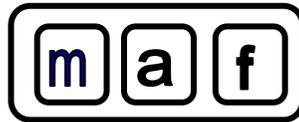


UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA



Fundada en 1995



**DIVERSIFICACIÓN DE LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO DE LOS BANCOS
COOPERATIVOS REGULADOS EN EL SALVADOR**

TRABAJO DE GRADUACIÓN PRESENTADO POR:

ZULEYMA DEL CARMEN CRUZ CASTRO

PARA OPTAR AL GRADO DE

MAESTRA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

ABRIL DE 2016

CIUDAD UNIVERSITARIA, EL SALVADOR, CENTROAMÉRICA

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR



AUTORIDADES UNIVERSITARIAS

RECTOR INTERINO : LIC. JOSÉ LUIS ARGUETA ANTILLÓN

SECRETARIA GENERAL INTERINA : DRA. ANA LETICIA ZAVALA DE AMAYA

AUTORIDADES DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

DECANO : LIC. NIXON ROGELIO HERNÁNDEZ VÁSQUEZ

VICEDECANO : LIC. MARIO WILFREDO Crespín ELÍAS, MSc

SECRETARIA : LICDA. VILMA MARISOL MEJÍA TRUJILLO

ADMINISTRADOR ACADÉMICO : LIC. EDGAR ANTONIO MEDRANO MELÉNDEZ

TRIBUNAL EXAMINADOR : LIC. JUAN VICENTE ALVARADO RODRÍGUEZ, MAF

LIC. CARLOS ERNESTO LOPEZ LAZO, MAF

LIC. VICTOR RENE OSORIO AMAYA, MAF

ABRIL DE 2016

SAN SALVADOR

EL SALVADOR

CENTRO AMÉRICA

INTRODUCCION

En la actualidad las entidades que conforman el Sistema Financiero Salvadoreño, se encuentran implementando acciones para identificar, medir y mitigar los riesgos a los que se encuentran expuestas, ya que esto les permitirá fortalecer las áreas que tienen una mayor exposición a ellos, y por ende asegurar un crecimiento sólido y sostenible. Los Bancos Cooperativos como integrantes de dicho Sistema, también se encuentran en el proceso de identificación de sus riesgos, entre los cuales se destaca el de liquidez, que se encuentra inmerso en la función de intermediación que realizan, al transformar el ahorro de los depositantes en créditos para apoyar proyectos productivos. Es por ello, que en el presente estudio se mencionan sus fuentes de financiamiento, y se presentan otras alternativas de financiamiento a través del mercado de valores.

En el Capítulo I, se presentan aspectos generales de los Bancos Cooperativos en El Salvador, antecedentes, principios, diferencias con los bancos, aportes que brindan a la sociedad y quienes los conforman.

En el Capítulo II, se expone como la Bolsa de Valores facilita las negociaciones en el mercado de valores, mediante los diversos instrumentos bursátiles que pone a disposición de los demandantes de fondos, entre los cuales se encuentran títulos de renta variable y de renta fija, estos últimos debido a que tienen asociado un interés conocido, a un plazo de tiempo determinado, son considerados de menor riesgo.

Además, se indican las fuentes de fondeo actuales de los Bancos Cooperativos y de los Bancos, destacándose que los primeros, tienen concentrado su fondeo en depósitos y en préstamos recibidos de terceros, por lo que, la falta de diversificación podría ocasionarles problemas de calce de plazos, advirtiendo la necesidad que estas entidades busquen otras fuentes de fondeo; derivado de ello, se plantean alternativas de financiamiento a través del Mercado de Valores, que brinda la posibilidad de fondearse en términos más flexibles, con tasas competitivas, mayores plazos, mejor estructuración de sus pasivos y menor costo que en el Sistema Bancario, permitiéndole a las instituciones la consolidación y fortalecimiento de su estructura financiera, generando así las condiciones necesarias para maximizar su competitividad.

Posteriormente, en el Capítulo III, se realiza un escenario sobre los costos de financiarse mediante un préstamo con la banca, con respecto, a los generados por la emisión de valores de deuda, para el caso en particular un certificado de inversión, ambos para un mismo horizonte de tiempo, obteniéndose el costo de fondeo de cada una de las alternativas.

ÍNDICE

INTRODUCCION	iii
ÍNDICE.....	v
CAPITULO I. MARCO CONCEPTUAL.....	1
2.1 ¿Qué es un banco cooperativo?.....	1
2.2 Antecedentes de los Bancos Cooperativos en El Salvador	3
2.3 Aporte a la Sociedad	6
CAPITULO II. MERCADO DE VALORES Y FUENTES DE FINANCIAMIENTO DE LOS BANCOS COOPERATIVOS	7
2.1 Mercado Financiero.....	7
2.2 Normativa vigente sobre Emisiones de Deuda en El Salvador	9
2.3 Bolsa de Valores.....	10
2.4 Ventajas y desventajas de emitir en Bolsa	10
2.5 Instrumentos bursátiles negociados en BVES.....	11
2.6 Fuentes de financiamiento de los Bancos Cooperativos	14
2.7 Bonos de deuda a los que pueden optar los Bancos Cooperativos.....	18
CAPITULO III. ENSAYO DE FINANCIAMIENTO A TRAVES DE BVES	21
3.1 Aspectos a considerar al emitir	21
3.2 Procedimiento para emitir valores de deuda	21
3.3 Costos variables y costos fijos.....	23
3.4 Comparación de préstamo bancario y una emisión de deuda.....	24
CAPITULO IV. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	27
REFERENCIAS	28
NOTAS	29
ANEXOS	

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura No. 1 Instrumentos de Renta Fija	11
Figura No. 2 Instrumentos de Renta Variable.....	12
Figura No. 3 Valores de Titularización Negociados en mercado primario privado en 2015	13
Figura No. 4 Certificados de inversión negociados en mercado primario privado en 2015	13
Figura No. 5 Papel Bursátil negociados en mercado primario privado en 2015	14
Figura No. 6 Fuentes de fondeo de Bancos Cooperativos	15
Figura No. 7 Fuentes de fondeo de Bancos.....	15
Figura No. 8 Procedimientos para emitir valores de deuda.....	22

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla No. 1 Principales diferencias entre los Bancos Cooperativos y los Bancos.....	3
Tabla No. 2 Bonos negociados en mercado primario privado.....	12
Tabla No. 3 Otras Fuentes de Fondeo.....	16
Tabla No. 4 Costos Fijos y Variables de una emisión.....	23
Tabla No. 5 Flujo de Préstamo.....	24
Tabla No. 6 Flujo para Emisión de Certificado de Inversión (pago de capital al vencimiento).....	25
Tabla No. 7 Flujo para Emisión de Certificado de Inversión (Pagos anuales de capital e intereses).....	25
Tabla No. 8 Costos de Fondeo.....	26

CAPITULO I. MARCO CONCEPTUAL

En este apartado se comenta sobre el concepto de la Banca Cooperativa, sus antecedentes en nuestro país, principales diferencias con la banca, y cómo estas instituciones apoyan el crecimiento de la micro, pequeña, mediana empresa, y del sector informal, mediante el otorgamiento de créditos.

1.1 ¿Qué es un banco cooperativo?

La Alianza Cooperativa Internacional (ACI, 1995)¹ (como se citó en Iniciativa para la Transparencia Financiera) define: “Una cooperativa es una asociación autónoma de personas que se unen voluntariamente para satisfacer sus necesidades y aspiraciones económicas, sociales y culturales por medio de una empresa de propiedad conjunta democráticamente gestionada”. Siendo el principal objetivo del cooperativismo, prestar servicios financieros a sectores económico-sociales que habitualmente tienen dificultades para acceder a los servicios bancarios y en particular al crédito; dentro de estos sectores se destacan las micro, pequeñas y medianas empresas.

Según las **Cooperativas de las Américas (Aciamericas)**, entre los principios que se practican en la banca cooperativa, se encuentran²:

a) **Membrecía abierta y voluntaria**

Son organizaciones voluntarias abiertas, para todas aquellas personas dispuestas a utilizar sus servicios y a aceptar las responsabilidades que conlleva la membrecía sin discriminación de género, raza, clase social, posición política o religiosa; además, los asociados o socios se comprometen a realizar depósitos mensuales, que son registrados en sus respectivas cuentas de aportación, y el monto dependerá de lo que establezcan los estatutos de la cooperativa.

b) **Control democrático de los miembros**

Las cooperativas son organizaciones democráticas controladas por sus miembros quienes participan activamente en la definición de las políticas y en la toma de decisiones, por medio del nombramiento de un Comité de Administración. Los hombres y mujeres elegidos para representar a su cooperativa, responden ante los miembros en las Juntas Generales de Asociados que se realizan generalmente una vez al año; todos los miembros tienen igual derecho de voto, es decir un miembro, un voto.

c) Participación económica de los miembros

Los miembros contribuyen de manera equitativa y controlan de manera democrática el capital de la cooperativa; el cual es generalmente propiedad común de la misma; y reciben una compensación limitada, si es que la hay, sobre el capital suscrito como condición de membresía. Los socios pueden asignar excedentes con los siguientes propósitos: el desarrollo de la cooperativa, mediante la creación de reservas, de las cuales al menos una parte debe ser indivisible; creación de beneficios adicionales para sus miembros en proporción con sus transacciones con la cooperativa.

d) Autonomía e independencia

Son organizaciones autónomas de ayuda mutua, controladas por sus miembros, si entran en acuerdos con otras organizaciones, incluyendo gobiernos, o tienen capital de fuentes externas, lo realizan en términos que aseguren el control democrático por parte de sus miembros y mantengan la autonomía de la cooperativa.

e) Educación, formación e información

Las cooperativas brindan educación y entrenamiento a sus miembros, a sus dirigentes electos, gerentes y empleados, de tal forma que contribuyan eficazmente al desarrollo de sus cooperativas; además, informan al público en general acerca de la naturaleza y beneficios del cooperativismo, para ello, de sus remanentes anuales constituyen una reserva denominada para Educación.

f) Cooperación entre cooperativas

Sirven a sus miembros más eficazmente y fortalecen el movimiento cooperativo trabajando de manera conjunta por medio de estructuras locales, nacionales, regionales e internacionales, en la ejecución de proyectos y convenios.

g) Compromiso con la comunidad

La cooperativa trabaja para el desarrollo sostenible de su comunidad por medio de políticas aceptadas por sus miembros. Al mismo tiempo que se centran en las necesidades y los deseos de los socios; además, trabajan para conseguir el desarrollo sostenible de las comunidades a través de la ejecución de proyectos enfocados en las necesidades de su comunidad, como por ejemplo mejoramiento de parques comunales, campañas de salud, entre otras; según lo establecido en sus estatutos.

¿Pero cómo diferenciamos un banco cooperativo de un banco? Dado que actualmente están sometidos a las mismas normas de supervisión de su actividad y algunos están equiparados en cuanto a su capacidad operativa, (Unión Nacional de Cooperativas de Crédito, 2001) menciona que las principales diferencias entre ellos son su forma jurídica y finalidad, tal como se presenta en la siguiente tabla:

TABLA No. 1
Principales diferencias entre los Bancos Cooperativos y los Bancos

Bancos Cooperativos	Bancos
Su forma jurídica es de sociedad cooperativa de responsabilidad limitada y su capital social pertenece a sus miembros o asociados, predominando el sistema de un voto por socio sin importar las cuotas de participación o el capital que posea.	Su forma jurídica es de sociedad anónima y su capital social pertenece a sus accionistas, quienes participan en las Juntas Generales de Accionistas con un sistema de votación proporcional al número de acciones que poseen.
El capital social es variable a medida que aumenta o disminuye el número de socios.	El capital social sólo puede ser modificado mediante aumentos o reducciones aprobadas por la Junta de Accionistas.
Al no ser sociedades anónimas, no están admitidas a cotización bursátil, sus participaciones sociales no cambian de valor, son nominativas y no se pueden transmitir a terceras personas, pero pueden ser remuneradas.	La finalidad de los bancos es crear o añadir “valor” para sus accionistas, lo que generalmente se traduce en tratar de conseguir la máxima cotización de sus acciones cuando cotizan en bolsas de valores y dividendos para sus accionistas.

Fuente: **Banca Cooperativa Entorno Financiero y Proyección Social. (UNACC 2001, p. 15-16)**

1.2 Antecedentes de los Bancos Cooperativos en El Salvador

En el Salvador, se comienza a hablar de cooperativismo, a fines del siglo XIX en el año 1896 llegando como un movimiento académico impulsado en la Universidad Nacional, bajo la influencia de corrientes filosóficas desarrolladas en Europa; abriéndose una cátedra sobre cooperativismo en la Facultad de Ciencias Sociales de la Universidad de El Salvador³.

En 1904, se adiciona en el Código de Comercio un artículo referente a las Sociedades Cooperativas; si bien es cierto permitía el impulso de las cooperativas, no señalaba ninguna responsabilidad estatal para la promoción de las mismas, más bien se visualizaba como empresa privada con algunas pequeñas excepciones; los pequeños beneficios que proporcionaba el referido artículo, sirvió para que sectores pudientes aprovecharan las ventajas que ofrecían las leyes y con fines puramente lucrativos usaran la figura de Cooperativa; sin embargo, también el mismo, permitió las iniciativas de los trabajadores, para organizarse en cooperativas, siendo en el año 1914 que se organiza la primera cooperativa del país, por un grupo de zapateros, en San Salvador en la cuesta del Palo Verde.

Posteriormente, se formaron otras cooperativas entre las cuales se mencionan:

- En 1917, se formó la Cooperativa de Sociedad de Obreros Federados de Jiboa.
- En 1935, se funda la Cooperativa de Paneleros de Cojutepeque.
- En 1938, con el fin de impulsar el cultivo y la comercialización del algodón, se funda la Cooperativa Algodonera, S.A. de C.V.
- En 1948, los productores de azúcar fundaron la Cooperativa Azucarera, asimismo, se fundó la Cooperativa de Pescadores de Acajutla.

El concepto de cooperativismo llegó al gremio de los empleados públicos, como un medio de defensa contra el agiotismo⁴. En ese periodo, las cooperativas contaban con el apoyo del gobierno en turno, que aportaba capital inicial, pero los empleados lo identificaban como propiedad de ellos y no creyeron que estaban obligados, a resarcir las cantidades que se les concedían en calidad de préstamo.

Así bajo el surgimiento de secciones y departamentos en instituciones gubernamentales el sector inició su crecimiento hasta que el Estado decide centralizar este rol en una sola Institución que dirija y coordine la actividad cooperativa en el país, por lo que, el 25 de noviembre de 1969 es creado el INSAFOCOOP⁵ como una corporación de derecho público con autonomía en los aspectos económico y administrativo, ese mismo día se promulga la primera Ley General de Asociaciones Cooperativas; a falta de presupuesto que permitiera su funcionamiento el INSAFOCOOP comenzó a operar hasta el 1 de julio de 1971.

Debido al crecimiento de las instituciones constituidas como asociaciones cooperativas de ahorro y crédito, especialmente en el área rural del país; y con el objetivo de contar con un marco regulatorio apropiado, en el año 2000 se promulgaron las primeras normas legales sobre intermediarios financieros no bancarios; en el año 2008 la Ley fue reformada, convirtiéndose en la actual Ley de Bancos Cooperativos y Sociedades de Ahorro y Crédito, la cual tiene por objeto “regular la organización, el funcionamiento y las actividades de intermediación financiera que realizan los bancos cooperativos y las sociedades de ahorro y crédito, con el propósito que cumplan con sus objetivos económicos y sociales, y garanticen a sus depositantes y socios, la más eficiente y confiable administración de sus recursos”.

Las instituciones sujetas a la Ley antes relacionada son:

- a) Los Bancos Cooperativos, que incluyen a las Cooperativas de Ahorro y Crédito que además de captar dinero de sus socios lo hacen del público, y aquellas cuyos depósitos y aportaciones sumados excedan los seiscientos millones de colones equivalentes a sesenta y ocho millones quinientos setenta y un mil cuatrocientos veinte y ocho dólares 57/100 (US\$68,571,428.57). Entre los Bancos Cooperativos se incluyen a las Asociaciones y Sociedades Cooperativas de Ahorro y Crédito, Cajas de Crédito Rurales y Bancos de los Trabajadores.
- b) Las Sociedades de Ahorro y Crédito.
- c) Las Federaciones de Bancos Cooperativos calificadas por la Superintendencia del Sistema Financiero.

Actualmente el sistema financiero cuenta con 6 bancos cooperativos y una federación, que se encuentran regulados por la Superintendencia del Sistema Financiero, entre los que se mencionan:

- a) Multi Inversiones Banco Cooperativo de los Trabajadores, S.C. de R.L. de C.V.
- b) Banco de los Trabajadores Salvadoreños, S.C. de R.L. de C.V.
- c) Banco Izalqueño de los Trabajadores, Sociedad Cooperativa de R.L. de C.V.
- d) Primer Banco de los Trabajadores, Sociedad Cooperativa de R.L. de C.V.
- e) Asociación Cooperativa de Ahorro y Crédito Vicentina de R.L. ACCOVI de R.L.
- f) Asociación Cooperativa de Ahorro y Crédito del Colegio Médico de R.L.⁶
- g) Federación de Cajas de Crédito y Bancos de los Trabajadores, S. C. de R. L. de C. V.

Entre los beneficios que obtienen las entidades sujetas a supervisión, son:

- Fortalecimiento de la imagen Institucional
- Acceso a mayores fuentes de fondeo con acreedores locales e internacionales, a menor costo y con mayor estabilidad.
- Beneficios impositivos para los clientes, tales como no cobrar IVA sobre los intereses.
- La posibilidad de captar recursos del público.
- Al estar cubiertos los depósitos por el Instituto de Garantía de Depósitos, puede captar recursos de nuevos depositantes, diversificando su fondeo.
- Aplicación de políticas y estándares internacionalmente reconocidos, para conocer y minimizar los riesgos en los que incurre una institución financiera.
- Contar con supervisión continúa por parte del ente fiscalizador.

1.3 Aporte a la Sociedad

Los bancos cooperativos como empresas financieras, constituyen un conjunto de entidades que actúan y compiten en un entorno financiero agresivo, cambiante y cada vez más globalizado, junto con los bancos y otras entidades, configuran lo que se denomina el sistema bancario, que, a su vez, es el pilar institucional del sistema financiero, compuesto por un amplio conjunto de instituciones, mercados e instrumentos financieros cuya finalidad principal es la canalización de los flujos financieros entre prestamistas y prestatarios.

Desde este punto de vista, los bancos cooperativos son intermediarios financieros bancarios cuyo cometido primordial es la mediación entre los que necesitan financiamiento denominados prestamistas y los que depositan sus ahorros por un rendimiento llamados prestatarios, transformando o emitiendo activos financieros; contribuyendo a promover el desarrollo de la micro, pequeña y mediana empresa, facilitando entre otros, créditos a entidades o personas, que en ocasiones no son consideradas por la banca comercial, ya sea por su informalidad, nivel de riesgo, nicho de mercado o porque no poseen un record crediticio.

Además, contribuyen al desarrollo económico y la integración financiera, ya que han aumentado los niveles de bancarización al llegar a zonas geográficas que no contaban con servicios financieros que incluyen el acceso al crédito, ahorro, sistemas de pago, entre otros, facilitando con ello la inclusión financiera⁷.

CAPITULO II. MERCADO DE VALORES Y FUENTES DE FINANCIAMIENTO DE LOS BANCOS COOPERATIVOS

En este apartado se expone brevemente como el mercado de valores a través de la bolsa de valores, contribuyen a impulsar el desarrollo económico del país y la sociedad en general sirviendo de intermediarios entre los demandantes de capital e inversionistas, canalizando los recursos hacia los sectores productivos para el desarrollo de proyectos, capital de trabajo o para reestructuración de deudas, mediante los diversos instrumentos bursátiles que ofrece.

2.1 Mercado Financiero

El autor Delgado Aquiles define: “Conjunto de intermediarios, mercados e instrumentos que enlazan las decisiones de ahorro con las de gasto, esto es, que transfieren renta desde unidades excedentarias hasta las deficitarias. Es por lo tanto, el conjunto de fuerzas de oferta y demanda de ahorro, así como los canales e instrumentos, jurídicos y económicos, humanos, materiales y técnicos, a través de los cuales se potencia el ahorro y se permite un equilibrio eficiente entre tales fuerzas.”

En el mercado financiero se encuentra el mercado de valores, que es aquél que tiene por objeto la emisión y negociación de valores negociables de financiación, o que atribuyen derechos de participación en el capital social de una entidad, o derechos de suscripción y de adquisición y venta de los valores anteriores, u otros instrumentos financieros.

Entre los aportes que brinda el mercado de valores, se mencionan:

- El mercado de valores permite y fomenta el ahorro interno del país, canalizando el disponible de las personas conocidas como inversionistas, hacia las empresas que requieren de financiamiento para el desarrollo de sus proyectos de crecimiento.
- Beneficia a los inversionistas, porque éstos reciben un rendimiento atractivo por su dinero, además, de diversificar sus inversiones.
- A las empresas emisoras les da la posibilidad de financiarse en términos más flexibles y a un menor costo que dentro del sistema financiero.
- Los fondos que provienen de las negociaciones de valores bursátiles son de fácil acceso, menor costo y más largo plazo; por lo que, al proporcionar acceso a más largo plazo les permite a las empresas una mejor estructuración de sus pasivos.

- Permite la desintermediación financiera⁸, al facilitar el acercamiento directo entre empresas e inversionistas a través de la negociación de valores, como acciones o instrumentos de deuda, entre ellos, certificados de inversión, papel bursátil, entre otros.

Y entre funciones se encuentran:

- La canalización del ahorro hacia la inversión.
- Coadyuva a mitigar el riesgo de descalce financiero
- Facilitan la liquidez de los activos negociados
- Contribuyen a la fijación de precios de emisión de nuevos activos
- Permite alcanzar un nivel de eficiencia económica respecto del ahorro y la inversión
- Ofrecen una valoración objetiva de la sociedad (acciones)

Los participantes del mercado de valores son:

- La Bolsa de Valores:** Facilita las negociaciones de valores y procura el desarrollo del Mercado Bursátil. Es el lugar en la que converge la oferta y demanda de Valores.
- Las Casas de Corredores de Bolsa:** Son los entes que realizan las operaciones de compra y de venta de valores por instrucciones de sus clientes.
- Las Empresas Emisoras:** Son entidades deficitarias de liquidez que requieren financiamiento, y acuden al mercado de valores para obtenerlo por medio de la emisión de valores de deuda o acciones.
- Los Inversionistas:** Son las personas naturales o jurídicas que invierten su dinero en Valores con el fin de obtener un rendimiento a cambio.
- La Superintendencia del Sistema Financiero:** Es el ente regulador y fiscalizador, que tiene por objeto preservar la estabilidad del sistema financiero.
- Las Calificadoras de Riesgo:** Sociedades especializadas en el análisis financiero, empresarial, sectorial y económico, que tiene por finalidad generar dictámenes de clasificación del riesgo inherente a valores e instrumentos financieros.
- La Central de Depósito de Valores (CEDEVAL):** Es la entidad especializada que recibe valores para su custodia y administración.
- Titularizadoras:** Son sociedades de objeto exclusivo que constituyen y administran fondos de titularización, y su función es velar por el manejo seguro y eficiente de los recursos que integran el fondo.

2.2 Normativa vigente sobre Emisiones de Deuda en El Salvador

Entre la Normativa aplicada por la Superintendencia del Sistema Financiero, para regular para las operaciones de emisión de valores, se encuentran:

- a) Ley de Supervisión y Regulación del Sistema Financiero.
- b) Ley del Mercado de Valores
- c) Ley del Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta.
- d) Normas Técnicas para la Autorización y Registro de Emisores y Emisiones de Valores de Oferta Pública. NRP-10

Otras Leyes y regulaciones aplicables:

- a) **Código de Comercio:** En cuanto a la regularización de emisión de títulos nominativos indicados en este código, por ser títulos desmaterializados se regulan conforme la Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta.
- b) **Ley de Impuesto Sobre la Renta:** Respecto de las utilidades, dividendos, premios, intereses, réditos, ganancias netas de capital o cualquier otro beneficio obtenido por una persona natural o jurídica domiciliada en inversiones de títulos valores y demás instrumentos financieros, estarán gravadas de acuerdo al artículo 14-A. (Ley de Impuesto sobre la Renta, 1991):
- c) **Ley de Impuesto a la Transferencia de Bienes Muebles y a la Prestación de Servicios:** La Ley considera los títulos valores y otros instrumentos financieros como bienes muebles incorpóreos, y como hecho generador del impuesto la cesión de estos. No, obstante estarán exentos de este impuesto los servicios por emisión y colocación de títulos valores por el estado e instituciones oficiales autónomas, así como por entidades privadas cuya oferta primaria haya sido pública a través de una bolsa de valores autorizada, en lo que respecta al pago o devengo de intereses; lo anterior, de conformidad a los artículos 5, 7 literal d) y 46 literal g). (Ley de Impuesto a la Transferencia de Bienes Muebles y a la Préstación de Servicios, 1992)
- d) **Código Tributario:** Establece que las empresas emisoras tienen la obligación de retener el 10% de impuesto sobre la renta a los inversionistas por los intereses ganados, según el artículo 159. (Código de Tributario, 2000).

2.3 Bolsa de Valores

La Bolsa de Valores de El Salvador, en adelante se cita solamente con la sigla BVES, es una institución privada, que forma parte del Mercado de Valores organizado, iniciando sus operaciones desde el 27 de Abril de 1992; y desde esa fecha ha facilitado las negociaciones de valores, procurando el desarrollo del Mercado Bursátil. (Asociación Salvadoreña de Intermediarios Bursátiles, 2015).

En la BVES, las operaciones se realizan en tres diferentes tipos de mercados:

- a) **Mercado primario:** Es el mercado en el cual se realiza la colocación inicial de los títulos. Los inversionistas adquieren directamente de los emisores, los valores ofrecidos al público por primera vez.
- b) **Mercado secundario:** Es una reventa de los valores adquiridos en el mercado primario, es decir que los inversionistas que posean valores, pueden venderlos a otros inversionistas antes que estos lleguen a su vencimiento.
- c) **Mercado de reportos:** En éste mercado se realizan las operaciones de Reportos, que consisten en préstamos de corto plazo, con duración de la operación entre 2 y 45 días, en el que se transfiere temporalmente como garantía valores. Al inicio de la operación, se pacta el plazo de la misma así como el rendimiento que pagará. Al finalizar el plazo de la operación, la persona que prestó el dinero recibe el importe del préstamo más el rendimiento previamente pactado, y transfiere nuevamente los valores a su dueño.

2.4 Ventajas y desventajas de emitir en Bolsa

Entre las ventajas que se advierten al emitir en Bolsa, se encuentran:

- a) La participación en el mercado de valores permite diversificar las fuentes de financiamiento, de tal forma que la institución no dependa únicamente del sector sistema bancario.
- b) Financiamiento a tasas competitivas, ya que el emisor puede controlar las tasas de interés de acuerdo a la estructura de la emisión, manejando según su necesidad los plazos y con ello disminuir la presión financiera pagando capital al final de la emisión.
- c) La emisión en bolsa se percibe en el mercado como garantía de solvencia, transparencia y prestigio, al mismo tiempo se accede a la comunidad inversionistas que operan simultáneamente en el mercado.

- d) Le permite a la sociedad, construir una relación en base al cumplimiento, para acceder a fondos cada vez de mayor plazo y monto y a emitir valores representativos de capital.

Entre las desventajas se mencionan:

- a) La empresa debe cumplir con revelación de información periódica al mercado.
- b) La información publicada por transparencia en el mercado, podría en cierta medida beneficiar a competidores.

2.5 Instrumentos bursátiles negociados en BVES

Los instrumentos bursátiles negociados en la BVES, comúnmente llamados inversiones en papeles; se dividen en dos categorías: Renta Fija ó valores de deuda, y Renta Variable.

a) Instrumentos de Renta Fija

Los Valores de Renta Fija o de deuda son un préstamo colectivo que los inversionistas otorgan a una empresa pública o privada, e incluso un gobierno, a cambio de un rendimiento, y pueden ser emitidos a corto, mediano y largo plazo.

Debido a que los instrumentos de deuda poseen un interés conocido a un plazo de tiempo determinado, son considerados de menor riesgo con respecto a los instrumentos de renta variable; y su valor de mercado dependerá de las tasas de interés que estén vigentes, y puede aumentar o disminuir dependiendo de las fluctuaciones que se produzcan.

Entre los valores de renta fija negociados en la Bolsa de Valores de El Salvador se encuentran valores privados locales y extranjeros, tales como: Certificados de Inversión, Papel Bursátil, Bonos Corporativos y Valores públicos locales y extranjeros tales como LETES, Ceneli's, Eurobonos, etc.; como se observa en la figura de la derecha.

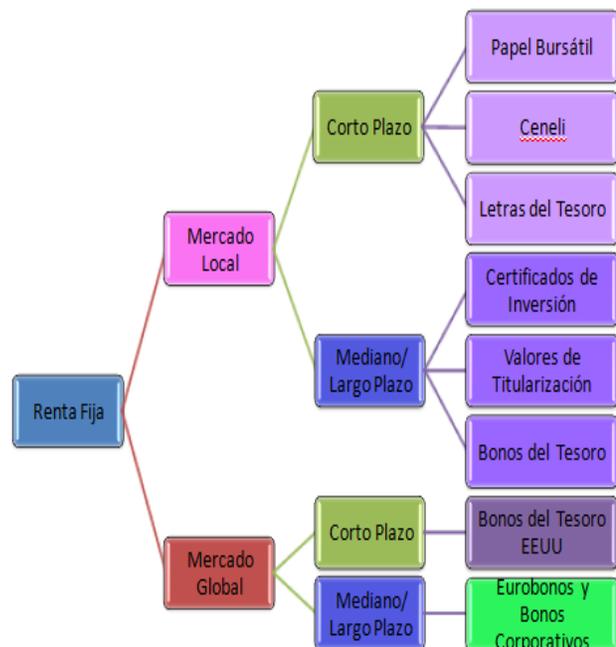


Figura No. 1 Instrumentos de Renta Fija
Fuente: Bolsa de Valores de El Salvador

b) Instrumentos de Renta Variable

Son aquellos cuya rentabilidad no está preestablecida en el momento de adquirirlos, sino que se encuentran sujetos a la evolución de un patrimonio determinado o a las variaciones del mercado. A diferencia de la renta fija, en los activos de renta variable, no se sabe en el momento de invertir cual va a ser el rendimiento final, pudiendo obtener ganancias o pérdidas. El resultado que se obtenga va a surgir de la variación entre el precio en que se compró el título y el precio al que se vende en el mercado secundario.

Dentro de los productos de renta variable negociados en la Bolsa de Valores de El Salvador se encuentran Acciones locales y extranjeras, Exchange Traded Funds y American Deposit Receipt, tal como se observan en la figura No. 2.

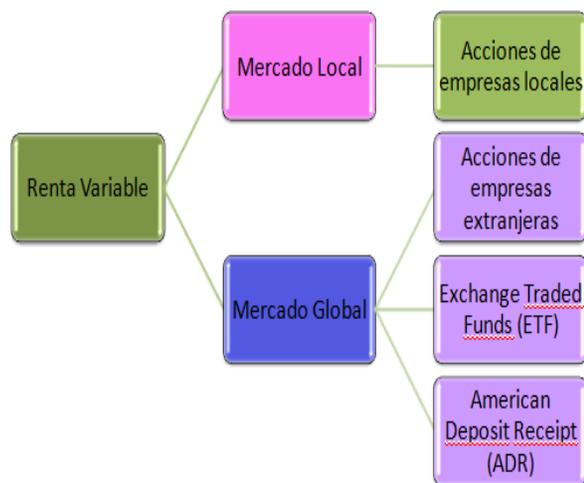


Figura No. 2 Instrumentos de Renta Variable
Fuente: Bolsa de Valores de El Salvador

En el año 2015, los montos transados de bonos en la BVES en el mercado primario privado, ascendieron a doscientos noventa y dos millones quinientos cincuenta y nueve mil ciento cincuenta y seis dólares (US\$292,559,156), distribuidos en los títulos de deuda que se detallan en la tabla No. 2. En Anexo No. 1 se presentan los montos negociados en el mercado primario privado por instrumento y por emisor.

Tabla No. 2
Bonos negociados en mercado primario privado
en la Bolsa de valores de El Salvador
Cifras en US\$ dólares

Monto negociados	2015	% Participación
Certificados de Inversión	80,749,100.0	27.60%
Papel Bursatil	84,701,058.4	28.95%
Titularizaciones	127,108,997.2	43.45%
Total	292,559,155.6	100.0%
Fuente: Bolsa de Valores de El Salvador		

Los valores correspondientes a titularización ascendieron a ciento veinte y siete millones ciento ocho mil novecientos noventa y siete dólares (US\$127,108,997), emitidos por las siguientes empresas: Alcaldía Municipal de San Salvador, ANDA, Alcaldía Municipal de Santa Tecla, Comisión Ejecutiva Portuaria de Cepa, Fovial. En la siguiente figura se muestran las titularizaciones realizadas con sus montos respectivos.

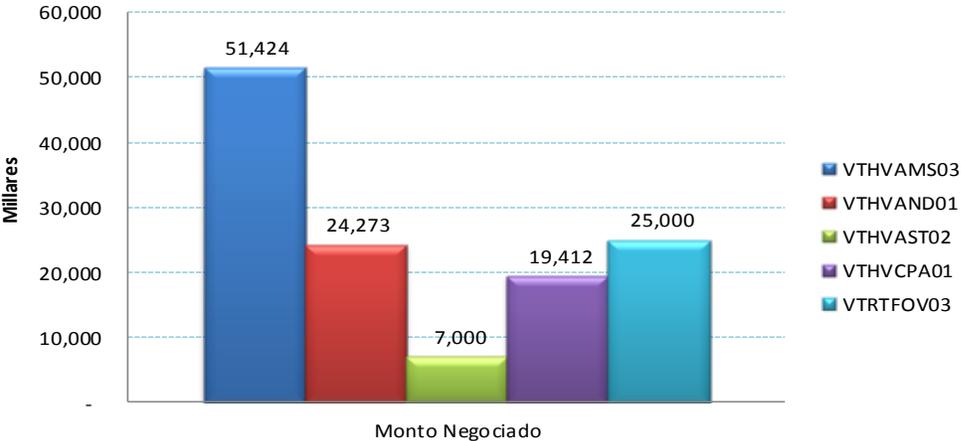


Figura No. 3 Valores de Titularización Negociados en mercado primario privado en 2015
Fuente: Bolsa de Valores de El Salvador

Los Certificados de emisión negociados alcanzaron ochenta millones setecientos cuarenta y nueve mil cien dólares (US\$80,749,100), destacándose que el 93.20% fueron colocados por bancos comerciales; siendo los emisores: Banco Agrícola, S.A., Banco G&T Continental de El Salvador, S.A., La Hipotecaria, S.A. de C.V., Banco de América Central, S.A., Banco Procredit, S.A. y Scotiabank El Salvador, S.A. Tal como se detalla a continuación:

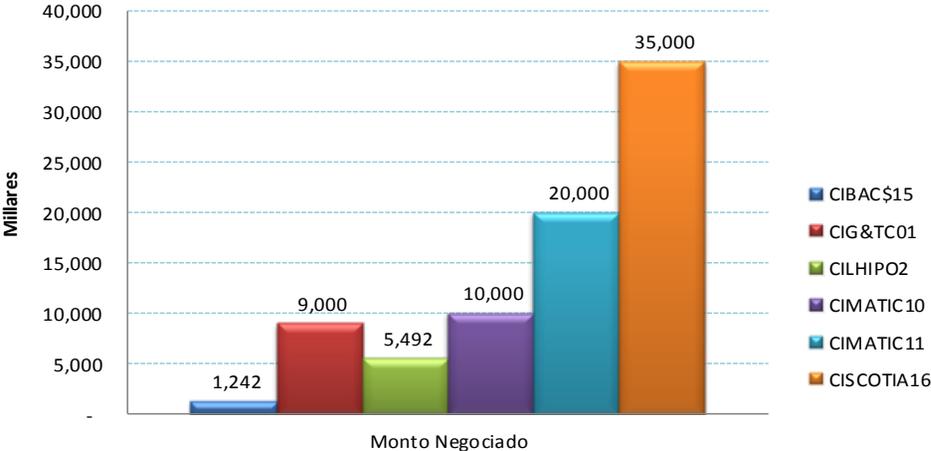


Figura No. 4 Certificados de inversión negociados en mercado primario privado en 2015
Fuente: Bolsa de Valores de El Salvador

Mientras, las negociaciones de papel bursátil ascendieron a ochenta y cuatro millones setecientos un mil cincuenta y ocho (US\$84,701,058), siendo emitidos por: La Sociedad de Ahorro y Crédito Credicom, S.A., la Federación de Cajas de Crédito y Banco de los Trabajadores, CrediQ, S.A. de C.V., La Hipotecaria S.A. de C.V. y Saram, S.A. de C.V., como se detalla en la figura No. 5.

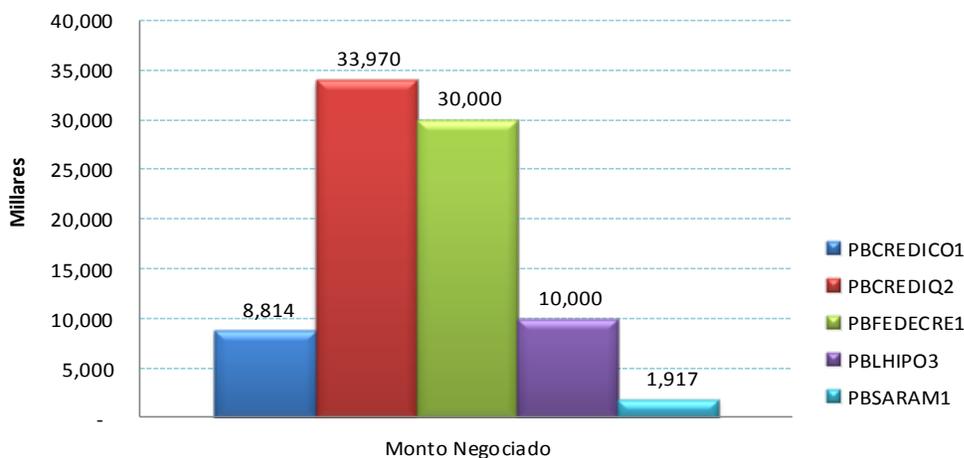


Figura No. 5 Papel Bursátil negociados en mercado primario privado en 2015
Fuente: Bolsa de Valores de El Salvador

2.6 Fuentes de financiamiento de los Bancos Cooperativos

En este apartado, se hace referencia a las fuentes de fondeo actuales de los Bancos Cooperativos y de los Bancos; destacándose que los primeros mencionados, tienen concentrado su fondeo en depósitos y en préstamos recibidos de terceros, por lo que, la falta de diversificación podría en algún momento causarles problemas de calce de plazos; por lo que, se presentan otras alternativas de financiamiento a las que pueden optar, basadas en el mercado de valores.

a) Fuentes de financiamiento Actuales

Los bancos cooperativos al mes de septiembre de 2015⁹, son fondeados principalmente por depósitos que alcanzan un saldo de cuatrocientos diecisiete millones doscientos cuarenta y siete mil veinte dólares (US\$417,247,020.0), con participación del 77.44% del total del pasivo del Sistema de Bancos Cooperativos¹⁰, siendo estos su principal fuente de fondeo, seguido de préstamos recibidos de terceros con ciento un millones ochocientos un mil ochocientos treinta dólares (US\$101,801,830.0) y participación del 18.89% y otros pasivos con diecinueve

millones setecientos cuarenta y cuatro mil ochocientos sesenta dólares (US\$19,744,860.0); tal como se detalla en la figura No. 6.

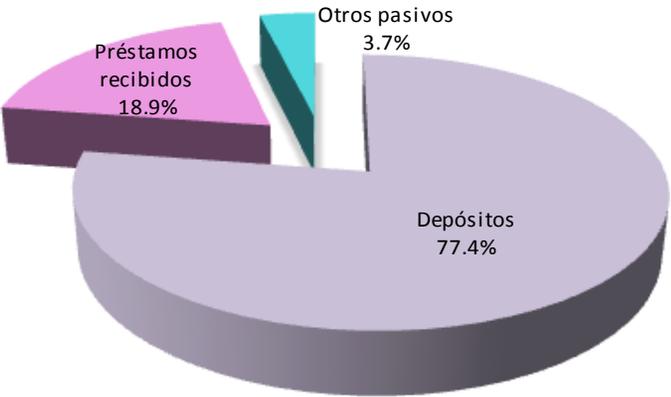


Figura No. 6 Fuentes de fondeo de Bancos Cooperativos
Fuente: Superintendencia del Sistema Financiero

Por su parte, también el Sistema Bancario a septiembre de 201511, presenta como principal fuente de fondeo los depósitos con saldo de diez mil doscientos noventa millones ciento treinta un mil setenta y ocho dólares 12/100 (US\$10,290,131,078.12) y participación en el total del pasivo de 77.70%, seguido de los préstamos recibidos que constituyen la segunda, los que ascendieron a un mil novecientos treinta y dos millones novecientos sesenta y uno mil novecientos cincuenta dólares 83/100 (US\$1,932,961,950.83) con participación de 14.60%; según figura No. 7.

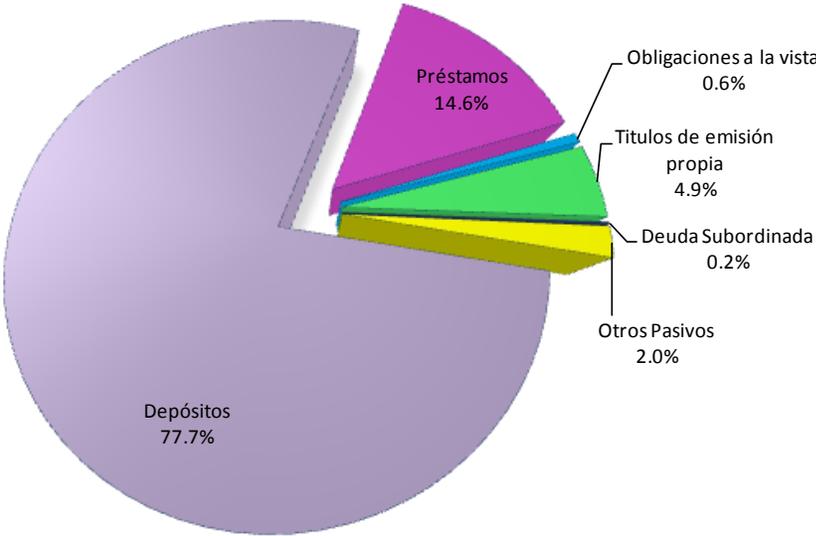


Figura No. 7 Fuentes de fondeo de Bancos
Fuente: Superintendencia del Sistema Financiero

Como se observa en la figura anterior, los Bancos a diferencia de los Bancos Cooperativos poseen otras fuentes de financiamiento que les permiten diversificar sus fuentes de fondeo, entre las que encuentran:

Tabla No. 3

Otras fuentes de fondeo

saldos en US\$ dólares

Obligaciones a la vista	Títulos de emisión propia	Deuda Subordinada	Otros Pasivos
85,424,345	648,874,798	19,915,030	265,491,481

Fuente: Superintendencia del Sistema Financiero

Destacándose que los títulos de emisión propia negociados en el mercado de valores, constituyen la tercera fuente de fondeo del Sistema Bancario.

De lo anterior, se advierte que los bancos cooperativos deben diversificar su fondeo, para administrar, en forma eficiente y de acuerdo a la normativa vigente, sus activos y pasivos, lo que implica el funding del negocio que es la intermediación entre los demandantes de créditos y los depositantes, asegurando y diversificando de forma adecuada el costo de fondo, para apoyar en forma activa el desarrollo de las áreas comerciales de la entidad; una buena administración es un elemento vital para la planificación óptima de los recursos económicos, que le permite a la entidad bancaria poder hacer frente a todos los compromisos económicos presentes y futuros, reduciendo sus riesgos e incrementando su rentabilidad patrimonial.

Uno de los principales riesgos que afrontan las instituciones financieras llámase Bancos o Bancos Cooperativo es el Riesgo de Liquidez, que es el potencial de que una institución no sea capaz de cumplir con sus obligaciones conforme éstas llegan a su vencimiento debido a su incapacidad para liquidar sus activos o para obtener un fondeo suficiente. (Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. Septiembre 2008)¹². Una entidad tiene suficiente liquidez cuando le es posible obtener fondos suficientes, ya sea incrementando sus pasivos o convirtiendo en efectivo sus activos de manera rápida y aun costo razonable.

Lo anterior, también es preocupación de los entes supervisores, para el caso de El Salvador, el Banco Central de Reserva de El Salvador en conjunto con la Superintendencia del Sistema Financiero, han emitido una serie de normativas para preservar la estabilidad del sistema

financiero y velar por la eficiencia y transparencia del mismo, así como por la seguridad y solidez de los integrantes del sistema financiero.

Entre la normativa emitida se encuentran las **Normas Técnicas para la gestión del Riesgo de Liquidez (NRP-05)** (Cómite de Normas del Banco Central de Reserva de El Salvador, 2012), que establece en el artículo 10:

“Las entidades deben contar con una política que desarrolle de forma clara la estrategia para una adecuada gestión del riesgo de liquidez, diseñada conforme las características de la entidad y su posición dentro del sistema financiero, la cual debe ser aprobada por la Junta Directiva para asegurar que, en todo momento y bajo distintos escenarios normales o de crisis, existan fuentes de liquidez y suficientes recursos para garantizar la continuidad de las operaciones. Esta política debe responder a la complejidad y al volumen de las operaciones que caracterizan al modelo de negocios y al perfil de riesgo asumido por la entidad, de manera que se logre un adecuado manejo de los activos, pasivos y operaciones fuera de balance, tomando en cuenta un equilibrio entre riesgo y rentabilidad.

La política debe considerar como mínimo lo siguiente:

- a) Establecer los niveles mínimos de liquidez, los límites de concentración y de exposición al riesgo de liquidez;
- b) Establecer lineamientos específicos de obtención y diversificación de las fuentes de fondeo;...”

Si bien es cierto, que las fuentes de fondeo de un banco cooperativo con un costo más bajo son los depósitos, seguido de los préstamos recibidos de terceros que conllevan un costo mayor, éstos como se mencionó anteriormente no deben ser la única fuente de financiamiento, ya que su concentración podría ocasionar a la institución problemas de liquidez ante un retiro masivo de sus principales depositantes ó descalce de plazos¹³ ya que la mayoría de estos se encuentran a corto y mediano plazo, además de limitar el crecimiento o ejecución de nuevos proyectos, por lo que, es imprescindible que la sociedad posea un buen calce de sus operaciones activas y pasivas, con el propósito procurar atender prontamente los retiros de los depósitos y la capacidad o flexibilidad de la institución de adaptarse a los cambios normales en la demanda del crédito.

En vista de lo anterior, se percibe la necesidad de que estos puedan contar con otras alternativas de financiamiento, por lo que, se plantea la opción del mercado de valores a través de la emisión de deuda en la BVES.

Además, el financiamiento a través de una Bolsa le permite a la institución la consolidación y fortalecimiento de su estructura financiera, generando así las condiciones necesarias para maximizar su competitividad, facilitándole el aprovechamiento de las oportunidades de negocios que se le presenten, ya que puede obtener recursos con plazos más largos.

2.7 Bonos de deuda a los que pueden optar los Bancos Cooperativos

Los valores de renta fija que pueden ser utilizados por los bancos cooperativos para diversificar sus fuentes de financiamientos se detallan a continuación:

a) Papel Bursátil

Es un valor de deuda o Bono, de corto plazo, con programas revolventes para un plazo de hasta 5 años, por lo que, no requiere pre aprobación de colocaciones dentro del programa, las cuales en la Bolsa de Valores de El Salvador tienen un plazo máximo de 2 años; se negocian a descuento o se puede pactar a interés, con un solo pago de capital al vencimiento; requieren calificación de riesgo y son negociables en Mercado Primario.

Los sujetos que intervienen en el proceso de emisión de papel bursátil son: el emisor, la Casa Corredora de Bolsa, la calificadora de riesgo, la central de depósitos de valores (Cedeval), la Bolsa de valores, el Inversionista y la Superintendencia del Sistema Financiero.

b) Certificados de Inversión

El Certificado de Inversión es un valor de deuda de mediano y largo plazo, que es utilizado como instrumento de financiamiento por las empresas Emisoras. Para el emisor representa una alternativa de financiamiento a costos competitivos, y para el inversionista significa obtener mayor rentabilidad y liquidez por su inversión durante el plazo del valor, puesto que los Certificados de Inversión tienen además la facilidad de negociarse en el mercado secundario de la Bolsa de Valores de El Salvador. Los sujetos que intervienen en este instrumento son los mismos mencionados en el papel bursátil.

c) Titularización

Es un proceso mediante el cual se constituyen patrimonios independientes denominados Fondos de Titularización, a partir de la enajenación según el caso, de activos generadores de flujos de efectivo, y administrados por Sociedades constituidas para tal efecto.

La finalidad de estos patrimonios será únicamente originar los pagos de las emisiones de valores de oferta pública que se emitan con cargo al fondo. Los sujetos que intervienen en el proceso de titularización son: el originador, la sociedad Titularizadora, La Central de depósitos de valores, la Bolsa de valores, la Casa Corredora de Bolsa, el Inversionista, el representante de los tenedores de valores, la Superintendencia del Sistema Financiero.

¿Pero qué activos se pueden titularizar?

Las Leyes que regulan la Titularización no hacen una enumeración exhaustiva de los activos que pueden ser titularizados, se ha comprobado que establecer ese nivel de detalle únicamente viene a coartar el ingenio del que estructura un proceso de éstos; por el contrario, lo que se establece son más que todo condiciones o requisitos que deben cumplir aquellos activos que pueden ser titularizados, por ejemplo: que generen o sean susceptibles de generar flujos futuros, que no sean objeto de litigio, que se encuentren libres de todo gravamen y que no provengan de actividades ilícitas, entre otros.

En general, se puede titularizar cualquier tipo de activos que estén agrupados en un volumen relevante en cuantía total y número de operaciones, de manera tal que generen un flujo de caja regular y predecible que sea suficiente para que la Sociedad Titularizadora pague todos los servicios asociados con la operatividad de la figura y para responder el interés y capital ofrecido en la emisión de valores. Esta figura ha tenido auge, debido a que la información requerida es menos invasiva para el originador, ya que no tienen la obligación de hacer pública su información financiera.

d) Fondos de Inversión

Un Fondo de Inversión estará formado por el conjunto de aportes de diversos inversionistas a quienes se denominará partícipes; será administrado por una sociedad anónima que se llamará Gestora, por cuenta y riesgo de los inversionistas.

El valor de los aportes, así como cualquier tipo de rendimiento que reciban los partícipes, estará en función del resultado financiero de los activos del Fondo; el cual es de propiedad exclusiva de estos, siendo un patrimonio independiente y diferente al de la Gestora del Fondo de Inversión.

Cada Fondo se expresará en cuotas de participación, con el objeto de determinar la parte que le corresponde a cada uno de los inversionistas dentro del patrimonio de este; las cuotas son las partes en que se divide el patrimonio, las cuales son de iguales características y confieren a sus titulares un derecho de propiedad sobre el patrimonio del fondo.

Los Fondos de Inversión se clasifican en:

- **Fondos de Inversión Abiertos:** se caracterizan por tener un patrimonio variable en el que las cuotas de participación colocadas entre el público son redimibles o rescatables por el fondo en cualquier momento, siendo su plazo de duración indefinido.
- **Fondos de Inversión Cerrados:** Aquellos que tienen un plazo definido y los partícipes solo podrán recibir lo que les corresponda de sus cuotas de participación al final del plazo del Fondo y en los casos establecidos en la presente ley, pudiendo sus cuotas de participación ser negociadas en mercado secundario.

CAPITULO III. ENSAYO DE FINANCIAMIENTO A TRAVES DE BVES

Reflexionando la necesidad de los bancos cooperativos de diversificar sus fuentes de fondeo, y considerando que el mercado de valores constituye una opción en el que las empresas pueden obtener financiamiento de manera más ágil y flexible, a conveniencia de sus necesidades, en cuanto a plazos y formas de emisión de títulos, en este apartado se realiza un ensayo sobre los costos de financiarse de forma tradicional y mediante dicho mercado.

3.1 Aspectos a considerar al emitir

El banco cooperativo debe elaborar un diagnóstico de sus necesidades de financiamiento, en el corto, mediano y largo plazo; para evidenciar la viabilidad y el potencial como empresa, para el desarrollo de un proyecto o determinar la necesidad de capital de trabajo, y con ello, dimensionar los recursos financieros que se requerirían para explotar ese potencial. Si lo que requiere es financiamiento de capital de trabajo, la mejor opción es la emisión de papel bursátil, ya que estos instrumentos son de corto plazo, además, que tienen la característica de revolvencia, por lo que, el emisor puede realizar todas las colocaciones que necesite de acuerdo a la disponibilidad de su programa.

Sin embargo, si busca financiar proyectos de mediano y largo plazo, para lograr crecimiento de acuerdo a los objetivos estratégicos de la institución, como ejemplo incursionar en nuevos segmentos de mercado como vivienda o la construcción de nuevas agencias, la colocación de Certificados de Inversión es una buena alternativa, debido a que los plazos de vencimiento son de largo plazo; también las titularizaciones pueden ser un mecanismo para financiarse, sin embargo, en este apartado se considerará únicamente la emisión de certificados de inversión.

3.2 Procedimiento para emitir valores de deuda

Un Banco Cooperativo, que ha determinado financiarse a través de la bolsa, mediante la emisión de papel bursátil o certificados de emisión, deberá inscribirse como emisor de valores, y sus correspondientes emisiones de valores, en el Registro Público Bursátil que lleva la Superintendencia del Sistema Financiero, e inscribirse posteriormente en una bolsa de valores; para ello, el banco cooperativo deberá contactar a una casa corredora de bolsa, quién le brindará asesoría, estructurará y elaborará el prospecto de la emisión de valores y presentará la solicitud de inscripción en el ente regulador.

A continuación se presenta figura de los pasos a seguir.



Figura No. 8 Procedimiento para emitir valores de deuda

Fuente: Bolsa de Valores de El Salvador

Para registrar un emisor o una emisión en el Registro Público bursátil y para su posterior inscripción en una BVES, se deberá presentar en la Superintendencia del Sistema Financiero, la información requerida en el artículo 9 de la Ley de Mercado de Valores.

Recibida la información en forma completa por parte de una casa de corredores, y habiendo la Superintendencia del Sistema Financiero verificado el cumplimiento de los requisitos legales y normativos que correspondan, procederá a efectuar el registro correspondiente dentro del plazo de 15 días hábiles.

Asentado el emisor o la emisión en el Registro Público Bursátil, la casa de corredores respectiva solicitará su inscripción a una bolsa de valores, y acompañará a la solicitud, la certificación del asiento correspondiente y la información que se hubiere presentado a la Superintendencia del Sistema Financiero, inscrito el emisor o la emisión en la BVES, está informará al ente supervisor.

Adicionalmente, el Banco Cooperativo antes que la casa corredora que lo representa, remita la solicitud de inscripción del emisor y de la emisión a la Superintendencia del Sistema Financiero, deberá enviar a la referida Superintendencia en un plazo mínimo de 30 días de anticipación, estudio de mercado y viabilidad financiera, con clara especificación de las

características que tendrá la emisión y la proyección de los estados financieros por el período de vigencia de la misma, que permitan determinar el impacto en la situación financiera de la entidad y su capacidad para hacer frente a las obligaciones generadas por la emisión.

El estudio deberá considerarse los siguientes aspectos:

- a) Los objetivos financieros de la emisión y explicación de cómo encaja ésta en los objetivos estratégicos de la entidad.
- b) El modelo debe guardar consistencia lógica con el entorno económico nacional, y además con el sector económico al que pertenece el emisor y originador.
- c) Los supuestos básicos de las proyecciones deben ser coherentes y sustentar todas y cada una de las variables, cualquier variación significativa de estas, debe ser explicada.
- d) El modelo de las proyecciones financieras debe presentarse en formato EXCEL y encontrarse vinculado entre sí y con la hoja de supuestos.
- e) Para emisores supervisados, las cifras utilizadas de base deben ser congruentes con la información de los estados financieros actualizados, que los supervisados remiten a la Superintendencia del Sistema Financiero.
- f) El destino de los fondos de la emisión mencionado en el estudio de factibilidad, debe encontrarse acorde con lo establecido en el prospecto y escritura de emisión.

3.3 Costos variables y costos fijos

La colocación de valores de deuda tiene implícitos costos fijos y costos variables, los cuales dependerán del monto de la emisión, la comisión casa corredora y de la calificadora de riesgos, entre otros, los cuales se detallan en Anexo No. 2, a continuación se presenta resumen de los costos estimados de una emisión:

Tabla No. 4
Costos fijos y variables de una emisión

Costos Fijos		Periodicidad
Inscripcion Emisor en Bolsa	\$ 250.00	Una sola vez
Inscripcion Emisor en RPB	\$ 100.00	Una sola vez
Clasificación de Riesgo	\$ 10,000.00	Anual
Comisión Casa y Estructuración	\$ 10,000.00	Por emisión
Prospectos	\$ 2,500.00	Por emisión
Inscripción emisión en Bolsa	\$ 1,145.00	Por emisión
Cuota de mtto. Anual Bolsa	\$ 575.00	Anual
Costos Variables		Periodicidad
Inscripcion Emisor en RPB	\$ 2,500.00	Por emisión al colocar
Comisiones Variables		
Bolsa (Mcdto Primario)	0.125%	Por emisión al colocar
Comisión Casas (intermediación)	0.150%	Por emisión al colocar
Costos CEDEVAL:		
Comisión por Dep (primar)	0.03%	Por emisión al colocar
Comisión por Transferencia	0.001%	Por emisión al colocar
Fuente: Bolsa de Valores de El Salvador		

3.4 Comparación de préstamo bancario y una emisión de deuda

Con el objeto de establecer las diferencias en cuanto al costo de fondearse, por medio de un préstamo obtenido por una institución del Sistema Financiero, con respecto, a los costos generados por una emisión de certificado de inversión, en la BVES, se realiza escenario, considerando un proyecto con requerimiento de cinco millones de dólares (US\$5,000,000.0), para un plazo de 8 años, según el siguiente detalle:

a) Préstamo Bancario

Se obtiene préstamo bancario por cinco millones de dólares (US\$5,000,000.0), plazo de 8 años, tasa de interés anual de 7.5%, comisión por otorgamiento de 2.0% y gastos por seguro de deuda de 1.20% anual, pagos de capital e intereses, obteniendo una TIR de 9.25%, tal como se detalla en la tabla No. 5. En Anexo No. 3, se presenta a mayor detalle el flujo del préstamo bancario.

Tabla No. 5
Flujo de Préstamo
saldos en miles de US\$ dólares

	0	1	2	3	4	5	6	7	8
Saldo	5,000.00								
cuota		(853.64)	(853.64)	(853.64)	(853.64)	(853.64)	(853.64)	(853.64)	(853.64)
Principal		(478.64)	(514.53)	(553.12)	(594.61)	(639.20)	(687.14)	(738.68)	(794.08)
Intereses		(375.00)	(339.10)	(300.51)	(259.03)	(214.43)	(166.49)	(114.96)	(59.56)
Saldo	5,000.00	4,521.36	4,006.83	3,453.71	2,859.10	2,219.90	1,532.76	794.08	-
Flujo teórico	5,000.00	(853.64)	(853.64)	(853.64)	(853.64)	(853.64)	(853.64)	(853.64)	(853.64)
TIR	7.50%								
Comisión por desembolso	100.00								
Seguro de deuda		60.00	54.26	48.08	41.44	34.31	26.64	18.39	9.53
Total de otros costos	100.00	60.00	54.26	48.08	41.44	34.31	26.64	18.39	9.53
Flujo total	4,900.00	(913.64)	(907.89)	(901.72)	(895.08)	(887.94)	(880.27)	(872.03)	(863.16)
TIR	9.25%								

Fuente: Flujo de Préstamos de elaboración propia

b) Certificado de Inversión

Colocación de certificado de inversión por cinco millones de dólares (US\$5,000,000.0), plazo de 8 años, tasa de interés anual de 6.0%, pagos anuales de intereses y capital al vencimiento,

más costos fijos y variables en que se incurre en una emisión, se obtiene una TIR de 6.35%, según tabla No. 6. En anexo No. 4 se encuentra mayor detalle.

Tabla No. 6
Flujo para Emisión de Certificado de Inversión (Pago de capital al vencimiento)
Saldos en miles de US\$ dólares

	0	1	2	3	4	5	6	7	8
Emisión	5,000.0								
Pago emisión									(5,000.0)
Intereses		(300.0)	(300.0)	(300.0)	(300.0)	(300.0)	(300.0)	(300.0)	(300.0)
Saldo	5,000.0	(300.0)	(300.0)	(300.0)	(300.0)	(300.0)	(300.0)	(300.0)	(5,300.0)
TIR	6.0%								
Costos Fijos	-								
Inscripción Emisor en Bolsa	0.3								
Inscripción Emisor en RPB	0.1								
Clasificación de Riesgo	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
Comisión Casa y Estructuración	10.0								
Prospectos	2.5								
Inscripción emisión en Bolsa	1.1								
Cuota de mtto. Anual Bolsa	-	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Costos Variables	-								
Inscripción Emisor en RPB	2.5								
Bolsa (Mcdo Prim)	6.3								
Comisión Casas (intermediación)	7.5								
Costos CEDEVAL:									
Comisión por Dep (primar)	1.5								
Comisión por Transf	0.1								
Total costos	41.8	10.6							
Flujo total	4,958.2	(310.6)	(5,310.6)						
TIR (COSTO FINANCIERO)	6.35%								

Fuente: Flujo de Emisión de Certificado de inversión elaboración propia.

En el caso, que el banco cooperativo, por la emisión planteada anteriormente, realizará pagos de intereses y capital, la TIR aumenta a 6.54%, tal como se observa en la siguiente tabla No.7.

En Anexo No. 5, se encuentra mayor detalle del flujo.

Tabla No. 7
Flujo para Emisión de Certificado de Inversión (Pagos anuales de capital e intereses)
Saldos en miles de US\$ dólares

	0	1	2	3	4	5	6	7	8
Emisión	5,000.00								
cuota	-	(805.18)	(805.18)	(805.18)	(805.18)	(805.18)	(805.18)	(805.18)	(805.18)
Principal	-	(505.18)	(535.49)	(567.62)	(601.68)	(637.78)	(676.04)	(716.61)	(759.60)
Intereses	-	(300.00)	(269.69)	(237.56)	(203.50)	(167.40)	(129.14)	(88.57)	(45.58)
Saldo	5,000.00	(805.18)	(805.18)	(805.18)	(805.18)	(805.18)	(805.18)	(805.18)	(805.18)
TIR	6.00%								
Costos Fijos									
Inscripción Emisor en Bolsa	0.25								
Inscripción Emisor en RPB	0.10								
Clasificación de Riesgo	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00
Comisión Casa y Estructuración	10.00								
Prospectos	2.50								
Inscripción emisión en Bolsa	1.15								
Cuota de mtto. Anual Bolsa	-	0.58	0.58	0.58	0.58	0.58	0.58	0.58	0.58
Costos Variables	-								
Inscripción Emisor en RPB	2.50								
Bolsa (Mcdo Prim)	6.25								
Comisión Casas (intermediación)	7.50								
Costos CEDEVAL:									
Comisión por Dep (primar)	1.50								
Comisión por Transf	0.05								
Total costos	41.80	10.58							
Flujo total	4,958.21	(815.75)							
TIR (COSTO FINANCIERO)	6.54%								

Fuente: Flujo de Emisión de Certificado de inversión elaboración propia.

Al comparar los resultados de la simulación de obtención de un préstamos bancario y de la emisión de Certificados de emisión, uno con pago de capital e intereses y el otro con pago de capital al vencimiento, se puede apreciar la diferencia en cuanto a costos, tasa de interés y los rendimientos esperados en caso de concederse el financiamiento, tal como se aprecia en la siguiente tabla:

Tabla No. 8
Costos de Fondeo
 Cifras en US\$

Concepto	Préstamo	Certificado de Inversión	
		Pago de Capital + interes	Capital al vencimiento
Monto	5,000,000.0	5,000,000.0	5,000,000.0
Plazo años	8	8	8
Tasa	7.50%	6.00%	6.00%
Interes pagado	(1,829,080.93)	(1,441,437.71)	(2,400,000.00)
Costos Iniciales	100,000.0	41,795.0	41,795.0
Costos Anuales	60,000.0	10,575.0	10,575.0
TIR	9.25%	6.54%	6.35%

Fuente: Costos de Fondeo elaboración propia

Adicionalmente, a los costos por financiamiento, se debe considerar, que en la obtención de un préstamo bancario para el desarrollo de un proyecto, la institución financiera otorgante generalmente no realiza un solo desembolso, si no que estos son graduales de acuerdo a la ejecución del proyecto financiado; además de ello, realizan un monitorio periódico de la situación financiera de la entidad; por su parte, el financiamiento vía emisiones de deuda tiene la ventaja que el emisor puede controlar las tasas de interés de acuerdo a la estructura de la emisión para lograr un costo financiero competitivo que le permita absorber los costos de la emisión, además, el emisor puede manejar según su necesidad los plazos y disminuir presión financiera pagando el capital al vencimiento del plazo.

Por lo anteriormente expuesto, se considera que la emisión de deuda a través de la BVES, constituye una buena alternativa para que los Bancos Cooperativos diversifiquen sus fuentes de fondeo; como se mencionó anteriormente los Bancos Comerciales actualmente se encuentran utilizando este tipo de instrumentos para fondearse.

CAPITULO IV. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Los Bancos Cooperativos, en la función de intermediación que desarrollan, de transformar el ahorro de los depositantes en créditos, para apoyar los proyectos productivos, se ven expuestos al riesgo de liquidez, que es el potencial de que una institución no sea capaz de cumplir con sus obligaciones, conforme éstas llegan a su vencimiento, debido a su incapacidad para liquidar sus activos o para obtener un fondeo suficiente.

De acuerdo a los datos obtenidos, los bancos cooperativos se fondean únicamente con depósitos y préstamos recibidos de terceros, los primeros que presentan la mayor participación son altamente sensibles a retiros, y generalmente su plazo es de corto y mediano; mientras las operaciones activas que realizan estas entidades, referidas en el caso particular a préstamos tienen plazos más largos, lo que podría generarles un descalce en dichas operaciones; además, el disponer con fondos de corto, puede limitar las proyecciones de un banco cooperativo para ejecutar proyectos de largo plazo.

Es imperativo que los Bancos Cooperativos diversifiquen sus fuentes de fondeo, y para ello se plantea como alternativas las emisiones de deuda a través de la Bolsa de Valores de El Salvador, ya que dicho mercado ofrece tasas competitivas, amplios plazos y financiamiento de acuerdo a las necesidades del emisor, que le permitirán además manejar sus riesgos.

Dado los resultados obtenidos, puede concluirse que el costo de financiarse a través de una emisión de certificado de inversión resulta más barato que mediante un préstamo bancario, debido a que el mercado de valores permite un encuentro directo entre oferentes y demandantes, es decir, sin intermediarios que asuman el riesgo de captar y colocar recursos.

Por lo que, la emisión de deuda constituye una alternativa viable de financiamiento, muestra del ello, se encuentran las emisiones de Eurobonos, Notas y LETES realizados por Gobierno de El Salvador, y los certificados de inversión, papel bursátil y titularizaciones emitidos por diferentes Bancos Comerciales y empresas privadas, para el financiamiento de proyectos y capital de trabajo; no obstante ello, la cultura bursátil no está plenamente difundida, por lo que, las empresas aún no poseen la confianza de efectuar operaciones en los mercados financieros, a pesar de sus beneficios.

REFERENCIAS

- CN-09/2012 de fecha 21 de agosto de 2012, Comité de Normas del Banco Central de Reserva de El Salvador, NRP-05 *Normas Técnicas para la gestión del Riesgo de Liquidez*.
- Decreto Legislativo No. 134 de fecha 18 de diciembre de 1991, Diario Oficial no. 242. Tomo No. 313, publicado en fecha 21 de diciembre de 1991 y sus respectivas reformas. *Ley de Impuesto sobre la Renta*.
- Decreto Legislativo No. 296 de fecha 24 de julio de 1992, Diario Oficial No. 143, Tomo No. 316, publicado en fecha 31 de julio de 1992 y sus respectivas reformas. *Ley de Impuesto a la Transferencia de Bienes Muebles y a la Prestación de Servicios*
- Decreto Legislativo No. 230 de fecha 14 de diciembre de 2000, Diario Oficial No. 241, Tomo No. 349, publicado en fecha 22 de diciembre de 2000 y sus respectivas reformas. *Código Tributario*.
- Decreto Legislativo No. 792 de fecha 29 de septiembre de 2014, Diario Oficial No. 184, Tomo 405, publicado en fecha 06 de octubre de 2014. *Ley del Mercado de Valores*.
- DELGADO B., Aquiles Antonio, “*Derecho Bancario Salvadoreño*”, Año 2007, Primera Edición, Ciudad San Salvador.
- Diplomado Bursátil 2ª. Edición (2015). “*Mercado de Valores de El Salvador, su funcionamiento y operatividad*”. Impartido por la Asociación Salvadoreña de Intermediarios Bursátiles. Desarrollado en Fusal del 05 de octubre al 25 de noviembre de 2015. San Salvador. El Salvador.
- Unión Nacional de Cooperativas de Crédito. (2001). “*Banca Cooperativa Entorno Financiero y Proyección Social*”. p. 15-16. [Recuperado de http://www.unacc.com/Portals/](http://www.unacc.com/Portals/)

NOTAS

¹ Véase “*La banca cooperativa*”, Iniciativa para la Transparencia Financiera, Lectura No. 16. Recuperado de http://www.itf.org.ar/lectura_detalle.asp?id=16.

² Véase “*Principios y Valores Cooperativos*”, Cooperativas de las Américas, Región de la Alianza Cooperativa Internacional. <http://www.aciamericas.coop/Principios-y-Valores-Cooperativos-4456>

³ Véase *Libro del Cooperativismo*, de la Asociación Cooperativa de Ahorro y Crédito Vicentina, de R.L. publicado en Mayo de 2005, San Vicente.

⁴ **Agiotismo**. En derecho, se llama **agiotaje** (palabra derivada de **agio** y ésta del italiano *aggio* que significa "añadido") a la **especulación** de comercio que se hace cambiando el **papel moneda** en dinero efectivo o el dinero efectivo en papel, aprovechando ciertas circunstancias para lograr crecido **interés**; tomado del Diccionario de Wikipedia, enciclopedia libre. <https://es.wikipedia.org/wiki/Agiotista>.

⁵ Mediante Decreto No. 560 de fecha el 25 de noviembre de 1969, la Asamblea Legislativa, promulgó la creación del INSAFOCOOP (Instituto Salvadoreño de Fomento Cooperativo).

⁶ COMEDICA, aunque es supervisada no tiene autorización para captar depósitos del público.

⁷ **La inclusión financiera** es un proceso de integración de los servicios financieros a las actividades económicas cotidianas de la población, que puede contribuir de manera importante al crecimiento económico en la medida en que permita reducir de manera efectiva los costos de financiación, aseguramiento y manejo de los recursos, tanto para las personas como para las empresas. Recopilado de <http://www.banrep.gov.co/es/node/35302>

⁸ **Desintermediación**. Proceso de exclusión de los intermediarios financieros de los canales de Distribución del Ahorro. Los entes emisores de valores colocan directamente éstos entre el público ahorrador sin tener que acudir a los instituciones financieras. <http://www.eco-finanzas.com/diccionario/D/DESINTERMEDIACION.htm>

⁹ Datos obtenidos al mes de septiembre de 2015 de la página web de la Superintendencia del Sistema Financiero. <http://www.ssf.gob.sv/index.php/nov/publi/estados-financieros-63961>

¹⁰ En dato no incluye los saldos de la Federación de Cajas de Crédito y Bancos de los Trabajadores, debido a que se considera un banco de segundo piso.

¹¹ Datos obtenidos al mes de septiembre de 2015 de la página web de la Superintendencia del Sistema Financiero. <http://www.ssf.gob.sv/index.php/nov/publi/estados-financieros-63961>

¹² Véase la guía de principios del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. Septiembre 2008. “*Principios para la adecuada gestión y supervisión del riesgo de liquidez*”. Recuperado de http://www.bis.org/publ/bcbs144_es.pdf

¹³*El descalce de plazos* es característico en las instituciones financieras debido a que los pasivos (depósitos a la vista, en cuenta de cheques, etc.) son a corto plazo, mientras que los activos (créditos, inversiones, etc.) son a largo plazo. Recopilado de <https://books.google.com.ph/books>.

ANEXOS

Anexo No. 1

BONOS NEGOCIADOS EN MERCADO PRIMARIO PRIVADO EN LA BOLSA DE EL SALVADOR

PERIODO DEL 01 DE ENERO 2015 AL 31 DE DICIEMBRE 2015

Cifras en US\$ dólares

EMISOR		Monto Negociado	% Participación
Banco Agrícola, S.A.	CIBAC\$15	1,242,100	0.42%
Banco G&T Continental de El Salvador, S.A.	CIG&TC01	9,000,000	3.08%
La Hipotecaria, S.A. de C.V.	CILHIPO2	5,492,000	1.88%
Banco de América Central, S.A	CIMATIC10	10,000,000	3.42%
Banco de América Central, S.A	CIMATIC11	20,000,000	6.84%
Banco de América Central, S.A	CIMATIC8	10,000	0.00%
Banco Procredit, S.A.	CIPROCRE1	5,000	0.00%
Scotiabank El Salvador, S.A.	CISCOTIA16	35,000,000	11.96%
La Sociedad de Ahorro y Crédito Credicomerc, S.A	PBCREDICO1	8,814,027	3.01%
CrediQ, S.A. de C.V.	PBCREDIQ2	33,969,938	11.61%
Federación de Cajas de Crédito y Banco de los Trabajadores	PBFEDCRE1	30,000,000	10.25%
La Hipotecaria S.A. de C.V.	PBLHIPO3	10,000,000	3.42%
Saram, S.A.	PBSARAM1	1,917,094	0.66%
Alcaldía Municipal de San Salvador	VTHVAMS03	51,424,497	17.58%
ANDA	VTHVAND01	24,272,500	8.30%
Alcaldía Municipal de Santa Tecla	VTHVAST02	7,000,000	2.39%
Comisión Ejecutiva Portuaria de Cepa	VTHVCPA01	19,412,000	6.64%
Fovial	VTRTFOV03	25,000,000	8.55%
TOTAL		292,559,156	100.00%

Fuente: Bolsa de valores de El Salvador

Significado de Iniciales:

CI Certificado de Inversión

PB Papel Bursatil

VT Valores de Titularización

Anexo No. 2

COSTOS FIJOS Y VARIABLES DE UNA EMISIÓN		
Costos Fijos	Periodicidad	
Costos de Inscripción en Bolsa	Se paga una vez y con esto el emisor queda registrado dentro de la Bolsa de Valores para realizar cuantas emisiones desee.	\$ 250.0
Inscripción Emisor en RPB	Se paga solo una vez para quedar inscrito como emisor en el Registro Público Bursátil de la Superintendencia del Sistema Financiero.	\$ 100.0
Clasificación de Riesgo (aproximado)	Toda empresa que emite en Bolsa debe mantener al menos una calificación de riesgo otorgada por una calificadora debidamente autorizada por la Superintendencia del Sistema Financiero.	\$ 10,000.0
Comisión Casa y Estructuración	Este es un costo estimado de los honorarios cobrados por la casa corredora para realizar la estructuración de una emisión. El monto puede ser negociado.	\$ 10,000.0
Prospectos	Costo aproximado de enviar a imprimir los prospectos de la emisión.	\$ 2,500.0
Inscripción emisión Bolsa	Este es el costo de inscribir una emisión en la Bolsa de Valores.	\$ 1,145.0
	Cada año que la emisión permanezca cotizando en el mercado, deberá cancelarse este monto.	\$ 575.0
Costos Variables	Periodicidad	
Inscripción Emisión en RPB	Para registrar la emisión en el Registro Público Bursátil a la hora de colocar.	\$ 2,500.0
Comisiones Variables		
Bolsa (mercado primario)	Al colocar la emisión en el mercado primario, este es el costo de la colocación.	0.125%
Comisión Casas (Intermediación)	Esta comisión es negociable con la Casa Corredora y se paga por realizar la venta de los títulos valores.	0.150%
Costos Cedeval		
Comisión por Dep (primar)	Toda emisión inscrita en la Bolsa debe depositarse en CEDEVAL	0.030%
Comisión por transferencia	Este costo corresponde al traslado de los títulos a la subcuenta de los compradores.	0.001%
Fuente: Diplomado Bursátil 2ª. Edición (2015)		

Anexo No. 3

FLUJO DE PRESTAMOS

Monto del préstamo	\$5,000,000.00
Plazo en años	8
Tasa	7.5%

saldos en US\$ dólares

	0	1	2	3	4	5	6	7	8
Saldo	5,000,000.00								
cuota		(853,635.12)	(853,635.12)	(853,635.12)	(853,635.12)	(853,635.12)	(853,635.12)	(853,635.12)	(853,635.12)
Principal		(478,635.12)	(514,532.75)	(553,122.71)	(594,606.91)	(639,202.43)	(687,142.61)	(738,678.30)	(794,079.18)
Intereses		(375,000.00)	(339,102.37)	(300,512.41)	(259,028.21)	(214,432.69)	(166,492.51)	(114,956.81)	(59,555.94)
Saldo	5,000,000.00	4,521,364.88	4,006,832.13	3,453,709.43	2,859,102.52	2,219,900.09	1,532,757.48	794,079.18	(0.00)
Flujo teórico	5,000,000.00	(853,635.12)	(853,635.12)	(853,635.12)	(853,635.12)	(853,635.12)	(853,635.12)	(853,635.12)	(853,635.12)
TIR	7.50%								
Comisión por desembolso	100,000.00								
Seguro de deuda		60,000.00	54,256.38	48,081.99	41,444.51	34,309.23	26,638.80	18,393.09	9,528.95
Total de otros costos	100,000.00	60,000.00	54,256.38	48,081.99	41,444.51	34,309.23	26,638.80	18,393.09	9,528.95
Flujo total	4,900,000.00	(913,635.12)	(907,891.49)	(901,717.10)	(895,079.63)	(887,944.35)	(880,273.92)	(872,028.21)	(863,164.07)
TIR	9.25%								

Fuente: Flujo de Préstamos de elaboración propia

Anexo No. 5

FLUJO PARA LA EMISIÓN DE CERTIFICADOS DE INVERSIÓN (PAGOS ANUALES CAPITAL E INTERESES)

Monto de la Emisión	\$	5,000,000.00
Plazo años		8
Tasa de mercado anual		6.0%

saldos en US\$ dólares

			0	1	2	3	4	5	6	7	8
Emisión			5,000,000.00								
cuota				(805,179.71)	(805,179.71)	(805,179.71)	(805,179.71)	(805,179.71)	(805,179.71)	(805,179.71)	(805,179.71)
Principal				(505,179.71)	(535,490.50)	(567,619.93)	(601,677.12)	(637,777.75)	(676,044.41)	(716,607.08)	(759,603.50)
Intereses				(300,000.00)	(269,689.22)	(237,559.79)	(203,502.59)	(167,401.96)	(129,135.30)	(88,572.63)	(45,576.21)
Saldo			5,000,000.00	(805,179.71)	(805,179.71)	(805,179.71)	(805,179.71)	(805,179.71)	(805,179.71)	(805,179.71)	(805,179.71)
TIR			6.00%								
Costos Fijos		Periodicidad									
Inscripción Emisor en Bolsa	250.00	Una sola vez	250.00								
Inscripción Emisor en RPB	100.00	Una sola vez	100.00								
Clasificación de Riesgo	10,000.00	Anual	10,000.00	10,000.00	10,000.00	10,000.00	10,000.00	10,000.00	10,000.00	10,000.00	10,000.00
Comisión Casa y Estructuración	10,000.00	Por emisión	10,000.00								
Prospectos	2,500.00	Por emisión	2,500.00								
Inscripción emisión en Bolsa	1,145.00	Por emisión	1,145.00								
Cuota de mtto. Anual Bolsa	575.00	Anual		575.00	575.00	575.00	575.00	575.00	575.00	575.00	575.00
Costos Variables		Periodicidad									
Inscripción Emisor en RPB	2,500.00	Por emisión al colocar	2,500.00								
Comisiones Variables											
Bolsa (Mcdto Prim)	0.125%	Por emisión al colocar	6,250.00								
Comisión Casas (intermediación)	0.150%	Por emisión al colocar	7,500.00								
Costos CEDEVAL:											
Comisión por Dep (primar)	0.03%	Por emisión al colocar	1,500.00								
Comisión por Transf	0.001%	Por emisión al colocar	50.00								
Total costos			41,795.00	10,575.00	10,575.00	10,575.00	10,575.00	10,575.00	10,575.00	10,575.00	10,575.00
Flujo total			4,958,205.00	(815,754.71)	(815,754.71)	(815,754.71)	(815,754.71)	(815,754.71)	(815,754.71)	(815,754.71)	(815,754.71)
TIR (COSTO FINANCIERO)			6.54%								

Fuente: Flujo de Emisión de Certificado de inversión elaboración propia.