....	18
2.5.3.1. Mercado Bursátil.....	18
2.5.3.2. Mercado Extrabursátil.	18
2.5.4. División por el Periodo de Vigencia de los Valores.....	19
2.5.4.1. Mercado de Dinero.	19
2.5.4.2. Mercado de Capitales.....	19
2.5.5. División por el Tipo de Rentabilidad de los Valores.	19
2.5.5.1. Mercado de Renta Fija.	19
2.5.5.2. Mercado de Renta Variable.....	19
2.5.6. Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI).....	19
2.5.6.1. Misión.....	20
2.5.6.2. Misión de la ASFI en el Mercado de Valores.....	20
2.5.6.3. Visión.	¡Error! Marcador no definido.
2.5.6.4. Visión de la Ex – SPVS en el Mercado de Valores.....	20
2.5.6.5. Representación.	¡Error! Marcador no definido.
2.5.6.6 Funciones y Atribuciones.	21
2.5.6.7. La Regulación de la ASFI.....	21
2.5.6.8 Los Estándares de Regulación y Supervisión.	22

2.5.7. Relevancia de los Mercados de Valores	23
2.5.7.1. Ventajas Generales.....	24
2.5.7.2. Ventajas Específicas.	24
2.5.7.3. El Emisor como Beneficiario.....	25
2.5.8. Participantes del Mercado de Valores.	25
2.5.8.1. Funciones de cada Participante.	26
2.6. Mercados más Representativos.	32
2.6.1. Bolsa de Valores.....	32
2.6.1.1. Orígenes.....	32
2.6.1.2. Principales Bolsas de Valores.	34
2.6.1.3. Principales Bolsas de Valores Latinoamérica.	37
Capítulo III.....	40
Metodología de la Investigación.....	40
3.1. Hipótesis.....	40
3.2. Análisis y Operacionalización de Variables.....	40
3.3. Tipo de Estudio.	41
3.4. Diseño de la Investigación.....	42
3.5. Metodología.....	42
3.6. Métodos de Investigación.	42
3.7. Técnicas de Recojo de Información.....	43
Capítulo IV.....	44
Marco práctico.....	44
4.1. Evaluación de la norma boliviana en relación a la negociación de Pagarés Subordinados en el Mercado de Valores.	44
4.1.1. Código de Comercio.	44
4.1.2. Ley del Mercado de Valores.....	45
4.1.3. Recopilación de Normas para el Mercado de Valores de la ASFI.	47
4.1.3.1. Regulación para la Autorización e Inscripción en el Registro del Mercado de Valores de Emisiones de Pagarés para su Oferta Pública y Negociación en el Mercado Bursátil.	48
4.1.3.2. Reglamento del Registro del Mercado de Valores.	51
4.1.4. Normativa de la Bolsa Boliviana de Valores S.A.	54
4.1.4.1. Metodología de Estratificación Empresarial PyME para el Mercado de Valores.	54
4.1.4.1.1. Certificación PYME, Obligación Financiera y Margen de Endeudamiento.....	54

4.1.5. Pagarés Subordinados en el Registro del Mercado de Valores y la Bolsa Boliviana de Valores S.A.	55
4.2. Análisis del concepto financiero de la deuda subordinada en la normativa nacional.....	55
4.2.1. Ley 393 de Servicios Financieros. Glosario de Términos Financieros del Sistema Financiero.	56
4.2.2. Recopilación de Normas para Servicios Financieros.	56
4.2.2.1. Reglamento de Obligaciones Subordinadas computables como parte del Capital Regulatorio de las Entidades de Intermediación Financiera.	56
4.2.2.2. Metodología de Valoración, Anexo I, Capítulo I, Título I, Libro 8° de la Recopilación de Normas para el Mercado de Valores.	60
4.3. Fundamentación del precepto de la promesa incondicional de pago que representa el pagare y su relación con el concepto de subordinación.....	60
4.3.1. Promesa incondicional de pago.	60
4.3.2. Concepto de deuda subordinada y subordinación.....	61
4.3.3. Pagaré Subordinado para Negociar en el Mercado de Valores.	62
Capítulo V.....	65
Propuesta.....	65
Regulación Para La Autorización E Inscripción En El Registro De Mercado De Valores De Emisiones De Pagarés Subordinados Para Su Oferta Pública Y Negociación En El Mercado Bursátil	65
<i>SECCIÓN 1: Disposiciones generales.....</i>	65
<i>SECCIÓN 2: De la autorización e inscripción en el RMV de programas de emisiones de Pagarés.....</i>	66
<i>SECCIÓN 3: De la autorización e inscripción en el RMV de programas de emisiones de Pagarés Subordinados.....</i>	69
<i>SECCIÓN 4: De la capitalización.....</i>	72
<i>SECCIÓN 5: De los Tenedores de Pagarés Subordinados.....</i>	73
<i>SECCIÓN 6: De la información.....</i>	74
<i>SECCIÓN 7: De la valoración.....</i>	75
<i>SECCIÓN 8: Disposiciones finales.....</i>	76
ANEXOS.....	77
Bibliografía.....	99

Índice de figuras

Figura 1: Agentes Superavitario y Deficitario.....	6
Figura 2: Intermediación Indirecta.....	7
Figura 3: Intermediación Directa.....	8
Figura 4: Financiamiento Directo (Desintermediación).....	9
Figura 5: Participantes del Mercado de Valores:.....	26
Figura 6: Bolsas de Valores en el Mundo y su fundación.....	33

Índice de anexos

Anexo A. Resumen de calificaciones: BCI, Itaú y Banorte.	78
Anexo B. Empresa emite pagarés subordinados.	79
Anexo C. InkBank.	¡Error! Marcador no definido.
Anexo D. Informe Moody's. Moody's Disclosures on Credit Ratings of Banco Mercantil del	¡Error! Marcador no definido.
Anexo E. Informe Moody's. Moody's asigna calificación de A3 a las notas subordinadas en	¡Error! Marcador no definido.
Anexo F. Subordinated promissory note.....	92

CAPÍTULO I

ASPECTOS GENERALES

1.1. Introducción

Los mercados financieros cada vez se desarrollan más como producto de la globalización, dentro de estos mercados se encuentran los mercados de Valores, en estos mercados se pueden observar operaciones cada vez más complejas y cada vez más desarrolladas para realizar negocios jurídicos. En estos mercados se han desarrollado y creado nuevos instrumentos financieros para hacer factibles dichas negociaciones.

Lamentablemente, el Mercado de Valores en Bolivia no se encuentra tan desarrollado y no constituye un mercado profundo (se entiende como mercado profundo a aquel que tiene una variedad de instrumentos financieros, varios mecanismos de negociación, mercados de renta variable desarrollados, etc.). Por esto, se desnuda la necesidad de introducir, incorporar y/o crear nuevos instrumentos financieros que puedan ser tranzados en la Bolsa de Valores local, con el objeto de realizar negocios jurídicos con mayor diversificación de instrumentos financieros.

En un concepto muy general, se entiende que el Pagaré es un Valor, por el cual, el suscriptor promete incondicionalmente a pagar cierta suma de dinero a determinada persona en el plazo especificado en el mismo.

Estos Valores, por su carácter mercantil y cambiario, son susceptibles de ser negociados en Mercado de Valores. Sin embargo, de acuerdo a la observación y análisis de mercados más desarrollados, se tiene conocimiento de la negociación de Pagarés subordinados. Es decir, promesas de pago (Pagarés) asociados a un concepto financiero “la subordinación” que en su sentido amplio, es entendida como aquella obligación cuyo reembolso, en caso de quiebra o suspensión de pagos del emisor, se coloca en la prelación de créditos detrás de otros acreedores preferentes para el cobro. Por tanto, la presente tesis de Maestría en Derecho, estudiará la subordinación como posible característica a incorporar a este Valor en particular para su negociación e introducción al Mercado de Valores, respondiendo a la necesidad de encontrar más instrumentos para el mencionado Mercado.

1.2. Situación Problemática

El Pagaré es un Valor, por el cual, el suscriptor promete incondicionalmente a pagar cierta suma de dinero a determinada persona o a su orden, a la vista o en el plazo especificado en el mismo, es decir, según lo señala el derecho cambiario, su pago se encuentra necesariamente establecido al vencimiento, al final del plazo acordado entre partes. Por otro lado, es necesario considerar que el Pagaré Bursátil en Bolivia ha sido creado mediante reglamentación específica, dicho instrumento nació sobre conceptos básicos del Pagaré tradicional del Código de Comercio. En adición, se encuentra regulado en la normativa del Mercado de Valores, el Pagaré en Mesa de Negociación, sin embargo, ninguno de estos Pagarés tiene la característica de la subordinación.

Sin embargo, de la observación y análisis de mercados de Valores más desarrollados, se tiene conocimiento de la negociación de Pagarés subordinados. Es decir promesas de pago (Pagarés) asociados a un concepto financiero “la subordinación” que en su sentido lato, es entendida como aquella obligación cuyo reembolso, en caso de quiebra o suspensión de pagos del emisor, se coloca en la prelación de créditos detrás de otros acreedores preferentes para el cobro.

De esta apreciación, surge la siguiente interrogante ¿Es posible la Negociación de Pagarés Subordinados en el Mercado de Valores Boliviano?

1.3. Formulación del Problema

La teoría jurídica del derecho cambiario señala que el Pagaré es un Valor que se caracteriza por contener y establecer una promesa incondicional de pago a su vencimiento, donde se señala que, al constituirse en una promesa unilateral de voluntad con contenido económico, de carácter incondicionada, no debe ser sometida a condición alguna y tampoco puede subordinarse su cumplimiento.

La creación de nuevos instrumentos para negociarse en los mercados de Valores es importante para el desarrollo de los mismos a objeto de contar con más opciones de negocio. El Pagaré es un Valor que tiene mucha utilidad por su corto plazo, pago incondicional al vencimiento y fácil transmisión. Por su parte, la “subordinación” es entendida como aquella obligación cuyo reembolso, en caso de quiebra o suspensión de pagos del emisor, se coloca en la prelación de créditos detrás de otros acreedores preferentes para el cobro.

De estas apreciaciones, surge la siguiente interrogante ¿Cuál debe ser el instrumento normativo en el Mercado de Valores Boliviano para hacer posible la negociación de Pagarés Subordinados?

1.3.1. Justificación

A los efectos de introducir un Valor más al mercado de Valores en Bolivia desde el punto de vista jurídico, se debe considerar que el mercado de Valores en Bolivia no se encuentra desarrollado y todavía no tiene una amplia variedad de Valores para ser negociados, no goza de profundidad. Para cambiar esta perspectiva, es necesario encontrar la posibilidad para que nuevos Valores sean susceptibles de negociación en el Mercado de Valores, de esta forma, dicho Mercado crecerá, porque se tendrán nuevos instrumentos que permitan acceder a nuevas condiciones de financiamiento.

El Pagaré en el Mercado de Valores de Bolivia, ha ido ganado popularidad, puesto que se han introducido nuevas clases de este instrumento financiero en los últimos 13 años, por ejemplo, tenemos los Pagarés en Mesa de Negociación y los Pagarés en Mercado Bursátil. Sin embargo, es necesario analizar la normativa local con el objeto de determinar si los Pagarés subordinados, que constituirían nuevos instrumentos de negociación, podrían ser negociados en el Mercado de Valores de Bolivia.

Este tema de investigación constituye un aporte importante para el desarrollo del Mercado de Valores en nuestro país, puesto que, en base a la propuesta de negociación de nuevos Valores, se ofrece una oportunidad de crecimiento al Mercado de Valores. Asimismo, el estudio de la regulación actual determinará si es posible desarrollar nuevas operaciones y la realización de negocios jurídicos con los Pagarés subordinados. Por tanto, introduciendo nuevos Valores, como los Pagarés subordinados, el mercado contaría con un nuevo instrumento de negociación, que permitiría que nuestro mercado de Valores ayudaría a profundizar el mercado con mayores operaciones.

1.4. Delimitaciones

1.4.1. Delimitación Temática

Este tema se encuentra ubicado en el área de las Ciencias sociales, en el área del Derecho, dentro del estudio del derecho comercial y la especialidad que es el Derecho Bursátil.

1.4.2. Delimitación Temporal

Esta es una investigación comprendida desde el año 1998, tomando como referencia histórica la Ley No. 1834 del Mercado de Valores de 31 de marzo de 1998, hasta el presente.

1.4.3. Delimitación Espacial

El ámbito espacial de la investigación comprende el territorio boliviano.

1.5. Objetivos de la Investigación

1.5.1. Objetivo General

- Proponer un Proyecto de Reglamento específico en el Mercado de Valores a objeto de hacer posible la negociación de Pagarés subordinados.

1.5.2. Objetivos Específicos

- Evaluar la norma boliviana en relación a la negociación de Pagarés Subordinados en el mercado de Valores.
- Analizar el concepto financiero de la deuda subordinada en la normativa nacional.
- Fundamentar la incorporación de un nuevo Valor al Mercado de Valores respecto a la promesa incondicional de pago que representa el Pagaré y su condición de subordinación.

CAPÍTULO II

Marco teórico

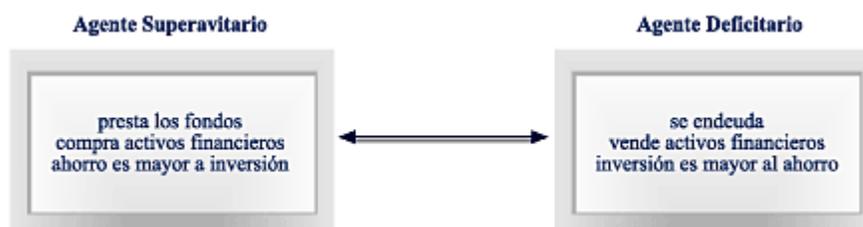
2. Mercado de Valores

2.1. Preámbulo del Sistema Financiero

En términos económicos generales, el mercado designa aquel conjunto de personas y organizaciones que participan de alguna forma en la compra y venta de los bienes y servicios o en la utilización de los mismos. Para definir el mercado en el sentido más específico, hay que relacionarlo con otras variables, como el producto o una zona determinada.

En el mercado existen diversos elementos que influyen entre sí, dando lugar a un proceso dinámico de relaciones entre ellos. Al mismo tiempo, el mercado está rodeado de varios factores socioeconómicos que ejercen en mayor o menor grado una determinada influencia sobre las relaciones y estructuras del mismo, para el caso de estudio, es vital hacer referencia al Mercado Financiero, por esto entendemos que éste surge de la reunión, por un lado, de los Superavitarios que son quienes poseen excedentes que desean invertir y los Deficitarios que serán aquellos que tienen necesidades financieras mayores a sus propios recursos, y necesitan cubrir su déficit para realizar normalmente actividades productivas de inversión.

Este mercado Financiero forma parte del Sistema Financiero, que es aquel que está formado por las instituciones de la economía que ayudan a coordinar los ahorros (Deficitarios) de una persona con la inversión de la otra (Superavitarios).

Figura 1*Agentes Superavitario y Deficitario*

Nota. Bolsa Boliviana de Valores. (2018). *Temario y Contenido del Programa de Educación Bursátil.*

Tomado de www.bbv.com.bo

2.2. Sistema financiero

“El Sistema Financiero abarca a: los mercados financieros, los instrumentos financieros y las instituciones financieras. Todos los cuales interactúan bajo normas o reglas establecidas por organismos reguladores especializados” Bolsa Boliviana de Valores (2018).

2.2.1. Mercados Financieros

De acuerdo a López y Rojo (2004) “El Mercado Financiero es aquel Mecanismo previsto por ley para asignar ahorro a necesidades de financiamiento, es aquel canal del ahorro hacia la inversión”.

Este mecanismo funciona por la negociación de Títulos emitidos por unidades económicas que llamamos instrumentos financieros.

Según lo establece la Bolsa Boliviana de Valores (2018). “Los instrumentos financieros, que se transan en los mercados financieros, están constituidos por los activos financieros que pueden ser directos (básicamente créditos bancarios) e indirectos (básicamente valores), según la forma de intermediación a que se vinculan”.

2.2.2. División

Por su forma de canalizar recursos de unos a otros (intermediación) este mercado se divide en: Mercado de Intermediación Indirecta y Mercado de Intermediación Directa.

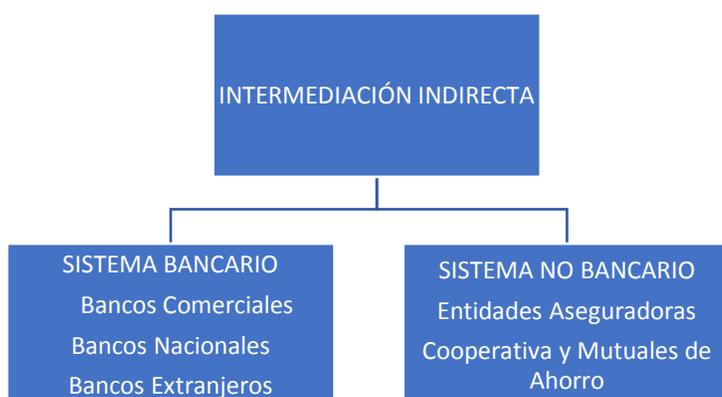
2.2.3. Mercado de Intermediación Indirecta

Como su nombre lo dice, es aquel mercado donde participa un intermediario (comúnmente el sector bancario, incluyendo banca comercial asociada y la privada, que dan préstamos a corto plazo), captando recursos del público y luego los coloca en forma de préstamo, cobrando al segundo una tasa de interés predeterminada. De este modo, el oferente de capital y el demandante se vinculan indirectamente a través del intermediario.

Los créditos que coloca un banco representan su principal activo, que en virtud del proceso descrito son de naturaleza indirecta. También suele clasificarse como intermediario indirecto a los vehículos de inversión colectiva, tales como los fondos de inversión y los fondos de pensiones, en virtud de que las personas acceden indirectamente al mercado a través de estos vehículos.

Figura 2

Intermediación Indirecta



Nota. Elaboración propia con datos de Bolsa Boliviana de Valores. (2018). *Temario y Contenido del Programa de Educación Bursátil.* Tomado de www.bbv.com.bo.

2.2.4. Mercado de Intermediación Directa

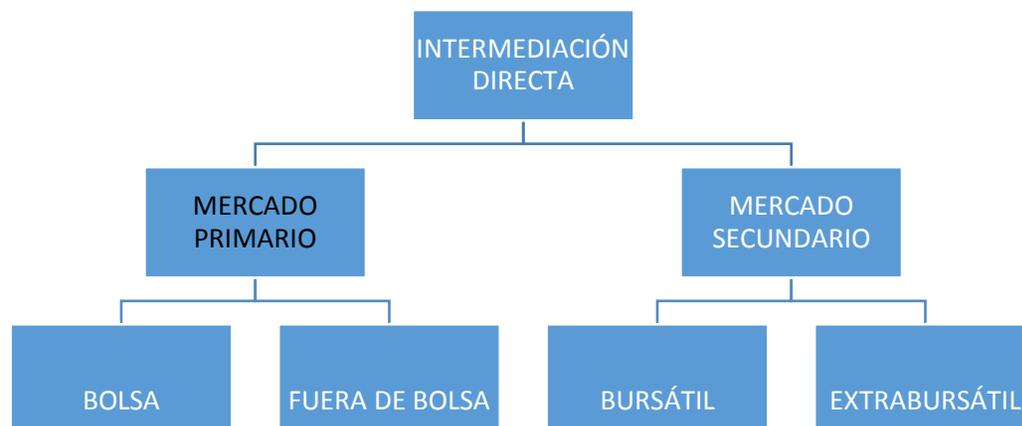
Cuando las personas necesitan dinero para financiar sus proyectos (agentes deficitarios) y no les resulta conveniente tomarlos del sector bancario, entonces pueden recurrir a emitir valores (ejemplo: acciones u obligaciones) y captar así los recursos que necesiten, directamente de los oferentes de capital. Estos oferentes no son otros que los inversionistas que adquieren valores sobre la base del rendimiento esperado y el riesgo que están dispuestos a asumir.

Entonces, se entiende que el Mercado Financiero debe poner en contacto a los actores intervinientes y fija el precio de los instrumentos financieros.

El Sistema Financiero en Bolivia se encuentra conformado por los Sectores de Pensiones, Bancario, Valores y Seguros.

Figura 2

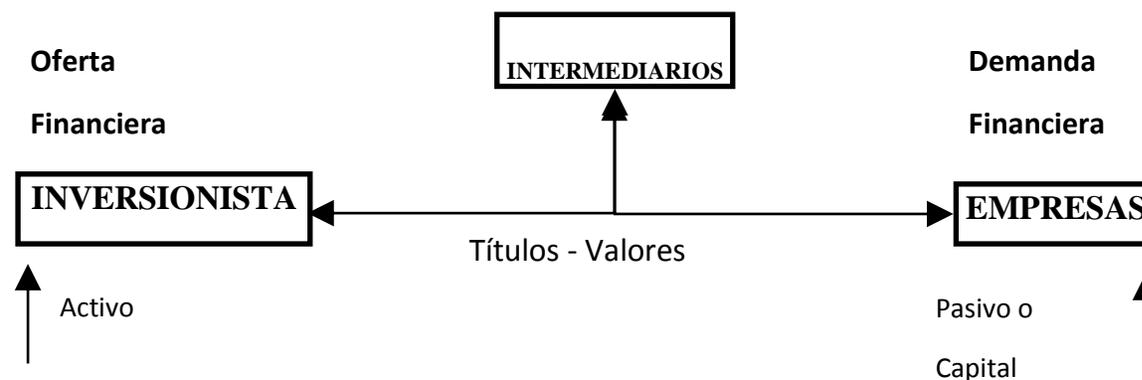
Intermediación Directa



Nota. Elaboración propia con datos de Bolsa Boliviana de Valores. (2018). *Temario y Contenido del Programa de Educación Bursátil.* Recuperado de www.bbv.com.bo.

Figura 3

Financiamiento Directo (Desintermediación)



Nota. Elaboración propia con datos de Bolsa Boliviana de Valores. (2018). *Temario y Contenido del Programa de Educación Bursátil*. Recuperado de www.bbv.com.bo.

2.3. Conceptos de Pagaré

A continuación, encontramos los siguientes conceptos del Pagaré:

El pagaré es un título - valor por el cual el suscriptor o librador promete incondicionalmente pagar cierta suma de dinero a determinada persona o a su orden, a la vista o en el plazo especificado en el mismo (Morales Guillén, 1981).

En este concepto, el profesor Morales Guillén, parte del punto de vista de Título Valor, haciendo referencia a la acepción documentaria del Pagaré, reconociendo a su vez, la promesa incondicional de pago del suscriptor.

El pagaré es un título de crédito a la orden, abstracto, formal y completo, que contiene una promesa incondicionada de pagar una suma determinada de dinero a su portador legitimado, vinculando solidariamente a todos los firmantes (Gómez, 1991).

El profesor Leo Gómez además de la promesa incondicional de pago, establece que es un título a la orden, por su forma de circulación, abstracto por el negocio que incorpora, formal por ser un título de crédito y completo porque es necesario, literal y autónomo.

Pagaré es un título abstracto que contiene la obligación de pagar en lugar y época determinado una suma determinada de dinero (Cervantes Ahumada, 1961).

En línea a los anteriores conceptos, el profesor Ahumada establece que el suscriptor del Pagaré debe honrar la obligación contraída por el Pagaré en un lugar y tiempo determinado, sin embargo, no hace referencia a la promesa incondicional de pago de forma expresa.

Pagaré. Documento en el cual la persona que lo suscribe reconoce su obligación de abonar una cierta cantidad en tiempo determinado. El Pagaré a la orden es el transmisible por endoso, sin necesidad de consentimiento del deudor. E.i. en inglés: note, promissory note, bill of debt, IOU (I Owe You (Tamames & Santiago Gallego, 1995).

2.3.1. Promissory note, Subordinated note y Deuda subordinada

Pagaré (promissory note, IOU) documento en el que consta la obligación de determinada persona de abonar una cantidad estipulada en una fecha fija. (Andersen, 1999).

De ambas definiciones de diccionarios financieros, entendemos que la persona suscriptora reconoce libre y espontáneamente su obligación de pagar a otra una cantidad de dinero en tiempo determinado, haciendo hincapié a la traducción del Pagaré en idioma inglés, que se lo entenderá como note, promissory note, Bill of debt, IOU (I Owe You).

Subordinated note or promissory note, where the lender contracts that his debt will rank behind some or all other debt on liquidation or bankruptcy of the issuer. (Fanny Mae, 2008).

En esta definición en idioma inglés, entendemos que el Pagaré subordinado, es aquella deuda cuyo reembolso, en caso de quiebra, liquidación del emisor, se coloca en prelación de créditos detrás de otros acreedores preferentes para el cobro.

Deuda subordinada, títulos cuyo cobro de intereses y principal está supeditado a que se satisfagan las obligaciones derivadas de otras deudas preferentes, por lo que, dado el elevado riesgo crediticio, se emite con un tipo de interés superior (Andersen, 1999).

Esta definición proveniente de un diccionario financiero, establece que la deuda subordinada se encuentra supeditada a otra deuda principal y/o a deudas preferentes pagando un interés mayor por su alto riesgo.

En Bolivia, la primera definición de una “Obligación Subordinada” fue plasmada por la Ley de Bancos y Entidades Financieras (1993), alcanzando solamente a las entidades de intermediación financiera, como todo activo o pasivo cuya disposición o liquidación absoluta está sujeta al cumplimiento de una condición mutua.

Posteriormente, la Ley de Fortalecimiento de la Normativa y Supervisión Financiera N° 2297 (2001), modifica la mencionada Ley de Bancos y establece un nuevo concepto, como aquel pasivo subordinado a todos los demás pasivos de la entidad de intermediación financiera, estando disponible para absorber pérdidas, en caso de que los recursos patrimoniales resulten insuficientes.

Asimismo, es necesario señalar que en base a la Ley de Bancos, se ha emitido una normativa especial de carácter reglamentario, denominada en un inicio, “Reglamento para el Cómputo de Acuotaciones de las Entidades de Intermediación Financiera y de Servicios Financieros Auxiliares” para identificarse posteriormente como, “Reglamento Obligaciones Subordinadas Computables como parte del Patrimonio Neto de las Entidades de Intermediación Financiera” denominado actualmente “Reglamento de Obligaciones Subordinadas Computables como parte del Capital Regulatorio de las Entidades Financieras” que se basa en la actual Ley No. 393 de Servicios Financieros.

Actualmente, el citado reglamento señala que, Obligación subordinada es aquel pasivo cuya exigibilidad se encuentra en último lugar con respecto a los demás pasivos y que está disponible para absorber pérdidas en caso de que los recursos patrimoniales resulten insuficientes.

2.3.2. Nacimiento del Pagaré

De acuerdo a algunos autores, el pagaré nace en la Edad Media, antes que la letra de cambio, (otros señalan que su nacimiento es posterior o casi simultaneo, pero lo cierto es que no se tiene total exactitud, ni certeza), comenzó a utilizarse en las ciudades del norte de Italia para evitar el riesgo de llevar efectivo en largos desplazamientos por caminos plagados de bandidos. Así, se entregaba el dinero en efectivo a un banquero y éste firmaba un documento prometiendo devolverlo en otro lugar a quien se lo había entregado o a quien éste designase.

Para algunos autores el origen del Pagaré se debió al desaparecimiento de la sanción por cobro de intereses en los préstamos, hecho que permitió a los deudores a obligarse cambiariamente en el

pago de sumas de dinero a fechas determinadas, lo cual no 'hacía necesaria la utilización de letras sino de pagarés, o mejor de vales, expresión con la cual se conoció inicialmente.

Para otros, esta figura obedeció a las dificultades que presentaba la letra de cambio en cuanto a su uso, dada la necesaria intervención de un tercero en el cambio de trayecto. Cuando el negocio se iba a realizar entre dos personas ya no era adecuada la letra, entonces aparece el pagaré como título capaz de superar esa dificultad, pues éste sólo exige la presencia de un otorgante, de la persona que lo suscribe o que lo emite, y del beneficiario. Pero, además, la letra presentaba otra exigencia, cual era que debía haber separación, distancia, trayecticio o locci, como se le denominaba en la doctrina, entre el lugar en que se emitía y el sitio en donde debía cumplirse la orden de pago. Otros autores justificaban el origen del pagaré en razón de que la letra de cambio se estructuró sobre la base del contrato de cambio. En un principio no podía tener como negocio causal sino el contrato de cambio, entonces cuando cierta prestación se quería hacer constar en un efecto de comercio, cuyo origen no era un contrato de cambio, al parecer no era idónea la letra, debiendo surgir un título diferente que permitiera documentar obligaciones, créditos, los cuales podían tener origen en un contrato de cambio o en otra clase de negocio subyacente (Cervantes Raúl, 1984; Gómez, 1991; Morales Guillen, 1981; Ovando, 2002). Como se señaló anteriormente, algunos autores afirman que el pagaré aparece en el tráfico mercantil con posterioridad a la estructuración de la letra. Alrededor de la letra de cambio se elaboraron y se refinaron todos los principios cambiarios y con el correr del tiempo esos principios fueron extendiéndose a otros documentos, como acontece con el pagaré, hasta el punto de que en la mayoría de las legislaciones las normas que se ocupan del pagaré son muy escasas, porque en todo lo demás remiten a las disposiciones sobre letras de cambio.

Asimismo, cabe señalar que en muchas legislaciones el reconocimiento del Pagaré ha sido tardío. Fue así como por razón de su origen doméstico y privado el legislador se veía obligado a distinguirlo de la letra de cambio, así como también se consideró impedido de aplicarle el rigor cambiario propio de esta última. Es así que la antigua jurisprudencia francesa consideraba al pagaré como acto civil; en lugar del protesto sólo requería que se cumpliesen diligencias consistentes, por ejemplo, en un requerimiento extrajudicial; los intereses sólo corrían desde el día de la demanda y se aplicaba la prescripción mucho más extensa que la de la letra de cambio. El Código francés de 1808 sólo mantuvo la primera y la última de dichas diferencias y consiguientemente el pagaré vino a constituirse en un auxiliar de la letra de cambio consagrando a su respecto los principios propios de ésta en cuanto a la necesidad del protesto, el curso de los intereses y la solidaridad cambiaria.

2.3.3. Naturaleza Jurídica y Caracterización

Por su naturaleza jurídica, se identifica que es un valor de crédito, es de deuda, cuenta con caracteres esenciales y comunes a todos los títulos de crédito, es necesario, literal y autónomo. Su posesión resulta condición de existencia y condición de disponibilidad del derecho en el representado. Es un valor esencialmente a la orden.

Por su caracterización, se trata de una promesa incondicional de pago, la promesa de pago constituye una declaración unilateral de voluntad con contenido económico, exteriorizada mediante la firma del suscriptor. Es no recepticia, pues su eficacia no depende del consentimiento del sujeto a quien favorece, es irrevocable porque una vez que el título salió de manos del suscriptor no existe medio idóneo para revocarla y es incondicionada, pues además de no ser sometida a condición alguna, tampoco puede subordinarse su cumplimiento a una contraprestación económica por parte del sujeto que en definitiva resulte acreedor cuando ella se torne exigible, de acuerdo a Gómez (1991).

2.3.4. Los Pagarés en el Mercado de Valores

Las más de 130 bolsas de valores existentes en el mundo remontan sus orígenes al siglo XIII en Francia y los Países Bajos. Los comerciantes negociaban letras de cambio y pagarés emitidos a cambio de préstamos. Si alguien tenía una letra de cambio o un Pagaré y necesitaba dinero antes del vencimiento, podía vendérsela a otro. Posteriormente, fueron apareciendo nuevas clases de Pagarés, Pagarés de empresa (emitidos por empresas), pagarés de entidades de crédito (emitidos por entidades de crédito) pagarés bancarios (emitidos por entidades de crédito o bancarias) Pagarés Soberanos (emitidos por diferentes Estados), Euro pagarés (Compromisos de pago a corto plazo generalmente emitidos al descuento denominados en una divisa diferente a la del país emisor de la deuda), los Pagarés subordinados (que pueden ser emitidos por entidades financieras u otras empresas), (Pagarés seriados o no singulares) pagarés inscritos en los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y cuyo objetivo es la captación del ahorro público, etc.

2.4. Introducción al Mercado de Valores

Este mercado es aquel en el cual se negocian Valores (Bolsa Boliviana de Valores, 2018, Temario y Contenido del Programa de Educación Bursátil).

Ampliamente, se entiende al mercado de Valores como aquel espacio económico que reúne a oferentes y demandantes de Valores.

En este entendido, el Mercado de Valores es aquél donde se ofrece y demanda Valores y en torno a él, se celebran varios conjuntos de operaciones y contratos que tienen la finalidad de generar efectos jurídicos-económicos.

2.4.1. Concepto de Valor

Título-valor es el documento necesario para legitimar el ejercicio del derecho literal y autónomo consignado en el mismo. Pueden ser de contenido crediticio, de participación o representativos de mercaderías (Código de Comercio del Estado Plurinacional de Bolivia. 1977, Artículo No. 491).

Un título Valor, por su carácter documentario, es un instrumento financiero que es objeto de transacción en mercados financieros. En nuestra legislación, los títulos valores son aquellos instrumentos financieros de contenido crediticio, de participación o representativos de mercaderías.

La Ley del Mercado de Valores de Bolivia No.1834, en su Artículo 2 (1998) señala: A los fines de la presente Ley y sus reglamentos, la expresión "Valor" comprenderá su acepción documentaria, así como su representación en anotación en cuenta, se entiende por Valor: a) Los Títulos-Valores normados por el Código de Comercio. b) Los Valores emitidos por el Estado boliviano y sus entidades. c) Aquellos instrumentos de transacción en el Mercado de Valores, que cumplan con las siguientes condiciones: i) Que sean creados y emitidos de conformidad a reglamento específico; ii) Que identifiquen al beneficiario de los recursos obtenidos por la emisión; iii) Que su oferta pública sea autorizada por el Superintendente de Pensiones, Valores y Seguros; y iv) Que representen la existencia de una obligación efectiva asumida por el emisor.

Los Valores especificados tienen fuerza ejecutiva, sea que se encuentren expresados en documentos necesarios para legitimar el ejercicio de sus derechos literales y autónomos o mediante anotaciones en cuenta.

En Bolivia, el concepto de "Valor" introducido por la Ley del Mercado de Valores No.1834 de 31 de marzo de 1998, entiende a la acepción documentaria como aquellos títulos cartulares, representados de forma física y a aquellos Valores representados mediante anotaciones en cuenta, tomando en cuenta el concepto de "Anotación en cuenta", como la forma de representación de títulos valores cotizados o no en Bolsa, consistente en un registro contable por parte del emisor o un depositario. Este sistema permite la supresión del soporte de papel. (Andersen, 1999).

Dicho concepto, alcanza a los títulos Valores del Código de Comercio, a aquellos emitidos por Estado y finalmente abre la posibilidad de reconocer otro tipo de instrumentos financieros como “Valor” siempre y cuando cumplan con las condiciones de requisitos de: i) Que sean creados y emitidos de conformidad a reglamento específico; ii) Que identifiquen al beneficiario de los recursos obtenidos por la emisión; iii) Que su oferta pública sea autorizada por el Superintendente de Pensiones, Valores y Seguros; y iv) Que representen la existencia de una obligación efectiva asumida por el emisor. (Código de Comercio Boliviano, 1977).

2.5. Concepto de Mercado de Valores

A continuación, encontramos los siguientes conceptos sobre el Mercado de Valores:

“En sentido lato se entiende al mercado de Valores como aquél en el que intervienen el conjunto de personas, entidades públicas o privadas, relacionadas con la emisión, contratación y control de valores.” (Ramón Tamames & Santiago Gallego. (1995). Diccionario de Economía y Finanzas de la COPE. Madrid: Alianza).

“El Mercado de Valores es aquel espacio económico que reúne a oferentes y demandantes de Valores.” (www.asfi.gob.bo)

“En términos específicos es aquél donde se ofrece y demanda títulos valores, en torno a él se celebra un conjunto de operaciones y contratos que generan efectos jurídicos-económicos.” (Arthur Andersen (1999). Diccionario de Economía y Negocios)

Es un componente del mercado financiero que abarca al mercado de dinero y al Mercado de capitales. En este mercado se negocian valores. En nuestra legislación, los valores son aquellos instrumentos financieros de contenido crediticio, de participación o representativos de mercaderías. Los valores pueden ser emitidos por empresas privadas o por el Estado Boliviano y sus entidades. Asimismo, conforman el Mercado de Valores, la entidad reguladora, los intermediarios y entidades auxiliares del mismo

La Bolsa de Valores es una institución donde se encuentran los demandantes y oferentes de valores negociando a través de su agente de Bolsa. Las Bolsas de Valores propician la negociación de acciones, obligaciones, bonos, certificados de inversión y demás Títulos valores inscritos en bolsa,

proporcionando a los tenedores de títulos e inversionistas, el marco legal, operativo y tecnológico para efectuar el intercambio entre la oferta y la demanda.

2.5.1. Características del Mercado de Valores

El mercado de Valores además de ofrecer un tipo de intermediación financiera complementario se caracteriza por los siguientes aspectos.

2.5.1.1. Equidad

Facilita los mecanismos de información y negociación para que todos los participantes del mercado cuenten con igualdad de condiciones.

2.5.1.2. Seguridad

Se cuenta con un marco jurídico que regula los roles de los participantes, exigiéndoles el cumplimiento de normas que garanticen la eficiente y eficaz operación del mercado de Valores.

2.5.1.3. Liquidez

Los Valores que se negocian en Bolsa, tienen la facilidad de venta y colocación en el mercado secundario, es decir permite la transformación de sus Títulos Valores.

2.5.1.4. Transparencia

A través de la eficiente difusión de información, se garantiza que todos los participantes fundamenten sus decisiones en el pleno conocimiento de las condiciones de mercado.

El mercado de valores debe promoverse siendo regular, competitivo, equitativo y transparente, proporcionando infraestructura, sistemas y normas para canalizar eficientemente el ahorro de los inversionistas hacia empresas e instituciones privadas y estatales, que requieran de tales recursos para financiar proyectos productivos y de desarrollo.

2.5.1.5. Mercado Regular

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

2.5.1.6. Competitivo

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

2.5.1.7. Infraestructura

Lugar físico o virtual al que pueden acudir todos los oferentes y demandantes de valores.

2.5.1.8. Normas

Reglas acordadas con los participantes del mercado que permiten que éste sea regular, competitivo, equitativo y transparente.

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

2.5.1.9. Canalizar de manera eficiente

Implica la transferencia del ahorro hacia empresas o proyectos viables, adecuadamente gestionados y transparentes.

2.5.1.10. Empresas o instituciones

Cualquier empresa o institución, independientemente de su tamaño o actividad, que genere empleo y riqueza para el país produciendo y/o proporcionando servicios que satisfagan las necesidades de la población.

2.5.2. División del Mercado de Valores

2.5.2.1. Mercado Primario

Es aquél en el cual se lleva a cabo la colocación de valores de primera emisión.

Ley del Mercado de Valores No.1834 (1998) lo define como “aquel en el que los Valores de oferta pública con los que participan el Estado, las sociedades de derecho privado y demás personas jurídicas como emisores, ya sea directamente o a través de intermediarios autorizados en la venta de los mismos al público, son por primera vez colocados”.

2.5.2.2. Mercado Secundario

El mercado secundario o de transacciones, es aquel que comprende las negociaciones y transferencias de valores emitidos y colocados previamente.

La negociación en Bolsa y los demás mecanismos de negociación centralizada constituyen por excelencia un mercado secundario.

Mercado secundario: Es aquél en el que se efectúa la transferencia de títulos ya emitidos.

Mercado secundario formal: Es aquél en que los compradores y vendedores están simultánea y públicamente participando en forma directa o a través de un agente de valores o corredor de bolsa en la determinación de los precios de los títulos que se transan en él. En un mercado secundario formal se publican diariamente el volumen y el precio de las transacciones efectuadas y se cumplen ciertos requisitos establecidos por los reguladores, relativo al número de participantes, reglamentación interna y otros tendientes a garantizar la transparencia de las transacciones que se efectúan en dicho mercado. Ejemplo de mercado secundario formal son las bolsas de valores.

La Ley No.1834 (1998) señala que “Comprende todas las transacciones, operaciones y negociaciones que se realicen con Valores de oferta pública, emitidos y colocados previamente, a través de los intermediarios autorizados.”

2.5.3. División por el Mecanismo de Negociación y su Organización

2.5.3.1. Mercado Bursátil

Es aquel segmento del mercado que, tomando como elemento diferenciador la forma de negociación de los valores, se ubica en la Bolsa, no como recinto, sino como mecanismo, denominado Rueda de Bolsa. En la rueda se participa a través de las Agencias de Bolsa.

2.5.3.2. Mercado Extrabursátil

El mercado extrabursátil es aquél en el cual se colocan y negocian los valores, pero fuera de la Bolsa como mecanismo de negociación. Este mercado puede ser centralizado o no, aunque suele ser un mercado que no está organizado con reglas determinadas de negociación. Este mercado puede también dividirse en segmentos de mercado primario y secundario.

2.5.4. División por el Periodo de Vigencia de los Valores

2.5.4.1. Mercado de Dinero

En el cual se negocian Valores a plazos menores o iguales a un año, es decir, a corto plazo.

2.5.4.2. Mercado de Capitales

En el cual se negocian Valores emitidos a plazos mayores a 1 año, es decir, de mediano o largo plazo.

2.5.5. División por el Tipo de Rentabilidad de los Valores

2.5.5.1. Mercado de Renta Fija

En este mercado se otorga una tasa de rendimiento fija preestablecida para su plazo de vigencia.

2.5.5.2. Mercado de Renta Variable

En este mercado se negocian Valores cuyo rendimiento no es fijo ni preestablecido.

2.5.6. Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI)

Los sistemas financieros son objeto de regulación y supervisión para brindar estabilidad al sistema financiero y así este tenga un buen funcionamiento de los mercados y garantice una vigilancia óptima en lo que se refiere a solvencia de las entidades actoras. Con esto se logrará consagrar la Protección de los participantes de servicios financieros.

La Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero de Bolivia es una institución que emerge del mandato de la Nueva Constitución Política del Estado del 2009, que señala: “Las entidades financieras estarán reguladas y supervisadas por una institución de regulación de bancos y entidades financieras”.

El artículo 137° del Decreto Supremo N° 29894 de 7 de febrero de 2009, que define la Estructura Orgánica del Órgano Ejecutivo del Estado Plurinacional, dispone: “...la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras se denominará Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero de Bolivia y asumirá además las funciones y atribuciones de control y supervisión de las actividades económicas de valores y seguros...”. Por su parte, el artículo 34° del Decreto Supremo N° 0071 de 9 de abril de 2009,

que establece el proceso de extinción de las superintendencias generales y sectoriales, en su inciso b) manifiesta: “Las atribuciones, competencias, derechos y obligaciones en materia de valores y seguros de la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros, establecidos en la norma vigente, serán asumidos por la Autoridad del Sistema Financiero, en todo lo que no contravenga a la CPE”. En ese marco, la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero de Bolivia (ASFI) es una institución técnica, de derecho público y con jurisdicción en todo el territorio nacional, encargada de regular y supervisar a todas las entidades que realizan actividades de intermediación financiera, de valores y de seguros.

2.5.6.1. Misión

Regular y supervisar el sistema financiero, asegurando su solidez y solvencia, precautelando el ahorro y la inversión que son de interés público, basado en principios constitucionales establecidos por el Estado Plurinacional de Bolivia. (Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero, 2018).

2.5.6.2. Misión de la ASFI en el Mercado de Valores

Velar por los intereses de todos los participantes del mercado de valores, procurando que el mismo se desenvuelva en un ambiente sano, seguro, transparente y competitivo, según lo señala la Bolsa Boliviana de Valores (2018) en su Temario y Contenido del Programa de Educación Bursátil.

2.5.6.3. Visión

ASFI es una institución estratégica y transparente que contribuye al desarrollo económico y financiero del país, para el vivir bien de la población (ASFI, 2018).

2.5.6.4. Visión de la Ex - SPVS en el Mercado de Valores

Según lo señala la Bolsa Boliviana de Valores en su Temario y Contenido del Programa de Educación Bursátil (2018): “Desarrollarse junto al crecimiento del mercado de valores, siendo permanentemente una institución moderna, eficaz y eficiente”.

2.5.6.5. Representación

Según el artículo 20 de la Ley No.393 de Servicios Financieros (2013) “La Máxima Autoridad Ejecutiva de la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero - ASFI será designada por la Presidenta o

Presidente del Estado Plurinacional de Bolivia por un período de seis (6) años, de una terna propuesta por la Asamblea Legislativa Plurinacional, aprobada por dos tercios de votos”.

2.5.6.6. Funciones y Atribuciones

Principales funciones y atribuciones de la ASFI en lo que respecta al mercado de Valores. Basados en las atribuciones de Ley No.1834 (1998), donde resaltan las facultades más relevantes de las que goza la ASFI en relación al mercado de valores se menciona:

1. Cumplir y hacer cumplir la Ley del Mercado de Valores y sus reglamentos.
2. Regular, controlar, supervisar y fiscalizar el Mercado de Valores y las personas, entidades y actividades relacionadas a dicho mercado.
3. Velar por el desarrollo de un Mercado de Valores sano, seguro, transparente y competitivo.
4. Absolver consultas y reclamos que recaigan bajo su competencia.
5. Promover el Mercado de Valores.
6. Proponer, a las autoridades competentes, normas para el ámbito de su competencia.
7. Autorizar la constitución, el funcionamiento, transformación, fusión, aprobación y modificación de estatutos de las entidades intermediarias bajo su jurisdicción.
8. Otorgar, modificar y renovar las autorizaciones, registros y licencias de funcionamiento de las personas naturales, jurídicas o entidades bajo su jurisdicción, así como disponer la cancelación de las mismas.
9. Autorizar la inscripción en el Registro del Mercado de Valores de los Valores de oferta pública, intermediarios y demás participantes del Mercado de Valores.
10. Supervisar, inspeccionar, establecer responsabilidades y aplicar sanciones a las personas naturales y jurídicas bajo su jurisdicción.
11. Conocer y resolver los recursos que le sean interpuestos.
12. Llevar el Registro del Mercado de Valores.

2.5.6.7. La Regulación de la ASFI

La regulación es un asunto de interés público, el Estado responde al requerimiento colectivo de los participantes exigiendo o prohibiendo determinadas conductas para alcanzar estabilidad y eficiencia del mercado.

2.5.6.8. Los Estándares de Regulación y Supervisión

La ASFI se encuentra afiliada la IOSCO (International Organization Stock Commission por sus siglas en inglés) u OICV (Organización Internacional de Comisiones de Valores), que es una entidad que organiza y aglutina estándares internacionales de normas prudenciales para los mercados de valores.

Según el Temario y Contenido del Programa de Educación Bursátil de Bolsa Boliviana de Valores (2018), el objetivo central es proteger a los usuarios (a los depositantes en el Sistema Financiero (SF), y a los inversionistas en el mercado de valores), para así mantener la confianza en los mercados. Debe estructurarse un adecuado y completo marco legal, estipulando funciones y responsabilidades de los participantes:

- Los supervisores deben incentivar y promover la disciplina de mercado, y en ningún caso pretender sustituirla.
- El supervisor debe tener autonomía operativa y mantener su independencia.
- Los supervisores deben entender plenamente la naturaleza del negocio que supervisan.
- Debe reconocerse, que existen efectos que se contraponen entre las mayores exigencias de las regulaciones y el costo de la intermediación.
- En el marco de las reglas prudenciales, entre otras, se deben contemplar la exigencia de capitales mínimos en función del riesgo que asume la entidad participante; que las entidades instauren procesos comprensivos de administración de los riesgos que enfrentan; que los intermediarios mantengan políticas y prácticas adecuadas para evaluar la calidad de sus activos y de sus pasivos; que los participantes observen reglas de conducta y ética; que existan reglas para prevenir excesos que deriven de operaciones con vinculados, etc.
- Los reguladores deben tener la facultad de autorizar a los participantes en el mercado; pudiendo rechazar las solicitudes que no conformen el estándar.
- La supervisión debe ser continua, basándose en técnicas de acceso remoto, así como evaluaciones in-situ.
- Los supervisores deben practicar supervisión consolidada global, efectuando un seguimiento de todas las actividades de vinculación al negocio de la entidad autorizada.
- Los supervisores no deben asegurar que sus supervisados no quebrarán; este es un evento que se busca atenuar con la regulación pero que es imposible de eliminar.

2.5.7. Relevancia de los Mercados de Valores

Los mercados de valores son de relevancia notable dentro un sistema financiero.

Los sistemas financieros buscan promover el desarrollo de un país, a través del progreso tecnológico y social. La sociedad cambia su organización económica pasando de un sistema tradicional y estacionario a otro moderno que permite el crecimiento económico continuado.

El mercado de Valores se presenta en Bolivia como una alternativa de financiamiento, ofrece intermediación financiera directa para instrumentos financieros, asegurando la mayor competencia entre las fuentes de financiamiento y por lo tanto mayor eficiencia.

La tendencia mundial refleja que países con distintos niveles de desarrollo están promoviendo sus mercados de valores con la esperanza que esos esfuerzos se vean reflejados en términos de crecimiento económico más rápido.

Esta movilización de recursos se realiza a través del Sistema Financiero Directo o Mercado de Valores.

“El Sistema Financiero Directo, o Mercado de Valores, canaliza los recursos superavitarios hacia los deficitarios a través de la emisión de valores, recurriendo a los intermediarios con que cuenta este sistema tales como las Bolsas, los Agentes de Bolsa, las Cajas de Valores, los Fondos Mutuos y otras entidades, estableciéndose una relación directa entre el agente superavitario y el deficitario, a través de la decisión del primero de dónde colocar sus recursos, ASOBAN (2012).

Los agentes participantes en ambos segmentos del sistema financiero no son independientes entre sí; por el contrario, es común encontrar intermediarios del sistema financiero indirecto que participan activamente en el sistema directo y viceversa. Así mismo, entidades que en algún momento son colocadores de recursos, en otras oportunidades actúan como demandantes de ellos, tanto en un mercado como en el otro, o en ambos, mostrando de esta manera que ambos sistemas no son excluyentes ni competitivos, sino que pueden ser complementarios.”

Al conectar a la oferta (emisores) y la demanda (inversionistas),el mercado de valores desarrolla un parte importante rol dentro un sistema financiero, porque asegura la mayor competencia entre las fuentes de financiamiento y por lo tanto mayor eficiencia, los participantes en ambos

segmentos del sistema financiero no son independientes entre sí, los participantes de ambos sistemas financieros están regulados y controlados por los organismos estatales nacionales y sectoriales, que emiten normas de cumplimiento obligatorio para precautelar el ahorro y la inversión.

2.5.7.1. Ventajas Generales

La bolsa es una opción de financiamiento para las empresas, caracterizada por la canalización de recursos directamente de los ahorristas a las empresas demandantes de los mismos. Las transacciones en las bolsas de valores se efectúan a través de agentes autorizados para operar en ellas, conocidos con el nombre de Agencias de Bolsa. Éstas cumplen una serie de regulaciones que tienden a hacer prevalecer en todo momento los intereses de sus clientes.

Si bien los números son bastante explícitos al mostrar que para montos y plazos mayores el mercado de valores se constituye en una alternativa más atractiva que un préstamo bancario, es necesario tomar en cuenta otros factores, para evaluar la opción que le convenga más a una empresa.

Se ha argumentado que el mercado de valores tiene como una de sus mayores virtudes la posibilidad de acomodar la estructura y esquema de financiamiento, de la mejor forma posible, a las necesidades del emisor.

Si bien estas opciones específicas varían con el desarrollo mismo del mercado se pueden resaltar algunas características relevantes de esta flexibilidad:

- Plazos; se analiza si se necesita realizar inversiones dependiendo el plazo.
- Moneda; para endeudarse en la moneda en la cual se generan ingresos.
- Garantías o resguardos diversos; permitiendo que no sólo se acepten garantías típicas como las inmobiliarias o la entrega de efectivo como colateral.

2.5.7.2. Ventajas Específicas

Tal como lo señala la Bolsa Boliviana de Valores (2018), podemos enunciar diversas ventajas que el mercado de valores puede brindar a las empresas que decidan financiarse a través de él. Debe hacerse mención que no todas se presentarán simultáneamente en todos los casos, y tampoco en el mismo grado.

Las potenciales ventajas que se reconocen son:

- Ofrece un costo financiero competitivo.
- Satisfacción flexible de las necesidades de financiamiento a corto, mediano y largo plazo: mayores plazos; amortizaciones más holgadas, atención a flujos no regulares de pagos, posibilidad de otorgar garantías o resguardos más variados, etc.
- Mejor manejo de los ciclos de liquidez / iliquidez para cualquier emisor.
- Mejoramiento de la imagen de la empresa emisora en el mercado.
- Permite acceder a montos importantes de financiamiento. Entre otras razones, debido a la demanda potencial de inversionistas institucionales.
- Posibles beneficios tributarios.
- Somete al emisor a la disciplina del mercado, estimula el manejo profesional.

2.5.7.3. El Emisor como Beneficiario

Tal como lo señala la Bolsa Boliviana de Valores (2018), El emisor da origen a los valores que se transan en el mercado. Sus emisiones derivan de su estrategia de financiamiento, la que a su vez depende del propósito de uso de los recursos a captarse.

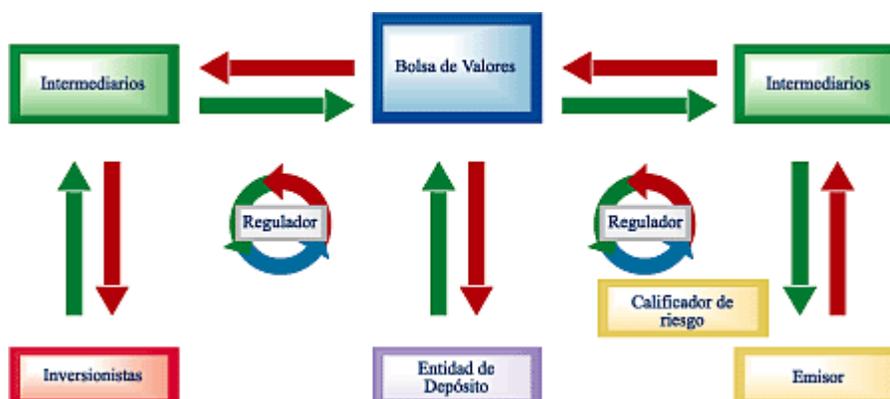
La Bolsa brinda un lugar para que ocurran las transacciones; los intermediarios canalizan dichas transacciones, y los emisores dan origen a los valores que se transan. Mientras el inversionista concentra sus esfuerzos en decidir su estrategia de inversión (selección de valores en los cuales se invierte); el emisor de tales valores focaliza sus esfuerzos en definir su estrategia de financiamiento (elección de la forma de financiamiento).

2.5.8. Participantes del Mercado de Valores

La revisión de los distintos conceptos explicados nos permite adelantar la presencia de algunos participantes del mercado de valores. Para tener una idea más completa se tiene en el siguiente diagrama.

Figura 4

Participantes del Mercado de Valores



Nota. Elaboración propia con datos de Bolsa Boliviana de Valores. (2018). *Temario y Contenido del Programa de Educación Bursátil*. Tomado de www.bbv.com.bo

2.5.8.1. Funciones de cada Participante

Según lo establece la Bolsa Boliviana de Valores (2018) Temario y Contenido del Programa de Educación Bursátil, destacan las siguientes funciones de cada participante del mencionado mercado regulado:

- Inversionista. Es quién dispone de recursos que no necesita para sí de momento, y los ofrece para financiar las oportunidades de ahorro o inversión que se le ofrezcan. Constituye el eje de atención del mercado. Los inversionistas que representan vehículos de inversión conjunta o colectiva se denominan inversionistas institucionales.
- Intermediarios. Actúan de facilitadores para acercar a quienes ofrecen recursos (inversionistas) con quienes necesitan captar esos recursos (emisores u otros inversionistas). El intermediario típico es la Agencia de Bolsa, quién brinda sus servicios por una comisión.
- Bolsa de valores. Proporciona los medios y condiciones necesarias para la realización de transacciones (compra y venta) de valores. En ella participan sus miembros, que son usualmente los intermediarios.

- Entidad de depósito. Es una entidad que cubre dos funciones esenciales. Por un lado se encarga de posibilitar de manera ordenada la liquidación (pago y entrega de los valores) de las transacciones que se realizan en el mercado, especialmente en la Bolsa y por otro lado, custodia los valores que se negocian en este mercado. Son sociedades anónimas de objeto exclusivo cuya actividad principal es proporcionar la infraestructura, sistemas y procedimientos adecuados para realizar de manera segura, eficiente y oportuna el registro y administración de valores representados mediante anotaciones en cuenta, así como la compensación y liquidación de fondos y valores, resultante de las transacciones pactadas en el mercado de valores. Las entidades de depósito de valores prestan también servicios a los titulares de los valores representados mediante anotaciones en cuenta, como el cobro de amortizaciones, dividendos, intereses y cualquier derecho patrimonial asociado a los mismos; y a los emisores servicios relacionados con el registro de tenedores, divulgación de eventos corporativos y el pago de derechos patrimoniales emergentes de los valores emitidos. La entidad de depósito de valores inscribe cualquier tipo de gravámenes, embargos o medidas precautorias que pesen sobre los valores, únicamente para aquellos que estuvieran registrados mediante anotaciones en cuenta. Los servicios de las entidades de depósito de valores podrán ser requeridos por todas las instituciones y participantes que de acuerdo a la Ley del Mercado de Valores y sus Reglamentos están autorizadas para ello. De acuerdo a lo dispuesto por la Ley del Mercado de Valores, los valores pueden ser representados documentariamente mediante títulos físicos o mediante anotaciones en cuenta como valores desmaterializados. Los valores pueden ser representados mediante anotaciones en cuenta, ya sea a través de su emisión desmaterializada en mercado primario o a través de la conversión de los valores físicos en anotaciones en cuenta. Un valor se considera representado mediante anotación en cuenta a partir de su inscripción en el sistema de registro de anotaciones en cuenta a cargo de la Entidad de Depósito de Valores, pertinente, en Bolivia, la EDV. Para la emisión desmaterializada de valores se requiere, por parte del emisor, la otorgación de una escritura pública en la que consten las condiciones y características de los valores a ser representados mediante anotaciones en cuenta. Para la conversión de un valor representado documentariamente en anotaciones en cuenta, se requiere depositar dicho valor, a través de una

agencia de bolsa, ante la entidad de depósito de valores para su inscripción en el sistema de registro de anotaciones en cuenta y posterior destrucción o inutilización.

- Calificadora de riesgo. se encarga de evaluar con métodos especializados el riesgo de que los emisores de valores incumplan las obligaciones que asumen al colocar sus valores. La calificación se realiza normalmente sobre valores representativos de deuda o de contenido crediticio. Son sociedades anónimas cuyo objeto exclusivo es calificar riesgos en el mercado de valores, conforme a lo previsto por la Ley del Mercado de Valores y su reglamento. Dentro de esta definición, también se comprenden las entidades calificadoras constituidas en el extranjero, que se encuentren autorizadas para prestar el servicio de calificación de riesgo en el país, conforme a lo previsto en el reglamento de Entidades Calificadoras de Riesgo.
- Emisor. es quién necesita disponer de recursos adicionales a los que viene generando, a fin de aplicarlos a sus proyectos o actividades. Para tal fin emite valores para captar esos recursos. Los emisores de valores son las sociedades por acciones, entidades del Estado, Banco Central de Bolivia y otras personas jurídicas que pueden realizar oferta pública de valores, acudiendo al mercado de valores en demanda de recursos financieros, a través de la emisión de valores de deuda y/o acciones. Los emisores son entidades y personas jurídicas que pueden realizar oferta pública de valores, en demanda de recursos financieros. Esto se puede hacer a través de la emisión de valores de contenido crediticio, de participación o mixtos, los cuales son adquiridos por inversionistas. Los emisores de valores podrán hacer oferta pública siempre y cuando cumplan todos los requisitos señalados en la Ley del Mercado de Valores y sus reglamentos, salvo el Banco Central de Bolivia y el Tesoro General de la Nación, ya que según lo establece la Ley del Mercado de Valores, son suficientes las propias normas legales que respaldan su emisión y oferta pública.
- TIPOS DE EMISORES
 - o Emisores privados. sociedades por acciones, sociedades de responsabilidad limitada, asociaciones mutuales de ahorro y préstamo, cooperativas, patrimonios autónomos resultantes de procesos de titularización, fondos de inversión cerrados.
 - o Emisores públicos. Son, El Banco del Estado, El Tesoro General de la Nación, Gobiernos Autónomos Municipales, Gobernaciones e incluso comodidades campesinas bajo el Reglamento de Entidades Territoriales Autónomas.
- Regulador. Este tiene la función de establecer las reglas que ordenan el funcionamiento del mercado, y además verificar que las mismas sean cumplidas. En la práctica existe más de una entidad, de diferente especialización, con labores de regulación que mantienen injerencia en el

Sistema Financiero. El gráfico sobre "Entidades Supervisoras del Sistema Financiero" ilustra la situación del sistema boliviano.

- Agencias de bolsa. El intermediario de valores es un agente autorizado a transar con valores, sobre el que recaen exigencias de solvencia; legal, económica, moral y profesional. Para quién participa en el mercado de valores, la elección del intermediario puede ser tan delicada como la del médico o el abogado personal; y a quién confiaremos parte de nuestro patrimonio. Se sugiere por tanto aplicar la regla de "conoce a tu intermediario".
- o Concepto y Funciones de la Agencia de Bolsa. Es quizás más común, en distintos mercados, hacer mención al agente de bolsa, la Agencia de Bolsa o incluso el broker; pero en todos los casos nos estamos refiriendo a un agente de intermediación o intermediario de valores. En general, este agente es una persona natural o una empresa autorizada para comprar y vender valores, usualmente por encargo de terceros, cobrando para sí una comisión por sus servicios.

Los intercambios de valores son la columna vertebral de este mercado y son realizados por los agentes de bolsa autorizados, por tanto, los agentes de bolsa promueven una relación entre los proveedores (ahorradores e inversionistas) y demandantes (empresas y gobierno) de recursos monetarios mediante la transacción de valores negociables o autorizados.

El intermediario transa en Bolsa, siempre y cuando esté asociado o sea miembro de ella, pero también teóricamente puede negociar fuera de ella, en especial los valores que no están inscritos en dicha bolsa. En todos los casos cobra una comisión por sus transacciones, y éstas pueden ser de diferente magnitud según el tipo de operación.

En algunos casos, el intermediario realiza transacciones por cuenta propia; es decir que se convierte en un inversionista más del mercado. Más aún el intermediario de hoy efectúa variadas funciones y ofrece una gama de otros servicios, entre los que suelen encontrarse los siguientes:

- Asesoría de valores. para orientar a los inversionistas (actuales y potenciales), así como a los emisores de valores.
- Administración de cartera. Cuando el cliente entrega una determinada cantidad de dinero (o de valores), y permite que el intermediario adquiera distintos valores, conformando así una cartera o portafolio, modificándola (comprando o vendiendo valores) a efectos de obtener ganancias. Además, el intermediario se encarga de resguardar o custodiar los valores en administración.

La experiencia internacional muestra que los intermediarios también realizan labores más especializadas, las que emergen de acuerdo al propio desarrollo del mercado. Entre estas otras podemos mencionar:

- Otorgamiento de créditos. Únicamente para darle liquidez a sus clientes a fin de que adquieran valores en el mercado.
 - Préstamos de valores. Prestando los valores de sus clientes; previa autorización de éstos, para así cobrar una comisión y bajo el compromiso de que le sean devueltos en pocos días.
 - Venta en corto (short- selling). Ocurre cuando el intermediario vende un valor que no posee, pero tiene la expectativa de conseguirlo de inmediato, realizando además una ganancia para sí. Esta es una operación que involucra cierta apuesta sobre el comportamiento del mercado e implica un claro riesgo.
- Inversionistas institucionales. Se denomina inversionistas institucionales a aquellas entidades financieras especializadas en la administración del ahorro de personas naturales y jurídicas para su inversión en valores por cuenta y riesgo de estas. Los inversionistas institucionales actúan como grandes inversionistas ya que administran y concentran recursos de un gran número de pequeños inversionistas. Al especializarse en la inversión y al administrar volúmenes importantes de recursos, los inversionistas institucionales tienen posibilidad de acceder a diversas y posiblemente mejores alternativas de inversión y de diversificar más eficientemente las carteras de valores, que los inversionistas que actúan individualmente. La principal característica de los inversionistas institucionales es que las inversiones que realizan son principalmente a mediano y largo plazo.
- Administradoras de fondos de pensiones (AFP). Tal como las definía la Ley 1732 (1996) Las Administradoras de Fondos de Pensiones, son sociedades con objeto social único, encargadas de la administración y representación de los fondos de pensiones, constituidas en conformidad a ley y al Código de Comercio. Los fondos de pensiones son patrimonios autónomos integrados por los aportes periódicos que obligatoriamente deben realizar los trabajadores que trabajan en relación de dependencia y voluntariamente los profesionales independientes para sus pensiones de jubilación futuras. Estos aportes deben ser invertidos en valores. Cada afiliado es dueño de una porción de esa cartera global, dependiendo del aporte de dinero efectuado. Son sociedades anónimas que tienen por objeto único y exclusivo administrar fondos de pensiones. Su patrimonio debe ser separado del patrimonio del fondo de pensiones que administran. Implementan las

políticas de inversión que persigue el fondo, realizando inversiones a discreción propia, a favor de los participantes del fondo y por cuenta y riesgo de los mismos. Las políticas generales de inversión de los recursos de los fondos de pensiones se encuentran determinadas por Ley, sin embargo, las administradoras de fondos de pensiones pueden establecer sus propias políticas de inversión, siempre y cuando, las mismas no se opongan o excedan las políticas de inversión establecidas en la Ley. Los ingresos de las administradoras de fondos de pensiones provienen de las comisiones que cobran a los afiliados por la administración de los fondos. Las administradoras de fondos de pensiones, actualmente y hasta el inicio de operaciones de la Gestora Pública de la Seguridad Social de Largo Plazo y la determinación expresa de la Autoridad de Fiscalización y control de Pensiones y Seguros (APS) según lo señala la Ley 065 (2010) administran en nuestro país dos tipos de fondos:

- El fondo de capitalización individual (FCI). Los Fondos de Capitalización Individual son fondos de pensiones constituidos por las Cuentas Individuales, las Cuentas de Mensualidades Vitalicias Variables y las Cuentas de los Fondos de Capitalización Colectiva, cuyo valor se expresa en cuotas de igual monto y características. Está conformado por los aportes de los trabajadores para sus pensiones de jubilación futuras.
- El fondo de capitalización colectiva (FCC). Los Fondos de Capitalización Colectiva son fondos de pensiones cuyos activos están constituidos por cuotas de los Fondos de Capitalización Individual. Ésta conformado por las acciones de las empresas capitalizadas y por los beneficios (dividendos) provenientes de las mismas.
- Sociedades administradoras de fondos de inversión. Son sociedades anónimas que tienen por objeto único y exclusivo administrar fondos de inversión. Implementan las políticas de inversión que persigue el fondo, realizando inversiones a discreción propia, a favor de los participantes del fondo y por cuenta y riesgo de los mismos. La Ley del Mercado de Valores introduce el concepto de fondo de inversión, que es el patrimonio común autónomo, constituido por la captación de aportes de personas naturales o jurídicas, denominadas inversionistas, para su inversión en valores de oferta pública, bienes y demás activos, por cuenta y riesgo de los aportantes. Los fondos de inversión participan en el mercado de valores como inversionistas institucionales, constituyéndose en un importante canal del ahorro hacia la inversión. Asimismo, los fondos de inversión constituyen una alternativa para aquellas personas que deseen participar con sus ahorros en el mercado, permitiendo una mayor accesibilidad al mismo.
- Sociedades de titularización. Son sociedades anónimas cuyo objeto social exclusivo es representar y administrar patrimonios autónomos constituidos a partir de procesos de titularización. Las

sociedades de titularización son las encargadas de constituir el patrimonio autónomo, emitir los valores respaldados por los activos que conforman el patrimonio autónomo, cancelar las obligaciones emergentes de los valores emitidos y relacionarse jurídicamente con los inversionistas. Usualmente las sociedades de titularización también realizan la función de recaudar los flujos que generan los activos que conforman el patrimonio autónomo, sin embargo, esta función también puede ser realizada por una institución creada para ese efecto o por el originador de los activos de acuerdo a la estructura de la titularización. Las sociedades de titularización pueden administrar varios patrimonios autónomos, pero su patrimonio debe ser separado de estos.

2.6. Mercados más Representativos

2.6.1. Bolsa de Valores

Cómo señala la Bolsa Boliviana de Valores. (2018) en su Temario y Contenido del Programa de Educación Bursátil, las bolsas de valores son establecimientos legalmente autorizados donde se llevan a cabo las operaciones mercantiles relativas a títulos valor en cumplimiento con las órdenes de compra y de venta que reciben los agentes u operadores de bolsa.

La función que tiene una Bolsa de Valores es el establecimiento de un centro de inversión y de relación entre los ahorradores e inversionistas que buscan colocar su dinero para obtener un rendimiento interesante y las empresas que necesitan capitales para el desarrollo de sus negocios.

Por lo anterior, se puede decir que las bolsas de valores son las fuentes más importantes de suministro de capital a largo plazo.

Las bolsas se crearon para facilitar transacciones comerciales y para dar fe de las operaciones que en ella efectúan los agentes u operadores de bolsa.

2.6.1.1. Orígenes.

La actividad bursátil fue iniciada por griegos, cartaginenses y fenicios, durante reuniones en la plaza de Corinto, con los comerciantes de Atenas.

Por otra parte, en el siglo XIII, una familia noble de la ciudad de Brujas (Bélgica), organizaba reuniones comerciales, a la cabeza de Van Der Buerse, cuyo escudo de armas estaba representado por

tres bolsas de plata, que eran los monederos de esa época. Con el tiempo, gracias al incremento en el volumen de las negociaciones y la importancia de la familia, esta actividad derivó en el denominativo de "bolsa", por el apellido Buerse. Sin embargo, la primera bolsa moderna del mundo nació en 1460, en Amberes, donde se reunían mercaderes de diversas nacionalidades para transar objetos de valor.

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

Debido a la economía colonial, Latinoamérica comenzó con retraso la creación de sus bolsas. Brasil, Perú y Venezuela, por ejemplo, tienen Bolsas con más de 100 años, en tanto que México y Chile organizaron sus bolsas a fines del siglo XIX.

Figura 5

Bolsas de Valores en el Mundo y su fundación

País	Bolsa	Fecha de Fundación
Inglaterra	Bolsa de Valores de Londres	1570
Estados Unidos	Bolsa de Valores de Nueva York	1792
Francia	Bolsa de Valores de París	1794
Venezuela	Bolsa de Valores de Caracas	1840
	Comenzó a funcionar	1947
Perú	Bolsa de Valores de Lima	1860

	Comenzó a funcionar	1971
México	Bolsa Mexicana de Valores	1886
	Comenzó a funcionar	1908
Brasil	Bolsa de Valores de Sao Paulo	1890
Chile	Bolsa de Comercio de Santiago	1893
Colombia	Bolsa de Bogotá	1928
Bolivia	Bolsa Boliviana de Valores S.A.	1979
	Comenzó a funcionar	1989

Nota. Bolsa Boliviana de Valores. (2018). *Temario y Contenido del Programa de Educación Bursátil.* Recuperado de www.bbv.com.bo.

2.6.1.2. Principales Bolsas de Valores

Según lo establecen autores, revistas y artículos internacionales de seguimiento al Mercado de Valores, (Broseta Principales Bolsas de Valores del Mundo y sus Indicadores, 2017; IG, Méndez, Villaroya Pizarro, ¿Cuáles son las bolsas más importantes del mundo? 2018; BBVA, Bolsas más grandes del Mundo, 2018) se identifican las siguientes bolsas más representativas a nivel mundial.

- **Bolsa de Nueva York (New York Stock Exchange).** La bolsa de Nueva York (NYSE por sus siglas en inglés) se sitúa en Wall Street, en Nueva York. Se fundó en 1817, pero no llegó a operar con el nombre de NYSE hasta 1963. El grupo que conforma la bolsa de Nueva York ha tenido un camino turbulento hasta llegar a este primer puesto, con acontecimientos tan tristes como el derrumbe de Wall Street en 1929 y el Martes Negro de 1987. Sin embargo, se ha mantenido como la bolsa más

importante del mundo de la capitalización de mercado desde el final de la primera guerra mundial, momento en el que superó a la bolsa de Londres. En 2012, un grupo de la bolsa de futuros americana, *Intercontinental Exchange*, absorbió la NYSE. La capitalización bursátil de la bolsa de Nueva York fue de 23,12 billones de dólares en marzo de 2018, lo que supone casi el 40% del valor total del mercado de valores a nivel mundial. Existen más de 2400 empresas que cotizan en la bolsa de Nueva York, que abarca sectores como el financiero, el sanitario, el de los bienes de consumo y el energético. Algunas de las empresas más conocidas son: Exxon Mobil Corp (XOM), Citigroup Inc (C) y Pfizer Inc (GE). El Dow Jones es el índice que más se emplea para monitorizar el valor de la NYSE, pero los componentes también pueden cotizar en NASDAQ.

- **NASDAQ.** La bolsa de valores NASDAQ también se sitúa en Nueva York, en el famoso Times Square. Estas siglas, en inglés, se corresponden con *National Association of Securities Dealers Automated Quotations* y fue fundada por un grupo de corredores de bolsa locales en 1971. La NASDAQ es diferente, ya que nunca ha operado en un sistema de mercado abierto, sino que, en su lugar, siempre ha empleado sistemas de trading con ordenadores o por teléfono, lo que la convierte en la primera bolsa de valores electrónica. La capitalización bursátil de la NASDAQ alcanzó los 10,93 billones de dólares en marzo de 2018 y esto la convierte en la segunda bolsa de valores más importante del mundo. Además, tiene la capitalización de mercado de valores tecnológicos más relevante. Algunas de las empresas más importantes que cotizan en NASDAQ son Apple (APPL), Microsoft (MSFT), Facebook (FB) y Tesla (TSLA). El índice que se emplea para medir la ejecución de la bolsa es el Nasdaq 100.
- **Bolsa de Tokio.** (*Tokyo Stock Exchange*) La bolsa de Tokio (TSE por sus siglas en inglés) fue fundada en 1878 y es la bolsa de valores más importante de Japón. La TSE hizo frente a diversos problemas después de la segunda guerra mundial e, incluso, se suspendió entre agosto de 1945 y abril de 1949 por la implicación del país en la guerra. Se rebautizó en 1949 y, hoy en día, se conoce comúnmente por el nombre de su dueño: el *Japan Exchange Group*. El grupo se formó por la unión entre bolsa de valores de Osaka y la TSE en 2013. Ahora, la bolsa de Tokio se ha asociado con otras bolsas del mundo, incluida la de Londres. Hoy en día, existen más de 3575 empresas que cotizan en la bolsa de Tokio y que han llevado a la capitalización bursátil de la TSE a 6,22 billones de dólares en marzo de 2018. El índice de referencia de la bolsa de Tokio es el Nikkei 225 e incluye las empresas más importantes que cotizan en la TSE, como Honda Motor Co, Toyota Motor Corp y Sony Corp.
- **Bolsa de Shanghái** (*Shanghai Stock Exchange*). La bolsa de Shanghái (SSE por sus siglas en inglés) es una de las tres bolsas independientes de la República Popular de China (las otras dos son Shenzhen

y Hong Kong, y también están incluidas en esta lista). La bolsa de Shanghái es la cuarta más importante del mundo a pesar de lo reciente que es, ya que se fundó en 1990. Aunque su origen se remonta en realidad a 1866, se suspendió en 1949 a causa de la revolución China. Cada valor que cotiza en la SSE tiene acciones «A», que cotizan en la moneda local, el yuan, y acciones «B», que cotizan en dólares americanos. Las acciones «A» solo se emplean para inversiones nacionales, a excepción de los inversores que también cumplen los requisitos para la inversión extranjera, mientras que las acciones «B» están disponibles tanto para los inversores extranjeros como para los nacionales. La capitalización bursátil de la bolsa de Shanghái alcanzó los 5,01 billones de dólares en marzo de 2018. Los inversores pueden monitorizar el rendimiento de los valores que cotizan en la bolsa de Shanghái gracias al índice SSE Composite, también conocido como el *Shanghai Composite*. Esto incluye los valores más importantes en la bolsa de Shanghái, tales como PetroChina, el Banco Industrial y Comercial de China (*Industrial and Commercial Bank of China*) y el Banco Agrícola de China (*Agricultural Bank of China*).

Bolsa de Londres (*London Stock Exchange*). La bolsa de Londres (LSE por sus siglas en inglés) se fundó en 1801, pero sus orígenes se remontan al año 1698, cuando el servicio que prestaba la LSE se reducía a una publicación bisemanal de los precios de mercado. Esto la convierte en una de las bolsas más antiguas del mundo. De hecho, era la bolsa de valores más importante en el mundo hasta el final de la primera guerra mundial, cuando fue destronada por la NYSE. La LSE es, hoy en día, la sexta bolsa más relevante en el mundo y la más importante de Europa. La LSE pertenece al *London Stock Exchange Group*, que se creó en 2007 cuando la LSE se fusionó con la bolsa de Italia (*Borsa Italiana*). Es la bolsa de valores más internacional, ya que cuenta con más de 3000 empresas en 70 países diferentes. La capitalización bursátil de la bolsa de Londres fue de 4,38 billones de dólares en marzo de 2018. Los inversores pueden monitorizar el rendimiento de la LSE y su capitalización bursátil con el Financial Times Stock Exchange Index 100 Share Index o FTSE 100. El índice contiene las 100 empresas más importantes que cotizan en la bolsa de Londres, lo que incluye Barclays, BP y GlaxoSmithKline. Asimismo, existen otros índices que pueden emplearse para realizar el seguimiento de las empresas que cotizan en la bolsa de Londres, como el FTSE 250, el FTSE Small Cap y el FTSE All-Share.

- **Euronext.** La bolsa Euronext tiene base en Ámsterdam (Países Bajos), pero es una bolsa paneuropea, ya que abarca a Países Bajos, Portugal, Bélgica, Francia, Irlanda y Reino Unido. Fue fundada en el año 2000 con el fin de representar a la economía europea en su totalidad y, por eso, opera en euros. En 2007, Euronext se fusionó con el grupo de la NYSE para formar la NYSE Euronext y, en 2013, *Intercontinental Exchange* la absorbió por completo. Entonces, en junio de 2014,

Euronext se hizo pública con el fin de convertirse en una empresa independiente de nuevo. Euronext es la séptima bolsa de valores más importante del mundo y tiene una capitalización bursátil de 4,36 billones de dólares. Ya que son varios los países implicados en la bolsa existen 1300 empresas que cotizan y 30 índices bursátiles que pueden emplearse para monitorizar su rendimiento. No obstante, el índice predominante para las empresas que cotizan en la Euronext es el Euronext 100, que se compone de los valores más importantes y líquidos de Euronext, como AXA, Christian Dior y Renault.

2.6.1.3. Principales Bolsas de Valores Latinoamérica

Por su parte, (Daza, 2018; La economista américa, 2018; Castro, 2018; Bolsa de Comercio de Santiago 2018) se identifican las siguientes bolsas más representativas a nivel latinoamericano.

- BOVESPA. Fundada el 23 de agosto de 1890 la Bolsa de Valores de Sao Paulo (BOVESPA) ha sido parte importante de la historia de la bolsa de valores y la economía brasileña. Hasta mitad de los años 60, Bovespa y las otras bolsas de valores brasileñas eran empresas estatales, dependientes de la secretaría de finanzas y los brokers eran empleados públicos. Con las reformas del sistema financiero nacional y del mercado de valores llevadas a cabo en 1965 y 1966, los mercados de valores asumirían el rol institucional que dura hasta hoy, pasando a ser asociaciones civiles sin ánimo de lucro, con autonomía administrativa, financiera y patrimonial. La antigua figura de los brokers de las acciones gubernamentales fue sustituida por la de los brokers comerciales. A pesar de su autorregulación, Bovespa opera bajo la supervisión de la "Comissão de Valores Mobiliários" (Comisión de valores moviliarios, CMV). Desde los 60, ha evolucionado tecnológicamente de forma constante. En 1972, Bovespa fue la primera bolsa de valores brasileña en implementar un sistema automático para la difusión de información on-line en tiempo real a través de una amplia red de terminales informáticas. En 1997, el nuevo sistema de negociación electrónica de Bovespa, el Mega Bolsa, fue implantado exitosamente. Mega Bolsa aumenta el potencial volumen de proceso de información y permite a Bovespa aumentar su volumen total de actividades. Con el objetivo de ampliar el acceso a los mercados, en 1999 Bovespa introduce "Home Broker" y "After-Market", sistemas electrónicos de negociación que permiten participar en el mercado a los pequeños y medianos inversores. Home Broker permite a los usuarios ejecutar órdenes de compra y venta en el mercado. After-Market es un servicio de compraventa nocturno que opera después del cierre del

mercado. Según la propia página web de Bovespa, en este mercado se cotizan alrededor de 550 compañías.

- La Bolsa de Valores de Colombia (BVC), creada el 3 de julio de 2001, es el único mercado de acciones y otros valores de Colombia, organizado a través de la estructura de bolsa. Anteriormente, operaban tres bolsas de valores independientes - Bolsa de Bogotá (1928), Bolsa de Medellín (1961) y Bolsa de Occidente (Cali, 1983) - que se fusionaron para crear la BVC. Tiene oficinas en Bogotá, Medellín y Cali. El resto del mercado se organiza a través de sistemas centralizados de transacción de operaciones que no hacen parte de la Bolsa de Valores de Colombia.
- La Bolsa Mexicana de Valores o BMV es la principal bolsa de valores de México. En 1850 se negocia con los primeros títulos accionarios de empresas mineras en 1886 se constituye la Bolsa Mercantil de México. En 1895 se inaugura en la calle de Plateros (hoy Madero) el centro de operaciones bursátiles Bolsa de México, S.A. en 1908. Luego de periodos de inactividad bursátil, provocados por crisis económicas y en los precios internacionales de los metales, se inaugura la Bolsa de Valores de México. El principal índice de marcas es el IPC o Índice de Precios y Cotizaciones. En la actualidad existen 46 compañías que cotizan en la bolsa. (Bolsa Mexicana de Valores, 2018)
- Bolsa de valores de Lima (2018) tiene antecedentes en el Tribunal del Consulado que fue en el siglo XIX el más alto tribunal de comercio y tuvo un papel decisivo en el nacimiento de la Bolsa de Comercio de la Capital. El primer centenario de su fundación fue celebrado en 1960. En este lapso, educar para negociar en Rueda de Bolsa y la creación de un verdadero mercado de valores ha sido una de sus grandes inquietudes. En 1971, las condiciones estaban maduras para la fundación de la actual Bolsa de Valores de Lima. El Sistema de Negociación Electrónica (ELEX), implementado en agosto de 1995, es un mecanismo que se ha desarrollado para facilitar la realización de operaciones en la Bolsa de Valores de Lima. Con la finalidad de facilitar la negociación de valores, la propiedad de valores es representada por anotaciones contables (similar a un depósito bancario) conocido como registro contable. Esto significa que mediante simples cargos (reducción) y abonos (aumento) en las cuentas de los inversionistas, se registran las ventas y compras de valores, respectivamente. Cotizan más de 240 empresas.
- MILA, (Bolsa de Comercio de Santiago, 2018) El Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) nació en el año 2011, luego de la iniciativa conjunta de la Bolsa de Comercio de Santiago, Bolsa de Valores de Colombia y Bolsa de Valores de Lima, así como del Depósito Central de Valores (DCV) de Chile, DECEVAL de Colombia y CAVALI de Perú, que desde el año 2009 trabajaron en la creación de un mercado regional.

- En junio del año 2013, se integró la Bolsa Mexicana de Valores y el Depósito de México, INDEVAL, quienes realizaron su primera transacción en diciembre de 2014. El Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), ofrece un punto único de acceso a inversión en renta variable, en más de 700 compañías de los cuatro países, 37 intermediarios de bolsa negociando valores de las compañías bajo normas homologadas y más de 1.000 valores disponibles. Este importante polo de inversión de América Latina, posee una gran diversificación de sectores de inversión y un importante potencial de creación de nuevos negocios y relaciones comerciales. Durante el año 2016 el market cap del MILA logró un crecimiento de 2,5%, es decir US\$19 mil millones más que el año anterior y los volúmenes transados alcanzaron un incremento de 11,7%, monto equivalente a US\$437 millones. Para los países que componen MILA, este material representa una forma más de acercar a los inversionistas a los múltiples atractivos de este Mercado, explicando de forma simple la forma de operar con información rápida de cómo abrir una cuenta y operar en el MILA, cómo se custodian los valores MILA, cómo se liquida una operación en el MILA e información de los impuestos en el MILA. Además, buscan destacar los avances que se han realizado en materia de integración y optimización entre los depósitos de valores y bancos custodios, que sin duda se refleja en las positivas cifras del año 2016. En el año 2017, y a 6 años de su formación, el mercado no solo ha logrado convertirse en el mejor expositor de productos y oportunidades para los inversionistas de la región, sino que también se ha potenciado como una marca relevante en representación del mercado de América Latina a nivel mundial.

Capítulo III

Metodología de la Investigación

3.1. Hipótesis

¿Cuál debe ser el instrumento normativo en el Mercado de Valores Boliviano para hacer posible la negociación de Pagarés Subordinados?

3.2. Análisis y Operacionalización de Variables

El instrumento normativo en el Mercado de Valores Boliviano para hacer posible la negociación de Pagarés Subordinados es un reglamento específico a ser emitido por el regulador del Mercado de Valores.

- Variables independientes: El instrumento normativo en el Mercado de valores boliviano.
- Variables dependientes: Posibilidad de negociar Pagarés Subordinados en el Mercado de Valores Boliviano.

Nominal	Definición	Indicador	Resultado
Instrumento Normativo	Úsese para documentos que expresan un acto legal o un acuerdo, para crear, garantizar, modificar o terminar un derecho, o con el propósito de proporcionar evidencia de un derecho. Para documentos que tienen relevancia legal en general.	Revisión de normativa Nacional.	Reglamento Específico emitido por el Regulador boliviano.
Mercado de Valores	Es aquel normado y regulado dónde se negocian	Registros de inscripción.	Base registral sobre la inscripción de Valores en el

Boliviano	Valores.		Registro del Mercado de Valores.
Negociación de Pagarés Subordinados	Acto de compra y venta de Valores.	Revisión de operaciones de Pagarés Subordinados en la Bolsa Boliviana de Valores.	Base registral de Valores subordinados para negociación y cotización en la Bolsa Boliviana de Valores.
Pagaré Subordinado	Promesa incondicional de pago que constituye un pasivo subordinado a todos los demás pasivos de la empresa, estando disponible para absorber pérdidas, en caso que los recursos patrimoniales resulten insuficientes.	Tipos de pagarés que se negocian en el Mercado de Valores Boliviano.	Reglamento específico que permita su creación y negociación.

3.3. Tipo de Estudio

El tipo de estudio es Exploratorio, por cuanto aborda un tema poco estudiado en el Mercado de Valores.

También es descriptivo, por cuanto busca especificar las propiedades importantes de personas, grupos comunidades o cualquier otro fenómeno que sea sometido a análisis.

Una vez formulada la problemática e identificada la hipótesis, “¿Cuál debe ser el instrumento normativo en el Mercado de Valores Boliviano para hacer posible la negociación de Pagarés Subordinados?” corresponde proponer un Proyecto de Reglamento específico en el Mercado de Valores al objeto de hacer posible la negociación de Pagarés subordinados.

Según la fuente, constituye una Investigación bibliográfica, por cuanto se trata de una revisión bibliográfica del tema para conocer el estado de la cuestión. La búsqueda, recopilación, organización, valoración, crítica e información bibliográfica sobre el tema específico de los pagarés subordinados tiene un valor por cuanto es constituye un nuevo valor en el Mercado de Valores boliviano, plasmado a través una normativa específica.

Por su propósito la investigación es aplicada y propositiva ya que se propone un Proyecto de Reglamento que sea emitido por la Autoridad de Supervisión del Mercado de Valores.

3.4. Diseño de la Investigación

Para el presente caso es no experimental, ya que no existe una manipulación intencionada de las variables y en el que solo se observan los fenómenos en su ambiente natural para después analizarlas.

Asimismo, la investigación no experimental es transversal porque recolecta datos en un solo momento en el tiempo.

3.5. Metodología

La metodología utilizada es la Jurídico Propositiva, por cuanto se hizo una evaluación la normativa del Mercado de Valores y encontradas las deficiencias, se presenta un proyecto para la Negociación de Pagarés Subordinados en el Mercado de Valores.

3.6. Métodos de Investigación

Al tratarse de una investigación sistemática, se contrastarán resultados y se repetirán las observaciones hasta lograr uniformidad en los resultados del estudio. Asimismo, se considerará el método del análisis correspondiente a la investigación teórica, por cuanto permite mediante el desglose de los componentes del problema, los Pagarés Subordinados y su negociación el Mercado de Valores boliviano.

Asimismo, se utilizará la Síntesis, por cuanto se relacionan objetos aislados para formular una teoría que unifica los diversos elementos. Consiste en la reunión racional de varios elementos dispersos en una nueva totalidad. Es decir, un nuevo reglamento para el mercado de valores.

3.7. Técnicas de Recojo de Información

Análisis documental, por cuanto permite dar un tratamiento profundo a las teorías y postulados, para la extracción de información y la descripción crítica que contribuye a estructurar y fundamentar una postura en el desarrollo de la investigación.

Capítulo IV

Marco Práctico

4.1. Evaluación de la norma boliviana en relación con la negociación de Pagarés Subordinados en el Mercado de Valores

4.1.1. Código de Comercio

El Código de Comercio que actualmente rige en Bolivia data de 1977, fue aprobado mediante Decreto Ley Nº 14379 de 25 de febrero de 1977.

El Código de Comercio regula las relaciones jurídicas derivadas de la actividad Comercial. (1977)

En el capítulo VI, Título II del Código de Comercio, se establecen los lineamientos generales referidos al Pagaré como un Título Valor.

El Artículo 592 del Código de Comercio señala el contenido mínimo del Pagaré de la siguiente forma: 1) La mención de ser pagaré, inserta en el texto del documento; 2) La promesa incondicional de pagar una suma determinada de dinero; 3) El nombre de la persona a cuya orden debe hacerse el pago; 4) Fecha de vencimiento o la forma de determinarla y el lugar de pago; 5) El lugar y fecha de suscripción del documento, y 6) La firma del suscriptor o deudor.

De lo anterior, a continuación, se analizarán los elementos más importantes en cuanto al objeto del presente estudio.

El numeral 2 refiere a la PROMESA INCONDICIONAL DE PAGO, es decir aquel compromiso de carácter ineludible, carente de restricciones, que no debe depender ni limitarse por ninguna circunstancia para materializar el pago de la deuda adquirida.

El numeral 4 contempla la fecha de vencimiento o la forma de determinarla, así como el lugar de pago. En cuanto a la Fecha de Vencimiento o la forma de determinarla, una característica sumamente importante y muy ligada a la naturaleza de este documento cambiario, nos indica el momento en el tiempo en el cuál se deberá honrar la mencionada obligación. Aunque el Código de Comercio no menciona el lapso de tiempo mínimo o máximo, debemos recordar que este Valor, nace como una obligación de plazo reducido, normalmente inferior a un año, por eso es que una de sus características

principales es el corto tiempo a pagar, por lo que constituye un Valor a corto plazo. Compromisos de pago a corto plazo generalmente emitidos al descuento denominados en una divisa diferente a la del país emisor de la deuda (Gómez, 1991).

Finalmente, el lugar de pago, que por generalidad se establece en el domicilio de la persona que ha emitido el Valor.

El numeral 5, que refiere al lugar y fecha de suscripción del documento, muy ligado al inciso anterior en cuanto al tiempo, es decir desde cuándo empezará el cómputo del plazo para cumplir con la obligación adquirida.

El numeral 6, que básicamente constituye el compromiso formal del suscriptor y deudor al introducir la firma correspondiente.

En este sentido, este instrumento financiero se plasma nominalmente en la normativa nacional, en el código pertinente, al objeto de que su uso se encuentre debidamente respaldado y reconocido, dando pie al estudio y uso a ser analizado en los siguientes puntos.

4.1.2. Ley del Mercado de Valores

La Ley del Mercado de Valores N° 1834 del 31 de marzo de 1998, incluye un marco legal de carácter especial para el funcionamiento del Mercado de Valores, el cual estaba contemplado de forma muy general en el Código de Comercio. Esta nueva ley, introduce nuevos participantes, como son las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión, las Entidades de Depósito de Valores, las Calificadoras de Riesgo, entre otros.

La Ley 1834, tiene por objeto regular y promover un Mercado de Valores organizado, integrado, eficaz y transparente.

El ámbito de aplicación de esta Ley y sus reglamentos contempla al Mercado de Valores bursátil y extrabursátil, norma la oferta pública y la intermediación de Valores, las bolsas de valores, las agencias de bolsa, los administradores de fondos y los fondos de inversión, las sociedades de titularización y la titularización, las calificadoras de riesgo, los emisores, las entidades de depósito de valores, así como las demás actividades y personas naturales o jurídicas que actúen en el Mercado de Valores de la República de Bolivia. La presente ley también norma el funcionamiento y atribuciones, de la Superintendencia de

Pensiones, Valores y Seguros encargada de la fiscalización, control y regulación del Mercado de Valores (Ley del Mercado de Valores, 1998).

Al objeto del presente análisis, es necesario considerar que no se encuentra un capítulo o artículo específico sobre el pagaré, de hecho, ni siquiera se menciona este Valor de forma expresa.

El tratamiento que le da la Ley es de forma general y puede encontrarse en el Artículo 2.

ARTÍCULO 2.- VALOR. A los fines de la presente Ley y sus reglamentos, la expresión "Valor" comprenderá su acepción documentaria, así como su representación en anotación en cuenta se entiende por Valor:

- a) Los Títulos - Valores normados por el Código de Comercio.*
- b) Los Valores emitidos por el Estado boliviano y sus entidades.*
- c) Aquellos instrumentos de transacción en el Mercado de Valores, que cumplan con las siguientes condiciones:*
 - i) Que sean creados y emitidos de conformidad a reglamento específico;*
 - ii) Que identifiquen al beneficiario de los recursos obtenidos por la emisión;*
 - iii) Que su oferta pública sea autorizada por el Superintendente de Valores; y,*
 - iv) Que representen la existencia de una obligación efectiva asumida por el emisor.*

Los Valores especificados tienen fuerza ejecutiva, sea que se encuentren expresados en documentos necesarios para legitimar el ejercicio de sus derechos literales y autónomos o mediante anotaciones en cuenta.

Los Valores son libremente transferibles de acuerdo a lo establecido en la presente Ley. Es nula toda limitación a su circulación.

Por lo anterior, queda claro que la Ley del Mercado de Valores entiende que son Valores aquellos Títulos –Valores que son normados por el Código de Comercio, y entre éstos Valores, se encuentra el Pagaré.

Por su parte, es necesario considerar que la Entidad de Depósito de Valores de Bolivia S.A., a través del Reglamento Operativo Interno, debidamente aprobado por ASFI, (2019) considera que la “Representación mediante anotación en cuenta” es una forma de representación de valores establecida

por la Ley del Mercado de Valores por la que los mismos se expresan a través de anotaciones en cuenta a cargo de la Entidad de Depósito de Valores. Los valores pueden ser representados mediante anotaciones en cuenta, ya sea a través de su emisión desmaterializada en mercado primario o a través de la conversión de los valores físicos o caratulares en anotaciones en cuenta. Dicha conversión se produce por el depósito de los valores documentarios en la Entidad de Depósito de Valores y su consiguiente inscripción en el Sistema de Registro de Anotaciones en Cuenta a cargo de ésta.

Asimismo, este Artículo es sumamente importante para el desarrollo normativo del Mercado de Valores, por cuanto constituye una puerta a que nuevos valores puedan ser negociados en el mercado de valores dentro de un marco regulatorio específico que pueda establecer el ente regulador, en este presente, la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero – ASFI, cumpliendo los requisitos señalados anteriormente.

El órgano administrativo encargado del control en la materia, en cumplimiento de sus atribuciones especificadas en el artículo 15 de la LMV debe regular lo concerniente a los Valores, por cuanto, autoriza, suspende y cancela la oferta pública de Valores. Asimismo, autoriza la emisión de nuevos Valores y su inscripción en el Registro del Mercado de Valores de los Valores, autoriza en inscribe a los intermediarios y demás participantes del Mercado de Valores.

Vale decir, que para incluir un nuevo Valor sea susceptible de negociación en el Mercado de Valores Boliviano, debe reunir los requisitos establecidos por el Artículo 2 de la LMV, pudiendo ser objeto de oferta pública siempre y cuando sea autorizado y registrado en el RMV de ASFI.

4.1.3. Recopilación de Normas para el Mercado de Valores de la ASFI

Mediante Resolución ASFI N° 863/2013 de 31 de diciembre de 2013, la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero, aprobó y puso en vigencia la Recopilación de Normas para el Mercado de Valores para su aplicación y estricto cumplimiento por parte de las entidades supervisadas del Mercado de Valores, constituyéndose en un reordenamiento temático de la normativa y los Reglamentos aprobados por ASFI y por la Ex Superintendencia de Pensiones Valores y Seguros, organizándola en Capítulos, Títulos y Libros.

El objetivo de la Recopilación de Normas para el Mercado de Valores, es que tanto ASFI como las propias entidades del Mercado de Valores y terceros interesados, cuenten con un documento único de

consulta, que reúna toda la normativa prudencial y de control relativa a la constitución, funcionamiento y operación de las entidades del Mercado de Valores, en el marco de la Ley N° 1834 del Mercado de Valores. El documento es de fácil uso por su estructura temática y permitirá al lector no especializado en temas bursátiles y financieros, leer con facilidad toda la normativa aplicable al Mercado de Valores, ASFI (2018).

4.1.3.1. Regulación para la Autorización e Inscripción en el Registro del Mercado de Valores de Emisiones de Pagarés para su Oferta Pública y Negociación en el Mercado Bursátil

Contenido en la mencionada Recopilación de Normas para el Mercado de Valores, se encuentra la Regulación para la Autorización e Inscripción en el Registro del Mercado de Valores de Emisiones de Pagarés para su Oferta Pública y Negociación en el Mercado Bursátil, más precisamente en el Capítulo II, Título I, Libro 2°.

Dicho reglamento establece las normas para la autorización e inscripción en el RMV de emisiones de pagarés para su oferta pública y negociación en el mercado bursátil.

La importancia de este reglamento es esencial en el mercado de valores nacional, por cuanto permite la negociabilidad de un nuevo instrumento financiero que es el Pagaré Bursátil.

Este nuevo instrumento financiero comparte algunas características del Pagaré normado en el Código de Comercio. Sin embargo, el pagaré bursátil tiene sus propias características.

- Es un Nuevo Valor creado en base a lo establecido en el Artículo 2 de la LMV, por cuanto cumple con las condiciones requeridas en el inciso c) de dicho Artículo:
 - c) *Aquellos instrumentos de transacción en el Mercado de Valores, que cumplan con las siguientes condiciones:*
 - i) *Que sean creados y emitidos de conformidad a reglamento específico;*
 - ii) *Que identifiquen al beneficiario de los recursos obtenidos por la emisión;*
 - iii) *Que su oferta pública sea autorizada por el Superintendente de Valores; y,*
 - iv) *Que representen la existencia de una obligación efectiva asumida por el emisor.*

	Condiciones inciso c) Artículo 2 LMV	Pagaré Bursátil.
1	<i>Que sean creados y emitidos de conformidad a reglamento específico</i>	Mediante Resolución Administrativa No.149/2005 se aprueba y emite la Regulación para la Autorización e Inscripción en el Registro del Mercado de Valores de Emisiones de Pagarés para su Oferta Pública y Negociación en el Mercado Bursátil emitida por la Ex SPVS.
2	<i>Que identifiquen al beneficiario de los recursos obtenidos por la emisión</i>	Esta condición refiere al Emisor de los Valores, que deberá ser aquella persona jurídica inscrita en el RMV y que deberá presentar la información y documentación específica para que se proceda a la correspondiente Inscripción y Autorización.
3	<i>Que su oferta pública sea autorizada por el Superintendente de Valores; y</i>	La norma prevé que cada Emisión por si misma o comprendida dentro de un Programa de Emisiones, sea debidamente autorizada e inscrita para la obtención de su Oferta Pública.
4	<i>Que representen la existencia de una obligación efectiva asumida por el emisor</i>	La norma, en cumplimiento al Código de Comercio, establece que en los documentos de emisión se contenga la Promesa Incondicional de Pago de sumas determinadas de dinero, de acuerdo a lo señalado en el numeral del Artículo 592. Asimismo, dentro de los requisitos específicos, se solicita un ejemplar original o copia legalizada del órgano máximo del Emisor que apruebe las emisiones respectivas.

- Es un Valor que solamente puede ser negociado en Mercado Bursátil.
- El plazo máximo para la colocación de una emisión será de ciento ochenta (180) días calendario.
- Debe ser representado mediante anotación en cuenta.
- Es un Valor que tiene plazo máximo de 360 días calendario.
- La calificación de riesgo no es necesaria para cada emisión. Sin embargo, podrá otorgarse una calificación de riesgo única para todos los valores a ser emitidos en el Programa de Emisiones.
- Las convocatorias, el quorum y las mayorías para la asamblea de tenedores de pagarés y sus resoluciones deberán ser previstas por el emisor y estar claramente señaladas en el Prospecto de la emisión. Los tenedores de pagarés podrán designar en asamblea un representante común otorgándole las facultades correspondientes.

En consecuencia, los documentos de Emisión deben contener el tratamiento de las Asambleas de Tenedores de Pagarés, así como lo pertinente en cuanto al Representante de Tenedores de Pagarés Bursátiles, aun cuando no se llegue a realizar ninguna Asamblea o no se nombre ningún Representante de Tenedores.

- En cuanto a la Valoración de dichos instrumentos, los pagarés negociados en el mercado bursátil adoptan la abreviación "PGB" y creándose un nuevo Tipo de Valor representativo de deuda en la Metodología de Valoración para Entidades Supervisadas por ASFI.

Por su parte, es necesario considerar que el Reglamento de Oferta Pública Primaria, contenido en el Capítulo I, Título I, Libro 2° de la Recopilación de Normas Para el Mercado de Valores de ASFI (2018) establece los siguientes conceptos:

- **Emisión**, Conjunto de Valores de un mismo emisor incluidos en una misma Oferta Pública, y que son homogéneos entre sí por formar parte de una misma operación financiera o responder a una unidad de propósito, incluida la obtención sistemática de financiación; por ser igual su tipo y su régimen de transmisión. Cada emisión podrá incorporar series de Valores, según la decisión del emisor. Una emisión de Valores de contenido crediticio o representativo de deuda no podrá comprender Valores de distinta clase.
- **Programa de Emisiones de Valores**, Plan de múltiples emisiones de Valores de oferta pública de un mismo emisor para un período de tiempo determinado, de acuerdo a las características y límites establecidos por la instancia del emisor facultada a aprobarlo y conforme a lo previsto por la mencionada regulación.

4.1.3.2. Reglamento del Registro del Mercado de Valores

El Reglamento del Registro del Mercado de Valores establece las normas y procedimientos que regulan la organización, estructura, funcionamiento, operación e información del Registro del Mercado de Valores, de acuerdo con lo establecido por la Ley del Mercado de Valores No. 1834 y demás modificaciones.

Asimismo, regula la Mesa de Negociación, que es un mecanismo centralizado administrado por las bolsas de valores, en el que participan aquellas empresas que cumplen con la ponderación de Pequeña y/o Mediana Empresa (PyME) resultante de la aplicación de la “Metodología de Estratificación de PyMES” establecida por la Bolsa de Valores respectiva, ASFI (2018).

Los Pagarés, son Valores objeto de transacción en Mesa de Negociación, los cuales deben estar inscritos en el Registro del Mercado de Valores, en la Bolsa de Valores en la que se negocien, ASFI (2018).

Dichos Pagarés serán representados mediante anotaciones en cuenta e inscritos en el Sistema de Registro de Anotaciones en Cuenta de la Entidad de Depósito de Valores, de acuerdo a lo previsto en el Reglamento de Entidades de Depósito de Valores, Compensación y Liquidación de Valores.

ASFI podrá autorizar mediante Resolución Administrativa, la negociación de otro tipo de Valores o Instrumentos Financieros en el mecanismo de Mesa de Negociación, estableciendo la reglamentación respectiva para el efecto.

A este efecto, el Pagaré de Mesa de Negociación nació como un Valor a ser utilizado exclusivamente por las Pymes en Bolivia, de acuerdo con las siguientes características.

- Es un Nuevo Valor creado en base a lo establecido en el Artículo 2 de la LMV, por cuanto cumple con las condiciones requeridas en el inciso c) de dicho Artículo:
 - c) *Aquellos instrumentos de transacción en el Mercado de Valores, que cumplan con las siguientes condiciones:*
 - i) *Que sean creados y emitidos de conformidad a reglamento específico;*
 - ii) *Que identifiquen al beneficiario de los recursos obtenidos por la emisión;*
 - iii) *Que su oferta pública sea autorizada por el Superintendente de Valores; y,*

iv) *Que representen la existencia de una obligación efectiva asumida por el emisor.*

	Condiciones inciso c) Artículo 2 LMV	Pagaré de Mesa de Negociación.
1	<i>Que sean creados y emitidos de conformidad a reglamento específico</i>	Mediante Resolución Administrativa No.756/2005 se aprueba y emite el Reglamento del Registro del Mercado de Valores que contempla un Capítulo a establecer lo pertinente a la Mesa de Negociación y a los Pagarés de Mesa de Negociación.
2	<i>Que identifiquen al beneficiario de los recursos obtenidos por la emisión</i>	Esta condición refiere al Emisor de los Valores, que deberá ser aquella PYME inscrita en el RMV, que cumpla con la condición de PYME de acuerdo a la Metodología de la Bolsa de Valores a inscribirse y que deberá presentar la información y documentación específica para que se proceda a la correspondiente Inscripción y Autorización.
3	<i>Que su oferta pública sea autorizada por el Superintendente de Valores; y</i>	El Reglamento del Registro del Mercado de Valores, señala que, queda prohibida la realización de oferta pública de valores en el mercado primario o secundario, bursátil o extrabursátil, si la emisión y el emisor no han sido previamente autorizados e inscritos en el RMV. Por tanto, se debe aprobar la Oferta Pública de estos Valores.
4	<i>Que representen la existencia de una obligación efectiva asumida por el emisor</i>	La norma señala que las emisiones podrán ser efectuadas en función a las necesidades del emisor y los valores provenientes de la

	emisión no necesariamente deben ser seriados. Asimismo, dentro de los requisitos específicos, se solicita un ejemplar original o copia legalizada del órgano máximo del Emisor que apruebe las emisiones respectivas.
--	---

- Es un Valor que solamente puede ser negociado en la Mesa de Negociación administrada por la Bolsa de Valores correspondiente, dónde participarán aquellas empresas que cumplen con la ponderación de Pequeña y/o Mediana Empresa (PyME) resultante de la aplicación de la “Metodología de la Estratificación de PyMES”.
- Debe ser representado mediante anotación en cuenta, aunque en un inicio podía estar representado en formato documentario.
- El margen de endeudamiento debe estar previamente autorizado por la Bolsa de Valores donde se negociarán, es decir la Bolsa de Valores es la encargada de medir los niveles de endeudamiento en base a la información financiera presentada por el Emisor.
- Se requiere una Declaración Especial realizada por los principales ejecutivos del Emisor mediante la cual se exprese que la Sociedad no se encuentra en cesación de pagos,
- Es un Valor que tiene plazo máximo de 270 días calendario.
- El contenido mínimo del prospecto de Emisión queda a cargo de las Bolsas de Valores, dónde se llevará a cabo el tratamiento sobre las convocatorias, el quorum y las mayorías para la asamblea de tenedores de pagarés y sus resoluciones deberán ser previstas por el emisor y estar claramente señaladas en el Folleto de Emisiones de Pagarés en Mesa de Negociación. Los tenedores de pagarés podrán designar en asamblea un representante común otorgándole las facultades correspondientes.

En consecuencia, los documentos de Emisión deben contener el tratamiento de las Asambleas de Tenedores de Pagarés, así como lo pertinente en cuanto al Representante de Tenedores de Pagarés Bursátiles, aun cuando no se llegue a realizar ninguna Asamblea o no se nombre ningún Representante de Tenedores. En el caso de la Bolsa Boliviana de Valores S.A., el Folleto de Emisiones de Pagarés en Mesa de Negociación debe ser actualizado de forma anual, según lo establece la Resolución Normativa de Directorio No.06/2014.

- En cuanto a la Valoración de dichos instrumentos, los pagarés negociados en el mercado bursátil adoptan la abreviación "PGS" y creándose un nuevo Tipo de Valor representativo de deuda en la Metodología de Valoración para Entidades Supervisadas por ASFI.

4.1.4. Normativa de la Bolsa Boliviana de Valores S.A.

4.1.4.1. Metodología de Estratificación Empresarial PyME para el Mercado de Valores

La Bolsa Boliviana de Valores S.A. ha implementado la Metodología de Estratificación Empresarial PyME para el Mercado de Valores, por cuanto se ha estudiado a estas entidades, determinando que sus características y condiciones requieren de un tratamiento particular por parte de los diferentes actores del mercado de valores para acceder y permanecer en el mismo.

La Ex - Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros a través del Reglamento del Registro del Mercado de Valores aprobado mediante Resolución Administrativa SPVS/IV/No.756 del 16 de septiembre de 2005 y modificada mediante Resolución Administrativa SPVS/IV/No.474 del 29 de mayo de 2008, en su artículo 27 atribuye a las Bolsa de Valores la disposición en su normativa interna de una “Metodología de Estratificación de PYMEs”.

Vale decir que dicha metodología se utiliza para medir el tamaño de la empresa para determinar en base a fórmulas financieras, si una empresa podría ser considerada como PYME.

4.1.4.1.1. Certificación PYME, Obligación Financiera y Margen de Endeudamiento

La BBV otorga a los solicitantes que cumplan con la definición de Pequeña y/o Mediana Empresa un certificado que acredite su condición de tales (la “Certificación PyME”). Para la certificación PyME, la BBV deberá contar con la siguiente documentación de acuerdo al Reglamento Interno de Registro y Operaciones (2018):

- I. Carta dirigida al Gerente General de la BBV, suscrita por el Representante Legal, Gerente General o principal ejecutivo del Emisor, solicitando la certificación de que la empresa cumple con la condición de PyME.
- II. Formulario de presentación de Información para emisores PyME, establecido por la BBV, para el cálculo del Índice PyME, suscrito por el Representante Legal, Gerente General o principal

ejecutivo de la Agencia de Bolsa o Estructurador PyME contratado por el Emisor para el efecto y por el Representante Legal, Gerente General o principal ejecutivo del Emisor. Dicho Formulario tendrá carácter de declaración jurada.

Los emisores de Pagarés en el Mecanismo de Mesa de Negociación de la BBV se sujetarán a la obligación de mantener en por lo menos en uno coma dos (1,2) veces el coeficiente de su Resultado Operativo más Depreciación y Amortización dividido entre sus Gastos Financieros.

Después del registro de los Pagarés del emisor en Mesa de Negociación, este indicador de cobertura será calculado en base a la información financiera periódica remitida a la BBV de acuerdo al presente Reglamento y la normativa vigente y será remitido a través de un Formulario establecido por la BBV para tal efecto, el mismo que tendrá carácter de declaración jurada, suscrito por el Representante Legal, Gerente General o principal ejecutivo del Emisor.

El margen de endeudamiento permitido para el Registro en Mesa de Negociación podrá ser de hasta cuatro (4) veces el Resultado Operativo más Depreciación y Amortización de la sociedad.

El cálculo del Margen de Endeudamiento permitido se realizará en función a los documentos legales y al último estado financiero auditado externamente.

Todo lo anterior corresponde a requisitos para inscribir pagarés en Mesa de Negociación en la BBV, lo cual tiene un tratamiento especial a cargo de dicha entidad encargada de brindar infraestructura para la realización de operaciones con Valores.

4.1.5. Pagarés Subordinados en el Registro del Mercado de Valores y la Bolsa Boliviana de Valores S.A.

De la revisión del listado de valores autorizados e inscritos en el Reglamento del Registro del Mercado de Valores, así como el listado de Valores inscritos en la Bolsa Boliviana de Valores S.A., se evidencia que no existió y no existe un Valor denominado "Pagaré Subordinado" que haya sido inscrito para negociación y cotización en mercado de valores en el territorio nacional.

4.2. Análisis del concepto financiero de la deuda subordinada en la normativa nacional

El concepto de deuda subordinada se encuentra descrito en nuestra legislación en las siguientes normativas:

4.2.1. Ley 393 de Servicios Financieros. Glosario de Términos Financieros del Sistema

Financiero

“Obligación Subordinada. Pasivo subordinado a todos los demás pasivos de la entidad de intermediación financiera, estando disponible para absorber pérdidas, en caso de que los recursos patrimoniales resulten insuficientes”. Ley N° 393 de Servicios Financieros (2013).

La Ley 393 tiene por objeto regular las actividades de intermediación financiera y la prestación de los servicios financieros, así como la organización y funcionamiento de las entidades financieras y prestadoras de servicios financieros; la protección del consumidor financiero; y la participación del Estado como rector del sistema financiero, velando por la universalidad de los servicios financieros y orientando su funcionamiento en apoyo de las políticas de desarrollo económico y social del país.

Dicha Ley contempla la posibilidad de financiamiento de las entidades de intermediación financiera a través de deuda subordinada, la misma que debe ser computable como parte del capital regulatorio, aspecto que incidiría favorablemente en el Cálculo del Coeficiente de Adecuación Patrimonial.

4.2.2. Recopilación de Normas para Servicios Financieros

La Recopilación de Normas para Servicios Financieros (RNSF), documento que se pone a disposición de la colectividad financiera, responde al cumplimiento satisfactorio de dicho objetivo y contiene la compilación temática de toda la normativa vigente emitida desde 1987, año de la restitución de la ex Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras actual ASFI, como organismo autónomo de regulación y control del sector financiero, ASFI (2018).

El objetivo de la RNSF, es que tanto el Órgano de Control como las propias Entidades de Intermediación Financiera (EIF), Empresas de Servicios Financieros Complementarios (ESFC) y Sociedades Controladoras de Grupos Financieros (SCGF) y terceros interesados, cuenten con un documento único de consulta, que reúna toda la normativa prudencial y de control relativa a la constitución, funcionamiento y operación de éstas.

4.2.2.1. Reglamento de Obligaciones Subordinadas computables como parte del Capital Regulatorio de las Entidades de Intermediación Financiera

“Obligación subordinada: Es aquel pasivo subordinado a todos los demás pasivos de la entidad supervisada, estando disponible para absorber pérdidas, en caso de que los recursos patrimoniales resulten insuficientes”.

Dicho reglamento tiene por objeto regular la instrumentación y cómputo de las obligaciones subordinadas como parte del capital regulatorio, ASFI (2018).

Se encuentran sujetas al ámbito de aplicación de este Reglamento, las Entidades de Intermediación Financiera Privadas, el Banco de Desarrollo Productivo, el Banco Público y las Empresas de Arrendamiento Financiero, que cuenten con licencia de funcionamiento emitida por la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI).

Este Reglamento, es el único emitido legalmente que contempla el concepto de obligación subordinada, en este caso, el sector de intermediación indirecta.

En Bolivia, las entidades financieras deben contar con un Ratio de Capital de por lo menos 10%. Si este se fuera inferior la entidad financiera no podría otorgar más créditos, lo que ocasionaría impactos negativos en el Sistema Financiero. Por esta razón, es que las entidades financieras continuamente aumentan el capital para no bajar su Coeficiente de Adecuación Patrimonial y de esta manera continuar con sus operaciones crediticias normales. En consecuencia, dichas entidades buscan financiarse a través de deuda subordinada para tener un CAP sólido, entendido como la relación porcentual entre el capital regulatorio y los activos y contingentes ponderados en función de factores de riesgo, incluyendo a los riesgos de crédito, de mercado y operativo, utilizando los procedimientos establecidos en la normativa emitida por la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero - ASFI.

Una vez otorgada la no objeción de ASFI, la obligación subordinada debe computar el 100% como parte del capital regulatorio. Dicho porcentaje será revisado a la finalización de cada gestión anual, de acuerdo a la siguiente metodología de cálculo:

Una vez otorgada la No Objeción de ASFI, la Obligación Subordinada debe computar el 100% como parte del capital regulatorio. Dicho porcentaje será revisado a la finalización de cada gestión anual, de acuerdo a la siguiente metodología de cálculo:

1) *Cálculo del Porcentaje de Cumplimiento de Metas:*

Se promedia el grado de cumplimiento de los indicadores propuestos como metas en el Sustento Técnico, presentado al momento de la solicitud de la No Objeción, de acuerdo con la siguiente fórmula:

$$CM_n = \sum_{h=1}^4 w_h cm_h \quad ; \quad n = 0, 1, 2, 3, \dots, t$$

Donde:

CM_n: Porcentaje de Cumplimiento de las metas determinadas por la entidad supervisada para cada período ejecutado “n”.

cm_h: Porcentaje de Cumplimiento de la meta “h” determinada por la entidad supervisada para cada período ejecutado “n”.

w_h: Ponderador de la meta.

n: Período anual de la evaluación durante la vigencia de la Obligación Subordinada. El período “n=0”, corresponde a la gestión fiscal en la cual ASFI dio la No Objeción, para su adición y el pasivo subordinado podrá computar el 100% como parte del Capital Regulatorio.

t: Plazo de la Obligación Subordinada.

PONDERADOR (w)	INDICADORES
30%	Capital Primario sobre el Total de los Activos más Contingentes (1)
20%	Activos Ponderados por Riesgo sobre el Total de los Activos (2)
20%	Cartera Vigente sobre Cartera Bruta (3)
30%	Cartera Vigente sobre el Total de los Activos (4)

(1) *Capital Primario / (Capítulos 100.00+600.00)*

(2) *Activos Computables / Capítulo 100.00*

(3) *(Cuentas 131.00+135.00) / (Cuentas 131.00+133.00+134.00+135.00+136.00+137.00)*

(4) *(Cuentas 131.00+135.00) / (Capítulo 100.00)*

2) Cómputo de la Obligación Subordinada:

Mensualmente, al saldo de la Obligación Subordinada, se multiplica el porcentaje de cumplimiento de metas (CM) más bajo, observado por gestión anual finalizada durante la vigencia de la obligación subordinada, obteniendo de esta manera el monto computable como parte del capital regulatorio, de acuerdo con la siguiente fórmula:

$$O S C_i = Z * O S_i$$

$$Z = \text{Min}(CM_n) \quad ; \quad n = 0, 1, 2, 3, \dots, t$$

OSC_i: Monto de la Obligación Subordinada Computable para el período i.

OS_i: Saldo de la Obligación Subordinada del mes i.

n: Período anual de la evaluación durante la vigencia de la obligación subordinada. El período “n=0”, corresponde a la gestión fiscal en la cual ASFI dio la no objeción, para su adición y el pasivo subordinado podrá computar el 100% como parte del capital regulatorio.

t: Plazo de la obligación subordinada.

Esta norma prevé dos tipos de formas para contraer obligaciones subordinadas:

- a) Mediante Contrato de Préstamo.
- b) Mediante la Emisión de Bonos.

Al respecto, muchas entidades supervisadas han colocado con éxito sus bonos subordinados en el mercado de valores, como ser: el Banco Nacional de Bolivia S.A., el Banco Bisa S.A., Banco Ganadero S.A., Banco Ecofuturo S.A., entre otros.

La norma también establece que una obligación subordinada instrumentada mediante la emisión de bonos no puede convertirse, bajo ninguna circunstancia, en capital, es decir que no se puede convertir el adeudo en acciones de la entidad supervisada, Asimismo, señala que ante incumplimiento del emisor

supervisado, en el pago de intereses o capital de la deuda subordinada, instrumentada mediante bonos, se aplicará el Artículo 511, inciso a) de la Ley N° 393 de Servicios Financieros, referido a la Cesación de pagos por el incumplimiento en el pago de una o más obligaciones líquidas y exigibles como una causal de intervención. Finalmente, debe considerarse que el plazo de contratación debe ser superior a cinco años.

Como se mencionó anteriormente, el concepto de la obligación subordinada en Bolivia, nace y tiene su mayor desarrollo en el sector de los servicios financieros, dirigido a las Entidades de Intermediación Financiera Privadas, el Banco de Desarrollo Productivo, el Banco Público y las Empresas de Arrendamiento Financiero, que cuenten con licencia de funcionamiento emitida por la ASFI.

4.2.2.2. Metodología de Valoración, Anexo I, Capítulo I, Título I, Libro 8° de la Recopilación de Normas para el Mercado de Valores

“Para efectos de la presente Metodología se entiende como valor subordinado como aquel valor de menor categoría en la prelación de pagos y será reembolsable solo después de que otras deudas con mayor prioridad de reclamación hayan sido atendidas”, ASFI, (2018).

Los conceptos establecidos en los numerales 1.5.1. y 1.5.2., hacen referencia a la “obligación” y posteriormente al Emisor de la misma como ser “entidad de intermediación financiera o la entidad supervisada”, respetando el lineamiento de que dicha deuda queda “subordinada” a todos los demás pasivos.

El concepto del numeral 1.5.3., desmarcándose de lo establecido en la normativa de Servicios Financieros describe al “Valor Subordinado”, ya no se centra tanto en el Emisor del mismo, reconociendo al instrumento como el de menor categoría en la prelación de pagos, y con la característica de ser pagadero una vez que otras deudas con mayor prioridad sean atendidas previamente.

4.3. Fundamentación del precepto de la promesa incondicional de pago que representa el pagare y su relación con el concepto de subordinación

4.3.1. Promesa incondicional de pago

A efectos de comprender la naturaleza de esta promesa incondicional de pago, se debe considerar lo señalado en el Código Civil Boliviano de acuerdo a lo siguiente:

Art. 955.- (CARACTER EXPRESO).

La promesa unilateral de una prestación sólo produce efectos obligatorios en los casos expresamente previstos por la ley.

Art. 956.- (PROMESA DE PAGO Y RECONOCIMIENTO DE DEUDA).

La persona en favor de la cual se hace por declaración unilateral promesa de pago o reconocimiento de deuda, queda dispensada de probar la relación fundamental, cuya existencia se presume, salva prueba contraria.

“La promesa unilateral, es un acto jurídico que crea una obligación con cargo a una persona y por la voluntad de ésta (Mazeaud)” (Morales Guillén, Código Civil Concordado y Anotado, 1991).

A este efecto, se observa que la promesa de pago como fuente de obligaciones legales, se encuentra contenida en la legislación boliviana.

Concordante con lo señalado anteriormente, para el presente caso de estudio, en el numeral 2 del Artículo 592 del Código de Comercio, se establece que el pagaré debe contener la promesa incondicional de pago.

Es en este punto donde se indaga este elemento esencial para el nacimiento del pagaré, la promesa incondicional de pago. Es decir, la voluntad del emisor de obligarse libremente a realizar un pago en fecha cierta, la cual debe ser de carácter INCONDICIONAL.

La palabra incondicional tiene el siguiente significado de acuerdo a lo dispuesto por la Real Academia de la Lengua Española (2018):

1. adj. Absoluto, sin restricción alguna. Una amistad incondicional.
2. m. y f. Adepto a una persona o a una idea sin limitación o condición ninguna.

Por lo tanto, la teoría, así como la norma vigente establecen que un pagaré debe ser girado contando con el elemento esencial de la “promesa incondicional de pago”, es decir que esta promesa debe carecer de restricción alguna o limitación.

4.3.2. Concepto de deuda subordinada y subordinación

Como se analizó previamente, la deuda subordinada ha sido conceptualizada a nivel financiero de esta forma;

Deuda subordinada, títulos cuyo cobro de intereses y principal está supeditado a que se satisfagan las obligaciones derivadas de otras deudas preferentes, por lo que, dado el elevado riesgo crediticio, se emite con un tipo de interés superior (Andersen, 1991).

De este concepto, nacen nuevos en distintos ámbitos de estudio:

Es un instrumento de renta fija emitido con características inferiores a las emisiones normales, principalmente porque su titular queda por detrás de todos los acreedores comunes en preferencia de cobro (orden de prelación). En el caso de las entidades de crédito esta deuda es considerada, junto a las participaciones preferentes, un instrumento híbrido de capital, en el sentido de que cumple ciertos requisitos que lo asemejan parcialmente al capital ordinario de las entidades de crédito, y es computable como recursos propios de las entidades. (Puig., 2018).

Deuda Subordinada, también conocida como Deuda Junior, para referirnos a préstamos (normalmente en la figura de Bonos) que se ubica por debajo de otros préstamos (o valores) con respecto las garantías de cobro en caso de pérdidas o liquidación de la empresa. En contraprestación a esta menor garantía recibirán un interés mayor respecto de la Deuda Senior. (Enciclopedia Financiera, 2019).

De estos conceptos, entendemos que el cobro de capital e intereses de dicha deuda se encuentra CONDICIONADO a que se cumplan primero los pagos de las deudas preferentes en jerarquía a esta.

4.3.3. Pagaré Subordinado para Negociar en el Mercado de Valores

Por todo lo conceptualizado anteriormente, se observa lo siguiente:

1. El pagaré es un Valor a vencimiento que requiere en su contenido la promesa incondicional de pago.
2. La obligación o deuda subordinada, es aquella que se caracteriza principalmente por estar condicionada al pago de otras deudas en jerarquía mayor o llamadas preferentes.

A este efecto, un pagaré creado en el ámbito del Código de Comercio Boliviano, no debería estar sujeto a ninguna SUBORDINACIÓN o LIMITACIÓN, por cuanto iría en contra su naturaleza, es decir la promesa pura y simple de efectuar un pago en fecha determinada.

Sin embargo, en el ámbito de la Ley del Mercado de Valores de Bolivia un pagaré subordinado puede nacer y ser objeto de negociación una vez que se cumpla con los requisitos del Artículo 2 de acuerdo a las siguientes características propuestas.

- c) Aquellos instrumentos de transacción en el Mercado de Valores, que cumplan con las siguientes condiciones:
- i) Que sean creados y emitidos de conformidad a reglamento específico;
 - ii) Que identifiquen al beneficiario de los recursos obtenidos por la emisión;
 - iii) Que su oferta pública sea autorizada por el Superintendente de Valores; y,
 - iv) Que representen la existencia de una obligación efectiva asumida por el emisor.

	Condiciones inciso c) Artículo 2 LMV	Pagaré Subordinado.
1	<i>Que sean creados y emitidos de conformidad a reglamento específico</i>	Mediante Resolución específica que apruebe las Emisiones de Pagarés Subordinados para su Oferta Pública y Negociación en el Mercado Bursátil emitida por la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero.
2	<i>Que identifiquen al beneficiario de los recursos obtenidos por la emisión</i>	Esta condición refiere al Emisor de los Valores, que deberá ser aquella persona jurídica inscrita en el RMV y que deberá presentar la información y documentación específica para que se proceda a la correspondiente Inscripción y Autorización.
3	<i>Que su oferta pública sea autorizada por el Superintendente de Valores; y</i>	Como lo señala la norma, cada Emisión por si misma o comprendida dentro de un Programa de Emisiones, deberá ser debidamente

		autorizada e inscrita para la obtención de su Oferta Pública.
4	<i>Que representen la existencia de una obligación efectiva asumida por el emisor</i>	La norma, en cumplimiento al Código de Comercio, debe establecer que en los documentos de emisión se contenga la Promesa Incondicional de Pago de sumas determinadas de dinero CON CARÁCTER SUBORDINADO. Asimismo, dentro de los requisitos específicos, se solicita un ejemplar original o copia legalizada del órgano máximo del Emisor que apruebe las emisiones respectivas.

- En búsqueda de la transparencia y formalidad de un mercado regulado, será un Valor que solamente pueda ser negociado en Mercado Bursátil.
- Teniendo en cuenta lo establecido en el Reglamento del Registro del Mercado de Valores, el plazo máximo para la colocación de una emisión será de ciento ochenta (180) días calendario.
- Tomando en cuenta lo establecido en el Reglamento de Bolsas de Valores de ASFI, deberá ser representado mediante anotación en cuenta, Las Bolsas de Valores, tienen la obligación de sólo negociar valores de deuda o de contenido crediticio, así como con cuotas de participación de Fondos de Inversión Cerrados y valores de titularización representados mediante anotación en cuenta en una Entidad de Depósito de Valores autorizada por ASFI.
- En línea a lo establecido en el Reglamento de Obligaciones Subordinadas Computables como Parte del Capital Regulatorio de las Entidades Financieras, será un Valor que tenga un plazo superior a 5 años.
- A objeto de que el inversionista conozca el riesgo y tome una decisión de inversión adecuada, la calificación de riesgo debe ser NECESARIA para cada emisión.
- Por el plazo de vida y a objeto de contar con información actualizada para la toma de decisiones, las convocatorias, el quorum y las mayorías para la asamblea de tenedores de pagarés subordinados y sus resoluciones deberán ser previstas por el emisor y estar claramente señaladas en el Prospecto

de la emisión subordinada. Los tenedores de pagarés subordinados deberán designar en asamblea un representante común otorgándole las facultades correspondientes.

- Con el fin de ampliar la gama de posibilidades de inversión e innovar, podrán girarse Pagarés Subordinados, con opción a convertirse en capital de la Sociedad Emisora al momento del vencimiento del pagaré, condición que deberá estar claramente establecida en los documentos legales y la estructura de los programas y emisiones.
- En cuanto a la Valoración de dichos instrumentos y su formalización en la normativa vigente, los pagarés negociados en el mercado bursátil podrían adoptar la abreviación "PBS", creándose un nuevo Tipo de Valor representativo de deuda en la Metodología de Valoración para Entidades Supervisadas por ASFI.

Capítulo V

Propuesta

Regulación Para La Autorización E Inscripción En El Registro De Mercado De Valores De Emisiones De Pagarés Subordinados Para Su Oferta Pública Y Negociación En El Mercado Bursátil

SECCIÓN 1: Disposiciones generales

Artículo 1° - (Alcance) La presente regulación establece las normas para la autorización e inscripción en el RMV de emisiones de pagarés subordinados para su oferta pública y negociación en el mercado bursátil.

Artículo 2° - (Definiciones) Para efectos de lo establecido en la presente regulación, serán aplicables las definiciones que consignan los reglamentos que regulan el Mercado de Valores.

Artículo 3° - (Requisitos y condiciones). Las Emisiones de pagarés subordinados deberán cumplir con las siguientes condiciones:

- a. Plazo de contratación superior a cinco años;
- b. No se podrá distribuir como dividendos, las utilidades equivalentes al importe de la o las cuotas de la obligación subordinada que vencen en la gestión,
- c. En caso de que la Entidad Emisora sea intervenida, según corresponda o ingrese al concurso de acreedores, registre más de una obligación subordinada y los recursos patrimoniales resulten

insuficientes para absorber las pérdidas, se aplicarán las obligaciones subordinadas a prorrata sobre sus saldos, sin distinción de fechas de emisión.

Artículo 4° - (Inscripción en el RMV) Para efectos de la autorización de emisión de pagarés subordinados y su oferta pública en el mercado bursátil, así como para su inscripción en el RMV, el emisor deberá estar inscrito en el RMV de acuerdo al Reglamento del Registro del Mercado de Valores y deberá cumplir con los requisitos previstos por el Mercado de Valores.

La autorización e inscripción del emisor y de la emisión o programa de emisiones de pagarés subordinados podrán ser tramitadas en forma paralela ante ASFI.

Artículo 5° - (Calificación de riesgo) Las Emisiones de pagarés subordinados Bursátiles por sí mismas y las Emisiones bajo Programas de pagarés subordinados Bursátiles NECESARIAMENTE deberán contar con una calificación de riesgo, la cual deberá ser practicada por alguna empresa calificadora debidamente inscrita en el Registro del Mercado de Valores.

SECCIÓN 2: De la autorización e inscripción en el RMV de emisiones de Pagarés Subordinados

Artículo 1° - (Autorización e inscripción) Para la autorización e inscripción de una emisión de pagarés subordinados, el emisor deberá presentar una carta dirigida a la Directora General Ejecutiva o Director General Ejecutivo de ASFI, firmada por el Representante Legal o Ejecutivo Principal de la entidad solicitando la autorización e inscripción de los mencionados valores, adjuntando los requisitos generales previstos en el Reglamento del Registro del Mercado de Valores, y los siguientes requisitos específicos:

- a. Original o Copia Legalizada del Testimonio del acta de la Junta Extraordinaria de accionistas o del órgano equivalente legalmente, por la que se resuelve y aprueba la emisión de pagarés subordinados para su oferta pública en el mercado bursátil, además de establecer la promesa incondicional de pago de una suma determinada de dinero por concepto de los pagarés subordinados a ser emitidos.

Ante una eventual capitalización del pagaré:

1. La obligación de emitir acciones para el ingreso del nuevo accionista;
2. El compromiso de los accionistas a renunciar a su derecho preferente sobre la nueva emisión realizada;
3. La obligación de realizar todos los ajustes necesarios a los estados financieros, de modo que las

pérdidas o cualquier clase de pasivos, cuyo origen se relacione con la administración vigente al momento en que se produzca la capitalización e ingreso del acreedor como accionista, sean absorbidas por los actuales accionistas y bajo ningún concepto por el nuevo accionista.

- b.** Original o Copia Legalizada de los poderes otorgados a los representantes legales de la sociedad inscritos en su caso en el Registro de Comercio;
- c.** Prospecto de la emisión para valores representativos de deuda, conforme lo establecido por el Manual de Prospectos emitido por ASFI;
- d.** Carta del ejecutivo principal o del representante legal en la que conste la declaración que realiza respecto a la veracidad de la información presentada a ASFI;
- e.** En el caso de contar con una calificación de riesgo, el informe correspondiente realizado por una Entidad Calificadora de Riesgo inscrita en el RMV;
- f.** Características de la emisión:
 - 1.** Denominación de la emisión;
 - 2.** Moneda en la que se expresa la emisión;
 - 3.** Monto total de la emisión;
 - 4.** Plazo de la emisión, que no deberá ser mayor a 360 días calendario;
 - 5.** Tasa de interés cuando corresponda;
 - 6.** Fecha (día, mes y año) y lugar de pago de los intereses y capital;
 - 7.** En su caso, series en que se divide, número de valores que comprende cada serie y las características de cada serie;
 - 8.** Valor nominal;
 - 9.** Garantía que se constituye;
 - 10.** Calificación de riesgo del valor, si la tuviere;

11. Destino de los fondos;
 12. Plazo de colocación de la emisión;
 13. Indicación de que la redención anticipada estará sujeta a lo dispuesto por el artículo 567 del Código de Comercio;
 14. Cualquier otra información que el emisor estime conveniente de acuerdo a las características de la emisión, así como cualquier otra que razonablemente exija ASFI de acuerdo a las características de la misma.
- g. Proyecto de aviso de oferta pública.

Artículo 2° - (Anotación en Cuenta) Las emisiones de pagarés subordinados de oferta pública negociadas en el mercado bursátil, serán representada mediante anotación en cuenta, debiendo ser inscritas en el Sistema de Registro de Anotaciones en Cuenta de la Entidad de Depósito de Valores respectiva.

Dicho sistema debe contener con la información requerida por el Reglamento de Entidades de Depósito y Compensación de Valores.

Artículo 3° - (Plazo) El plazo máximo para la colocación de una emisión será de ciento ochenta (180) días calendario, computables a partir de la fecha de emisión que establezca la Resolución Administrativa de Autorización e Inscripción emitida por ASFI.

Transcurrido el plazo máximo de colocación, en caso de que los valores no sean colocados, éstos serán dados de baja de manera automática en el Sistema de Registro de Anotaciones en Cuenta de la Entidad de Depósito de Valores respectiva.

Artículo 4° - (Documentación presentada previo a la colocación) Dos (2) días hábiles administrativos previos a la fecha de colocación, el emisor deberá presentar a ASFI lo siguiente:

- a. Diez ejemplares del Prospecto;
- b. Copia del aviso a publicar informando al público sobre la emisión, el mismo que deberá señalar de manera expresa que los documentos relativos a la emisión y al emisor estarán a disposición del público en general en las oficinas del emisor, de la Bolsa de Valores, de la Agencia de Bolsa colocadora y en el RMV de

ASFI.

No podrán ser colocados los valores si previamente no se cumple con los requisitos previstos en el presente artículo, bajo responsabilidad del Agente Colocador y Estructurador.

SECCIÓN 3: De la autorización e inscripción en el RMV de programas de emisiones de Pagarés Subordinados

Artículo 1° - (Alcance) ASFI podrá autorizar e inscribir Programas de Emisiones de pagarés subordinados para su oferta pública y negociación en el mercado bursátil, entendidos estos programas como emisiones múltiples de valores para un período de tiempo determinado y de acuerdo a las características y límites establecidos por el emisor.

El Programa de Emisiones no podrá en ningún caso superar el plazo de 3 años, computables a partir del día siguiente hábil de notificada la Resolución Administrativa que apruebe el Programa de Emisiones.

Las emisiones de pagarés subordinados en mercado bursátil podrán efectuarse de manera sucesiva y a los fines del cálculo del monto máximo en circulación, sólo se computará el valor nominal de los pagarés subordinados colocados que se encuentren vigentes.

Artículo 2° - (Autorización e inscripción) Para la inscripción de un Programa de Emisiones, el emisor deberá presentar una carta dirigida a la Directora General Ejecutiva o Director General Ejecutivo de ASFI,

firmada por el Representante Legal o Ejecutivo Principal de la entidad solicitando la autorización e inscripción del Programa de emisiones, adjuntando los requisitos generales que correspondan previstos en el Reglamento del RMV y además debe presentar toda la documentación e información referida al Programa, y la que sea común a los valores que se emitirán dentro del mismo. La autorización e inscripción del Programa se podrá realizar de manera simultánea a la inscripción en el RMV de la primera emisión incluida en el Programa y a la autorización e inscripción del emisor.

Para tal efecto, se deberá presentar la documentación e información relativa al emisor conforme lo requerido por el Reglamento del RMV. Asimismo, deberá presentarse los siguientes documentos:

- a.** Original o Copia Legalizada del Testimonio del acta de la Junta de accionistas o del órgano legalmente facultado legalmente, que resuelva y apruebe el programa de emisiones de pagarés subordinados, estableciendo las características y condiciones del mismo así como la delegación, en su caso, a la instancia correspondiente de establecer las condiciones específicas para cada emisión que forme parte del programa de emisiones, siempre que dicha facultad no sea privativa de la junta o del órgano facultado expresamente. Asimismo, el documento debe contener la promesa incondicional de pago de una suma determinada de dinero por concepto de los pagarés subordinados a ser emitidos dentro del Programa.

Ante una eventual capitalización del Pagaré, adicionalmente, el Acta de la Junta que apruebe el Programa debe contener:

1. La obligación de emitir acciones para el ingreso del nuevo accionista;
2. El compromiso de los accionistas a renunciar a su derecho preferente sobre la nueva emisión realizada;
3. La obligación de realizar todos los ajustes necesarios a los estados financieros, de modo que las pérdidas o cualquier clase de pasivos, cuyo origen se relacione con la administración vigente al momento en que se produzca la capitalización e ingreso del acreedor como accionista, sean absorbidas por los actuales accionistas y bajo ningún concepto por el nuevo accionista.

b. Prospecto, conforme lo establecido por el Manual de Prospectos emitido por ASFI.

c. Información que de manera común sea válida para cada una de las emisiones a realizar dentro del

programa, de acuerdo a lo dispuesto por el Reglamento del RMV.

- d. Cualquier información adicional que ASFI estime conveniente para efectos de transparencia, suficiencia y claridad en la información.

ASFI aprobará el Programa de Emisiones mediante Resolución Administrativa.

Artículo 3° - (Calificación de riesgo) Cada Emisión dentro del Programa NECESARIAMENTE deberá contar con una calificación de riesgo, practicada por una empresa Calificadora de Riesgo debidamente inscrita en el Registro del Mercado de Valores.

Artículo 4° - (Nota de solicitud) Para cada emisión comprendida en el Programa de Emisiones, el Representante Legal o Ejecutivo Principal del emisor, deberá enviar una nota de solicitud de aprobación de la emisión adjuntando las características de la misma conforme lo dispuesto por el Artículo 1°, inciso f. de la Sección 2 del presente Capítulo.

Para cada emisión no será necesaria la presentación de un prospecto adicional, sin embargo, el emisor deberá mantener actualizada su información conforme a lo establecido por la presente regulación y el Reglamento del RMV, por lo que la nota de solicitud deberá contener todas las características de la emisión correspondiente.

La Directora General Ejecutiva o Director General Ejecutivo de ASFI autorizará cada una de las emisiones comprendidas en el Programa de Emisiones, cuya suma total de los montos vigentes no deberá exceder el monto máximo autorizado por ASFI.

Artículo 5° - (Plazo) Para el caso de Programas de Emisiones, el plazo máximo de colocación previsto de ciento ochenta (180) días calendario será aplicable en forma individual para cada emisión que derive de dicho Programa.

Transcurrido el plazo máximo de colocación, en caso de que los valores no sean colocados, éstos serán dados de baja de manera automática en el Sistema de Registro de Anotaciones en Cuenta de la Entidad de Depósito de Valores respectiva, hecho que debe ser informado a ASFI al siguiente día hábil.

Artículo 6° - (Documentación presentada a ASFI) Veinte (20) días hábiles administrativos posteriores a la fecha de la Resolución Administrativa de autorización del Programa de Emisiones, el emisor deberá presentar a ASFI 10 ejemplares del Prospecto, siempre y cuando no haya solicitado una emisión, caso en el cual

deberá presentar los prospectos dos (2) días hábiles administrativos previos a la fecha de colocación.

Artículo 7° - (Documentación presentada previo a la emisión) Para cada una de las emisiones pertenecientes a un Programa de Emisiones, el emisor deberá presentar a ASFI, dos (2) días hábiles administrativos previos a la fecha de colocación, la copia del aviso a publicar informando al público sobre la emisión, el mismo que deberá señalar de manera expresa que los documentos relativos a la emisión y al emisor estarán a disposición del público en general en las oficinas del emisor, de la Bolsa de Valores, de la Agencia de Bolsa colocadora y en el RMV de ASFI.

SECCIÓN 4: De la capitalización

Artículo 2° - (Contenido del Acta) A efectos del cumplimiento sobre lo establecido anteriormente, el Acta de la Junta de Accionistas u órgano equivalente debe contener lo siguiente para cada emisión, según corresponda a los estatutos o lineamientos internos de cada Sociedad o referenciarlos al Acta del Programa:

Ante una eventual capitalización del pagaré:

1. La obligación de emitir acciones para el ingreso del nuevo accionista;
2. El compromiso de los accionistas a renunciar a su derecho preferente sobre la nueva emisión realizada;
3. La obligación de realizar todos los ajustes necesarios a los estados financieros, de modo que las pérdidas o cualquier clase de pasivos, cuyo origen se relacione con la administración vigente al momento en que se produzca la capitalización e ingreso del acreedor como accionista, sean absorbidas por los actuales accionistas y bajo ningún concepto por el nuevo accionista.

Artículo 3° - (Capitalización) Una obligación subordinada instrumentada mediante la emisión de pagarés subordinados será susceptible de convertirse en capital, total o parcialmente, debido al incumplimiento

de pago de la obligación por parte del deudor, en los términos y procedimientos establecidos en los documentos legales de estructuración.

SECCIÓN 5: De los Tenedores de Pagarés Subordinados

Artículo 1° - (Asambleas de Tenedores de Pagarés Subordinados) Las convocatorias, el quorum y las mayorías para la asamblea de tenedores de pagarés subordinados y sus resoluciones deberán ser previstas por el emisor y estar claramente señaladas en el Prospecto de la emisión.

Artículo 2° - Los tenedores de pagarés subordinados deberán designar en asamblea un representante común otorgándole las facultades correspondientes. El Emisor podrá nombrar un Representante Provisorio de Tenedores de Bonos, el cual una vez finalizada la colocación de cada emisión dentro del Programa podrá ser ratificado o sustituido por la Asamblea General de Tenedores de Bonos de la emisión correspondiente convocada para el efecto.

Si transcurridos treinta (30) días calendario de finalizada la colocación de cada emisión dentro del Programa, la Asamblea General de Tenedores de Bonos de la emisión correspondiente no se pronunciara con relación al Representante Provisorio de Tenedores de Bonos, éste quedará tácitamente ratificado.

SECCIÓN 6: De la información

Artículo 1° - (Información a presentar) Los emisores comprendidos en la presente regulación deberán dar cumplimiento a las obligaciones de Información previstas por la Ley del Mercado de Valores y sus reglamentos en los formatos y plazos establecidos en el Reglamento del RMV.

SECCIÓN 7: De la valoración

Artículo 1° - (Abreviación) A efectos de su identificación, los pagarés subordinados negociados en el mercado bursátil adoptarán la abreviación "PBS" para el instrumento, y aquellos que sean convertibles adoptarán la abreviación "PSC".

Artículo 2° - (Identificación) A efectos de la identificación de pagarés subordinados para su valoración, se crea un nuevo Tipo de Valor representativo de deuda en la Metodología de Valoración para Entidades Supervisadas por ASFI, de acuerdo a lo establecido en el Artículo 2 de la Ley del Mercado de Valores.

SECCIÓN 8: ***Disposiciones finales***

Artículo 1° - (Sanciones) Cualquier infracción a la presente regulación estará sujeta a la aplicación de las sanciones establecidas en el Decreto Supremo N° 26156 de 30 de abril de 2001.

ANEXOS

Anexo A. Resumen de calificaciones: BCI, Itaú y Banorte.

Anexo B. Empresa emite pagarés subordinados.

Anexo C. InkBank.

Anexo D. Informe Moody's. Moody's Disclosures on Credit Ratings of Banco Mercantil del Norte, S.A. (Banorte).

Anexo E. Informe Moody's. Moody's asigna calificación de A3 a las notas subordinadas en moneda extranjera propuestas de BBVA Bancomer.

Anexo F. Subordinated promissory note.

Anexo G

RESÚMEN DE CALIFICACIONES: BCI, ITAÚ Y BANORTE

POR BNAMERICAS LUNES, 12 MARZO, 2012

Standard & Poor's (S&P) asignó una calificación de deuda de largo plazo en escala nacional mxAAA a la emisión propuesta de certificados bursátiles por hasta 1.250mnde pesos (US\$98mn) del chileno Banco de Crédito e Inversiones (BCI), comunicó la agencia de riesgo crediticio en un informe. Los certificados bursátiles de BCI, que tienen perspectiva Estable, presentan un plazo de hasta 560 días y fueron calificados sobre la base de su sólida posición de negocio, adecuados niveles de capital y utilidades, una posición de riesgo adecuada, fondeo promedio y liquidez adecuada. Para acceder al informe completo de la agencia, haga clic aquí. *** Asimismo, Fitch Ratings atribuyó una calificación preliminar de largo plazo en moneda extranjera BBB a la emisión de pagarés subordinados de nivel II por US\$10.000mn de Itaú Unibanco Holding (NYSE: ITUB), manifestó la agencia de riesgo crediticio en un informe. La calificación final dependerá de la recepción de los documentos definitivos, en conformidad con la información ya recibida. Los pagarés serán emitidos por la filial del banco en Gran Caimán y vencerán en marzo del 2022, con pagos semestrales de intereses a tasa fija. El dinero recaudado con la emisión se usará para propósitos corporativos generales. Para acceder al informe completo de la agencia, en portugués, haga clic aquí. *** Por último, Moody's dio a conocer un resumen de opinión de crédito relacionado con el mexicano Banco Mercantil del Norte (Banorte), pero no modificó ninguna de las calificaciones asignadas previamente al banco, indicó la agencia de riesgo crediticio en un informe.

Todas las calificaciones mantienen su perspectiva Estable. El comentario se enfocó en la asignación a Banorte de una calificación de fortaleza financiera bancaria (BFSR) C- con perspectiva Estable, que se traduce en una evaluación de crédito base (BCA) sin soporte Baa2. La calificación se fundamenta en la expansión de la franquicia nacional del banco, su creciente base de depósitos y su posición como uno de los tres bancos más grandes de México, con una participación de mercado de 10,4% en términos de depósitos. Otras consideraciones incluyen el buen desempeño financiero de la entidad, particularmente en lo que respecta a rentabilidad recurrente. Moody's observa un escaso potencial ascendente en el mediano plazo para la BFSR de Banorte. Sin embargo, la BFSR podría verse presionada al alza por la sostenibilidad de las utilidades recurrentes y el continuo fortalecimiento de la base de capital de nivel 1 de la entidad en el mediano plazo. Por otro lado, la BFSR podría bajar en caso de un mayor deterioro de la calidad de los activos del banco, lo que afectaría considerablemente sus utilidades y capital, a juicio de Moody's.

Anexo H

EMPRESA EMITE PAGARÉS SUBORDINADOS

09/01/2013 EFE

Madrid, 9 ene (EFECOM).- El grupo siderúrgico ArcelorMittal ha anunciado hoy que emitirá una "oferta combinada" de acciones y pagarés subordinados obligatoriamente convertibles por valor de 3.500 millones de dólares (unos 2.682 millones de euros).

En un comunicado remitido a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), la compañía ha explicado que la oferta se lanzará en los Estados Unidos y se registrará en la Securities and Exchange Commission (SEC).

El objetivo de esta emisión es reducir el endeudamiento de la compañía, una de las prioridades fijadas por el grupo para mantener su "flexibilidad estratégica".

ArcelorMittal espera que esta medida, unida a otras iniciativas, permitan al grupo reducir su deuda a 17.000 millones de dólares (13.022 millones de euros) al cierre del primer semestre de 2013.

Esto supondría acelerar su objetivo de situar la deuda neta de la siderúrgica en 15.000 millones de dólares (11.490 millones de euros) a medio plazo. EFECOM

Anexo I

INKBANK

OFFERING MEMORANDUM

CONFIDENTIAL

\$1,000,000,000


ING BANK

ING BANK N.V.

5.125% Subordinated Notes Due 2015

The 5.125% Subordinated Notes Due 2015 will bear interest at a rate of 5.125% per annum from and including April 17, 2003, to but excluding May 1, 2015, payable semi-annually in arrears on May 1 and November 1 of each year, commencing November 1, 2003. Payment of principal of the subordinated notes may be accelerated only if we are wound up and subject to the prior consent of the Dutch Central Bank. There is no right of acceleration if we default in the payment of interest or principal. Subject to the prior consent of the Dutch Central Bank, we may redeem the subordinated notes, in whole, but not in part, in the event of tax law changes requiring the payment of additional amounts.

The subordinated notes will not be deposits but direct, unsecured and subordinated obligations of ING Bank N.V. and will rank *pari passu* among themselves and at least *pari passu* with all our other present and future unsecured and subordinated obligations, save for those that have been accorded by law preferential rights.

Investing in the subordinated notes involves risks that are described in the "Risk Factors" section beginning on page 7 of this offering memorandum.

Offering Price to Investors⁽¹⁾: 99.271%

(1) Plus accrued interest, if any.

THE SUBORDINATED NOTES ARE NOT AND WILL NOT BE REGISTERED UNDER THE U.S. SECURITIES ACT OF 1933, AS AMENDED (THE "SECURITIES ACT"), OR THE SECURITIES LAWS OF ANY OTHER JURISDICTION AND, UNLESS SO REGISTERED, MAY NOT BE OFFERED OR SOLD EXCEPT IN A TRANSACTION THAT IS EXEMPT FROM, OR IN A TRANSACTION NOT SUBJECT TO, THE REGISTRATION REQUIREMENTS OF THE SECURITIES ACT OR THE SECURITIES LAWS OF ANY OTHER JURISDICTION. ACCORDINGLY, THE SUBORDINATED NOTES OFFERED HEREBY ARE BEING OFFERED AND SOLD (i) IN THE UNITED STATES IN RELIANCE ON RULE 144A UNDER THE SECURITIES ACT ("RULE 144A") ONLY TO "QUALIFIED INSTITUTIONAL BUYERS" AS DEFINED IN RULE 144A AND (ii) OUTSIDE THE UNITED STATES TO NON-U.S. PERSONS IN OFFSHORE TRANSACTIONS IN RELIANCE ON REGULATION S UNDER THE SECURITIES ACT ("REGULATION S"). FOR A DESCRIPTION OF CERTAIN RESTRICTIONS ON TRANSFER OF THE SUBORDINATED NOTES, SEE "TRANSFER RESTRICTIONS."

Subordinated notes pursuant to Rule 144A will be offered and sold in minimum denominations of U.S.\$100,000 or any amount in excess thereof which is a multiple of U.S.\$1,000. Subordinated notes sold pursuant to Regulation S will be offered and sold in minimum denominations of U.S.\$1,000 or any amount in excess thereof which is a multiple of U.S.\$1,000.

The initial purchasers will deliver the subordinated notes in book-entry form only through the facilities of The Depository Trust Company ("DTC") on or about April 17, 2003. Beneficial interests in the subordinated notes will be shown on, and transfers thereof will be effected only through, records maintained by DTC and its participants, including Clearstream Banking, société anonyme, Luxembourg and Euroclear Bank S.A./N.V.

ING Financial Markets

JPMorgan

Merrill Lynch & Co.

The date of this offering memorandum is April 11, 2003.

Anexo J

Informe Moody's. Moody's Disclosures on Credit Ratings of Banco Mercantil del

Norte, S.A. (Banorte)

MOODY'S INVESTORS SERVICE

Announcement: Moody's Disclosures on Credit Ratings of Banco Mercantil del Norte, S.A. (Banorte)

12 Mar 2012

New York, March 12, 2012 -- The following release represents Moody's Investors Service's summary credit opinion on Banco Mercantil del Norte, S.A. (Banorte) and includes certain regulatory disclosures regarding its ratings. This release does not constitute any change in Moody's ratings or rating rationale for Banco Mercantil del Norte, S.A. (Banorte) and its affiliates.

Moody's current ratings on Banco Mercantil del Norte, S.A. (Banorte) and its affiliates are:

Long Term Bank Deposits (domestic currency) ratings of A3
 Long Term Bank Deposits (foreign currency) ratings of Baa1
 Bank Financial Strength rating of C-
 Subordinate (domestic currency) ratings of Baa1/Baa2
 Subordinate (foreign currency) ratings of Baa1/Ba1
 Subordinate MTN Program (domestic currency) ratings of (P)Baa1/(P)Baa2
 Short Term Bank Deposits (domestic and foreign currency) ratings of P-2
 NSR Long Term Bank Deposits (domestic currency) ratings of Aaa.mx
 NSR Subordinate (domestic currency) ratings of Aaa.mx/Aa1.mx
 NSR Subordinate MTN Program (domestic currency) ratings of Aaa.mx
 NSR Short Term Bank Deposits (domestic currency) ratings of MX-1
 Banco Mercantil del Norte, S.A. (Cayman Islands)
 Senior Unsecured (foreign currency) ratings of A3
 Casa de Bolsa Banorte, S.A. de C.V. (CB Banorte)
 Long Term Issuer (domestic currency) rating of A3
 Short Term Issuer (domestic currency) rating of P-2
 NSR Long Term Issuer (domestic currency) rating of Aaa.mx
 NSR Short Term Issuer (domestic currency) rating of MX-1
 Arrendadora y Factor Banorte, S.A. de C.V. (AyF Banorte)
 Long Term Issuer (domestic currency) rating of A3
 Short Term Issuer (domestic currency) rating of P-2
 NSR Long Term Issuer (domestic currency) rating of Aaa.mx
 NSR Short Term Issuer (domestic currency) rating of MX-1

RATINGS RATIONALE

Moody's assigns a bank financial strength rating (BFSR) of C- (C minus), with stable outlook, to Banco

Mercantil del Norte, S.A. (Banorte), which translates into an unsupported baseline credit assessment (BCA) of Baa2. This rating is based on the bank's expanding national franchise, its growing deposit base, and its position within the three largest banks in Mexico - as indicated by its 10.4% market share of deposits. Other rating considerations include the bank's good financial performance overtime, particularly in terms of recurrent profitability. An important balancing factor, however, is the bank's credit exposure to large single borrowers relative to both its Tier 1 capital and core earnings, which we continue to identify as a source of concern. Credit concentration levels remain high relative to similarly rated banks and could add volatility to the banks' earnings.

Underpinning the BCA is the consistency in asset quality indicators, as suggested by a delinquency ratio of 2.5% as of 30 September 2011. This performance reflects management's efforts to contain deterioration in its loan portfolio as well as Banorte's more diversified loan mix, including a larger exposure to sub-sovereign risks (Mexican states and municipalities).

Moody's assigns a long term global local currency (GLC) deposit rating of A3 to Banorte, reflecting its unsupported BCA of Baa2 as well as Moody's assessment of Mexico as a high-support country. Banorte's significant role in the Mexican banking system supports Moody's assessment of a very high probability of systemic support for the bank in case of systemic stress. Moreover, in Moody's view, Banorte could likely receive extraordinary systemic support because of its position as a large, indigenous bank. The above mentioned assessment of systemic support leads to an uplift from the BCA of two notches, leading to the GLC deposit rating of A3.

Banorte's long term foreign currency deposit rating of Baa1 is constrained by Mexico's foreign currency deposit ceiling of Baa1.

Ratings on Banorte's affiliate companies: Moody's also assigns A3 long term and Prime-2 short term GLC issuer ratings to Casa de Bolsa Banorte, S.A. de C.V. (CB Banorte) and Arrendadora y Factor Banorte, S.A. de C.V. (AyF Banorte). CB Banorte's ratings reflect the broker's close links and integration with Banorte and as part of the same financial group, Grupo Financiero Banorte (GF Banorte). Banorte and CB Banorte are also highly integrated, sharing a common infrastructure, brand and funding, as well as staff and risk management practices. To be sure, CB Banorte's market share and its business potential would be fairly limited, if not for the revenue and cost synergies it derives from being part of the GF Banorte. AyF Banorte's ratings are based on the strategic importance of this company to GF Banorte.

Moody's National Scale Ratings (NSRs) are intended as relative measures of creditworthiness among debt issues and issuers within a country, enabling market participants to better differentiate relative risks. NSRs differ from Moody's global scale ratings in that they are not globally comparable with the full universe of Moody's rated entities, but only with NSRs for other rated debt issues and issuers within the same country. NSRs are designated by a ".nn" country modifier signifying the relevant country, as in ".mx" for Mexico. For further information on Moody's approach to national scale ratings, please refer to Moody's Rating Implementation Guidance published in March 2011 entitled "Mapping Moody's National Scale Ratings to Global Scale Ratings."

Rating Outlook

All ratings have a stable outlook.

What Could Change the Rating - Up

Moody's sees little upside potential over the medium term for Banorte's C- bank financial strength rating.

That said, however, the BFSR could be pressured upwards by sustainable core earnings and further strengthening of the bank's Tier 1 capital base over the medium term.

What Could Change the Rating - Down

Downward pressure on the BFSR could result from further deterioration of the bank's asset quality that could materially impair earnings and then capital.

The methodologies used in these ratings were Bank Financial Strength Ratings: Global Methodology published in February 2007 and Incorporation of Joint Default Analysis into Moody's Bank Ratings: A Refined Methodology published in March 2007. Please see the Credit Policy page on www.moody.com for a copy of these methodologies.

The Local Market analyst for Banco Mercantil del Norte, S.A. and Banco Mercantil del Norte, S.A. (Cayman Islands) is David Olivares Villagomez, 52-55-1253-5705.

REGULATORY DISCLOSURES

Although these credit ratings have been issued in a non-EU country which has not been recognized as endorsable at this date, the credit ratings are deemed "EU qualified by extension" and may still be used by financial institutions for regulatory purposes until 30 April 2012. Further information on the EU endorsement status and on the Moody's office that has issued a particular Credit Rating is available on www.moodys.com.

For ratings issued on a program, series or category/class of debt, this announcement provides relevant regulatory disclosures in relation to each rating of a subsequently issued bond or note of the same series or category/class of debt or pursuant to a program for which the ratings are derived exclusively from existing ratings in accordance with Moody's rating practices. For ratings issued on a support provider, this announcement provides relevant regulatory disclosures in relation to the rating action on the support provider and in relation to each particular rating action for securities that derive their credit ratings from the support provider's credit rating. For provisional ratings, this announcement provides relevant regulatory disclosures in relation to the provisional rating assigned, and in relation to a definitive rating that may be assigned subsequent to the final issuance of the debt, in each case where the transaction structure and terms have not changed prior to the assignment of the definitive rating in a manner that would have affected the rating. For further information please see the ratings tab on the issuer/entity page for the respective issuer on www.moodys.com.

Information sources used to prepare each of the ratings are the following : parties involved in the ratings, parties not involved in the ratings, public information, and confidential and proprietary Moody's Investors Service information.

Moody's considers the quality of information available on the rated entities, obligation or credit satisfactory for the purposes of issuing these ratings.

Moody's adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning the ratings is of sufficient quality and from sources Moody's considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, Moody's is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process.

Please see the ratings disclosure page on www.moodys.com for general disclosure on potential conflicts of interests.

Please see the ratings disclosure page on www.moodys.com for information on (A) MCO's major shareholders (above 5%) and for (B) further information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities as well as (C) the names of entities that hold ratings from MIS that have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%. A member of the board of directors of this rated entity may also be a member of the board of directors of a shareholder of Moody's Corporation; however, Moody's has not independently verified this matter.

Please see Moody's Rating Symbols and Definitions on the Rating Process page on www.moodys.com for further information on the meaning of each rating category and the definition of default and recovery.

Please see ratings tab on the issuer/entity page on www.moodys.com for the last rating action and the rating history. The date on which some ratings were first released goes back to a time before Moody's ratings were fully digitized and accurate data may not be available. Consequently, Moody's provides a date that it believes is the most reliable and accurate based on the information that is available to it. Please see the ratings disclosure page on our website www.moodys.com for further information.

In addition to the information provided below please find on the ratings tab of the issuer page at www.moodys.com, for each of the ratings covered, Moody's disclosures on the lead rating analyst and the Moody's legal entity that has issued each of the ratings.

Jeanne Del Casino
VP - Senior Credit Officer
Financial Institutions Group
Moody's Investors Service, Inc.

250 Greenwich Street
 New York, NY 10007
 U.S.A.
 JOURNALISTS: 212-553-0376
 SUBSCRIBERS: 212-553-1653

M. Celina Vansetti
 MD - Banking
 Financial Institutions Group
 JOURNALISTS: 212-553-0376
 SUBSCRIBERS: 212-553-1653

Releasing Office:
 Moody's Investors Service, Inc.
 250 Greenwich Street
 New York, NY 10007
 U.S.A.
 JOURNALISTS: 212-553-0376
 SUBSCRIBERS: 212-553-1653

MOODY'S
 INVESTORS SERVICE

© 2019 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. and/or their licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved.

CREDIT RATINGS ISSUED BY MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC. AND ITS RATINGS AFFILIATES ("MIS") ARE MOODY'S CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND MOODY'S PUBLICATIONS MAY INCLUDE MOODY'S CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES. MOODY'S DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT OR IMPAIRMENT. SEE MOODY'S RATING SYMBOLS AND DEFINITIONS PUBLICATION FOR INFORMATION ON THE TYPES OF CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS ADDRESSED BY MOODY'S RATINGS. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS AND MOODY'S OPINIONS INCLUDED IN MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. MOODY'S PUBLICATIONS MAY ALSO INCLUDE QUANTITATIVE MODEL-BASED ESTIMATES OF CREDIT RISK AND RELATED OPINIONS OR COMMENTARY PUBLISHED BY MOODY'S ANALYTICS, INC. CREDIT RATINGS AND MOODY'S PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND CREDIT RATINGS AND MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. NEITHER CREDIT RATINGS NOR MOODY'S PUBLICATIONS COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MOODY'S ISSUES ITS CREDIT RATINGS AND PUBLISHES MOODY'S PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE.

MOODY'S CREDIT RATINGS AND MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS OR MOODY'S PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED,

REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT.

CREDIT RATINGS AND MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY ANY PERSON AS A BENCHMARK AS THAT TERM IS DEFINED FOR REGULATORY PURPOSES AND MUST NOT BE USED IN ANY WAY THAT COULD RESULT IN THEM BEING CONSIDERED A BENCHMARK.

All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. MOODY'S adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources MOODY'S considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, MOODY'S is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process or in preparing the Moody's publications.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability to any person or entity for any indirect, special, consequential, or incidental losses or damages whatsoever arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information, even if MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers is advised in advance of the possibility of such losses or damages, including but not limited to: (a) any loss of present or prospective profits or (b) any loss or damage arising where the relevant financial instrument is not the subject of a particular credit rating assigned by MOODY'S.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability for any direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, including but not limited to by any negligence (but excluding fraud, willful misconduct or any other type of liability that, for the avoidance of doubt, by law cannot be excluded) on the part of, or any contingency within or beyond the control of, MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information.

NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY CREDIT RATING OR OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for ratings opinions and services rendered by it fees ranging from \$1,000 to approximately \$2,700,000. MCO and MIS also maintain policies and procedures to address the independence of MIS's ratings and rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold ratings from MIS and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at www.moody.com under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy."

Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.

Additional terms for Japan only: Moody's Japan K.K. ("MJKK") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary

of Moody's Group Japan G.K., which is wholly-owned by Moody's Overseas Holdings Inc., a wholly-owned subsidiary of MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of MJKK. MSFJ is not a Nationally Recognized Statistical Rating Organization ("NRSRO"). Therefore, credit ratings assigned by MSFJ are Non-NRSRO Credit Ratings. Non-NRSRO Credit Ratings are assigned by an entity that is not a NRSRO and, consequently, the rated obligation will not qualify for certain types of treatment under U.S. laws. MJKK and MSFJ are credit rating agencies registered with the Japan Financial Services Agency and their registration numbers are FSA Commissioner (Ratings) No. 2 and 3 respectively.

MJKK or MSFJ (as applicable) hereby disclose that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MJKK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any rating, agreed to pay to MJKK or MSFJ (as applicable) for ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY250,000,000.

MJKK and MSFJ also maintain policies and procedures to address Japanese regulatory requirements.

Anexo K

Informe Moody's. Moody's asigna calificación de A3 a las notas subordinadas en moneda extranjera propuestas de BBVA Bancomer



Rating Action: Moody's asigna calificación de A3 a las notas subordinadas en moneda extranjera propuestas de BBVA Bancomer

24 Sep 2012

Mexico, September 24, 2012 -- Moody's Investors Service asignó una calificación de deuda subordinada de largo plazo en moneda extranjera de A3, en revisión a la baja, a las notas preferentes subordinadas de largo plazo acumulativas, de capital complementario a 10.5 años (Notas Subordinadas Acumulativas Tier 2) propuestas de BBVA Bancomer, S.A., emitidas a través de la Agencia de Texas del banco (BBVA Bancomer, S.A. Texas Agency). Estas notas subordinadas representan una emisión adicional a las notas preferentes subordinadas de largo plazo de 6.75% en moneda extranjera acumulativas de capital complementario de BBVA Bancomer con vencimiento el 30 de Septiembre de 2022, y serán consolidadas y formarán una sola serie con el monto de capital por 1,000 millones de dólares estadounidenses de las notas originalmente emitidas a través de BBVA Bancomer, S.A. Texas Agency el 11 de julio de 2012.

La siguiente calificación de deuda subordinada fue asignada a las notas subordinadas acumulables de capital complementario de BBVA Bancomer, S.A. emitidas a través de su Agencia de Texas (BBVA Bancomer, S.A. Texas Agency):

- Calificación de deuda subordinada de largo plazo en moneda extranjera de A3, en revisión a la baja.

FUNDAMENTOS DE LAS CALIFICACIONES

La calificación de deuda subordinada de A3, en revisión a la baja, está sustentada por la calificación de depósitos en moneda local de A2, en revisión a la baja, de BBVA Bancomer y considera los lineamientos de calificación de Moody's para deuda subordinada de bancos, acorde a nuestro reporte titulado "Lineamientos de Moody's para Calificar Títulos Híbridos Bancarios y Deuda Subordinada" publicado en noviembre de 2009, el cual se encuentra disponible bajo la pestaña de metodologías en nuestro portal www.moody.com.mx.

La calificación ancla de A2 incorpora dos escalones de mejora (uplift) a partir de la evaluación del riesgo crediticio base (BCA por sus siglas en inglés) de baa1 del banco, para reflejar nuestra evaluación de la probabilidad de soporte sistémico y de casa matriz.

Las características clave de las notas son el vencimiento a 10.5 años, su mecanismo para brincar y acumular el pago de intereses, y su subordinación de pago. Las características para brincar el pago de intereses incluyen el aplazamiento obligatorio del interés con base en detonadores regulatorios. En caso de quiebra, liquidación o disolución de BBVA Bancomer, las notas estarán subordinadas a toda la deuda senior del banco; pari passu con la deuda subordinada y tendrá preferencia sobre deuda junior de mayor subordinación (deuda muy subordinada) y sobre tenedores de acciones comunes.

Las principales metodologías utilizadas en esta calificación fueron "Calificaciones de Solidez Financiera de Bancos: Metodología Global", publicada en febrero de 2007, "Incorporación del Análisis de Incumplimiento Conjunto a las Calificaciones de Bancos de Moody's: Metodología Global", publicada en marzo de 2012, y "Lineamientos de Moody's para Calificar Títulos Híbridos Bancarios y de Deuda Subordinada", publicada en noviembre de 2009. Favor de entrar a la pestaña de metodologías en www.moody.com.mx para obtener una copia de estas metodologías.

La fecha de la Última Acción de Calificación fue el 11 de julio de 2012, cuando Moody's asignó una calificación de A3 a las notas subordinadas en moneda extranjera propuestas de BBVA Bancomer. El 28 de junio de 2012, Moody's bajó la calificación de solidez financiera de bancos (BFSR por sus siglas en inglés) del banco a C- de C+ así como las calificaciones de depósitos en moneda local del banco a A2 de A1, y colocó estas calificaciones en revisión a la baja (para mayor información favor de referirse al comunicado de prensa de Moody's titulado "Moody's concluye la revisión a la baja de diez instituciones financieras mexicanas").

BBVA Bancomer tiene su sede en la Ciudad de México. Al 30 de junio de 2012, el banco tenía alrededor de \$1,250,538 millones de pesos en activos (fuente: estados financieros del emisor).

El periodo de tiempo que abarca la información financiera utilizada para determinar la calificación es del 31 de

diciembre de 2006 al 30 de junio de 2012 (fuente: Moody's, estados financieros del emisor y Banco de México).

Las fuentes y los elementos de información utilizadas para determinar la calificación incluyen los estados financieros interinos de 2011 y 2012 (fuente: Grupo Financiero BBVA Bancomer); estados financieros auditados al cierre del ejercicio 2011 (fuente: Grupo Financiero BBVA Bancomer, auditados por Deloitte Touche Tohmatsu Limited); estados financieros e información sobre posicionamiento de mercado (fuente: CNBV); información del capital regulatorio (fuente: Banco de México); prospecto de colocación (fuente: BBVA Bancomer).

Favor de entrar al portal de Moody's en www.moody.com.mx para obtener información adicional sobre símbolos y definiciones de calificaciones, el emisor, analista líder, historial de calificación, etc.

REVELACIONES REGULATORIAS

Las Calificaciones Crediticias en Escala Global contenidas en este comunicado de prensa, las cuales son emitidas por una afiliada de Moody's fuera de la Unión Europea, están endosadas por Moody's Investors Service Ltd., One Canada Square, Canary Wharf, London E 14 5FA, UK, de acuerdo con el párrafo 3 del Artículo 4 de la Regulación (CE) No 1060/2009 relativa a Agencias Calificadoras de Crédito. Favor de consultar información adicional sobre la condición de endoso para la Unión Europea y la oficina de Moody's que emitió cada Calificación Crediticia en particular en www.moody.com y/o www.moody.com.mx.

Con respecto a las calificaciones emitidas en un programa, serie o categoría/ tipo de deuda, este anuncio proporciona aclaraciones regulatorias relevantes en relación a cada calificación de un bono o nota de la misma serie o categoría/clase de deuda emitida con posterioridad o conforme a un programa para el cual las calificaciones son derivadas exclusivamente de calificaciones existentes, de acuerdo con las prácticas de calificación de Moody's. Con respecto a las calificaciones emitidas sobre una entidad proveedora de soporte, este anuncio proporciona aclaraciones regulatorias relevantes en relación a la acción de calificación referente al proveedor de soporte y en relación a cada acción de calificación particular de instrumentos cuyas calificaciones derivan de las calificaciones crediticias de la entidad proveedora de soporte. Con respecto a calificaciones provisionales, este anuncio proporciona aclaraciones regulatorias relevantes con relación a la calificación provisional asignada y en relación a la calificación definitiva que podría ser asignada con posterioridad a la emisión final de deuda, en cada caso en el que la estructura y términos de la transacción no hayan cambiado antes de la asignación de la calificación definitiva de manera tal que hubieran afectado la calificación. Para mayor información, favor de consultar la pestaña de calificaciones en la página del emisor/entidad correspondiente en www.moody.com y/o www.moody.com.mx.

La calificación fue revelada a la entidad calificada antes de su publicación.

Las fuentes de información utilizadas para determinar la calificación crediticia son las siguientes: partes involucradas en las calificaciones, partes no involucradas en las calificaciones, información pública, e información confidencial propiedad de Moody's Investors Service.

Una relación general de las fuentes de información utilizadas en el proceso de calificación, así como la estructura y proceso de votación de los comités de calificación responsables por la determinación y seguimiento de las calificaciones pueden ser consultadas en la sección de Revelaciones en www.moody.com.mx.

En cumplimiento con los requerimientos regulatorios, Moody's de México fue informada de que durante el período de dos meses previo a la celebración del contrato de calificación que rige esta asignación de calificación, Fitch Ratings asignó una calificación de BBB al emisor/ instrumentos a que se refiere el presente comunicado de prensa.

Las calificaciones asignadas por Moody's de México son opiniones respecto de la calidad crediticia de los instrumentos y/o sus emisores y no son una recomendación para invertir en dichos instrumentos y/o emisor.

Moody's considera que la calidad de la información disponible sobre la entidad, obligación o crédito calificado es satisfactoria para efectos de emitir una calificación.

Moody's adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza para asignar una calificación sea de suficiente calidad y de fuentes que Moody's considera confiables, incluyendo, cuando corresponde, terceros independientes. Sin embargo, Moody's no es una firma de auditoría y no puede, en toda ocasión, verificar o validar de manera independiente la información que recibe en su proceso de

calificación.

Favor de consultar "Moody's Rating Symbols and Definitions" en la Página "Rating Process" en www.moody.com para mayor información sobre el significado de cada categoría de calificación y la definición de incumplimiento y recuperación.

Favor de ir a la pestaña de calificaciones en la página del emisor/entidad en www.moody.com para consultar la última acción de calificación y el historial de calificación. La fecha en que fueron publicadas por primera vez algunas calificaciones data de tiempos antes de que las calificaciones de Moody's fueran totalmente digitalizadas y es posible que no exista información exacta. Consecuentemente, Moody's proporciona una fecha que considera que es la más confiable y exacta con base en la información que tiene disponible. Para mayor información, visite nuestra página de "ratings disclosure" en nuestro portal www.moody.com.

Favor de entrar a www.moody.com para actualización de cambios del analista líder de calificación y de la entidad legal de Moody's que emitió la calificación.

Las calificaciones emitidas por Moody's de México son opiniones de la calidad crediticia de instrumentos y/o sus emisores y no son una recomendación para invertir en dichos instrumentos y/o emisor.

David Olivares Villagomez
 VP - Senior Credit Officer
 Financial Institutions Group
 Moody's de Mexico S.A. de C.V
 Ave. Paseo de las Palmas
 No. 405 - 502
 Col. Lomas de Chapultepec
 Mexico, DF 11000
 Mexico
 JOURNALISTS: 001-888-779-5833
 SUBSCRIBERS: 52-55-1253-5700

Maria Celina Vansetti-Hutchins
 MD - Banking
 Financial Institutions Group
 JOURNALISTS: 212-553-0376
 SUBSCRIBERS: 212-553-1653

Releasing Office:
 Moody's de Mexico S.A. de C.V
 Ave. Paseo de las Palmas
 No. 405 - 502
 Col. Lomas de Chapultepec
 Mexico, DF 11000
 Mexico
 JOURNALISTS: 001-888-779-5833
 SUBSCRIBERS: 52-55-1253-5700

Moody's
 INVESTORS SERVICE

© 2019 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC. Y SUS FILIALES ("MIS") CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO DEL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. MOODY'S DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD POR PARTE DE UNA ENTIDAD DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS

CONTRACTUALES A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS DE CLASIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN DE MOODY'S PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES DE MOODY'S. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO QUE NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y LAS OPINIONES DE MOODY'S INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S PODRÁN INCLUIR ASIMISMO PREVISIONES BASADAS EN UN MODELO CUANTITATIVO DE RIESGO CREDITICIO Y OPINIONES O COMENTARIOS RELACIONADOS PUBLICADOS POR MOODY'S ANALYTICS, INC. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE VALORES CONCRETOS. TAMPOCO CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSOR LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S O LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN SOBRE EN MATERIA DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA PONERSE EN CONTACTO CON SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIR, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHS FINES. EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE MOODY'S.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO PARÁMETRO. SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN PARÁMETRO.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por MOODY'S a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo.

MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que Moody's considera fiables, incluidos, en su caso, terceros independientes. Sin embargo, Moody's no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de calificación o en la elaboración de las publicaciones de Moody's.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera avisado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo que no limitativo: (a) lucro cesante presente o futuro o (b) pérdida o daño surgido en el caso de que el instrumento financiero en cuestión no sea objeto de calificación crediticia concreta

otorgada por MOODY'S.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo que no limitativo, negligencia (excluido, no obstante, el fraude, la conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

MOODY'S NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZACIÓN O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CALIFICACIONES CREDITICIAS Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN.

Moody's Investors Service, Inc., agencia de calificación crediticia, filial al 100% de Moody's Corporation ("MCO"), informa por la presente que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, notas y pagarés) y acciones preferentes calificados por Moody's Investors Service, Inc. han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a Moody's Investors Service, Inc. por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los \$1.000 dólares y aproximadamente a los 2.700.000 dólares. MCO y MIS mantienen asimismo políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones de MIS. La información relativa a ciertas relaciones que pudieran existir entre consejeros de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones de MIS y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en www.moody's.com, bajo el capítulo de "Investor Relations – Corporate Governance – Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones del Accionariado - Gestión Corporativa - Política sobre Relaciones entre Consejeros y Accionistas"].

Únicamente aplicable a Australia: La publicación en Australia de este documento es conforme a la Licencia de Servicios Financieros en Australia de la filial de MOODY'S, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657 AFSL 336969 y/o Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (según corresponda). Este documento está destinado únicamente a "clientes mayoristas" según lo dispuesto en el artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted declara ante MOODY'S ser un "cliente mayorista" o estar accediendo al mismo como un representante de aquél, así como que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán, directa o indirectamente, este documento ni su contenido a "clientes minoristas" según se desprende del artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Las calificaciones crediticias de MOODY'S son opiniones sobre la calidad crediticia de un compromiso de crédito del emisor y no sobre los valores de capital del emisor ni ninguna otra forma de instrumento a disposición de clientes minoristas.

Únicamente aplicable a Japón: Moody's Japan K.K. ("MJKK") es una agencia de calificación crediticia, filial de Moody's Group Japan G.K., propiedad en su totalidad de Moody's Overseas Holdings Inc., subsidiaria en su totalidad de MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") es una agencia subsidiaria de calificación crediticia propiedad en su totalidad de MJKK. MSFJ no es una Organización de Calificación Estadística Reconocida Nacionalmente (en inglés, "NRSRO"). Por tanto, las calificaciones crediticias asignadas por MSFJ son no-NRSRO. Las calificaciones crediticias son asignadas por una entidad que no es una NRSRO y, consecuentemente, la obligación calificada no será apta para ciertos tipos de tratamiento en virtud de las leyes de EE.UU. MJKK y MSFJ son agencias de calificación crediticia registradas con la Agencia de Servicios Financieros de Japón y sus números de registro son los números 2 y 3 del Comisionado FSA (Calificaciones), respectivamente.

Mediante el presente instrumento, MJKK o MSFJ (según corresponda) comunica que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, pagarés y títulos) y acciones preferentes calificados por MJKK o MSFJ (según sea el caso) han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a MJKK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los JPY125.000 y los JPY250.000.000, aproximadamente.

Asimismo, MJKK y MSFJ disponen de políticas y procedimientos para garantizar los requisitos regulatorios japoneses.

Anexo L

Subordinated promissory note

EX-4.7 10 dex47.htm FORM OF SUBORDINATED PROMISSORY NOTE

Exhibit 4.7

SUBORDINATED PROMISSORY NOTE

\$30,000,000.00

[_____], 2011

FOR VALUE RECEIVED, on or before [_____], 2021 (the "Maturity Date"), USMD Holdings, Inc. (the "Maker") promises to pay to the order of UANT Ventures, LLP (the "Payee"), at such address as Payee may specify in a written notice given to Maker, in immediately available funds and in lawful money of the United States of America, the principal amount of [Thirty Million] and No/100 Dollars (\$30,000,000.00) under the terms of that certain Contribution and Purchase Agreement, as amended to date, to which Maker and Payee are parties, together with interest on the unpaid principal balance of this Note from the date hereof until the Maturity Date at a rate per annum of 12.5%.

Payment of Principal and Interest

This Note shall be payable in 120 equal installments of \$[439,128.51], commencing on [_____], 2011 and on the last day of each subsequent month until the Maturity Date.

Notwithstanding anything herein to the contrary, upon the occurrence and during the continuance of an Event of Default (as hereinafter defined) or after the Maturity Date, whether by acceleration or otherwise, all principal of this Note shall, at the option of Payee, bear interest at the Ceiling Rate (as hereinafter defined) until paid. The term "Ceiling Rate," as used herein, shall mean, at the particular time in question, the maximum rate of interest, which, under applicable law, may then be charged on this Note. If such maximum rate of interest changes after the date hereof, the Ceiling Rate shall be automatically increased or decreased, as the case may be, without notice to Maker from time to time as of the effective date of each change in such maximum rate. If applicable law ceases to provide for such a maximum rate of interest, the Ceiling Rate shall be equal to fourteen percent (14%) per annum.

Maker may from time to time prepay all or any portion of the principal amount of this Note without premium or penalty. All payments of the indebtedness evidenced by this Note, other than regularly scheduled payments, shall be applied to such indebtedness in the order of their maturities. Any portion of the principal amount of this Note that is repaid or prepaid may not be reborrowed. If any payment of principal or interest on this Note shall become due and payable on a day which is not a Business Day (as hereinafter defined), such payment shall be made on the next succeeding Business Day and any such extension of time shall be included in computing interest in connection with such payment. As used herein, the term "Business Day" shall mean any day except a Saturday, Sunday or other date on which national banks in Dallas, Texas are authorized by law to close.

Assignment

Maker may not assign this Note or any of its rights, interests and obligations hereunder to any other person without the prior written consent of the Payee. Payee may assign this Note so long as such assignee expressly assumes all of the obligations of the assignor under the "Subordination" provisions of this Note. Subject to the foregoing, this Note will be binding upon, inure to the benefit of and be enforceable by the parties and their respective successors and permitted assigns.

Subordination

Payee, by acceptance of this Note, and each subsequent holder of this Note, by acceptance hereof, covenants and agrees that the indebtedness evidenced by, and payment of the principal of, and interest on, this Note shall be subordinate, junior, and subject in right of payment security or otherwise to all indebtedness of the Maker for borrowed money ("Senior Debt") owed to financial institutions ("Senior Lenders") to the extent set forth below:

(a) The Payee and Maker shall not amend or modify this Note in any manner whatsoever without the prior written consent of Senior Lenders.

(b) So long as no default in the payment of Senior Debt (“Senior Default”) has occurred and if no Senior Default would result from the making of any such payments, Maker may pay, and the Payee may accept, regularly scheduled payments of principal and interest under this Note. Upon the occurrence of a Senior Default, until such Senior Default has been cured to the Senior Lenders’ satisfaction or waiver by the Senior Lenders, or until the Senior Debt shall have been indefeasibly paid and satisfied in full, Maker shall not pay, and the Payee shall not accept, any payments of any kind associated with this Note. To the extent any amounts owing on this Note are not paid as a result of the provisions of this paragraph (b) (the “Deferred Amount”), at such time as Maker are permitted to resume payments on this Note, the Deferred Amount shall be amortized and paid to the Payee in equal installments over the remaining term of this Note in connection with regularly scheduled payments thereunder.

(c) At any time after a Senior Lender provides written notice to the Payee that a Senior Default has occurred, any payments (whether in cash, securities or other property) on this Note received by the Payee (including, without limitation, prepayments on this Note), other than as expressly permitted in paragraph (b) above, shall be held in trust for the Senior Lenders, and the Payee will forthwith turn over any such payments in the form received, properly endorsed or assigned, to the Senior Lenders to be applied to the Senior Debt until such time as the Senior Default has been cured to the Senior Lenders’ satisfaction or waived by the Senior Lenders or the Senior Debt shall have been indefeasibly paid and satisfied in full.

(d) The Payee will not commence any action or proceeding at law or equity against Maker to recover all or any part of this Note not paid when due (or against any collateral pledged to secure the payment of this Note) and shall at no time join with any creditor, in bringing any proceeding against Maker, under any liquidation, conservatorship, bankruptcy, reorganization, rearrangement, or other insolvency law now or hereafter existing, unless and until the Senior Debt shall be indefeasibly paid and satisfied in full in cash. Subject to the foregoing, the Payee

-2-

may accelerate this Note upon the occurrence of (i) the acceleration of the Senior Debt; and (ii) the filing of a petition under federal bankruptcy laws by Maker; provided that the Payee shall reverse such acceleration in the event that the acceleration of the Senior Debt, or any portion thereof, is reversed or such petition is withdrawn.

(e) Senior Lenders may at any time and from time to time, without the consent of or notice to the Payee, without incurring responsibility to the Payee and without impairing or releasing any of such person’s rights, or any of the obligations of the Payee hereunder:

(i) Change the amount, manner, place or terms of payment or change or extend the time of payment of or renew or alter the Senior Debt, or any part thereof, or amend, supplement or replace the agreements pursuant to which Senior Debt has been issued and/or any notes executed in connection therewith in any manner or enter into or amend, supplement or replace in any manner any other agreement relating to the Senior Debt;

(ii) Sell, exchange, release or otherwise deal with all or any part of any property at any time pledged or mortgaged by any party to secure or securing the Senior Debt or any part thereof;

(iii) Release anyone liable in any manner for the payment or collection of the Senior Debt (including, without limitation, Maker);

(iv) Exercise or refrain from exercising any rights against Maker or others; and

(v) Apply sums paid by any party to the Senior Debt in any order or manner as determined by Senior Lenders.

Default; Remedies

Each of the following shall constitute an “Event of Default” under this Note:

(a) The failure, refusal or neglect of Maker to pay when due any part of the principal of, or interest on, this Note and the continuation of such failure, refusal or neglect for ten (10) days after such payment has become due and payable; or

(b) Maker (i) becomes insolvent, or makes a transfer in fraud of creditors, or makes an assignment for the benefit of creditors, or admits in writing its inability to pay its debts as they become due; (ii) generally is not paying its debts as such debts become due; (iii) has a receiver or custodian appointed for, or take possession of, all or substantially all of the assets of such party, either in a proceeding brought by such party or in a proceeding brought against such party and such appointment is not discharged or such possession is not terminated within thirty (30) days after the effective date thereof or such party consents or acquiesces in such appointment or possession; (iv) files a petition for relief under the United States Bankruptcy Code or any other present or future federal or state insolvency, bankruptcy or similar laws (all of the foregoing hereinafter collectively called "Applicable Bankruptcy Law") or an involuntary petition for relief is filed against such party under any Applicable Bankruptcy Law and such involuntary petition is

-3-

not dismissed within ninety (90) days after the filing thereof, or an order for relief naming such party is entered under any Applicable Bankruptcy Law, or any composition, rearrangement, extension, reorganization or other relief of debtors now or hereafter existing is requested or consented to by such party, (v) fails to have discharged within a period of thirty (30) days any attachment, sequestration or similar writ levied upon any property of such party; or (vi) fails to pay within thirty (30) days any final money judgment against such party.

Maker agrees that upon the occurrence and continuance of any Event of Default, the holder of this Note may, at its option, by notice in writing to Maker and subject to any restrictions applicable to this Note arising out of the Senior Indebtedness, (i) declare the outstanding principal balance of and accrued but unpaid interest on this Note at once due and payable, (ii) pursue any and all other rights, remedies and recourses available to the holder hereof at law or in equity, or (iii) pursue any combination of the foregoing.

The failure to exercise the option to accelerate the maturity of this Note or any other right, remedy or recourse available to the holder hereof upon the occurrence and continuance of an Event of Default hereunder shall not constitute a waiver of the right of the holder of this Note to exercise the same at that time or at any subsequent time with respect to such uncured Event of Default or any other Event of Default. The rights, remedies and recourses of the holder hereof, as provided in this Note, shall be cumulative and concurrent and may be pursued separately, successively or together as often as occasion therefore shall arise, at the sole discretion of the holder hereof. The acceptance by the holder hereof of any payment under this Note which is less than the payment in full of all amounts due and payable at the time of such payment shall not (i) constitute a waiver of or impair, reduce, release or extinguish any right, remedy or recourse of the holder hereof, or nullify any prior exercise of any such right, remedy or recourse, or (ii) impair, reduce, release or extinguish the obligations of any party liable under this Note as originally provided herein or therein.

If any provision hereof or the application thereof to any person or circumstance shall, for any reason and to any extent, be invalid or unenforceable, neither the application of such provision to any other person or circumstance nor the remainder of the instrument in which such provision is contained shall be affected thereby and shall be enforced to the greatest extent permitted by law. No provision of this Note or the Purchase Agreement shall require the payment or the collection of interest in excess of the maximum amount permitted by applicable law. If any excess of interest in such respect is hereby provided for, or shall be adjudicated to be so provided, in this Note or otherwise in connection with this loan transaction, the provisions of this section shall govern and prevail and neither the Maker nor the sureties, guarantors, successors, or assigns of the Maker shall be obligated to pay the excess amount of such interest or any other excess sum paid for the use, forbearance, or detention of sums loaned pursuant hereto. In the event Payee or any subsequent holder of this Note ever receives, collects, or applies as interest any such sum, such amount which would be in excess of the maximum amount permitted by applicable law shall be applied as a payment and reduction of the principal of the indebtedness evidenced by this Note; and, if the principal of this Note has been paid in full, any remaining excess shall forthwith be paid to the Maker. In determining whether or not the interest paid or payable exceeds the maximum rate permitted by applicable law, the Maker and the Payee shall, to the extent permitted by applicable law, (a) characterize any non-principal payment as an expense, fee, or premium rather than as interest, (b) exclude voluntary

-4-

prepayments and the effects thereof, and (c) amortize, prorate, allocate, and spread in equal or unequal parts the total amount of interest throughout the entire contemplated term of the indebtedness evidenced by this Note so that interest for the entire term does not exceed the maximum rate permitted by applicable law.

If this Note is placed in the hands of an attorney for collection, or is collected in whole or in part by suit or through probate, bankruptcy or other legal proceedings of any kind, Maker agrees to pay, in addition to all other sums payable hereunder, all costs and expenses of collection, including but not limited to reasonable attorneys' fees.

Maker and any and all endorsers and guarantors of this Note severally waive presentment for payment, notice of nonpayment, protest, demand, notice of protest and dishonor, diligence in enforcement and indulgences of every kind and without further notice hereby agree to renewals, extensions, exchanges or releases of collateral, taking of additional collateral, indulgences or partial payments, either before or after maturity.

Governing Law

THIS NOTE HAS BEEN EXECUTED UNDER, AND SHALL BE CONSTRUED AND ENFORCED IN ACCORDANCE WITH, THE LAWS OF THE STATE OF TEXAS.

USMD Holdings, Inc.

By: _____
Name: _____
Title: _____

-5-

Bibliografía

Normativa

- Ley del Mercado de Valores N° 1834 (1998, 31 de marzo), Gaceta Oficial de Bolivia, La Paz - Bolivia.
- Ley de Bancos y Entidades Financieras N° 1488 (1993, 14 de abril), Gaceta Oficial de Bolivia, La Paz - Bolivia.
- Ley de Fortalecimiento de la Normativa y Supervisión Financiera N° 2297 (2001, 20 de diciembre), Gaceta Oficial de Bolivia, La Paz – Bolivia.
- Ley de Servicios Financieros N°393 (2013, 5 de agosto), Gaceta Oficial del Estado Plurinacional de Bolivia, La Paz – Bolivia.
- Ley de Pensiones N° 1732 (1996, 29 de noviembre), Gaceta Oficial de Bolivia, La Paz – Bolivia.
- Ley de Pensiones N° 065 (2010, 10 de diciembre), Gaceta Oficial del Estado Plurinacional de Bolivia, La Paz – Bolivia.
- Decreto Ley N° 14379, Código de Comercio de Bolivia (1977, 25 de febrero) Gaceta Oficial de Bolivia, La Paz – Bolivia.
- Decreto Ley N° 12760, Código Civil Boliviano (1975, 6 de agosto), Gaceta Oficial de Bolivia, La Paz- Bolivia.
- Decreto Supremo N° 29894, Estructura organizativa del Poder Ejecutivo del Estado Plurinacional (2009, 7 de febrero), Gaceta Oficial del Estado Plurinacional de Bolivia, La Paz – Bolivia.
- Decreto Supremo N° 0071 (2009, 9 de abril), Gaceta Oficial del Estado Plurinacional de Bolivia, La Paz – Bolivia.
- Decreto Supremo N° 26156 (2001, 30 de abril), Gaceta Oficial de Bolivia, La Paz- Bolivia.
- Normativa sobre Participación en el Mercado de Valores de Entidades Territoriales Autónomas contenido en el Título III, Capítulo I, Libro 1° de la Recopilación de Normas para el Mercado de Valores emitida por ASFI.
- Regulación para la Autorización e Inscripción en el Registro del Mercado de Valores de Emisiones de Pagarés para su Oferta Pública y Negociación en el Mercado Bursátil, contenido en el Capítulo II, Título I, Libro 2° de la Recopilación de Normas Para el Mercado de Valores de ASFI.
- Reglamento de Oferta Pública Primaria, contenido en el Capítulo I, Título I, Libro 2° de la Recopilación de Normas Para el Mercado de Valores de ASFI.

- Reglamento del Registro del Mercado de Valores, Título I, Libro 1° de la Recopilación de Normas Para el Mercado de Valores de ASFI.
- Reglamento de Entidades de Depósito de Valores, Compensación y Liquidación de Valores contenido en el Título I, Libro 6° de la Recopilación de Normas Para el Mercado de Valores de ASFI.
- Reglamento de Obligaciones Subordinadas computables como parte del Capital Regulatorio de las Entidades de Intermediación Financiera, contenido en el Capítulo II del Título VI del Libro 3º de la Recopilación de Normas para Servicios Financieros.
- Reglamento Operativo Interno (última modificación 2019), Entidad de Deposito de Valores de Bolivia S.A.
- Reglamento Interno de Registro y Operaciones (última modificación 2018), Bolsa Boliviana de Valores S.A.

Libros.

- Andersen, Arthur (1999). *Diccionario de Economía y Negocios*. Madrid: Espasa Calpe.
- Bolsa Boliviana de Valores. *Manuales del Mercado de Valores Proyecto de Educación Bursátil*. La Paz, Bolivia.
- Cervantes Ahumada, Raúl (1961). *Títulos y Operaciones de Crédito*. (3ra. Ed.). México: Herrero.
- Córdoba Padilla, M. (2016). *Mercado de Valores*. Bogotá, Colombia: Ecoe Ediciones.
- Daza Ramírez, Jorge (2013). *Las Principales Bolsas de Valores de Latinoamérica*.
- *España*. Universidad Complutense de Madrid.
- Figueroa Bustamante, Hernán (2009). *Introducción al Derecho Financiero y Bursátil*. Lima, Perú: San Marcos E.I.R.L. editor.
- Flores Portal, Gonzalo (2015). *Derecho Bancario Boliviano*, Santa Cruz, Bolivia: Ediciones Graf.
- Gómez Leo, Osvaldo (1991). *Manual de Derecho Cambiario*. (1ra. Ed.). Buenos Aires: Depalma.
- Hernández Sampieri, Roberto (2014). *Metodología de la Investigación*. México DF., México: McGraw Hill/ Interamericana Editores S.A.
- López, Joaquín y Rojo, Javier (2004). *“Mercado de Valores, Organización y Financiamiento”*.
- Mankiw Gregory, N. (2002). *Principios de Economía*. Madrid, España: McGraw Hill/ Interamericana de España S.A.U.
- Mascareñas, Juan (2008). *Introducción a las Finanzas Corporativas*. Madrid,

- Morales Guillen, Carlos (1981). *Código de Comercio Concordado y Anotado*. (2ª Ed.) La Paz: Quisbert y Cía.
- Ramón Tamames & Santiago Gallego (1995). *Diccionario de Economía y Finanzas de la COPE*. Madrid: Alianza.

Páginas web.

- *Bolsa Boliviana de Valores*. (11 de octubre de 2011). <https://www.bbv.com.bo>
- *Vicepresidencia del Estado Plurinacional*. (3 de enero de 2012). <https://www.vicepresidencia.gob.bo>
- *Nueva Economía*. (15 de enero de 2012). <https://www.nuevaeconomia.com.bo>
- *Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero*. (5 de enero de 2012). <https://www.asfi.gob.bo>.
- *Bolsa de Santiago*. (17 de enero de 2012). <https://www.bolsadesantiago.com>
- *El Economista*. (17 de enero de 2012) <https://www.eleconomistaamerica.com>
- *Principales bolsas de valores del mundo y sus indicadores*, Andrea Broseta, (2017) (04 de mayo de 2012). <https://www.rankia.cl/blog/analisis-ipsa/3557649-principales-bolsas-valores-mundo-sus-indicadores>.
- *Las grandes Bolsas del mundo* (2018). (15 de mayo de 2012). <https://www.bbva.com/es/grandes-bolsas-mundo/> Las grandes Bolsas del mundo.
- IG, Méndez, Villaroya Pizarro, (2018). ¿Cuáles son las bolsas más importantes del mundo? (15 de mayo de 2012). <https://www.ig.com/es/estrategias-de-trading/-cuales-son-las-bolsas-mas-importantes-del-mundo--181015>.
- Fannie Mae, (2008) *Glosario Español–Inglés*. (16 de mayo de 2012). <https://www.fanniemae.com>