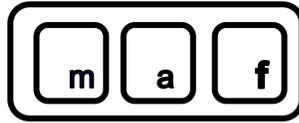


UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA



Fundada en 1995



**LINEAMIENTOS NECESARIOS PREVIOS A TITULARIZAR ACTIVOS Y
EMISIÓN DE BONOS COMO FUENTES DE FINANCIAMIENTO EN
EMPRESAS DE SERVICIOS DE SAN SALVADOR.**

TRABAJO DE GRADUACIÓN PRESENTADO POR:

ANA RUTH LANDAVERDE VÁSQUEZ

PARA OPTAR AL GRADO DE

MAESTR(O)/(A) EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

JULIO DE 2017

CIUDAD UNIVERSITARIA, EL SALVADOR, CENTROAMÉRICA

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR



AUTORIDADES UNIVERSITARIAS

RECTOR : MAESTRO ROGER ARMANDO ARIAS ALVARADO

SECRETARIO GENERAL : LICENCIADO CRISTÓBAL HERNÁN RÍOS BENÍTEZ

AUTORIDADES DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

DECANO : LICENCIADO NIXON ROGELIO HERNÁNDEZ VÁSQUEZ

VICEDECANO : MAESTRO MARIO WILFREDO CRESPIÓN ELÍAS

SECRETARIA : LICENCIADA VILMA MARISOL MEJÍA TRUJILLO

ADMINISTRADOR ACADÉMICO : LICENCIADO EDGAR ANTONIO MEDRANO MELÉNDEZ

TRIBUNAL EXAMINADOR : MAESTRO JUAN VICENTE ALVARADO RODRÍGUEZ

MAESTRO JONNY FRANCISCO MERCADO CARRILLO

MAESTRO VÍCTOR RENÉ OSORIO AMAYA

JULIO DE 2017

SAN SALVADOR

EL SALVADOR

CENTRO AMÉRICA

ÍNDICE GENERAL

ÍNDICE DE FIGURAS.....	v
ÍNDICE DE TABLAS.....	v
INTRODUCCIÓN	vi
I. CAPÍTULO I MARCO TEÓRICO.....	1
1. Mercado de Valores en El Salvador	1
1.1. Análisis de la evolución del Mercado de Valores en los últimos años	1
1.2. Instrumentos Bursátiles negociados en la Bolsa de Valores.....	4
1.3. Participantes del Mercado de Valores y en el proceso de titularización en El Salvador	10
1.4. Titularización de activos, otra alternativa de financiamiento	13
1.4.1. Concepto de titularización de activos	13
1.5. Origen y evolución de la titularización de activos	14
1.6. Antecedentes de titularización de activos en Latinoamérica	14
1.7. El proceso de titularización de activos en El Salvador	15
1.8. Características de la titularización	16
1.9. Marco regulador de la titularización de activos en El Salvador.....	16
1.9.1. La Superintendencia del Sistema Financiero.....	16
1.9.2. Ley de titularización de activos	17
1.9.3. Ley del impuesto sobre la renta	17
1.9.4. Código Tributario.....	18
1.9.5. Ley del impuesto a la transferencia de bienes muebles y a la prestación de servicios.	19
1.10. Activos susceptibles de titularización.....	19
1.11. Requisitos de los contratos de titularización.....	22
1.12. Aspectos fundamentales y de análisis financiero previo a la decisión de titularizar activos.	23
1.13. Estimación de los ingresos y costos de un proyecto financiado a través la titularización.	24
1.14. Ventajas y desventajas de la titularización de activos como fuente de financiación	26
1.15. Pasos a seguir por parte del originador en el proceso de titularización	27
1.16. Financiamiento a través de la emisión de bonos.....	27
1.16.1. Ventajas de financiarse a través de certificados de inversión.....	28
1.16.2. Características principales de los valores de deuda o Bonos.....	28
1.16.3. Pasos a seguir para emitir valores a través de la Bolsa de valores de El Salvador	29

1.17.	La titularización frente a la emisión de bonos	30
1.18.	Rol de las clasificadoras de riesgo en el proceso de titularización	31
1.19.	Riesgos en el proceso de titularización y emisión de bonos.....	32
1.20.	Tasa de interés efectiva bancarias	33
II. MODELO EXISTENTE DE TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS FIJOS Y EMISIÓN DE BONOS PARA UNA EMPRESA INMOBILIARIAS DEL DEPARTAMENTO DE SAN SALVADOR.		34
2.	Esquema de titularización real en El Salvador.....	34
2.1.	Generalidades empresa XYZ, S.A. de C.V.....	34
2.2.	Propósito y estructura de la emisión	34
2.3.	Resumen Estructura de Titularización Inmobiliaria XYZ, S.A. de C.V.....	35
2.4.	FODA proceso de titularización	37
2.5.	Riesgos del fondo de titularización Inmobiliaria XYZ01	37
2.6.	Resumen emisión de bonos de Inmobiliaria XYZ S.A. de C.V.....	40
2.7.	Riesgos en la emisión de bonos y prácticas para mitigar el riesgo del emisor.....	40
2.7.1.	Riesgos de la emisión.....	40
2.7.2.	Prácticas y Políticas de Administración de Riesgos del Emisor	41
III. MODELO HIPOTETICO DE TITULARIZACIÓN DE CUOTAS PARA LA UNIVERSIDAD DEL CONOCIMIENTO- FONDO DE TITULARIZACIÓN ZBAC VALORES UNIVERSIDAD DEL CONOCIMIENTO.		42
3.	Caso Práctico Hipotético.....	42
3.1.	Fondo de Titularización ZBAC Valores Universidad del Conocimiento.	42
3.1.1.	Generalidades del Fondo de Titularización ZBAC Valores Universidad del Conocimiento..	42
3.1.2.	Participantes en la estructura.....	43
3.1.3.	Amortización de la cesión de flujos en el tiempo de la titularización.....	45
3.1.4.	Estructura de la emisión.....	45
3.1.5.	Mecanismo de asignación de flujos	47
3.1.6.	Determinación de costos y gastos asociados al proceso de titularización.....	48
IV. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES		50
1. CONCLUSIONES		50
2. RECOMENDACIONES		51
V. REFERENCIAS		52
VI. ANEXOS		53

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura No. 1 Esquema del mercado de valores en El Salvador.....	3
Figura No. 2 Clasificación de los Instrumentos de Renta Fija.....	9
Figura No. 3 Clasificación de los Instrumentos de Renta Variable.....	10
Figura No. 4 Participantes del mercado de valores en El Salvador.....	11
Figura No. 5 Participantes del proceso de titularización en El Salvador.....	12
Figura No. 6 Requisitos que deben cumplir los activos susceptibles a titularización.....	20
Figura No. 7 Activos susceptibles a titularización.....	22
Figura No. 8 Requisitos de los contratos de titularización.....	23
Figura No. 9 Pasos a seguir para optar al proceso de titularización.	27
Figura No. 10 Esquema proceso de titularización Inmobiliaria XYZ, S.A. de C.V.....	35
Figura No. 11 Esquema de contrato de titularización Inmobiliaria XYZ, S.A. de C.V.....	36
Figura No. 12 Emisión de bonos Inmobiliaria XYZ, S.A. de C.V.	40
Figura No. 13 Esquema proceso de titularización hipotético.....	43
Figura No. 14 Mecanismo de asignación de flujos hipotético.....	48

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla No. 1 Ventajas y Desventajas del proceso de Titularización.....	26
Tabla No. 2 Titularización respecto a la emisión de bonos.....	30
Tabla No. 3 Equivalencias de clasificaciones de riesgo.....	31
Tabla No. 4 FODA Proceso de Titularización Inmobiliaria XYZ, S.A. de C.V.....	37
Tabla No. 5 Amortización cesión de flujos Fondo de Titularización.....	45
Tabla No. 6 Estructura dela emisión fondo Universidad del Conocimiento 01.....	45
Tabla No. 7 Detalle de costos asociados a la titularización del fondo Universidad de Conocimiento 01.....	47

INTRODUCCIÓN

El propósito de ampliar las fuentes de información sobre la titularización de activos y la emisión de certificados de inversión, se debe a que son figuras de financiamiento utilizadas por diferentes segmentos de empresas e instituciones en El Salvador, por lo que es importante tener claridad sobre el proceso que debe seguirse, las instituciones que intervienen en ese proceso, funciones e importancia de estas entidades, activos susceptibles de titularización, características que deben reunir, principales requisitos exigidos por las entidades de gobierno a las entidades interesadas en estas figuras de financiamiento, son aspectos importantes que deben estudiarse y ser del conocimiento de los ejecutivos de las empresas y profesionales de las ciencias económicas; además es importante profundizar en el marco regulatorio aplicado a dichas actividades en el país.

Mediante una breve reseña de la evolución que ha tenido la titularización de activos y la emisión de bonos en Latinoamérica y El Salvador, se describe las ventajas y desventajas que estas figuras de financiamiento han ofrecido a los empresarios e inversionistas, convirtiéndose en opciones de uso generalizado en diferentes países.

Se pone en perspectiva una serie de elementos a tener en cuenta para la realización de análisis de los riesgos asociados a los activos, previo a la decisión de determinar el volumen de los flujos futuros a ceder en el proceso de titularización de activos, así como los procedimientos de mejora crediticia necesarios para obtener la calificación de riesgo deseada para la emisión.

Finalmente se presenta el proceso metodológico como guía para la implementación de la titularización de activos, utilizando una de las figuras de bienes y activos titularizados en una empresa inmobiliaria del país mediante la emisión de un contrato de arrendamiento operativo, una emisión de certificados de inversión y un caso hipotético para efectos didácticos de la titularización de las cuotas de estudiantes de la Universidad del Conocimiento para pagar la deuda al estado generada por la construcción del campus para postgrados y maestrías.

I. CAPÍTULO I MARCO TEÓRICO

1. Mercado de Valores en El Salvador

1.1. Análisis de la evolución del Mercado de Valores en los últimos años

La evolución de los mercados de valores en la actualidad han cobrado importancia en el desarrollo de la economía mundial, por tal motivo el mercado de valores de El Salvador y la misma Bolsa de Valores de El Salvador (BVES) juega un “rol” de desarrollo en la economía salvadoreña.

La BVES es una institución privada, que forma parte del mercado de valores, iniciando sus operaciones el 27 de abril de 1992. A partir de esta fecha ha desarrollado un papel muy importante en el ámbito económico nacional facilitando la desintermediación financiera, las operaciones bursátiles; permitiendo el acercamiento directo entre empresas e inversionistas, a través de la negociación de instrumentos financieros como acciones, valores de deuda, y otros instrumentos, que permiten canalizar el excedente de recursos hacia las necesidades de financiamiento de las empresas promoviendo la libre fijación de precios, la transparencia y la liquidez en las negociaciones. Además monitorea rigurosamente que los emisores y las casas corredoras de bolsa cumplan con toda la normativa aplicable; proporciona las herramientas tecnológicas apropiadas como el sistema electrónico de negociación; revela la información de manera clara y rápida a todos los participantes del mercado; realiza el manejo administrativo de las operaciones y transmite la información respectiva a la Central de Depósito de Valores, S.A. de C.V. (CEDEVVAL); entre otras actividades.

La incursión de la bolsa de valores permite a las empresas tener nuevas opciones de financiamiento a través de:

- a) Reestructuración de deuda bajo mejores condiciones
- b) Capital de trabajo a la medida de sus necesidades
- c) Desarrollo de proyectos a mediano y largo plazo
- d) Obtener liquidez inmediata

Los principales pilares que rigen las operaciones de la bolsa de valores y los participantes del mercado son: La equidad, transparencia y seguridad.

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

a) Mercado Primario.

Está relacionado con la colocación inicial de los valores, en que los inversionistas pueden adquirir directamente de los emisores, a través de una casa de corredores de bolsa los valores ofrecidos al público por primera vez, recibiendo directamente el emisor, los recursos que requiere.

b) Mercado Secundario.

Se realizan las ventas de valores, una vez éstos han sido negociados en mercado primario y/o mercado secundario. Es decir es una "Reventa" de los valores adquiridos con anterioridad. En tal sentido los inversionistas que posean valores pueden venderlos a otros inversionistas antes de su vencimiento.

c) Mercado de Reportos.

El 22 de junio de 1992, se inicia en la Bolsa de Valores las operaciones de reporto, las cuales están reguladas por el Código de Comercio vigente, en los Arts. 1159 a 1166.

En la operación de Reporto intervienen dos personas: El reportador, siendo éste el inversionista que tiene recursos disponibles, y el Reportado, que es la persona que necesitando dinero y no deseando deshacerse de sus valores, realiza una operación de reporto, es decir que procede a venderlos temporalmente al Reportador (inversionista con fondos disponibles), con un pacto de recompra. Es decir, con la obligación de readquirir sus títulos valores en el plazo que convenga con el Reportador, el cual puede ir desde 2 hasta 45 días. Al final del plazo pactado, el inversionista Reportador recibe el capital que invirtió más la tasa de interés convenida (que suele ser conocida como el premio).

Es importante considerar que se pueden reportar tanto valores de deuda como acciones.

En el caso de operaciones de reporto con acciones se debe de considerar que sólo podrán efectuarse operaciones de reporto con aquellas acciones que:

- Sean de oferta pública, y que estén debidamente inscritas en la Superintendencia del Sistema Financiero y la Bolsa de Valores de El Salvador.
- Que cuenten con bursatilidad, es decir con alta liquidez en la Bolsa de Valores, considerando la rotación de las mismas, la participación en el volumen negociado en la Bolsa, la presencia en número de sesiones realizadas y el tiempo de inactividad de negociación de la acción en mención, todo durante el último año móvil.
- Que estén depositados en CEDEVAL.

Se debe de tomar en cuenta que no es factible el fraccionamiento de los certificados de acciones. Así como que el derecho a dividendos y los demás derechos económicos de las acciones, y el derecho de suscripción preferente de las mismas, corresponderán siempre al vendedor o reportado.

En la figura No. 1, se muestra el esquema del mercado de valores.



Figura No. 1 Esquema del mercado de valores en El Salvador

Fuente: Pagina WEB Bolsa de Valores de El Salvador. Recuperado el 16 de mayo de 2017 de <https://www.bolsadevalores.com.sv/como-opera-la-bolsa>

1.2. Instrumentos Bursátiles negociados en la Bolsa de Valores.

- a) Renta Fija: Llamados también valores de deuda, entre los cuales podemos mencionar los certificados de inversión, papel bursátil, CENELI, eurobonos, notas corporativas, NCTP's, letes, entre otros.
- b) Renta Variable: Bajo la categoría de renta variable se encuentran las acciones, *Exchange Traded Funds* y *American Deposit Receipt*.

La Bolsa de Valores de El Salvador cuenta con una amplia diversidad de valores locales y extranjeros, dentro del portafolio de productos inscritos en la Bolsa, podemos mencionar:

- a) Mercado Local: Valores emitidos en El Salvador por empresas emisoras inscritas en la Bolsa, tales como certificados de inversión y papel bursátil.
- b) Mercado Global: Valores extranjeros inscritos en la Bolsa, donde el inversionista puede seleccionar entre una amplia variedad de acciones de reconocidas empresas de todo el mundo, Exchange Traded Funds (ETF's) de diversos sectores y países, Eurobonos, Notas Corporativas, entre otros.

Los instrumentos utilizados en el Mercado Bursátil, con que se pueden negociar y emitir en el Mercado de Valores de El Salvador son los siguientes:

- a) Acciones Comunes

Una acción es una porción del pastel corporativo de la empresa emisora. Representa una de las numerosas partes iguales en que se divide el capital social de una compañía anónima y que otorgan a sus dueños, idénticos derechos de propiedad sobre el patrimonio de esa compañía, es decir que otorgan a sus tenedores la condición de socios propietarios de la misma, en proporción a su participación. Es decir que una acción corresponde a una parte igual de la propiedad de una empresa, representando una parte alícuota (igual) del capital social de una empresa e incorpora los derechos y obligaciones corporativos y patrimoniales de un socio.

Las empresas venden sus acciones para poder financiar sus proyectos sin tener que acudir a un préstamo. Para una sociedad el objetivo de emitir acciones para el público es que le permite aumentar su capital para largo plazo, sin costo financiero inmediato, sólo con la promesa bien fundamentada de hacer rendir aquel capital recibido de los inversionistas y de pagarles dividendos (cuando la Junta General de Accionistas lo apruebe) por su inversión.

b) Letras del Tesoro.

Las Letras del Tesoro Público son valores de corto plazo (plazo inferior a un año: 90, 180, 270, y 360 días), emitidos a descuento por la República de El Salvador. En ellas se consigna la obligación del Gobierno a pagar su valor nominal en la fecha de su vencimiento o en forma anticipada si el dueño está de acuerdo.

La finalidad de las Letras del Tesoro es la de apoyar a las necesidades para la administración del flujo de caja del Ministerio de Hacienda, así como apoyo al Presupuesto General de la Nación.

Se negocian a través de la Bolsa de Valores de El Salvador. Una vez colocadas en el mercado primario a través del sistema electrónico de la Bolsa de Valores de El Salvador, éstas pueden negociarse en el mercado secundario, así como también se pueden realizar sobre ellas operaciones de reporto.

c) Bonos del Tesoro

Los Bonos del Tesoro Público son valores de mediano y largo plazo (plazo de 3 años en adelante). Son emitidos por la República de El Salvador. A través de ellos el Gobierno adquiere la obligación de pagar su valor nominal en la fecha de su vencimiento, y son anotaciones electrónicas en cuenta. Tiene la finalidad de financiar el presupuesto de la nación.

Se negocian a través de la Bolsa de Valores de El Salvador. Una vez colocadas en mercado primario a través del sistema electrónico de la Bolsa de Valores de El Salvador, éstas pueden negociarse en mercado secundario, así como también se pueden realizar sobre ellas operaciones de reporto.

d) Certificados Negociables de Liquidez

CENELI o Certificados Negociables de Liquidez, son títulos emitidos por el Banco Central de Reserva de El Salvador con el fin de realizar un manejo eficiente de sus flujos de fondos, es decir para manejo de la Tesorería del Banco Central. Son títulos que surgieron a raíz de la Ley de Integración Monetaria, el cual entró en vigencia el 1 de enero de 2001 y el objetivo de estos es la del manejo de la Tesorería del Banco Central de Reserva de El Salvador.

e) Bonos Banco Central de Reserva de El Salvador

Los Bonos BC son emitidos por el Banco Central de Reserva de El Salvador, al igual que los CENELI, son valores emitidos con el fin de realizar un manejo eficiente de los flujos de fondos, es decir para manejo de la Tesorería del Banco Central. A diferencia de los CENELI, éstos son Bonos de mediano plazo que pagan una tasa fija semestralmente. Los Bonos BC fueron creados en junio de 2003.

El objetivo es la del manejo de flujo de tesorería de BCR y con el objetivo de suavizar la curva de la deuda pasando del corto plazo al mediano plazo, y desarrollar el mercado a través de la emisión de deuda.

f) Certificados de Inversión

El Certificado de Inversión es un tipo de valor de deuda o Bono, que es utilizado por las Empresas Emisoras que requieren capital, como instrumento financiero para la captación de recursos. Es una obligación emitida por las empresas a través de la que realizan un crédito colectivo a la comunidad de inversionistas, comprometiéndose a realizar pagos de intereses y a devolver el importe total de la deuda de acuerdo a las características de la obligación (Certificado de Inversión) emitida. Son valores de deuda que representan la participación individual de sus tenedores (o dueños) en un crédito colectivo a cargo del emisor.

Para el emisor es una alternativa para captar recursos 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 o CI's tienen facilidad de negociarse en el mercado secundario de la Bolsa de Valores de El Salvador.

El principal objetivo del emisor es el de obtener financiamiento para proyectos de inversión, adquisición de activos fijos por parte del emisor y/o reestructurar pasivos.

g) Papel Bursátil

Flexible y accesible, ideal para financiamiento de capital de trabajo. El Papel Bursátil es un valor de deuda (Bono) emitido a menos de 1 año, utilizado principalmente para cubrir necesidades de capital de trabajo.

Sus principales características son:

- Se aprueba la emisión de un programa “revolvente” por un plazo de hasta 5 años.
- La emisión puede ser a descuento o con pago de intereses según plazo establecido por emisor.
- El capital se paga al vencimiento.
- Permite realizar el calce de pasivos de corto plazo con inversiones/necesidades de corto plazo.

Su principal ventaja competitiva es su flexibilidad operativa al tratarse de una línea de financiamiento a plazo máximo de un año, que brinda la flexibilidad de realizar diversas colocaciones acordes a las necesidades de flujo de la empresa. La empresa tiene la posibilidad de definir el monto, el plazo y el momento más adecuado para colocar.

h) Letras de Cambio Bursátiles

Las Letras de Cambio Bursátiles son valores de deuda individuales emitidos por bancos inscritos como empresas emisoras, y respaldadas por letras de cambio corrientes de empresas industriales, comerciales y/o de servicios. Esta es una alternativa financiera que los bancos pueden utilizar para obtener liquidez, utilizando los valores que reciben a descuento.

i) Bonos convertibles en acciones

Es un instrumento financiero que ofrece características similares a las que ofrece un valor de deuda, pero que deja abierta la posibilidad de poder convertirlo en una acción (valor de renta variable). Las obligaciones convertibles constituyen un tipo de valores que reciben mucha atención ya que son muy flexibles.

Una sociedad anónima salvadoreña de capital fijo o variable pueda emitir obligaciones (tales como Certificados de Inversión etc.), convertibles en acciones con autorización de su Junta Directiva, quien establecerá el monto y clase de obligaciones que se desee convertir en acciones, señalando un plazo para la conversión. Los accionistas de la sociedad emisora de estas obligaciones gozarán del derecho preferente para suscribir esas obligaciones convertibles, en los mismos términos que para suscribir cualesquiera emisiones de acciones de la sociedad que se sujete al sistema.

j) Acciones preferidas

Son valores representativos de capital social de renta fija, pero el pago de dividendos al estar supeditado a los resultados de la empresa da una mayor flexibilidad financiera a la empresa.

Las acciones preferentes son similares a la emisión de deuda en el sentido que especifica un pago anual determinado, con la diferencia que la obligación legal de pagar intereses es mucho mayor que la de pagar dividendos en las acciones preferentes.

k) Eurobono

Son valores de deuda o bonos de largo plazo, emitidos y negociados en diversas monedas tales como: Euros, dólares de los Estados Unidos de Norte América. Estos bonos pueden ser emitidos por gobiernos, grandes empresas multinacionales, bancos, y organizaciones multilaterales. Una característica propia de estos bonos es que se colocan fuera del país de origen en mercados internacionales y posteriormente son comercializados en el mercado secundario.

Mediante estos bonos, el ente emisor se obliga a pagar al inversionista que lo compra, la cantidad nominal prestada al vencimiento, así como a pagar los intereses de forma periódica a lo largo de la vida del bono.

Los bonos pueden ser colocados a descuento (es decir a un precio inferior a su valor nominal), o valor par (es decir que se venden a un 100% de su valor nominal), y tienen por objeto lograr el financiamiento del emisor.

En las figuras número 2 y 3 se detalla la clasificación de los instrumentos de renta fija y renta variable.

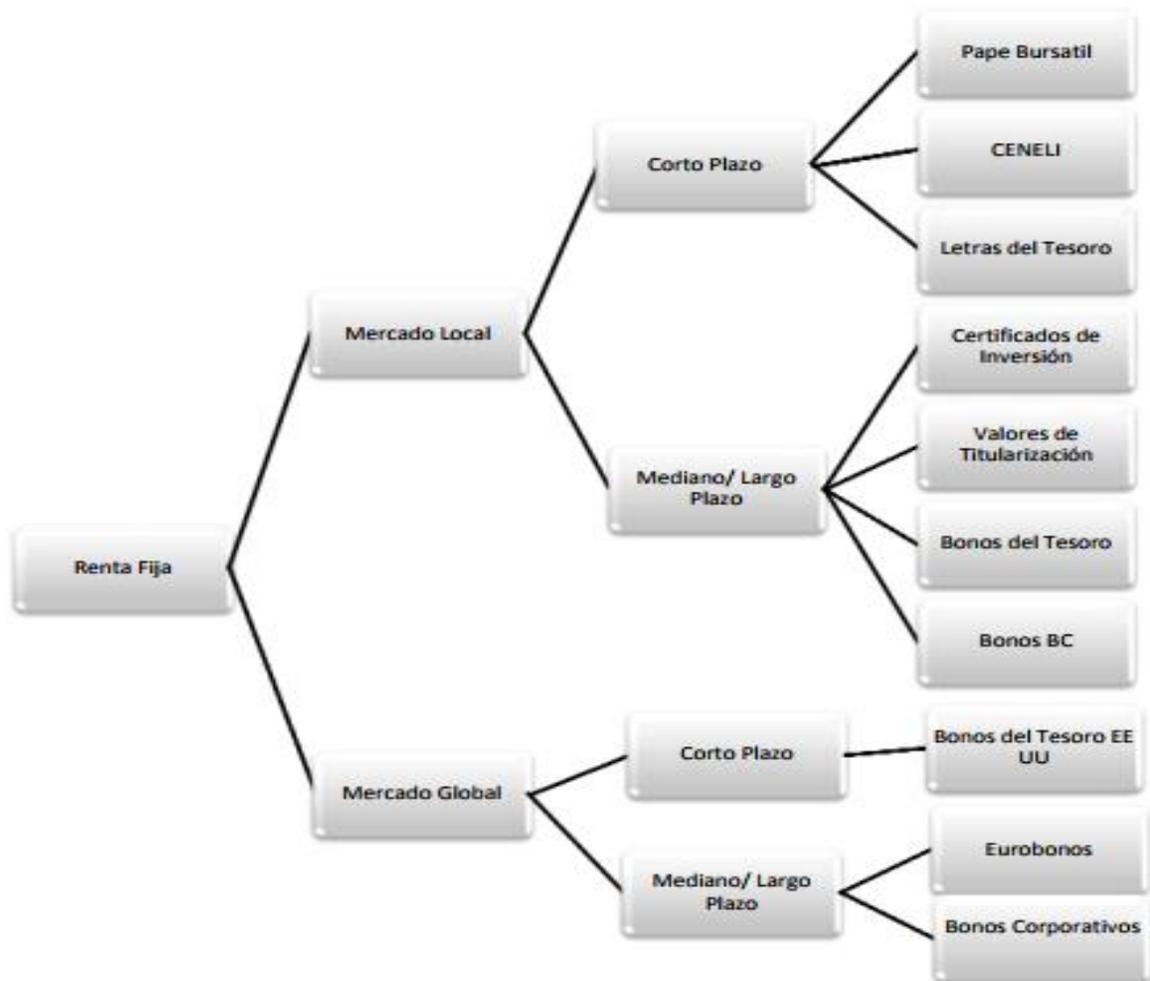


Figura No.2 Clasificación de los Instrumentos de Renta Fija

Fuente: Alas Romero, Jackeline Judith (2016) *Riesgo y rentabilidad de las inversiones en la bolsa de valores*, Universidad de El Salvador.

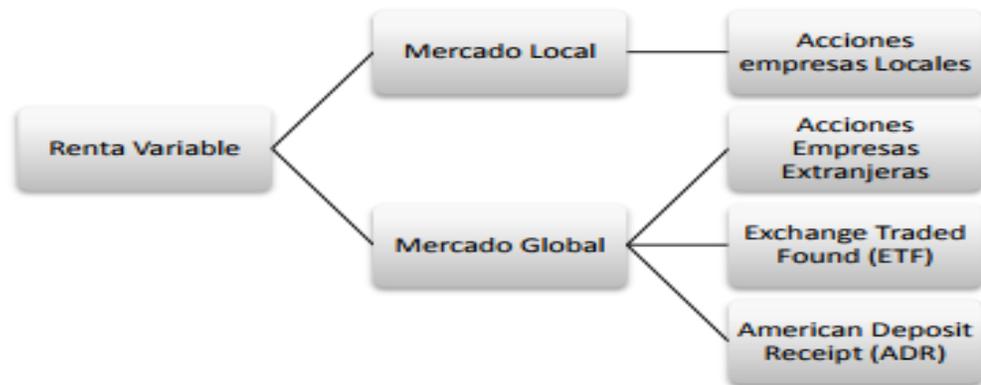


Figura No.3 Clasificación de los Instrumentos de Renta Variable

Fuente: Alas Romero, Jackeline Judith (2016) *Riesgo y rentabilidad de las inversiones en la bolsa de valores*, Universidad de El Salvador.

1.3. Participantes del Mercado de Valores y en el proceso de titularización en El Salvador

El mercado de valores fomenta el ahorro interno del país, al canalizar el dinero disponible de los inversionistas hacia las empresas emisoras que requieren de financiamiento para el desarrollo de sus proyectos de crecimiento a través de los participantes, los cuales interactúan para darle "vida y dinamismo" al mismo.

Todos desempeñan un papel importante para garantizar la transparencia, la confianza, el dinamismo y la seguridad del mercado así: La bolsa de valores, facilita las negociaciones de valores y procura el desarrollo del mercado bursátil, convirtiéndose en la "Plaza" o lugar, en la que converge la oferta y demanda de valores; generados por las empresas emisoras y que posteriormente serán transados a través de las casas de corredores de bolsa con base a las instrucciones de sus clientes, concretizando las transacciones entre compradores y vendedores, dichos valores son custodiados y administrados por la Central de Depósito de Valores (CEDEVAL). En tal sentido los inversionistas ya sea persona natural o jurídica pueden invertir su dinero y valores obteniendo un rendimiento midiendo sus riesgos en sus decisiones de inversión por medio del análisis económico-financiero y la opinión sobre la calidad crediticia de una emisión de valores y/o empresa emisora realizada por las empresas

calificadoras de riesgo. El rol de la Superintendencia del Sistema Financiero es regular y fiscalizar todo el sistema bursátil y sus participantes. En la figura No. 4, se muestra de forma esquematizada los participantes del mercado de valores.



Figura No.4 Participantes del mercado de valores en El Salvador.

Fuente: Pagina WEB Bolsa de Valores de El Salvador. Recuperado el 16 de mayo de 2017 de <https://www.bolsadevalores.com.sv/participantes-del-mercado>

Otro participante del mercado en el proceso de titularización es el originador quién es propietario de los activos susceptibles de titularización mediante la Sociedad Titularizadora, empresa encargada de estructurar la titularización y administrar el Fondo de Titularización. Finalmente el Representante de los Tenedores, verifica que el proceso se desarrolle adecuadamente y representa los intereses de los inversionistas. En la figura No. 5, se muestra de forma esquematizada los participantes en el proceso de titularización.

Actualmente en El Salvador existen dos Sociedades Titularizadoras: Hencorp Valores, S.A, y Ricorp Titularizadora.



Figura No.5 Participantes en el proceso de titularización en El Salvador.

Fuente: Pagina WEB Bolsa de Valores de El Salvador. Recuperado el 16 de mayo de 2017 de <https://www.bolsadevalores.com.sv/participantes-del-mercado>

1.4. Titularización de activos, otra alternativa de financiamiento

1.4.1. Concepto de titularización de activos

La Ley de Titularización de Activos, define la titularización como un “Proceso mediante el cual se constituyen patrimonios independientes denominados Fondos de Titularización, a partir de la enajenación de activos generadores de flujos de efectivo y administrados por sociedades constituidas para tal efecto. La finalidad de estos patrimonios será principalmente originar los pagos de las emisiones de valores de oferta pública que se emitan con cargo al Fondo” (Artículo 2)

Además “El término de la titularización proviene de la traducción del término "Securitization", que a su vez se deriva del anglicismo "Securities" (valores o títulos valores), puesto que es en el mercado de capitales estadounidense donde se ha desarrollado con mayor profundidad y amplitud esta figura financiera, este mecanismo en su última etapa (emisión de valores) se realiza en el mercado bursátil. En esa línea, el concepto de titularización se define como un mecanismo financiero donde se emiten valores respaldados en activos que carecen de un mercado secundario”. (Contreras, 2007, p.3)

Para Escobar & Cuartas (2010) la titularización “es un mecanismo de financiamiento que consiste en transformar activos o derechos futuros en valores de titularización negociables en el Mercado de Valores, para obtener liquidez en condiciones competitivas en términos de plazo y costos financieros” (pag. 455).

Una titularización es un proceso financiero - jurídico que permite a las empresas convertir las proyecciones de flujos de fondos futuros en títulos negociables para realizar inversiones inmediatas. Todo buen proyecto futuro, previo un análisis minucioso realizado por los organismos de control de los mercados de valores, los cuales pueden obtener inmediatamente los recursos, además de movilizar los activos líquidos a través de la venta de los títulos que los representan” (Cuartas, 2006).

De acuerdo al estudio “La titularización de créditos en Iberoamérica”, llevado a cabo por el Instituto Iberoamericano de mercados de valores define que es “un proceso de conversión de unos derechos de crédito poco realizable en otro tipo de activos financieros más líquidos, que pueden negociarse entre los inversores.” (IIMV, 2007)

1.5. Origen y evolución de la titularización de activos

El procedimiento de titularización tiene sus orígenes en Estados Unidos, alrededor de 1938 cuando se creó el *Federal National Mortgages Association* (FNMA, conocida por "*Fannie Mae*"), la cual inició el mercado de *securitización* desarrollando un título garantizado con préstamos hipotecarios para la vivienda, lo que incentivaba a las instituciones bancarias a otorgar préstamos hipotecarios que se financiaban con la emisión de títulos respaldados por esas hipotecas y garantizados por el gobierno. Para 1968, el organismo mencionado se subdividió, resultando *Government National Mortgage Association*, que se conoce en el ámbito de valores como Ginnie Mae, estas desempeñaban roles similares a las titularizadoras.

En España, este proceso se conoce como titularización y se inició en el año de 1992, con el real decreto 19 del 17 de julio de ese año, sin embargo, restringía los títulos hipotecarios.

1.6. Antecedentes de titularización de activos en Latinoamérica

De acuerdo con la investigación realizada por el Instituto Iberoamericano de mercados de valores (IIMV), los países latinoamericanos poseen características propias en sus mercados de valores y los marcos regulatorios que hacen factibles el desarrollo de procesos de titularización. En América Latina, países como Colombia y México tienen antecedentes sobre titularización. El decreto - ley 2059 de 1937, facultó al superintendente de bancos de Colombia para autorizar a los bancos domiciliados en ese país, abrir como dependencia de su sección fiduciaria, oficinas para la movilización de la propiedad raíz; es decir, para convertir inmuebles en valores muebles (billetes o cédulas hipotecarias al portador con intereses o sin ellos) emitidos solamente por un valor igual al de la mitad del mismo bien inmueble. No obstante, por diversas dificultades jurídicas y económicas, el mercado potencial para la emisión e inversión de esos valores no tuvo el auge esperado. En la actualidad, Colombia cuenta con la ley 35, promulgada en 1993, y con otras normas reglamentarias que rigen los procesos de titularización.

Por su parte México contempla en su legislación, desde los años veinte, los "certificados de participación fiduciaria" y ha sido el país latinoamericano que ha estado a la vanguardia de temas relacionados con fideicomiso. En la actualidad se han llevado a cabo algunos procesos de titularización interesantes, sobre todo relacionados con obras públicas, con la participación de importantes bancos fiduciarios.

En cuanto a otros países latinoamericanos que han ido incorporando la titularización en su legislación, por citar algunos casos, se tiene:

Chile, que ha contemplado en su ley de mercado de valores y fondos de inversión No. 18.045 del 22 de octubre de 1981 la existencia de las sociedades securitizadoras cuyo objeto es la titularización a partir de la conformación de patrimonios separados.

Perú recoge la figura jurídica en mención en la ley de mercado de valores del 21 de octubre de 1996 (que entró en vigencia en diciembre del mismo año) que permite la titularización fundada en fideicomiso, a través de sociedades de propósito especial o de cualquier otra forma que establezca la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV). Quienes actúan como fiduciarios de los procesos sustentados en fideicomiso, son las denominadas "Sociedades Titularizadoras"

1.7. El proceso de titularización de activos en El Salvador

En el año 2006, el conglomerado de empresas del Grupo Q, S.A. realizó emisiones de títulos valores los cuales fueron respaldados con flujos de caja futuros, una característica esencial de los procesos de titularización, esta emisión fue realizada por su empresa afiliada Credi Q Inversiones, S.A. por un monto total de USD \$ 30,000,000.00. Las cuales fueron asentados por la Superintendencia del Sistema Financiero.

De manera sucesiva, se han realizado en El Salvador, ponencias sobre la opción de obtener financiación utilizando la titularización de activos, una de las más importantes fue impartida en octubre de 2007, por el ing. Carlos Pavez Tolosa funcionario de la Superintendencia del Sistema Financiero y Seguros de Chile, conferencia en la que destacó como, en su país a través de la Titularización, se ha logrado el financiamiento para diferentes empresas, el desarrollo de infraestructura e impulsado el desarrollo económico a través del sector vivienda. El ing. Pavez con amplia experiencia en materia financiera que incluyen las áreas de Titularización, Calificación de Riesgo y del mercado de valores en general, explicó los elementos claves para una implementación exitosa de la figura en nuestro país.

Sin embargo, fue hasta diciembre de 2007 que la Asamblea Legislativa aprobó la Ley de Titularización de Activos vigente a la fecha, no obstante la existencia de este marco normativo,

la opción de obtener recursos utilizando esta modalidad de financiación no ha sido popularizada en el medio financiero de El Salvador.

1.8. Características de la titularización

La titularización es una herramienta de financiación eficiente y su desarrollo en El Salvador permite que los sectores productivos obtengan recursos para realizar nuevos proyectos.

- a) Da liquidez a activos que por su naturaleza carecen de ella
- b) Conlleva a la emisión de valores negociables en el mercado de capitales, permitiendo ampliar la gama de productos para los inversionistas.
- c) Promueve el desarrollo económico y social a través de una herramienta de financiamiento eficiente.

1.9. Marco regulador de la titularización de activos en El Salvador

1.9.1. La Superintendencia del Sistema Financiero.

Mediante Decreto Legislativo No.592 de fecha 14 de enero 2011, la Asamblea Legislativa de El Salvador aprueba, mediante la nueva Ley de Supervisión y Regulación del Sistema Financiero, marco legal que regirá a la Superintendencia del Sistema Financiero como ente supervisor único, que integra las atribuciones de las Superintendencias del Sistema Financiero, Pensiones y Valores, siendo el objetivo de esta preservar la estabilidad del sistema financiero, y velar por la eficiencia y transparencia del mismo; todo en concordancia con las mejores prácticas internacionales. Este nuevo ente tiene la responsabilidad de supervisar la actividad individual consolidada de las instituciones integrantes del sistema: bancos, bancos cooperativos, seguros, sociedades de ahorro y crédito, valores, pensiones, conglomerados financieros, buros de créditos, las bolsas de productos, el régimen de riesgos profesionales del ISSS, entre otros, bajo un nuevo marco normativo.

La Superintendencia del Sistema Financiero (SSF), tiene como competencia cumplir y hacer cumplir las leyes, reglamentos, normas técnicas y demás disposiciones legales aplicables al sistema financiero, monitorear preventivamente los riesgos de las instituciones integrantes,

propiciar el funcionamiento eficiente, transparente y ordenado del sistema financiero, vigilar que las instituciones supervisadas realicen sus negocios, actos y operaciones de acuerdo a lo establecido en la legislación vigente, dando continuidad al eficiente trabajo de supervisión y regulación que anteriormente realizaban las Superintendencias del Sistema Financiero, Pensiones y Valores.

1.9.2. Ley de titularización de activos

Emitida en 2007 tiene como objetivo normar las operaciones que se realizan en el proceso de titularización de activos, a las personas que participan en dicho proceso y a los valores emitidos en el mismo; así como establecer el marco de supervisión, la forma de constituir, operar y liquidar los fondos de titularización, los requisitos y facultades de los tenedores de valores y de su representante, los requisitos que deben tener los contratos de titularización y los títulos valores que se emitan y la correspondiente cobertura. Adicionalmente, faculta a la Superintendencia del Sistema Financiero en lo relacionado a la supervisión de los procesos de titularización a ejecutarse en El Salvador.

1.9.3. Ley del impuesto sobre la renta

En su artículo 29 relacionado con la determinación de la renta neta del periodo tributario regula en los siguientes enunciados en referencia a los intereses como costos del negocio: “Artículo 29”. Intereses

10) Los intereses pagados o incurridos, según sea el caso, por las cantidades tomadas en préstamo toda vez que sean invertidas en la fuente generadora de la renta gravable, así como los gastos incurridos en la constitución, renovación o cancelación de dichos préstamos, los cuales deberán deducirse en proporción al plazo convenido para el pago del financiamiento. No serán deducibles los intereses que se computen sobre el capital o sobre utilidades invertidas en el negocio con el objeto de determinar costos o con otros propósitos cuando no representen cargos a favor de terceros.

Tampoco serán deducibles los intereses en tanto el activo con el que se vinculan no sea productor de renta gravable, caso en el cual, los intereses incurridos en ese lapso deberán ser capitalizados como parte del costo de adquisición de los activos y ser deducidos únicamente vía depreciación.

Cuando el término "intereses" sea aplicado a asignaciones o pagos hechos a poseedores de acciones preferidas y constituyan en realidad dividendos, o representen distribución de utilidades, dichos intereses no son deducibles.

Cuando se adquiera un financiamiento y se utilicen esos fondos, para otorgar financiamientos totales o parciales, pactando un porcentaje de interés más bajo que el asumido en el financiamiento fuente de esos fondos, únicamente serán deducibles los intereses asumidos en el financiamiento fuente, hasta el monto del porcentaje de interés más bajo convenido en el o los financiamientos otorgados.”

1.9.4. Código Tributario

En su artículo 156 – B, relacionado a las retenciones por anticipo del impuesto sobre la renta establece lo siguiente respecto a los pagos por intereses:

“Retención por operaciones de renta y asimiladas a rentas

Artículo 156-B.- Las personas naturales titulares de empresas cuya actividad sea la transferencia de bienes o la prestación de servicios, las personas jurídicas, uniones de personas, sociedades de hecho, las sucesiones y fideicomisos, que paguen o acrediten a sujetos o entidades domiciliados en el país, sumas en concepto de rendimiento de los capitales invertidos o de títulos valores, indemnizaciones, retiros o anticipos a cuenta de ganancias o dividendos, deberán retener en concepto de Impuesto sobre la Renta el diez por ciento (10%) de la suma pagada o acreditada. Se exceptúa de esta retención los dividendos pagados o acreditados, siempre que quien distribuye estas utilidades haya pagado el impuesto correspondiente; así como las indemnizaciones laborales que no excedan el límite establecido en la Ley de Impuesto sobre la Renta. ”

1.9.5. Ley del impuesto a la transferencia de bienes muebles y a la prestación de servicios.

En el artículo 5, determina que los títulos valores no son hechos generadores:

“Concepto de bienes muebles corporales

Artículo 5. En el concepto de bienes muebles corporales se comprende cualquier bien tangible que sea transportable de un lugar a otro por sí mismo o por una fuerza o energía externa.

Los títulos valores y otros instrumentos financieros se consideran bienes muebles incorpóreos, sin perjuicio de lo establecido en el artículo 7 literal d).

Para efectos de lo dispuesto en la ley, los mutuos dinerarios, créditos en dinero o cualquier forma de financiamiento se considera prestación de servicios.”

Por otra parte, el artículo 7 manifiesta los hechos generadores y actos de transferencias.

1.10. Activos susceptibles de titularización.

De acuerdo con el instructivo RCTG11/2009 emitido por la Superintendencia del Sistema Financiero, “Norma para la determinación de los requisitos y características mínimas que deben de poseer los activos susceptibles de titularización”, es todo activo que pretenda ser objeto de titularización, los cuales antes de ser incluido en un proceso de esa naturaleza deberá cumplir como mínimo, los siguientes requisitos detallados en la figura No. 6, en lo que le resulten aplicables:

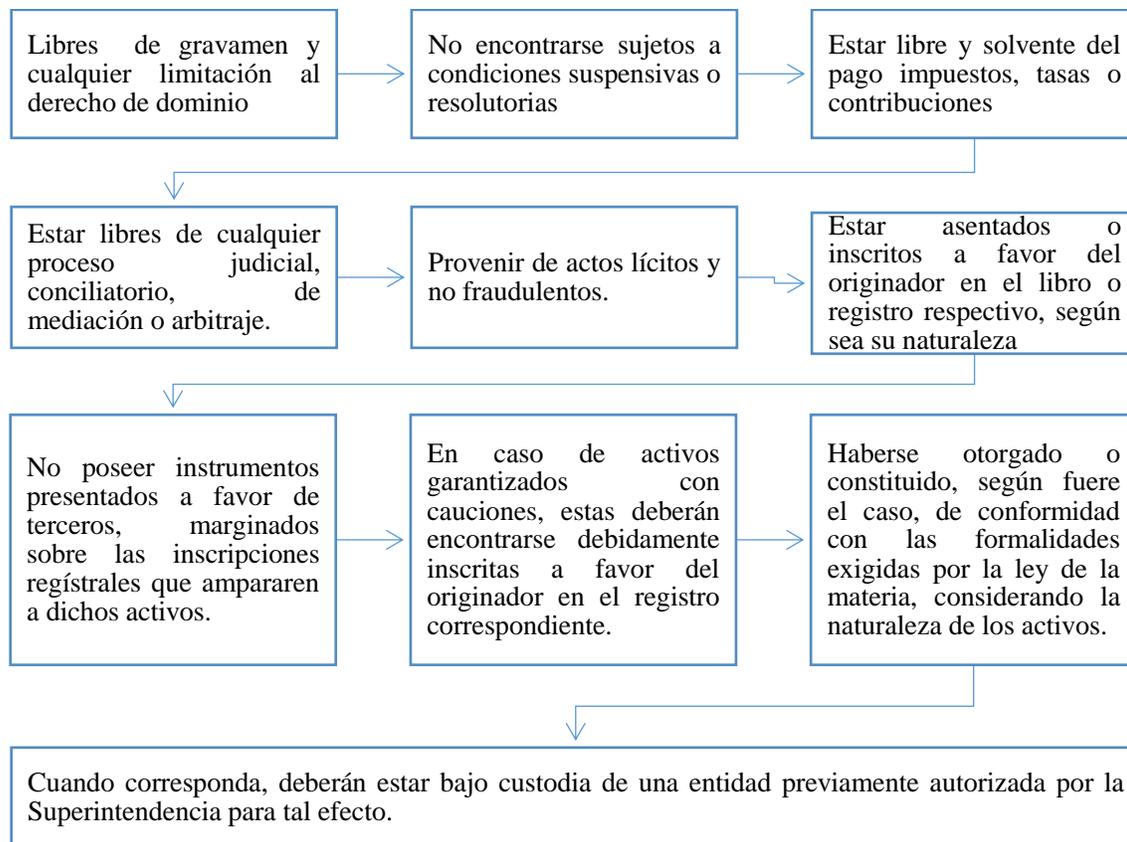


Figura No. 6 Requisitos que deben cumplir los activos susceptibles a titularización.

Fuente: Elaboración propia

Por lo tanto, los bienes y activos sujetos a titularización son:

a) Cartera Hipotecaria

A través de la titularización de cartera hipotecaria las entidades del sector financiero especializadas en el otorgamiento de créditos de vivienda o construcción, convierten estos créditos en títulos para garantizar la recuperación inmediata de éstos y trasladarles los rendimientos a los inversionistas institucionales.

La titularización conlleva la vinculación de recursos de largo plazo a la financiación de vivienda, lo que implica más oferta de recursos para esta actividad.

Como beneficio adicional, la Titularizadora garantiza algunas coberturas a los riesgos inherentes a la cartera hipotecaria, como son incertidumbre de futuros pagos -riesgo de

prepago- y riesgo en el flujo de caja -riesgo de mora- como son: subordinación, sobre-colateralización, sustitución de cartera, etc.

b) Cartera de Crédito

La cartera de crédito incluye cualquier tipo de cartera: mayoristas, minoristas, casas comerciales, financieras, etc.

La titularización de cartera de crédito puede ser considerada por cualquier persona que tenga dentro de sus activos cuentas por cobrar de valor considerable.

c) Valores

Bajo esta categoría se encuentra la posibilidad de estructurar procesos de titularización sobre títulos valores inscritos en el Mercado Bursátil e Intermediarios.

Incluye la conformación de fondos de valores administrados por puestos de bolsa y la estructuración de patrimonios autónomos con acciones y demás títulos valores inscritos en el Mercado Bursátil.

d) Flujos Futuros

Consiste en la constitución de un Fondo de Titularización que emita títulos, respaldado en los flujos esperados, percibiendo hoy a una tasa de descuento, lo que se espera percibir en el futuro. Este mecanismo incluye ventas futuras, pagos de exportaciones, pagos de contratos ya servidos y no servidos, incluso contratos a firmarse en un futuro, etc.

e) Obras de Infraestructura y Servicios Públicos

Esta es una de las aplicaciones de la titularización en Latinoamérica que tiene mayor potencial de desarrollo, puesto que se constituye en una herramienta muy valiosa para la financiación de los altos volúmenes de recursos financieros necesarios para adelantar obras públicas. Estas titularizaciones pueden corresponder a obras específicas o a fondos de obras de infraestructura y de servicios públicos cuyos recursos se destinen a este tipo de proyectos.

De forma resumida los activos y bienes sujetos a titularización se detallan en la figura No. 7 así:

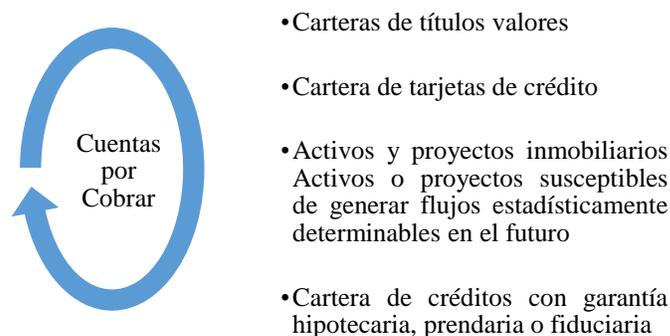


Figura No. 7 Activos susceptibles a titularización.

Fuente: Propia

1.11. Requisitos de los contratos de titularización

El Art. 72 de la Ley de Titularización de Activos establece que el contrato de titularización incluirá los términos de la emisión y será el instrumento público que deberá asentarse en la Superintendencia del Sistema Financiero. Así mismo la presentación de la emisión debe anotarse en el Registro Bursátil antes de quince días hábiles después de otorgado el contrato, el cual deberá incluir, además de toda la documentación generalmente exigida para las emisiones de títulos, los siguientes requisitos detallados en la figura No. 8:

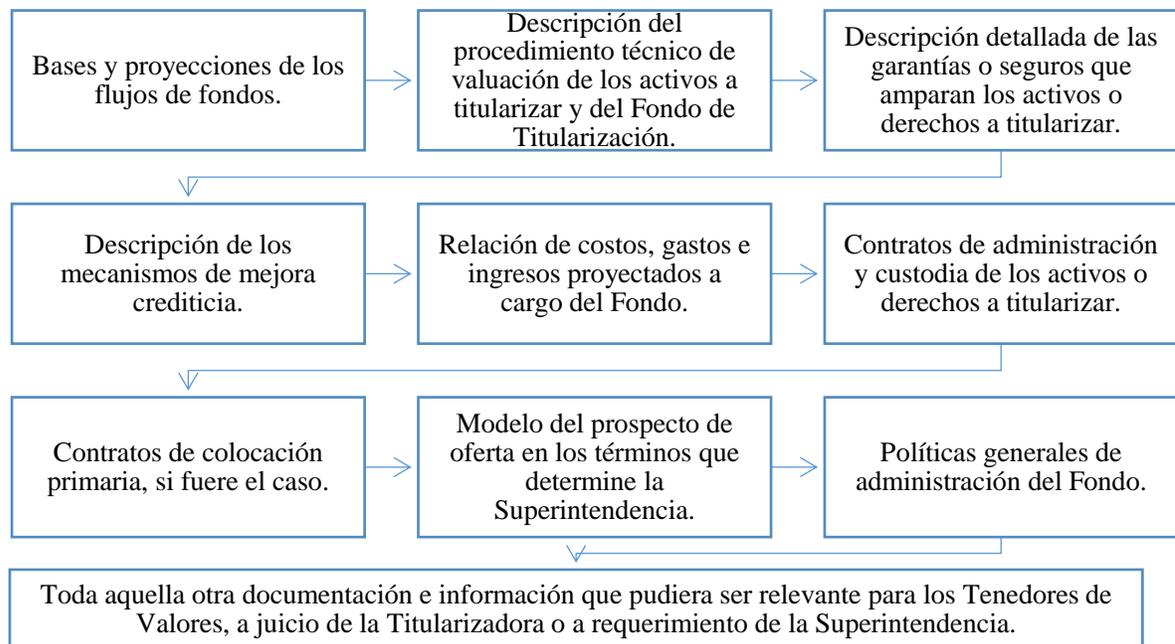


Figura No. 8 Requisitos de los contratos de titularización.

Fuente: Elaboración propia

La documentación generalmente solicitada a las emisiones de títulos valores se regula en el artículo 9 de la ley de mercado de valores emitida mediante Decreto Legislativo número 809 del mes de abril de 1994 publicada en el diario oficial del tomo 73-bis del 21 de abril de 1,994; la cual norma todo lo relacionado a procedimientos del mercado de valores.

1.12. Aspectos fundamentales y de análisis financiero previo a la decisión de titularizar activos.

En primer término, el proceso de titularización debe considerar la proyección de los flujos de efectivo que implicara el negocio de la actividad a desarrollar con el fondo a crear por la intermediaria, debe planearse el volumen de cobros a ceder en la titularización.

Con el objeto de tomar la mejor decisión en dicho proyecto, debe realizarse en primer lugar los ingresos y los costos que aportará la actividad a titularizar. Así mismo es importante tomar en cuenta que el riesgo de los bonos emitidos estará asociado directamente con el volumen de cobros futuros a titularizar, además, se debe recordar que el monto de los ingresos a obtener

por el originador neto después de los pagos a los inversionistas debe ser suficiente para cubrir los costos de operación de la actividad titularizada.

Los ingresos del proyecto titularizado lo generara las unidades de bienes o servicios producidas y vendidas a los clientes, en su estimación, la fiabilidad se convierte en factor de gran importancia para determinar el monto de los cobros a titularizar. En su determinación se considerará las unidades de bienes y servicios vendidas, los precios de los bienes en el mercado, la tendencia de la demanda.

1.13. Estimación de los ingresos y costos de un proyecto financiado a través la titularización.

Al momento de proyectar los flujos de caja, primordialmente la actividad de planificación se orienta a determinar los cobros que vaya a generar la actividad principal, sin embargo, no debe dejarse de lado las actividades anexas o relacionadas, que bien pueden ser importantes en el aporte de recursos, por lo que deben incluirse también en la proyección de los costos de operación.

En la determinación de los ingresos, se concluye que estos vienen determinados por el precio unitario en el mercado de los bienes o servicios producidos por la actividad titularizada, y el número de unidades a vender, variables que serán tomadas como base para la proyección de los ingresos del proyecto de titularización.

En un primer paso se determinará la proyección de los ingresos en una primera fase, la cual estará influida por la necesidad de efectivo para construcción de edificios, adquisición de maquinarias, bienes, la construcción de infraestructura o rehabilitación de las ya existentes que determinaran el monto del flujo operacional de efectivo; existen variables que determinan el nivel de ingresos a producir una de ellas será la capacidad máxima de producción de bienes o servicios durante un periodo de tiempo determinado, así como el total de la demanda esperada. La confianza en la proyección se verá condicionada por la certeza sobre la demanda, y relacionada al cumplimiento con los pagos requeridos por la titularización garantizará el cumplimiento de las obligaciones del originador.

Durante el análisis debe considerarse la demanda normal del sector donde se realiza la actividad a titularizar, sumar participación en el mercado ganado a la competencia, para ello se vuelve necesario realizar estudios de mercados, para lo cual se puede utilizar encuestas de la aceptación de los bienes y servicios producidos por la actividad a titularizarse, con lo cual se lograra determinar los segmentos de demanda más susceptibles a cubrir con la expansión del proceso de titularizar

Los costos que serán soportados por entidad originadora del proceso de titularización serán los relacionados con la adquisición o rehabilitación, en los periodos iniciales de la inversión, y más adelante, la administración y operación de la actividad que se pretende titularizar.

En primera instancia, serán los estudios de mercado y de otra naturaleza que requieran la actividad particular a titularizar, adquisición o rehabilitación de terrenos, edificios, infraestructuras, maquinaria u otro tipo de inversión en activos inmovilizados necesarios para el proyecto.

Dentro de los costos del negocio, se deben incluir mantenimiento de maquinaria, gestión administrativa, distribución y expansión en el mercado por medio del canal de distribución y recolección de fondos de los clientes y todas las erogaciones necesarias para mantener en operación la actividad titularizada. Como establecen los fundamentos sobre costos de operación, estos poseen una variable fija y otra variable, la primera se relaciona con los costos de gestión administrativa y de mantenimiento en funcionamiento, mientras que la variable está directamente relacionada a las unidades producidas que deberán ser planificadas tomando en cuenta la demanda esperada. Adicionalmente, no se puede dejar de lado los gastos que implica todo actividad susceptible de titularizarse, tales como las amortizaciones, provisiones, pagos al fondo de titularización, y otros relacionados.

Las consideraciones descritas anteriormente, pretenden mostrar de manera general las variables determinantes de mayor relevancia, que permitan visualizar las proyección de los resultados, definir los objetivos de rentabilidad para la actividad y el costo máximo de titularización que se esté dispuesto a cubrir, con lo cual se podrá ya definir el monto de los cobros futuros a titularizar.

1.14. Ventajas y desventajas de la titularización de activos como fuente de financiación

Las alternativas de financiación de que disponen mediante la titularización de los cobros futuros pueden presentar múltiples ventajas, pero a la vez, similar cantidad de desventajas como se muestra en la tabla No. 1.

Tabla No. 1 Ventajas y Desventajas del proceso de Titularización.

Ventajas	Desventajas
<p>Originador</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Es una fuente de liquidez, debido a que acelera los flujos futuros esperados en un valor presente. ▪ Aumenta la rotación de activos. ▪ No es necesario que la Entidad Originadora deba presentar sus balances financieros, debido a que lo importante es el activo subyacente. ▪ Es un medio de obtener fondos sin afectar los indicadores de endeudamiento; incluso podría reducirlos si se obtienen mejores condiciones de financiamiento. ▪ Hace productivos los activos considerados improductivos u ociosos. ▪ La empresa puede crecer sin necesidad de aumentar su pasivo o patrimonio. ▪ Permite hacer reconversiones industriales o reestructuraciones, a través de titularizar los flujos futuros. ▪ Transfiere parte del riesgo del negocio a la titularización. <p>Inversionista</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Incrementa la cantidad de títulos disponibles en el mercado de valores. ▪ Puede ofrecer una rentabilidad mayor que la del mercado financiero tradicional (depósitos en los bancos). ▪ Posee una calificación que generalmente resulta mayor, que la de la Entidad Originadora, esto debido a que el Fondo de Titularización está desvinculado, y la calificación de riesgo aplica solamente a los Activos Subyacentes. ▪ Existe una uniformidad en los pagos y fechas relacionadas derivados de la operación. ▪ Se pueden invertir en Fondos de Titularización de otros países, que cuenten con un menor riesgo soberano. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Se dificulta la medición de los riesgos en la Entidad Originadora, debido al traslado de activos. ▪ La salida de activos subyacentes, puede hacer más volátiles los estados de resultados ▪ Un marco normativo incierto o incompleto, puede causar problemas para cualquier de los participantes durante el proceso de titularización. ▪ La complejidad del proceso de titularización y sus múltiples participantes pueden elevar el costo de esta fuente de financiamiento.

Fuente: Elaboración propia

1.15. Pasos a seguir por parte del originador en el proceso de titularización

Las empresas realizarán la evaluación de la titularización como alternativa de financiamiento de menor costo tomando en cuenta los pasos definidos en la figura No. 9

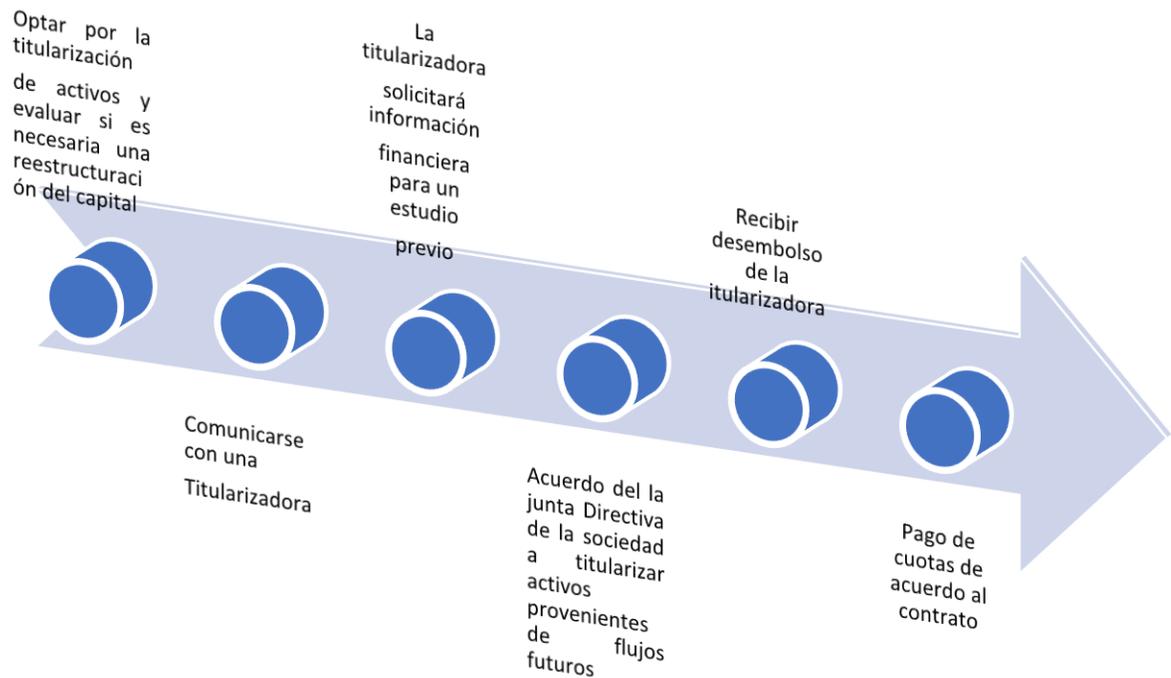


Figura No. 9 Pasos a seguir para optar al proceso de titularización.

Fuente: Elaboración propia

1.16. Financiamiento a través de la emisión de bonos.

Los Valores de Deuda, comúnmente denominados bonos, son obligaciones emitidas para obtener recursos que permitan el financiamiento de diversos proyectos. La emisión de Bonos representa el compromiso de la empresa de pagar el capital que obtenga en préstamo más un rendimiento específico en un plazo determinado. Por lo tanto, un bono es un Instrumento de deuda versátil y flexible que ofrece al emisor distintas alternativas para estructurar el financiamiento requerido a su medida.

1.16.1. Ventajas de financiarse a través de certificados de inversión.

- a) Reestructuración de deudas para lograr condiciones de financiamiento más eficientes.
- b) Flexibilidad en la forma de amortización del capital (por ej. al vencimiento) y pago de los intereses.
- c) Mejorar la estructura de deuda de mediano y largo plazo
- d) Programa de emisión: los emisores pueden solicitar la aprobación de un monto total el cual puede ser colocado de forma parcial según las necesidades de capital.
- e) Por su flexibilidad permite lograr un calce perfecto entre el plazo de emisión y el momento en que los proyectos generan recursos para el repago de la misma, con esto se elimina por completo el riesgo de refinanciación y la gestión del área financiera o de tesorería que implica financiar proyectos de largo plazo con recursos de plazos inferiores. En general, el rango de plazos de las emisiones de valores de renta fija, es más amplio que aquél en el que las entidades del sector financiero están dispuestas a desembolsar recursos al sector real.

1.16.2. Características principales de los valores de deuda o Bonos.

- a) Tasa de interés:
 - Fija, reajutable, máxima y mínima
 - Tasa de Referencia
 - Tasa de Interés Básica Pasiva (TIBP) + Interés Adicional (reajutable)
 - Tasa LIBOR “London Interbank Offered Rate” + Interés Adicional (reajutable)
- b) Garantías:
 - Hipotecaria: el respaldo consiste en terrenos, propiedades, o cualquier otro inmueble de la empresa
 - Prendaria: se respalda la emisión con diferentes tipos de activo, como por ejemplo: mercancía, créditos, maquinaria u otro tipo de bienes muebles.
 - Fianzas o Avaluos: una segunda empresa garantiza en forma solidaria el pago de la emisión de la primera (Por ejemplo un banco que avala la emisión)
 - Patrimonial, es el patrimonio de la empresa emisora que respalda la emisión, y no se cuenta con una garantía específica.

c) Formas de pago de capital e intereses:

- Intereses periódicos con pago de capital hasta el final
- Intereses y amortización de capital periódicos
- Cero cupón: el valor se vende a descuento y hasta el final se paga el valor total del título, por lo que no se pagan intereses durante la vida de la emisión.
- Redención anticipada.

1.16.3. Pasos a seguir para emitir valores a través de la Bolsa de valores de El Salvador

a) Contactar una Casa de Corredores de Bolsa

b) La Casa de Corredores es responsable de apoyar al emisor procede a:

- Asesorar al emisor sobre el instrumento bursátil que mejor satisface las necesidades de financiamiento requeridas.
- Estructurar la emisión y preparar documentación requerida para inscripción de emisor y emisión.
- Presentar documentación y requerimientos ante la Bolsa de Valores de El Salvador y la Superintendencia del Sistema Financiero.

c) La Superintendencia del Sistema Financiero procede a revisar la documentación. Al estar de acuerdo procede a autorizarla y a asentarla en el Registro Público Bursátil.

d) La Bolsa de Valores procede a revisar la documentación para su posterior autorización por parte de su Junta Directiva.

e) Una vez autorizada los valores pueden ser colocados en la Bolsa de Valores de El Salvador a través de la Casa de Corredores de Bolsa que represente a la empresa emisora. La Asesoría y apoyo de la Casa de Corredores de Bolsa es de vital importancia para facilitar y realizar el proceso de emisión en Bolsa. La empresa emisora puede considerar a la Casa de Corredores de Bolsa como un aliado estratégico en cuanto a asesoría y apoyo se refiere.

1.17. La titularización frente a la emisión de bonos

Tabla No. 2. Titularización respecto a la emisión de bonos

Detalle	Bonos	Titularización
Contablemente	Deuda	Efectivo o Ingreso diferido
Calificación de Riesgo	La de la empresa. Depende de la calidad de la empresa	Depende de la calidad de los activos y flujos del Fondo de Titularización
Costo financiero	Vinculado a calificación de la empresa	Vinculado a la estructuración de la emisión pero sin costo de capital
Riesgo del inversionista	Sobre la gestión de toda la empresa	Sobre la calidad del activo titularizado y mecanismos de mejora
Ventajas impositivas para la Empresa	La empresa no tiene ninguna ventaja fiscal	La empresa tiene potenciales ahorros fiscales: Impuestos diferidos, no pago de impuestos municipales, ni aranceles registrales
Demanda de valores	Inversionistas Institucionales tienen limitaciones de concentración en la adquisición de valores de “deuda” corporativa	La titularización no es considerada “deuda” corporativa. La demanda de Inversionistas Institucionales es alta, por la calidad crediticia y la diversificación de riesgo
Pagos a calificadora, inscripciones anuales	Paga la empresa anualmente	Paga la empresa únicamente el primer año. Posteriormente paga el Fondo de Titularización
Garantías de la emisión	Los bienes de la empresa	Los activos o flujos del Fondo de Titularización
Emisor	La empresa. Por lo tanto debe realizar todo el trámite de inscripción en la Bolsa y el RMV	El Fondo de Titularización. Por lo tanto la empresa se libra de este trámite
Incumplimiento	Responde la Empresa	Responde el Fondo de Titularización sin recurso contra el Originador
Fuente de Pago	La empresa	El Fondo de Titularización

Fuente: Página Web Bolsa de Valores. Recuperado el 20 de mayo de 2017 de <https://www.bolsadevalores.com.sv/CRLzxm03xNPPs/download/120>

1.18. Rol de las clasificadoras de riesgo en el proceso de titularización

Las Sociedades Clasificadoras de Riesgo: SCRs son entidades especializadas en la evaluación de empresas, siendo su fin principal la clasificación de riesgo de instrumentos de deuda, proveyendo a los inversionistas de una opinión profesional, oportuna e independiente respecto de la calidad crediticia, es decir, probabilidad de que se realice un oportuno pago de intereses y amortizaciones de los instrumentos ofrecidos en el mercado. Las SCRs están en el nivel más alto y más problemático de la arquitectura financiera mundial. Este negocio está dominado por las compañías Moody's Investors Service (Moody's) y *Standard & Poor's Ratings Group (S&P)*. De la fusión entre sociedades europeas y estadounidenses se creó *Fitch Ratings (Fitch)*, la cual, aunque es la tercera más grande del mundo, está muy rezagada comparada con las primeras dos. Las SCRs evalúan tanto a empresas como bancos, fondos de inversión y aseguradoras como a estados nacionales, provinciales o municipales. Sus opiniones se expresan mediante una clasificación alfabética y se les denomina notas, clasificaciones de riesgo o ratings que se muestran en la siguiente tabla No 3:

Tabla No. 3. Equivalencias de clasificaciones de riesgo

Grado	Moody's	S&P/Fitch	Significado
Inversión	Aaa	AAA	Calidad Óptima: La mayor clasificación
	Aa1,Aa2,Aa3	AA+,AA,AA-	Alta Calidad: Muy Fuerte. Difiere muy poco de la AAA
	A1	A+	Buena Calidad: Un poco más susceptible a los cambios
	A2	A	económicos que la AA
	A3	A-	
	Baa1,Baa2,Baa3	BBB+,BBB,BBB-	Calidad satisfactoria que disminuirá con un cambio de circunstancia
	Ba1,Ba2, Ba3	BB+,BB,BB-	Moderada seguridad; mayor exposición frente a factores adversos
	B1	B+	Seguridad reducida, mayor vulnerabilidad
	B2	B	
	B3	B-	
Especulativo	Caa	CCC	Vulnerabilidad identificada
	Ca	CC	Retrasos en pagos
	C	C	Pocas posibilidades de pago
		D	Emisión con incumplimiento declarado

Fuente: http://www.hispamer.es/presentacion/informacion_inversores.html

Debe tenerse en cuenta que una clasificación es una proyección a futuro sobre el riesgo relativo de que un emisor pueda cumplir íntegra y oportunamente con sus obligaciones, no es una predicción exacta del momento en que ocurrirá un incumplimiento o una indicación del nivel absoluto de riesgo asociado con una obligación financiera específica. Una clasificación no es una recomendación para comprar, vender o mantener un valor, en tanto se produce sin tomar en consideración los objetivos de inversión de cada agente, el precio de los valores o la correlación del valor con el resto de la cartera. Tampoco puede considerarse como una valorización de la empresa emisora, una garantía del valor o una auditoría al emisor, ya que la clasificadora en su proceso de clasificación se vale de la información proporcionada por el emisor, que ya fue revisada por los profesionales que dedican a esa actividad.

Se debe plantear la necesidad de revisar los criterios que determinaran el rating final de una emisión de bonos basados en los cobros futuros que generará la actividad que se pretende financiar con el proceso de titularización.

Visualizar la manera en que puede incidir sobre la calificación final de los títulos el entorno político y económico en que va a desarrollarse el proyecto, sus indicadores económicos y financieros; y concluir con el riesgo de construcción y operación.

1.19. Riesgos en el proceso de titularización y emisión de bonos.

- a) Riesgo de Liquidez. Es el riesgo que un inversionista no pueda obtener liquidez financiera mediante la venta de los certificados de inversión en el mercado secundario local o mediante la realización de operaciones de reporto a nivel local. A pesar de que el riesgo en mercado secundario existe, y que los certificados de inversión se reconocen como un producto financiero de reciente incursión en el mercado de valores salvadoreño, la experiencia en el mercado demuestra que se trata de valores potencialmente líquidos, por lo que el inversionista puede realizar operaciones de venta o reportos con facilidad.

- b) **Riesgo de Mercado.** Es el riesgo de posibles pérdidas en que podrían incurrir los inversionistas debido a cambios en los precios de los certificados de inversión por variaciones en las tasas de interés del mercado y otras variables exógenas.
- c) **Riesgo de Tasa de Interés.** Es el riesgo de cambio en las tasas de interés en el mercado para instrumentos de similar plazo y riesgo que puedan ser más competitivas que la tasa fija de la presente emisión certificados de inversión.
- d) **Riesgo de incumplimiento de obligaciones.** Es el riesgo que el emisor incumpla las obligaciones de hacer y no hacer que respaldan los certificados de inversión. En caso de incumplimiento, cada tenedor de los certificados de inversión tendrá derecho a que pueda exigir la petición de cumplimiento de lo establecido sopena de iniciar las acciones ordinarias o ejecutivas contenidas en el Código Procesal Civil y Mercantil.
- e) **Riesgo Legal:** Es el riesgo derivado de la suscripción de los contratos utilizados en el proceso de certificación de inversión. En dichos contratos debe plasmarse el marco de actuación que permita hacer frente al incumplimiento de obligaciones por parte del emisor, así como diversos aspectos operativos que permitan un desarrollo normal en la labor de administración de los fondos.

1.20. Tasa de interés efectiva bancarias

Las tasas de interés efectivas promedios ponderadas cobradas sobre préstamos de cartera propia otorgados durante el período del 1 al 30 de junio de 2017 es de 7.72%, Sin embargo es importante mencionar que dichas tasas son de referencia y que las condiciones varían al momento de adquirir el financiamiento tomando en cuenta las garantías y la situación financiera de las empresas.

II. MODELO EXISTENTE DE TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS FIJOS Y EMISIÓN DE BONOS PARA UNA EMPRESA INMOBILIARIAS DEL DEPARTAMENTO DE SAN SALVADOR.

2. Esquema de titularización real en El Salvador.

2.1. Generalidades empresa XYZ, S.A. de C.V.

Empresa XYZ S.A. de C.V., fue constituida en 1 de julio de 1994 bajo las leyes de la República de El Salvador por tiempo indefinido y su actividad principal es la fabricación de láminas y cajas de cartón corrugado, las cuales son vendidas principalmente en el mercado nacional, centroamericano y el Caribe. Los clientes principales se localizan en El Salvador, mientras que sus proveedores son de los Estados Unidos de Norteamérica. La Compañía en razón a la expansión mostrada en el último quinquenio, así como también por las inversiones efectuadas, requiere reestructurar sus pasivos financieros a través de un mecanismo complementario al bancario debido a que el costo financiero efectivo ponderado bancario es del 12.5%, para lo cual accede a formalizar una estructura financiera de titularización, mediante la creación de una sociedad en el mes de febrero de 2012 denominada Inmobiliaria XYZ S.A. de C.V. , teniendo como finalidad la adquisición de inmuebles y maquinaria para posteriormente darlos en arrendamiento.

2.2. Propósito y estructura de la emisión

Se crea el fondo con el fin de titularizar los derechos sobre el Contrato de Arrendamiento Operativo, que como arrendante le corresponden a Inmobiliaria XYZ S.A. de C.V., sobre el contrato de arrendamiento de bienes inmuebles y maquinaria celebrado con la sociedad Empresa XYZ S.A. de C.V. El fondo tendrá derecho a percibir los cánones mensuales provenientes del contrato de arrendamiento operativo. El detalle de la estructura se muestra en la figura No. 10.



Figura No. 10 Esquema proceso de titularización Inmobiliaria XYZ S.A. de C.V.

Fuente: <http://www.ssf.gob.sv/index.php/principal/1079-informes-de-clasificacion-de-riesgo-a-junio-2016>, recuperado el 31/05/17

2.3. Resumen Estructura de Titularización Inmobiliaria XYZ, S.A. de C.V.

Los representantes de las compañías antes mencionadas, firmaron un contrato de arrendamiento operativo a través del cual la Empresa XYZ, S.A. de C.V., se convierte en Arrendataria, mientras que Inmobiliaria XYZ, S.A. de C.V., es la denominada Arrendante. El contrato de manera resumida reúne las siguientes características detalladas en la figura No.11:

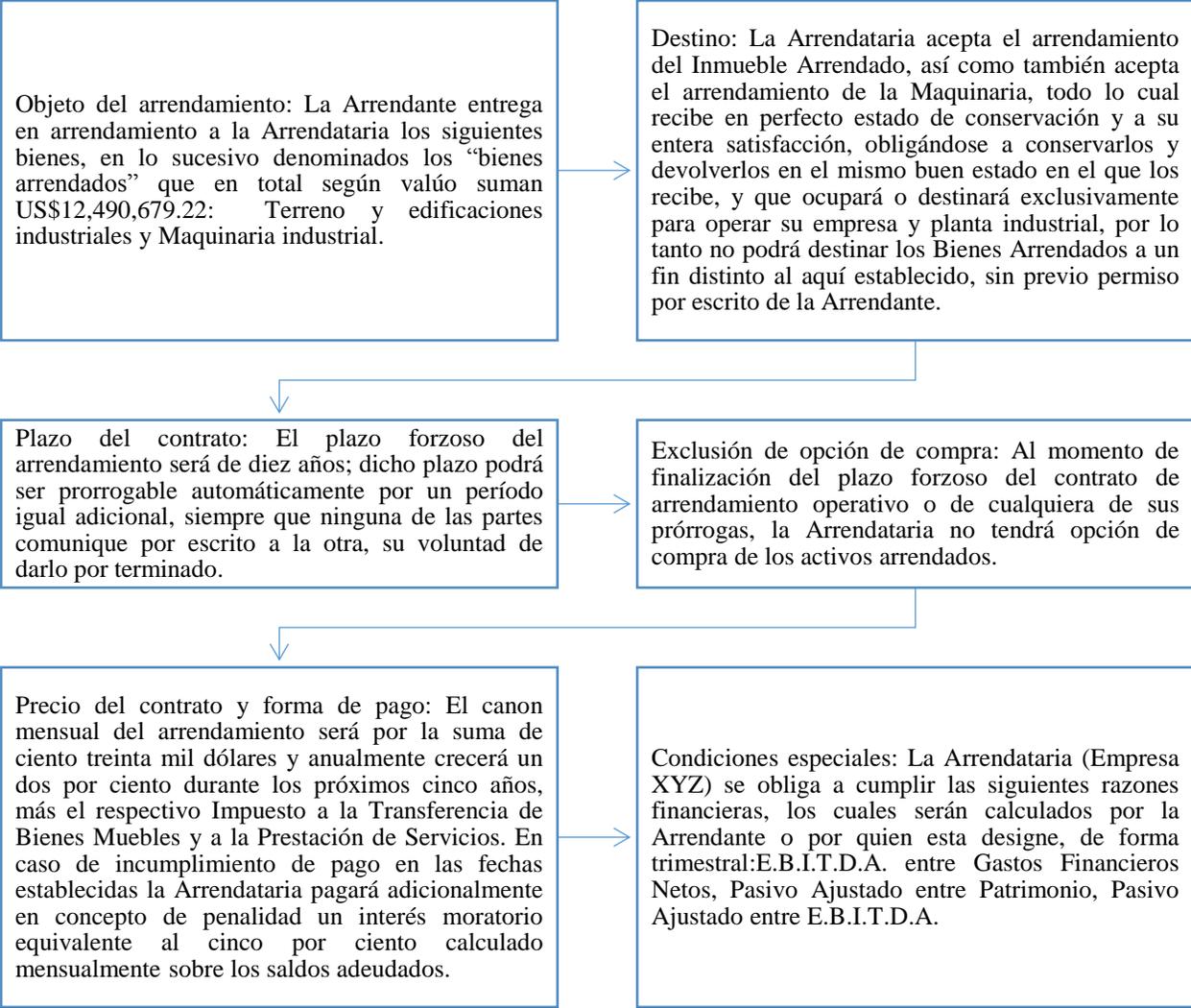


Figura 11. Esquema de contrato de titularización Inmobiliaria XYZ, S.A. de C.V.

Fuente: Propia

2.4. FODA proceso de titularización

Tabla No. 4 FODA Proceso de Titularización Inmobiliaria XYZ, S.A. de C.V.

Fortalezas y Oportunidades	Debilidades y Amenazas
<ul style="list-style-type: none">▪ Destacada posición competitiva de Empresa, XYZ en el mercado centroamericano.▪ Cartera de clientes de Empresa, XYZ con importante estabilidad en el tiempo.▪ Inversión en tecnología que permite generar diferenciación del producto.	<ul style="list-style-type: none">▪ Concentración en las fuentes de ingresos para el Originador▪ Mayor volumen de negocios entre Empresa XYZ y los clientes que integran la prenda sin desplazamiento de cartera.▪ Desaceleración de actividad económica y comercial en el principal mercado. (El Salvador).▪ Contracción del sector maquila al que dirige una tercera parte de las ventas anuales

Fuente: Elaboración propia

2.5. Riesgos del fondo de titularización Inmobiliaria XYZ01

EL FONDO DE TITULARIZACIÓN ABC TITULARIZADORA, INMOBILIARIA XYZ01, cuenta con dos calificaciones AA-.sv perspectiva estable por parte de CBA Ratings S.A. de C.V. y ZBAC S.A.

a) Riesgo del Originador Legal.

Inmobiliaria XYZ S.A. de C.V., fue constituida el 28 de febrero de 2012 con la finalidad de realizar actividades inmobiliarias relacionadas con bienes propios o arrendados. En adición a lo anterior es una compañía vinculada a Empresa XYZ y al Grupo XYZ a través de sus accionistas, así como también en relación con su gestión. Si bien Inmobiliaria XYZ, S.A. de C.V., ha sido creada para operar con terceros no relacionados, dentro de sus proyecciones no se ha contemplado mayores operaciones a las ya señaladas.

b) Riesgo Político.

Se refiere fundamentalmente a que el Estado de El Salvador, determine modificar la regulación vigente en lo relacionado a la importación de papel (origen, aranceles, impuestos internos, etc.), que constituye la principal materia prima para la Empresa XYZ.

c) Riesgo de Administrador.

ABC Titularizadora, como administrador de la estructura deberá principalmente gestionar los flujos financieros futuros generados por Empresa XYZ y que se trasladaron a través del canon determinado en el contrato de arrendamiento, hacia las cuentas ya establecidas. ABC Titularizadora, velará durante toda la vigencia de la emisión para que las condiciones bajo las cuales se pactó la presente estructura se cumplan a cabalidad. Adicionalmente, el administrador deberá diligentemente realizar las inversiones de dichos flujos de acuerdo a las condiciones establecidas en los contratos y según las regulaciones mismas que exige la Ley de Titularización.

d) Riesgo de crédito

La administración ha desarrollado políticas para el otorgamiento de crédito. La exposición al riesgo crediticio es monitoreada constantemente de acuerdo con el comportamiento de pago de los deudores, la antigüedad de los saldos y las garantías que presenten. El crédito está sujeto a evaluaciones en las que se considera la capacidad de pago, el historial y las referencias del cliente.

La calidad de la cartera de cobranza es fundamental en la generación oportuna de fondos para la amortización de los valores. En ese contexto, el contrato de arrendamiento firmado entre Empresa XYZ e Inmobiliaria XYZ, incluye una prenda sin desplazamiento de cartera (a favor de Inmobiliaria XYZ) por US\$600 mil de forma permanente integrada por clientes clase “A” de Empresa XYZ, refiriéndose únicamente a cartera de cobro comercial y no sobre saldos por cobrar a relacionadas, siendo dicha prenda propiedad del Fondo de Titularización.

e) Riesgo de la industria

Empresa XYZ opera en diversos países centroamericanos, siendo los principales mercados en términos de colocación de productos, El Salvador, Honduras y Costa Rica con calificaciones globales de Moody's de Ba3, B3 y Ba1 respectivamente, debiéndose tomar en consideración que un porcentaje de sus productos son utilizados por exportadores. Del mismo modo, durante el año 2009 las ventas disminuyeron 2.3%, valor que si bien denota la contracción de pedidos por la crisis financiera global, al mismo tiempo muestra que la diversificación de países y de sectores mitigó una mayor caída en las ventas de Empresa XYZ. Para CBA Ratings el sector industria al que pertenece Empresa XYZ, es de riesgo medio (existiendo tres niveles: riesgo alto, riesgo medio y riesgo bajo). Empresa XYZ tiene competencia en el mercado local y regional, la cual es importante y si bien en la actualidad existe una relativa diferenciación de los productos terminados, su principal competidor Empresa ABC, también posee presencia regional, haciendo notar que dicha compañía fue adquirida en 2015 por la multinacional europea Corporación ABC. Al respecto, Empresa XYZ no estima que lo anterior pueda sensibilizar su volumen de ventas, debido a la estructura y al tamaño del mercado regional donde operan ambas empresas.

f) Riesgo de Administrador.

ABC Titularizadora, como administrador de la estructura deberá principalmente gestionar los flujos financieros futuros generados por Empresa XYZ y que se trasladaron a través del canon determinado en el contrato de arrendamiento, hacia las cuentas ya establecidas. ABC Titularizadora velará durante toda la vigencia de la emisión para que las condiciones bajo las cuales se pactó la presente estructura se cumplan a cabalidad. Adicionalmente, el administrador deberá diligentemente realizar las inversiones de dichos flujos de acuerdo a las condiciones establecidas en los contratos y según las regulaciones mismas que exige la Ley de Titularización.

2.6. Resumen emisión de bonos de Inmobiliaria XYZ S.A. de C.V.

La empresa Empresa XYZ, S.A. de C.V. continuando con el proceso de reestructurar sus pasivos financieros a través de un mecanismo complementario al bancario decide emitir certificados de inversión a través de la Inmobiliaria XYZ S.A. de C.V. por un valor de \$4,000,000, dichas emisiones fueron vendidas a tasas superiores a las establecidas por el mercado de valores debido a que la empresa no contaba con trayectoria en el mercado. El resumen de la emisión se detalla en la figura No. 12.

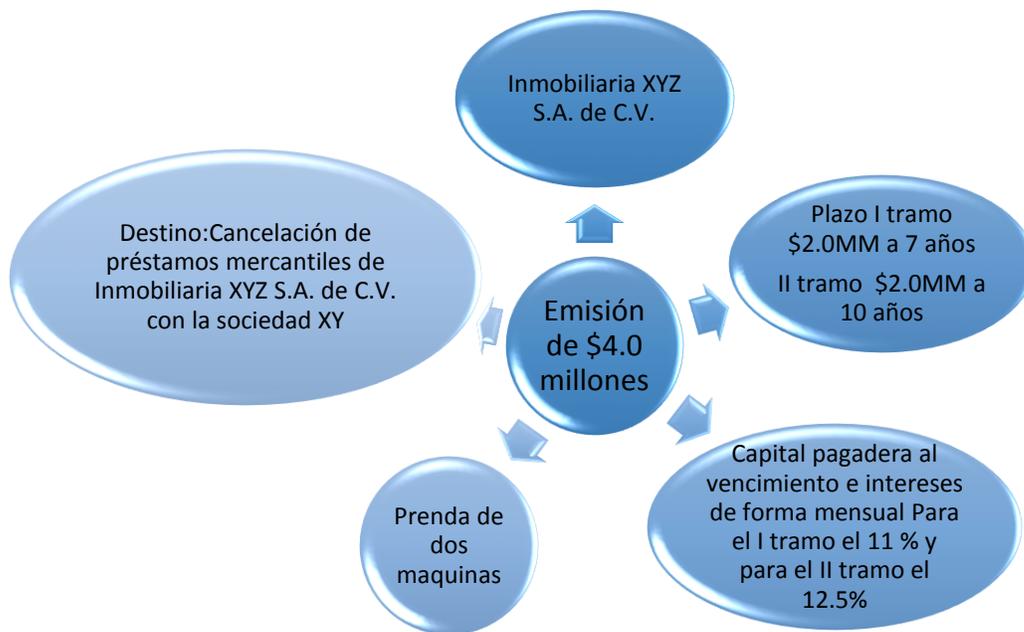


Figura No.12. Emisión de bonos Inmobiliaria XYZ, S.A. de C.V.

Fuente: Propia

2.7. Riesgos en la emisión de bonos y prácticas para mitigar el riesgo del emisor

2.7.1. Riesgos de la emisión

- a) **Riesgo de Mora.** Riesgo asociado a una posible disminución en el pago de los servicios que presta Inmobiliaria XYZ S.A. de C.V., este riesgo se refiere a cualquier evento que redunde a una disminución en los ingresos de la sociedad. Al considerar esta emisión, Inmobiliaria XYZ, S.A. de C.V., ha tomado en cuenta sus obligaciones existentes y su capacidad de

generación de flujos financieros, incluyendo márgenes de seguridad, de forma que pueda hacerle frente a los pagos de los certificados de inversión y otras obligaciones.

- b) Riesgo de dependencia de otra empresa: Es el riesgo asociado a tener que depender de Empresa XYZ. de C.V. y en sus operaciones y desempeño, ya que Inmobiliaria XYZ, S.A. de C.V. no posee operaciones diferentes a las del arrendamiento de propiedad, planta y equipo que fueron adquiridos y posteriormente arrendados por Empresa XYZ. Este riesgo ha sido considerado en los controles rigurosos y políticas de riesgo que Empresa XYZ toma en sus operaciones cotidianas. Inmobiliaria XYZ, mitiga su riesgo de dependencia al formar parte del Grupo XYZ y estar respaldado por ellos. Un grupo que tiene más de 50 años de experiencia y se posiciona como la principal empresa de empaque en Centroamérica. Empresa XYZ ha tenido crecientes utilidades en los últimos 5 años, cuenta con planes estratégicos que seguir y posee una alta diversificación de ingresos según sus clientes y según sus geografías.

2.7.2. Prácticas y Políticas de Administración de Riesgos del Emisor

- a) Riesgo crediticio: La administración ha desarrollado políticas para el otorgamiento de crédito. La exposición al riesgo crediticio es monitoreada constantemente de acuerdo con el comportamiento de pago de los deudores, la antigüedad de los saldos y las garantías que presenten. El crédito está sujeto a evaluaciones en las que se considera la capacidad de pago, el historial y las referencias del cliente.
- b) Riesgo de tasa de interés: Inmobiliaria XYZ, S.A. de C.V., tiene activos y pasivos importantes representados principalmente por efectivo, cuentas y préstamos por cobrar, préstamos bancarios, titularización y deuda subordinada, los cuales están sujetos a variaciones en las tasas de interés. La empresa espera que en el corto plazo las tasas de interés que paga no se incrementen significativamente.

- c) Valor razonable de mercado de los instrumentos financieros: Las estimaciones de valor razonable de mercado se efectúan en la fecha de cada balance de situación, basándose en información relevante e información relacionada con los instrumentos financieros. Estas estimaciones no reflejan premios o descuentos que podrían resultar de ofrecer para la venta en un momento dado, algún instrumento financiero. La naturaleza de estas estimaciones es subjetiva e involucra elementos inciertos y significativos de juicio, por lo que no pueden ser determinados con precisión. Cambios en los supuestos podrían afectar significativamente las estimaciones. Los métodos y supuestos utilizados por la empresa para establecer el valor razonable de mercado de los instrumentos financieros es el valor en libros de las cuentas por cobrar, cuentas por pagar y préstamos bancarios a menos de un año, el cual se aproxima a su valor razonable dada su naturaleza de corto plazo.

III. MODELO HIPOTETICO DE TITULARIZACIÓN DE CUOTAS PARA LA UNIVERSIDAD DEL CONOCIMIENTO- FONDO DE TITULARIZACIÓN ZBAC VALORES UNIVERSIDAD DEL CONOCIMIENTO.

3. Caso Práctico Hipotético

Con el propósito de ejemplificar el desarrollo de la titularización de activos dentro del sector servicios se ejecutará un caso hipotético que incluye los lineamientos básicos para las empresas que emprenderán titularización de activos como fuentes de financiamiento.

3.1. Fondo de Titularización ZBAC Valores Universidad del Conocimiento.

3.1.1. Generalidades del Fondo de Titularización ZBAC Valores Universidad del Conocimiento.

Este fondo se crea con el fin de ceder contractualmente los derechos sobre los primeros Flujos Futuros de cada mes provenientes de los ingresos diarios, actuales y futuros, en dinero por cuotas por servicios educativos (mensualidad, matrículas, y cualquier otra actividad académica que genere fondos a la institución) de la Universidad del Conocimiento, hasta cubrir el total de las obligaciones. Dicha emisión se realizará por un monto total de \$6.5 millones, los cuales

serán utilizados para la compra de terreno y construcción de Campus de Posgrados de la Universidad.

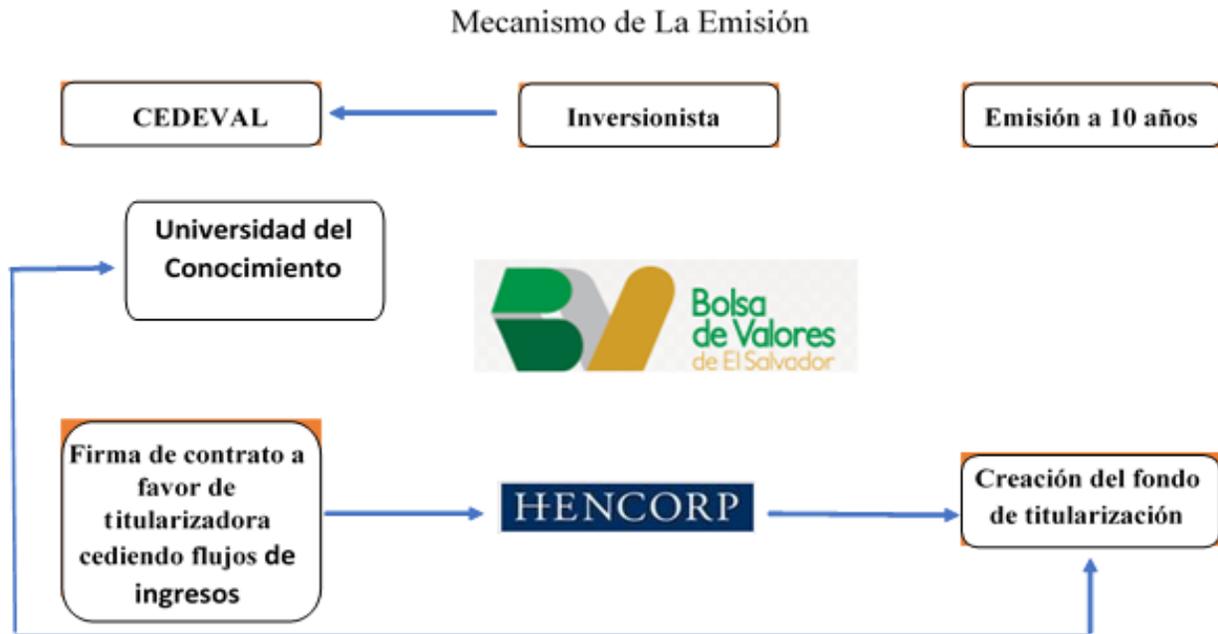


Figura No. 13 Esquema proceso de titularización hipotético.

Fuente: Propia

3.1.2. Participantes en la estructura

- a) La Universidad del Conocimiento: Es la institución de educación superior más grande y antigua de la República de El Salvador, y la única universidad pública del país. Su sede central, la Ciudad Universitaria, se ubica en San Salvador; y además cuenta con sedes regionales en las ciudades de Santa Ana, San Miguel y San Vicente. También cuenta con una Estación Experimental y de Prácticas y un Centro de Tecnología Agropecuaria y Ganadería de la Facultad de Ciencias Agronómicas en el municipio de San Luis Talpa, La Paz. Por su historicidad, su influencia, su cantidad de estudiantes, su oferta académica, su expansión por todo el país y las dimensiones de cada una de sus sedes las principales en cada una de las cuatro regiones en que se divide la nación, la Universidad del Conocimiento es, por mucho, el principal centro de estudios de educación superior de toda la república salvadoreña.

La Universidad del Conocimiento ofrece un total de 169 carreras repartidas en las distintas sedes de la misma a lo largo de todo el territorio nacional, más siete carreras que se ofrecen completamente de forma virtual en la Universidad del Conocimiento en línea. Solo en la Ciudad Universitaria se ofrecen 89 carreras entre pregrados y posgrados. La Universidad del Conocimiento posee con enorme diferencia la mayor oferta universitaria de todo El Salvador

- b) Objeto de cesión de derechos flujos futuros: Mediante Escritura Pública de Cesión, la Universidad del Conocimiento cede, a título oneroso, a ZBAC Valores, S.A. Titularizadora, con cargo al Fondo de Titularización todos los derechos sobre el 20% de los flujos futuros de ingresos generados por la Institución cada mes, hasta completar las cifras necesarias para el cumplimiento de la obligación, de acuerdo a las condiciones de la emisión.
- c) Destino: Los fondos obtenidos por la Universidad del Conocimiento por medio de esta emisión tendrán el propósito de reestructurar deuda actual con el Estado que fue adquirida para el proyecto de compra de terreno y construcción de campus para posgrados y maestrías.
- d) Plazo del contrato: Los flujos a entregar al Fondo de Titularización será por un período de 120 meses (10 años).
- e) Opción de redención: Los valores de titularización podrán ser redimidos anticipadamente total o parcialmente transcurrido 5 años después de su colocación, al valor anotado electrónicamente en los registros de Cedeval, del principal restante por amortizar de la emisión.
- f) Precio del contrato y forma de pago: El capital de la emisión se pagará en forma lineal (amortizaciones iguales de principal) cada mes.
- g) Descripción de los flujos futuros: La cesión de los flujos futuros será en 120 pagos mensuales que en total representará \$14, 256,000.00.

3.1.3. Amortización de la cesión de flujos en el tiempo de la titularización

En la tabla No.5 se presenta el esquema de amortización durante el plazo de la titularización del fondo de \$6.5MM a diez años mediante 120 cuotas de \$75,471, dicha cuota incluye la tasa de interés del 7%.

Tabla No. 5 Amortización cesión de flujos Fondo de Titularización ZBAC Valores Universidad del Conocimiento.

Años	Cuotas USD\$	Egresos del Fondo (Capital + Intereses)	Cobertura Cuotas anuales / Egresos del Fondo
2017	1296,000.00	528,293.58	2.45
2018	1296,000.00	905,646.14	1.43
2019	1296,000.00	905,646.14	1.43
2020	1296,000.00	905,646.14	1.43
2021	1296,000.00	905,646.14	1.43
2022	1296,000.00	905,646.14	1.43
2023	1296,000.00	905,646.14	1.43
2024	1296,000.00	905,646.14	1.43
2025	1296,000.00	905,646.14	1.43
2026	1296,000.00	905,646.14	1.43
2027	1296,000.00	377,352.56	3.43
Total	14256,000.00	9056,461.38	1.57

Fuente: Elaboración propia

3.1.4. Estructura de la emisión

La estructura de la emisión del Fondo de Titularización ZBAC Valores Universidad del Conocimiento se muestra en la tabla No. 6

Tabla No. 6 Estructura de la emisión fondo Universidad del Conocimiento 01

Características de la estructura	
Denominación del emisor	ZBAC Valores Titulizadora, S.A. en su calidad de administradora del Fondo FTHVUNIVERSIDAD DEL CONOCIMIENTO01, y con cargo al Fondo
Denominación del Fondo de Titularización	Fondo de Titularización: – ZBAC Valores Titulizadora – Universidad del Conocimiento
Denominación del Originador	Universidad del Conocimiento

Características de la estructura	
Denominación del Representante de los Tenedores	Lafise Valores de El Salvador, S.A. de C.V. Casa de Corredores de Bolsa.
Denominación de la emisión Valores de Titularización	Títulos de Deuda con cargo al Fondo de Titularización – ZBAC Valores Titulizadora – Universidad de El Salvador 01.
Monto máximo de la emisión	US\$6,500,000.00
Plazo de la emisión	Tendrá un plazo de hasta 120 meses, contados a partir de la fecha de colocación.
Redención de valores	A partir del quinto año de la emisión, los valores de titularización podrán ser redimidos total o parcialmente en forma anticipada, a un precio igual al que sea mayor entre el 100% del principal vigente de los títulos a redimir más sus intereses devengados y no pagados; o la suma del valor presente de los pagos futuros de principal e intereses restantes hasta el vencimiento de la emisión descontados a la fecha de redención a la tasa aplicable de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos de América de 5 años más 300 puntos básicos, más intereses devengados y no pagados: con un pre - aviso mínimo de 90 días de anticipación el cual será comunicado a la Superintendencia del Sistema Financiero, a la Bolsa de Valores de El Salvador, a Cedeval y al Representante de Tenedores.
Forma y lugar de pago	Los intereses se pagarán de forma mensual, tanto capital e intereses.
Tasa de interés	La Titularizadora, con cargo al Fondo de Titularización, pagará intereses de forma mensual sobre el saldo de las anotaciones en cuenta de cada titular durante todo el período de vigencia de la Emisión que se calcularán con base en el año calendario. La tasa de interés será fija, por la totalidad del plazo.
Prelación de pagos	Todo pago se hará por la Titularizadora, con cargo al Fondo de Titularización, a través de la cuenta de depósito bancaria denominada cuenta discrecional, en cada fecha de pago en el siguiente orden: Primero, se pagarán las obligaciones a favor de los Tenedores de Valores. Segundo, las comisiones a la Titularizadora. Tercero, el saldo de costos y gastos adeudados a terceros, de conformidad a lo previsto en el contrato. Cuarto, abonar a la cuenta de reserva las cantidades correspondientes para la acumulación de fondos para el pago de capital al vencimiento de la emisión. Quinto, cualquier remanente generado durante el mes, de conformidad a las definiciones establecidas en el contrato de Titularización, se devolverá al originador en el mes siguiente
Destino de los fondos de la emisión	Los fondos que se obtengan por la negociación de la presente Emisión serán invertidos por el Fondo de Titularización para la adquisición de cartera de estudiantes clasificada con tipo A
Destino de los fondos obtenidos de la cesión de derechos sobre los flujos financieros futuros	Los fondos que el Originador reciba en virtud de la cesión del contrato de derecho de cobro que hará al Fondo de Titularización deberán ser destinados para pagar deuda con el estado adquirida para la construcción de los campus de posgrados y maestrías

Características de la estructura	
Respaldo directo de la emisión	El pago de los valores de titularización estará únicamente respaldado por el patrimonio del Fondo de Titularización, constituido como un patrimonio independiente del patrimonio del originador y de la titularizadora
Adquisición de derechos	el Originador cederá a título oneroso, el derecho a percibir los cánones mensuales provenientes de las cuotas mensuales de los estudiantes inscritos a la fecha, considerados como cartera tipo A, hasta por un monto de US \$14,256,000, equivalentes a los flujos mensuales cedidos al Fondo de Titularización, los cuales se transferirán, a partir del día uno de cada mes, en montos mensuales y sucesivos a partir de la fecha de la primera colocación en el mercado bursátil de los Valores de Titularización, US\$ 75,471 mensuales, que serán percibidos en la cuenta colectora de un Banco Administrador establecido
Cuenta de excedentes	Es la cuenta en la que el banco abonará los excedentes de la cuenta colectora, una vez se hayan transferido de dicha cuenta las cantidades correspondientes a los cánones mensuales
Cuenta restringida	Es la cuenta bancaria que será abierta a nombre del Fondo de Titularización en el banco administrador, que servirán de respaldo para el pago de los Valores de Titularización, no debiendo ser menor a \$75,471. Esta cuenta servirá para la amortización del capital y/o intereses a pagarse a los Tenedores de Valores, en caso sea necesario

Fuente: Propia

3.1.5. Mecanismo de asignación de flujos



Figura No.14 Mecanismo de asignación de flujos hipotético.

Fuente: Propia

3.1.6. Determinación de costos y gastos asociados al proceso de titularización.

En el proceso de titularización existen una serie de costos adicionales a la remuneración de los inversores en bonos titularizados para el originador, para el fondo ZBAC Valores Tituladora – Universidad del Conocimiento. En la tabla 7 se describen los costos anuales y mensuales que se incurrirán durante el plazo de la titularización.

Tabla No. 7 Detalle de costos asociados a la titularización del fondo Universidad del Conocimiento 01

Detalle	Monto	Frecuencia	Costo USD
Titularización ZBAC y Comercialización			
Comisión Estructuración (de \$5MM en adelante)	1.20%	1 vez	65,000
Comisión Administración Fondo Titularización	0.60%	Anual	39,000
Prospectos y Certificados	1,000	1 vez	1,000
Publicación Oferta Pública (Aviso de Colocación)	700	1 vez	700
Calificación de Riesgo y Costos Directos Fondo de Titularización			
Calificador 1 y 2	10,000	Año 1	20,000
	8,000	Año 2 -10	144,000
Pago Representante Tenedores del Fondo	10,000	Anual	120,000
Publicaciones	5,000	Anual	50,000
Auditor Externo y Fiscal Fondo de Titularización	5,000	Anual	50,000
Perito valuador de flujos	10,000	Año 1	10,000
	3,500	Año 2-10	31,500
Costos Legales y Otros			
Abogados (Actividad notarial, autenticación etc.)	15,000	1 vez	15,000
Oficial de Cumplimiento	6,400	Anual	64,000
Inscripción Emisión Bolsa de Valores	1,293.85	1 vez	1,294
Inscripción Emisión en Registro Público Bursátil	0.02%	1 vez	1,300
Legalización de Libros, Papelería y otros Gastos	700.00	Anual	7,000
Comisiones y costos CEDEVAL			
Inscripción Emisión	1,000	1 vez	1,000
Comisión Intermediación	0.10000%	1 vez	6,500
Comisión por colocación en Mercado Primario	0.14125%	1 vez	9,181
Comisión por Depósito Inicial de Valores (por tramo)	0.03390%	1 vez	2,204
Depósito de Inicial de Documentos	0.00050%	1 vez	33
Retiro de Documentos	0.00500%	1 vez	325
Custodia Local	0.00100%	Mensual	7,800
Comisión por Transferencia entre cuentas	0.00113%	1 vez	73
Inscripción de participante		1 vez	350
Cuota anual por participante, Servicios Electrónicos CEDEVAL		Anual	3,000
Emisión de constancias, certificaciones y estado de cuentas	120	Anual	1,200
Comisión por pago de intereses	0.048%	Cada pago	4,347
Total			\$ 655,807

Fuente: Propia

Los costos de la emisión hacen que la tasa efectiva se incremente en 2.87%, es decir pasa de una tasa nominal del 7% a una tasa efectiva del 9.83%, al comparar la tasa efectiva con la tasa promedio ponderada publicada por la Superintendencia del Sistema Financiero a junio 2017 de 7.72% es mayor en 2.11%.

No obstante, debido a que la Universidad del Conocimiento no puede optar a dicha tasa debido a que la garantía que otorga son sus flujos por el cobro de las colegiaturas, por lo que ningún banco le prestaría a las tasas de referencia.

IV. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

1. CONCLUSIONES

- a) Mediante el estudio de la titularización de fondos y la emisión de bonos, así como su aplicación en las empresas e instituciones de El Salvador, permite conocer la figura de la titularización y la emisión de bonos como herramientas factibles de aplicar a nivel de El Salvador, además son alternativas de financiamiento que permiten obtener recursos a menor costo que el financiamiento tradicional y genera mayor utilidad para las personas u organizaciones que hacen uso de estas herramientas generando aceptación en las empresas e instituciones de El Salvador que han optado por aplicar estos modelos de financiamiento.
- b) La titularización constituye un mecanismo financiero idóneo para el país ya que puede convertir en activos líquidos aquellos que no lo son, con lo cual se da liquidez a una obligación que no era negociable en el mercado ya que es un nuevo activo financiero el que se negociara, para lo cual permite obtener capital de largo plazo, contribuyendo de esta forma al desarrollo de capitales, capital de trabajo para las empresas e instituciones y fomento a la inversión.
- c) Además la titularización permite que haya un contacto directo entre los demandantes de recursos monetarios y los inversionistas; lo cual es muy favorable ya que se tiene en claro las negociaciones que se van a realizar sin necesidad de un intermediario, lo que permitirá que el beneficiado sea el demandante de fondos, ya que este obtendrá el dinero que necesita a un costo menor endeudamiento.
- d) Al comparar la titularización y la emisión de bonos con el financiamiento bancario, la tasa o el costo final para la empresa es menor, sin embargo el proceso que implican ambas figuras tienen un costo operativo que debe ser medido al momento de determinar la tasa efectiva.
- e) La titularización requiere para su aplicación, de un proceso específico para que se realice de forma adecuada, lo cual otorga a los inversionistas diversas alternativas de inversión, con la posibilidad de generar renta además de beneficiarse con la participación en conjunto y la posibilidad de minimizar los riesgos existentes.

2. RECOMENDACIONES

- a) Una vez demostrada la validez de las herramientas, es muy importante recomendar su aplicación, de modo que las empresas tengan más opciones de financiamiento.

Para ello las empresas deben realizar un análisis financiero específico de acuerdo al caso o volumen que la empresa requiera financiarse, incluyendo los costos asociados a: constitución del fideicomiso, calificación de riesgo y realizar la oferta pública, y así mismo integrando comparativamente el interés bancario, el interés de los títulos a fin de evaluar y comparar los costos financieros del financiamiento.

- b) Las Universidades deben fomentar la realización de estudios con mayor profundidad y presupuesto a fin de contribuir al aporte de nuevos conocimientos y fomentar la aplicación de modelos de titularización de activos y emisión de bonos, dinamizando con esto el mercado de valores y a la vez a la economía del país.
- c) La base legal para los procesos de titularización y emisión de bonos, ya está dada en términos generales, sin embargo, es responsabilidad de la Superintendencia y de la Bolsa de Valores promocionar su existencia para el desarrollo de este sistema, tanto a manera de capacitación y conocer más sobre esta herramienta para que se pueda aplicar por pequeñas y medianas empresas del país.
- d) La Asamblea Legislativa por medio de su comisión de economía y agricultura debe incluir en su agenda de proyectos legislativos la formulación y puesta en estudio del reglamento de aplicación de la ley de titularización de activos, con el propósito de dinamizar los mercados financieros de títulos de deuda y beneficiar la economía de la nación

V. REFERENCIAS

Alas Romero, Jackeline Judith (2016) Riesgo y rentabilidad de las inversiones en la bolsa de valores, Universidad de El Salvador.

Banco central de Reserva de El Salvador. Boletín económico “Titularización de Activos: Aspectos básicos y su implementación en El Salvador”. Año 2002.

Bolsa de Valores de El Salvador recuperado de www.bolsadevalores.com.sv

BBC Mundo, Mayo 2010, Página de internet:
http://www.bbc.co.uk/mundo/economia/2010/04/100423_0505_eeuu_finanzas_casas_calificadoras_jaw.shtml

CEDEVAL recuperado de www.cedeval.com

Cuartas Mejía, V. (2006). Diccionario Económico Financiero. Medellín -Colombia: Invest impresiones.

Escobar H. y Cuartas V. (2010). Diccionario Económico Financiero. (Ed. 3a). Medellín Colombia. Editorial: Sello Editorial Universidad de Medellín.

ZBAC. (2011). Emisión Valores Titularización Una PropUniversidad del Conocimientota Eficiente de Financiamiento.

Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores. Estudio “La titularización de activos en Iberoamérica”, <<en línea>> disponible en http://www.iimv.org/estudio_titularizacion.htm

Ley de Titularización de Activos. (2007). D.L. N° 470. D.O. 235, tomo 377. Últimas reformas: D.L. N° 351. D.O N° 85, tomo N° 411. (2016).

Pacific Credit Rating -Informe de Clasificación de Riesgo - Fondo de Titularización ABC Titularizadora Inmobiliaria Mesoamericana

Superintendencia del Sistema Financiero de El Salvador recuperado de www.ssf.gob.sv

VI. ANEXOS

Anexo I

Características de la estructura de Titularización	
Denominación del emisor	ABC Titulizadora, S.A. en su calidad de administradora del Fondo FTRME01, y con cargo al Fondo.
Denominación del Fondo de Titularización:	Fondo ABC Titulizadora – Inmobiliaria XYZS.A. de C.V
Denominación del Originador:	Inmobiliaria XYZ, S.A. de C.V.
Denominación del Representante de los Tenedores:	Banco de Valores de El Salvador, S.A. de C.V. Casa de Corredores de Bolsa.
Denominación de la emisión Valores de Titularización:	Titulos de Deuda con cargo al Fondo de Titularización – ABC Titulizadora - Inmobiliaria XYZ01.
Monto máximo de la emisión:	Hasta US\$9,300,000.00
Plazo de la emisión:	Tendrá un plazo de hasta 120 meses, contados a partir de la fecha de colocación.
Redención de valores:	A partir del quinto año de la emisión, los valores de titularización podrán ser redimidos total o parcialmente en forma anticipada, a un precio igual al que sea mayor entre: (1) el 100% del principal vigente de los títulos a redimir más sus intereses devengados y no pagados; o (2) la suma del valor presente de los pagos futuros de principal e intereses restantes hasta el vencimiento de la emisión descontados a la fecha de redención a la tasa aplicable de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos de América de 5 años más 300 puntos básicos, más intereses devengados y no pagados: con un pre - aviso mínimo de 90 días de anticipación el cual será comunicado a la Superintendencia del Sistema Financiero, a la Bolsa de Valores de El Salvador, a Cedeval y al Representante de Tenedores.
Forma y lugar de pago:	Los intereses se pagarán de forma mensual. Tanto capital e intereses
Tasa de interés:	La Titularizadora, con cargo al Fondo de Titularización, pagará intereses de forma mensual sobre el saldo de las anotaciones en cuenta de cada titular durante todo el período de vigencia de la Emisión que se calcularán con base en el año calendario. La Tasa de Interés será fija, por la totalidad del plazo.

Características de la estructura de Titularización

Prelación de pagos:	Todo pago se hará por la Titularizadora, con cargo al Fondo de Titularización, a través de la cuenta de depósito bancaria denominada Cuenta Discrecional, en cada fecha de pago en el siguiente orden: Primero, se pagarán las obligaciones a favor de los Tenedores de Valores. Segundo, las comisiones a la Titularizadora. Tercero, el saldo de costos y gastos adeudados a terceros, de conformidad a lo previsto en el presente Contrato. Cuarto, abonar a la Cuenta de Reserva las cantidades correspondientes para la acumulación de fondos para el pago de capital al vencimiento de la Emisión. Quinto, cualquier Remanente generado durante el mes, de conformidad a las definiciones establecidas en el Contrato de Titularización, se devolverá al Originador en el mes siguiente.
Destino de los fondos de la emisión:	Los fondos que se obtengan por la negociación de la presente Emisión serán invertidos por el Fondo de Titularización para la adquisición del Contrato de Arrendamiento, cuya tradición se hará por medio del Contrato de Cesión y Administración de Derechos, y que incluye los derechos que como arrendante le corresponden al Originador sobre el Contrato de Arrendamiento, el cual incluye el derecho a percibir los cánones mensuales provenientes del arrendamiento bienes inmuebles y maquinaria, entre otros derechos.
Destino de los fondos obtenidos de la cesión de derechos sobre los flujos financieros futuros:	Los fondos que el Originador reciba en virtud de la cesión del Contrato de Arrendamiento que hará al Fondo de Titularización por medio del Contrato de Cesión y Administración de Derechos deberán ser destinados para pagar la adquisición de los bienes inmuebles y maquinaria, propiedad de Empresa XYZ, objeto del Contrato de Arrendamiento.
Respaldo directo de la emisión	El pago de los Valores de Titularización estará únicamente respaldado por el patrimonio del Fondo de Titularización, constituido como un patrimonio independiente del patrimonio del Originador y de la Titularizadora.
Adquisición de derechos:	<p>El Fondo de Titularización es constituido con el propósito principal de generar los pagos de esta Emisión, sirviéndose de la adquisición de los derechos, definidos previamente en la característica “Destino de los fondos de la emisión”, según el siguiente procedimiento</p> <ol style="list-style-type: none">a) el Originador cederá a título oneroso, y hará la tradición al Fondo de Titularización, de los derechos del Contrato de Arrendamiento, que incluye el derecho a percibir los cánones mensuales provenientes del arrendamiento hasta por un monto de US\$16,730,132.64, equivalentes a los

Características de la estructura de Titularización

flujos mensuales cedidos al Fondo de Titularización, los cuales se transferirán, a partir del día uno de cada mes, en montos mensuales y sucesivos a partir de la fecha de la primera colocación en el mercado bursátil de los Valores de Titularización, US\$ 130,000.00 mensuales, con un crecimiento anual de 2% durante los próximos 5 años.

Cuenta de excedentes

Empresa XYZ abrirá la denominada Cuenta de Excedentes (a nombre de Empresa XYZ) en el Banco Administrador, en la que el Banco abonará los excedentes de la Cuenta Colectora, una vez se hayan transferido de dicha cuenta las cantidades correspondientes a los cánones mensuales hacia la Cuenta Discrecional.

Cuenta restringida:

Es la cuenta bancaria o depósitos a plazo que serán abiertas a nombre del Fondo de Titularización en el Banco Administrador, que servirán de respaldo para el pago de los Valores de Titularización, no debiendo ser menor a \$219,853.76. Esta cuenta servirá para la amortización del capital y/o intereses a pagarse a los Tenedores de Valores, en caso sea necesario.

Cuenta de reserva:

Es la cuenta bancaria o depósitos a plazo que será abierta a nombre del Fondo de Titularización en el Banco Administrador, a partir del mes 85, que acumulará los fondos que servirán para el último pago de capital al final de la vigencia de la Emisión. Las transferencias mensuales equivalentes a US\$43,589.96 durante el período comprendido entre el mes 85 y el mes 120 del plazo de la Emisión.

Cuenta Colectora:

Es la cuenta corriente que estará abierta en el Banco Administrador a nombre de Empresa XYZ y del Fondo de Titularización. Servirá para recibir los fondos provenientes del mecanismo de transferencia de fondos de los clientes de Empresa XYZ establecido como respaldo para el pago de los cánones de arrendamiento en el Contrato de Arrendamiento. Dicha cuenta será restringida para Empresa XYZ y para el Fondo de Titularización, ya que la finalidad de su apertura es única y exclusivamente la colecturía de los fondos antes mencionados. A la cuenta colectora ingresará un mínimo de US\$450,000 y el máximo equivalente al 20% de las ventas de Empresa XYZ.

Cuenta discrecional:

Durante todos los días de cada mes comprendidos dentro del plazo de la Orden Irrevocable de Transferencia a que se ha hecho referencia, el Banco Administrador procederá a realizar los cargos diarios en la Cuenta Colectora, hasta completar la

Características de la estructura de Titularización

cuantía de los cánones provenientes del Contrato de Arrendamiento. Dichas cuotas serán trasladadas mediante una Orden Irrevocable de Transferencia (OIT) a la Cuenta Discrecional. La función de esta cuenta será mantener los fondos necesarios para realizar los pagos en beneficio de los Tenedores de los Valores de Titularización y demás acreedores del Fondo de Titularización.

Respaldo operativo de la estructura financiera:

Como respaldo operativo de la emisión, el Originador, Empresa XYZ y la Tituladora suscribirán un Convenio de Administración de Cuentas – OIT, con el Banco Administrador, para lo cual se crean las siguientes cuentas y procedimientos:

Anexo II

Características de la estructura de emisión de certificados de inversión

Nombre del emisor:	Inmobiliaria XYZ S.A. de C.V.
Denominación:	CIINMOBILIARIA ZYZ01
Naturaleza:	Los valores a emitirse son obligaciones consistentes en Certificados de Inversión negociables, representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta a favor de cada uno de sus titulares y representan su participación individual en un crédito colectivo a cargo del emisor.
Clase Valor:	Certificados de Inversión representado por anotaciones electrónicas de valores en cuenta.
Monto de la emisión:	De cuatro millones de dólares de los Estados Unidos de América (\$4,000,000.00) que serán colocados en dos o más tramos de hasta dos millones de dólares de los Estados Unidos de América (\$2,000,000.00) cada uno.
Valor mínimo y múltiplos de contratación de anotaciones electrónicas de valores en cuenta:	Cien dólares de los Estados Unidos de América (US \$100.00) y múltiplos de contratación de cien dólares de los Estados Unidos de América (US \$100.00).
Moneda de negociación:	Dólares de los Estados Unidos de América.
Forma de representación de los valores:	Anotaciones electrónicas de valores en cuenta.
Transferencia de los valores:	Los traspasos de los valores representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, se efectuarán por medio de transferencia contable en el registro de cuenta de valores que de forma electrónica lleva La Central de Depósito de Valores, S.A. de C.V. (en adelante, “Cedeval”).

Características de la estructura de emisión de certificados de inversión

Redención de los Certificados de Inversión:	A opción de Inmobiliaria XYZ S.A. de C.V., podrán haber redenciones anticipadas de capital, parciales o totales a partir del décimo trimestre o en los trimestres sucesivos después de cada tramo de emisión, previo acuerdo de la Junta Directiva de Inmobiliaria XYZ S.A. de C.V., en el cual se establecerá el procedimiento respectivo y que oportunamente, con un plazo mínimo de 5 días hábiles, se hará del conocimiento de la Bolsa de Valores y CEDEVAL. La Bolsa de Valores hará del conocimiento del mercado las condiciones de redención anticipada que le hayan sido comunicadas.
Plazo:	Los plazos de los tramos que conformarán la emisión podrán oscilar entre uno y nueve años a partir de la fecha de colocación.
Forma y Lugar de Pago:	<p>El capital se pagará al vencimiento del plazo, y los intereses se pagarán mensualmente, a partir de la fecha de colocación a través del procedimiento establecido por la CENTRAL DE DEPOSITO DE VALORES, S.A. de C.V. (CEDEVAL, S.A. DE C.V.) Dicho procedimiento consiste en:</p> <ol style="list-style-type: none">1. Cedeval entregará al emisor, con anterioridad a la fecha de cada pago de intereses y amortizaciones de capital, un “Reporte” en el cual detallará información de la emisión a pagar;2. El emisor verificará con anterioridad a la fecha de pago, el monto a pagar y entregará los fondos a Cedeval de la siguiente forma:<ol style="list-style-type: none">a) Si los fondos son entregados mediante cheque con fondos en firme a Cedeval, el pago se efectuará un día hábil antes del día de pago de los intereses o el capital; y,b) Si los fondos son entregados mediante transferencia bancaria cablegráfica hacia la o las cuentas que Cedeval indique, el pago se efectuará antes de las nueve horas del día establecido para el pago de capital o intereses;3. La emisor queda exonerada de realizar los pagos luego de realizar el pago a Cedeval, o a las cuentas que Cedeval hubiere indicado, según el caso;4. Una vez se tuviere la verificación del pago por parte del emisor, Cedeval procederá a cancelar a cada Participante Directo, Casa de Corredores de Bolsa, la cantidad que le corresponde, en la cuenta bancaria que hubiere instruido a Cedeval para dicho fin;5. Es el Participante Directo, Casa de Corredores de Bolsa, quien realizará los pagos individuales a cada inversionista titular de los valores;6. El último pago de intereses de la emisión se efectuará al vencimiento del plazo del certificado;7. Cuando los pagos venzan en día no hábil, el pago se realizará el día hábil inmediato siguiente;<ol style="list-style-type: none">a) El capital e intereses se pagaran en dólares de los Estados Unidos de América;b) Los pagos que realizará Cedeval se harán en sus oficinas principales ubicadas en Urbanización Jardines de La Hacienda, Boulevard Merliot y Avenida Las Carretas, Antiguo Cuscatlán, departamento de La Libertad; Los pagos que realizarán las Casas de Corredoras de Bolsa, se harán en sus respectivas oficinas
Garantía de la emisión:	La presente emisión no cuenta con ningún tipo de garantía.
Obligaciones de No Hacer y Hacer:	<p>El emisor hace constar que ha otorgado dos créditos prendarios a favor de la sociedad Empresa XYZ. de C.V., según constan en:</p> <ol style="list-style-type: none">a) Escritura Pública otorgada en la ciudad de Antiguo Cuscatlán, Departamento de La Libertad, a las dieciséis horas y veinte minutos el día doce de febrero del año dos mil catorce, ante los oficios del Notario Francisco Antonio Martínez Villalobos, por la suma de DOS MILLONES DE DOLARES DE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMERICA (US \$2,000,000), para el plazo de siete años, contados a partir de su otorgamiento es decir el día doce de febrero del año dos mil catorce, al once punto cero por ciento (11%) de interés anual sobre saldos, durante los primeros cinco años del referido crédito y a partir del sexto año con un incremento anual y acumulativo de uno

punto cinco cero por ciento sobre la tasa inicial establecida, con un techo máximo de catorce por ciento, cuyo destino sería el pago de deudas a favor de terceros, así mismo en el referido instrumento se hace constar que la sociedad Empresa XYZ. de C.V., prometió la constitución de prenda sin desplazamiento sobre una máquina Impresora troqueladora, la cual respaldaría las obligaciones contenidas en el referido crédito, y en los demás términos, pactos y condiciones que constan en dicho instrumento;

b) Escritura Pública otorgada en la ciudad de Antigua Cuscatlán, Departamento de La Libertad, a las catorce horas del día veintiséis de noviembre del año dos mil catorce, ante los oficios de la Notario María Daisy Yanira Martínez Alas el emisor otorgo otro crédito a favor de la sociedad Empresa XYZ. de C.V., por la suma de DOS MILLONES DE DOLARES DE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMERICA, (US \$2,000,000), para el plazo de diez años, contados a partir de su otorgamiento es decir el día veintiséis de noviembre del año dos mil catorce, al doce punto cinco por ciento (12.50%) de interés anual sobre saldos, durante los primeros cinco años del referido crédito y a partir del sexto año con un incremento anual y acumulativo de uno punto cinco cero por ciento sobre la tasa inicial establecida, así mismo en el referido instrumento se hace constar que la Sociedad Empresa XYZ. de C.V., prometió la constitución de prenda sin desplazamiento sobre máquina Impresora troqueladora, la cual respaldaría las obligaciones contenidas en el referido crédito, y en los demás términos, pactos y condiciones que constan en dicho instrumento; y

c) Escritura Pública otorgada en la ciudad de Antigua Cuscatlán, Departamento de La Libertad, a las catorce horas y treinta minutos del día veintiséis de noviembre del año dos mil catorce, ante los oficios de la Notario María Daisy Yanira Martínez Alas, la sociedad Empresa XYZ. de C.V., constituyo a favor del emisor, Prenda sin desplazamiento sobre una máquina impresora troqueladora de las siguientes características: Marca: Martín; Modelo: DRO GT; Serie: UN MIL SEISCIENTOS VIENTIOCHO; Origen: Francia; Año: DOS MIL ONCE; Impresión a tres colores; Formato máximo UN MIL SEISCIENTOS mms por DOS MIL OCHOCIENTOS mms; Producción nominal: once mil pliegos/hora, prenda que garantiza hasta la cantidad de tres millones seiscientos mil Dólares de los Estados Unidos de América, garantizando los dos créditos antes relacionados en una proporción del cincuenta por ciento para cada uno. Garantía debidamente inscrita en el Registro de Comercio el día nueve de enero del año dos mil quince, al Número CINCO del Libro DOS MIL TRESCIENTOS CUARENTA Y NUEVE del Registro de Prendas.

OBLIGACIONES DE NO HACER: El emisor se obliga a no vender, pignorar, dar en garantía o caución, y/o transferir bajo ningún título o modo, ni constituir derecho real o personal alguno, a favor de terceros, sobre los préstamos prendarios relacionados en los literales a), b) y c) de la presente característica, así como sobre los flujos económicos derivados de los mismos. Dicha obligación estará sujeta al plazo de cada tramo de la presente emisión, estipulada en las características Plazo y Estructuración de los tramos del presente contrato y de conformidad a la cláusula de la Estructuración de los tramos a negociar de la Emisión.

OBLIGACIONES DE HACER: El emisor se obliga y se compromete a utilizar y destinar única y exclusivamente, los flujos económicos derivados de los préstamos prendarios relacionados en los literales a), b) y c) de la presente característica, para el pago de las obligaciones derivadas de los certificados de inversión de la presente Emisión. En el caso que la sociedad Empresa XYZ. de C.V., realice el prepago o pago anticipado de los créditos anteriormente indicados y relacionados en esta misma característica sea total o parcialmente, el pago recibido por el emisor, será utilizado y destinado única y exclusivamente para el pago de las obligaciones derivadas de los certificados de inversión de la presente Emisión, quedando prohibido un destino diferente al mismo. Este caso en particular, también se someterá al plazo fijado para cada uno de los tramos, tal cual lo establecen las características Plazo y Estructuración de los tramos, sobre el plazo de los tramos a colocar.

En caso de incumplimiento de las obligaciones de la presente característica y en especial de las obligaciones de hacer y no hacer aquí descritas, el plazo de los tramos caducará, lo que dará derecho a cada tenedor de los certificados de inversión derivados de la presente emisión, a que pueda exigir la petición de cumplimiento de lo aquí establecido so pena de iniciar las acciones ordinarias o ejecutivas contenidas en el Código Procesal Civil y Mercantil.

DE LA ACCION ORDINARIA, En caso de un incumplimiento de la obligación de no hacer aquí descrita, según lo estipulado en los artículos doscientos setenta y siete y siguientes del Código Procesal Civil y Mercantil; podrá iniciarse un proceso Común Declarativo de Incumplimiento de Contrato, solicitando la terminación del mismo y pidiendo la Indemnización por daños y perjuicios que este incumplimiento ocasionare a cada uno de los tenedores; dejando abierta la posibilidad de entablar de forma simultanea la solicitud de Medidas Cautelares, con el fin de solicitar de manera preventiva cualquiera de las medidas establecidas en el artículo cuatrocientos treinta y seis del Código Procesal Civil y Mercantil a efectos de salvaguardar los derechos de los tenedores de los certificados de inversión derivados de la presente emisión.

DE LA ACCION EJECUTIVA, Si la obligación de hacer fuere incumplida, podrá iniciarse la acción ejecutiva pertinente, tal cual lo estipula el Artículo cuatrocientos cincuenta y ocho inciso segundo. Para efectos de reclamar las pretensiones judiciales pertinentes, en el caso de existir insolvencia de pago, quiebra u otra situación que conlleve a la mora en el pago de capital e intereses derivados de los certificados de inversión adquiridos con base a la presente emisión, los titulares de los referidos certificados de inversión, de conformidad con los artículos cuarenta y cinco y siguientes de la Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta tendrán el derecho de solicitar, por medio de una Casa de Corredores de Bolsa, a fin de que ésta solicite a su vez a la Central de Depósito de Valores, S.A. de C.V. (CEDEVAL), la expedición de certificados de anotaciones en cuenta, que tendrán como efecto legal la materialización de los valores a que se refieran o en su defecto solicitar a la Central de Depósito de Valores, S.A. de C.V. (CEDEVAL), certificación o constancia en que se determine la titularidad de las anotaciones correspondientes y así determinar al titular de los certificados de inversión producto de la presente emisión. Ambos certificados o constancias, serán títulos valores a la orden con fuerza ejecutiva en caso de algún tipo de incumplimiento de las obligaciones derivadas del presente contrato y en especial como se ha dicho antes, de las obligaciones de hacer. Todo lo anterior, para seguir el proceso ejecutivo regulado en los artículos cuatrocientos cincuenta y siete y siguientes Del Código Procesal Civil y Mercantil. También se cuantificará el incumplimiento de la obligación de hacer por medio de certificaciones de saldo extendidas por los contadores de cada uno de los tenedores de los certificados de inversión que desearan iniciar las acciones legales correspondientes, debiendo contar con el visto bueno del gerente de cada tenedor de certificado de inversión, que pretenda iniciar el proceso ejecutivo, todo ello según lo establecido en el artículo un mil ciento trece del Código de Comercio, la disposición anterior aplica si el tenedor de los certificados de inversión fuera persona jurídica, ya que para el caso de las personas naturales no es necesario presentar las certificaciones de saldo para promover la acción ejecutiva que se menciona.

CLÁUSULA DE INCUMPLIMIENTO: OBLIGACIONES DE NO HACER: Se entenderá por incumplido, en cuanto a las obligaciones de no hacer, las siguientes causales: a) si el emisor vendiera, pignorara, o diera en garantía o caución, y/o transfiriera bajo cualquier título o modo los préstamos prendarios relacionados en los literales a), b) y c) de esta característica; y, b) si el emisor constituyere derechos reales o personales sobre terceros de los créditos prendarios relacionados en los literales a), b) y c) de la presente característica.

OBLIGACIONES DE HACER: Se entenderá por incumplido, en cuanto a las obligaciones de hacer por las siguientes causales: a) si el emisor destinare los flujos económicos de los préstamos prendarios relacionados en los literales a), b) y c) de la presente característica, para fines distintos a los estipulados en la presente característica;

Características de la estructura de emisión de certificados de inversión

	<p>y b) En el caso que exista prepago o pago de la sociedad Empresa XYZ. de C.V, y esta no realice el prepago o pago correspondiente a los tenedores de los certificados de inversión; y c) Por encontrarse en mora en el pago de capital y/o intereses. Todas las causales establecidas en las obligaciones de hacer y no hacer aquí descritas, en caso de incumplirse darán lugar a la terminación del contrato de forma anticipada, con lo cual los tenedores de los certificados de inversión, podrán iniciar la acción judicial que corresponda.</p> <p>CADUCIDAD DEL PLAZO: El plazo de cualquiera de los tramos de la emisión, caducará y se podrá hacer exigible en su totalidad, como si se tratase de una obligación de plazo vencido en los siguientes casos: a) Si el emisor incumpliere cualquiera de las obligaciones contraídas en la Escritura de Emisión especialmente aquellas obligaciones de hacer y de no hacer como se ha dicho antes; b) Si el emisor incumple con cualquier término o condición establecida en la presente característica; y, c) Por encontrarse el emisor en mora en alguno de los pagos de Capital y/o Intereses derivados de la emisión; y d) Por haberse iniciado algún tipo de acción judicial en contra del emisor. En los casos de caducidad aquí mencionados que no fueren sobre incumplimiento de las obligaciones de hacer y no hacer acá mencionadas, su ejecución se realizará de conformidad con las reglas del proceso ejecutivo establecido en el artículo cuatrocientos cincuenta y siete y siguientes del Código Procesal Civil y Mercantil.</p>
Destino de los fondos de la emisión:	Los fondos que se obtengan por la negociación de la presente emisión serán destinados para la cancelación de préstamos mercantiles de Inmobiliaria XYZ, S.A. de C.V., otorgados por The Network Company Enterprises Inc. por un total de cuatro millones de dólares de los Estados Unidos de América (\$4,000,000.00), por lo que el monto total neto de las obligaciones del emisor permanece igual.
Negociabilidad:	En la Bolsa de Valores por intermediación de las Casas Corredoras de Bolsa, en la sesiones de negociación que se realicen en ella. La fecha de negociación será comunicada a la Bolsa de Valores mediante notificación por escrito suscrita indistintamente por José Roberto Rivera Samayoa y Guillermo Antonio Trigueros Jovel, actuando en su calidad de Presidente y Vice Presidente, respectivamente, de Inmobiliaria XYZ S.A. de C.V., cuya firma estará debidamente legalizada por notario.
Tramos de la emisión:	La emisión de los certificados de inversión, representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, contará con dos o más tramos.
Tasa de Interés:	El emisor pagará intereses de forma mensual sobre el saldo de las anotaciones en cuenta de cada titular durante todo el período de vigencia de la emisión que se calcularán con base en el año calendario. El emisor establecerá la tasa de interés fija a pagar previo a la colocación de cada tramo.
Interés Moratorio:	En caso de mora en el pago de capital, el emisor reconocerá a los Tenedores de los valores, además, un interés del 5.00% anual sobre la porción del capital de la cuota correspondiente en mora.
Estructuración de los tramos a negociar de la emisión:	Las características de los tramos a negociar serán determinadas de acuerdo a la normativa vigente emitida por la Bolsa de Valores y con posterioridad al otorgamiento del asiento registral en el Registro Público Bursátil de la Superintendencia del Sistema Financiero y previo a la negociación de los mismos. El emisor deberá presentar a la Superintendencia del Sistema Financiero y a la Bolsa de Valores, con tres días hábiles de anticipación a cualquier negociación de los Certificados de Inversión representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, carta de notificación debidamente legalizada ante notario firmada conjuntamente por cualesquiera dos de las siguientes personas: (i) José Roberto Rivera Samayoa, o (ii) Guillermo Antonio Trigueros Jovel o (iii) quienes en el futuro la Junta Directiva designe, mediante la cual se autoriza la fecha de negociación del correspondiente tramo y la fecha de liquidación, la tasa de interés fija a pagar, el valor mínimo y múltiplos de contratación de la anotación electrónica de valores en cuenta, la fecha de vencimiento, el precio base, y mención que el tramo podrá ser redimido a discreción del emisor, total o parcialmente, al 100% de su valor nominal, transcurridos dos años a partir de su colocación, previa notificación a la Bolsa de Valores

Características de la estructura de emisión de certificados de inversión

Custodia y depósito:	<p>y a la Superintendencia del Sistema Financiero bajo las condiciones establecidas por el emisor indicadas en el referido aviso.</p> <p>La emisión de Certificados de Inversión representada por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, estará depositada en los registros electrónicos que lleva CENTRAL DE DEPOSITO DE VALORES, S.A. de C.V. (CEDEVAL, S.A. DE C.V.), para lo cual será necesario presentar la escritura Pública de emisión correspondiente a favor de la depositaria y la certificación del asiento registral que emita la Superintendencia del Sistema Financiero, a la que se refiere el párrafo final del artículo treinta y cinco de la Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en cuenta.</p>
Modificación a las características de la Emisión:	<p>La Junta Directiva del emisor podrá modificar las características de la presente emisión, antes de la primera negociación y de acuerdo a las regulaciones emitidas por la Bolsa de Valores, y previa aprobación de la Superintendencia del Sistema Financiero.</p>
Casa de Corredores de Bolsa Autorizada:	<p>Servicios Generales Bursátiles S.A. de C.V., Corredores de Bolsa</p>
Clasificaciones de riesgo:	<p>Esta emisión cuenta con las siguientes clasificaciones de riesgo: Clasificación de riesgo otorgada por Pacific Credit Rating S.A. de C.V., Clasificadora de Riesgo. La clasificación de riesgo otorgada inicialmente por Pacific Credit Rating S.A. de C.V., Clasificadora de Riesgo es “A” para todos los tramos que emita según sesión de su Consejo de Clasificación de Riesgo y con información financiera al 31 de diciembre de 2015, obligándose a mantener la emisión clasificada durante todo el período de su vigencia y actualizarla semestralmente, conforme a la resolución de la Superintendencia del Sistema Financiero dictada al efecto. La Clasificadora de Riesgo ha sido contratada por un plazo inicial de un año. La clasificación de riesgo “A” corresponde a aquellos instrumentos en que sus emisores cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero esta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.</p>
Prelación de pagos:	<p>En caso que Inmobiliaria XYZ se encuentre en situación de insolvencia de pago, quiebra, u otra situación que impida la normal operación de su giro, las obligaciones del emisor serán cubiertas a sus acreedores, incluyendo todos los certificados de inversión de la presente emisión, de conformidad a la normativa vigente aplicable al Mercado de Valores y el derecho común.</p>
