

**UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR**

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA



**TITULARIZACION OPCION DE FINANCIAMIENTO**

TRABAJO DE GRADUACIÓN PRESENTADO POR:

**ERLING SIGFREDO BONILLA**

**CARMEN ELENA IRAHETAVEGA**

PARA OPTAR AL GRADO DE

**MAESTRA(O) EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA**

MAYO DE 2016

CIUDAD UNIVERSITARIA, EL SALVADOR, CENTROAMÉRICA

# UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR



## AUTORIDADES UNIVERSITARIAS

RECTOR INTERINO : LIC. JOSÉ LUIS ARGUETA ANTILLÓN

SECRETARIA GENERAL INTERINA: DRA. ANA LETICIA ZA VALETA DE AMAYA

## AUTORIDADES DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

DECANO : LIC. NIXON ROGELIO HERNÁNDEZ VÁSQUEZ

VICEDECANO : LIC. MARIO WILFREDO CRESPIÓN ELÍAS, MSc

SECRETARIA : LICDA. VILMA MARISOL MEJÍA TRUJILLO

ADMINISTRADOR ACADÉMICO : LIC. EDGAR ANTONIO MEDRANO MELÉNDEZ

TRIBUNAL EXAMINADOR : LIC. JUAN VICENTE ALVARADO RODRÍGUEZ, MAF  
LIC. NELSON VLADIMIR CERRITOS, MAF

MAYO DE 2016

SAN SALVADOR

EL SALVADOR

CENTROAMÉRICA

## INDICE

<b>INTRODUCCION</b>	<b>i</b>
<b>RESUMEN</b>	<b>ii</b>
<b>I. ANTECEDENTES</b>	<b>1</b>
1. Opciones de financiamiento a través del Mercado de Valores	2
2. Origen y definición de la Titularización o <i>Securitization</i>	3
3. Proceso de Titularización	4
4. Actores de una Titularización	6
5. Experiencia de Titularización de Otros Países	7
<b>II. TITULARIZACION EN EL SALVADOR</b>	<b>9</b>
1. Historia de la Titularización en El Salvador	9
2. Normativa vigente sobre Titularización en El Salvador	9
3. Activos que pueden Titularizarse en El Salvador	11
4. Titularizaciones autorizadas en El Salvador	12
5. Actores de una titularización en El Salvador	16
<b>III. ATITULATIZACION COMO OPCION DE FINANCIAMIENTO EN EL SALVADOR</b>	<b>18</b>
1. Fondos de Titularización permitidos en El Salvador	18
2. Otras opciones de titularización no contempladas en la Ley de Titularización de El Salvador	21
3. Comparación de una Titularización de Activos y un Crédito Bancario.	22
4. Ventajas y Desventajas de la Titularización como opción de financiamiento	25
<b>CONCLUSION</b>	<b>28</b>
<b>BIBLIOGRAFIA</b>	<b>29</b>
<b>ANEXOS</b>	<b>31</b>

## INDICE DE TABLAS

Tabla 1. Condiciones bancarias del préstamo.....	24
Tabla 2. Condiciones de Titularización.....	25
Tabla 3. Datos comparativos de Titularización contra Préstamo.....	26

## INDICE DE IMÁGENES

Figura No. 1: Esquema del Proceso de Titularización de Activos.....	6
Figura N° 2: Actores del Proceso de Titularización.....	<b>¡Error! Marcador no definido.</b>
Figura No. 3: Estructura de un proceso de titularización de activos de una municipalidad establecida por la sociedad Hencorp Valores, S.A., Titularizadora.....	19
Figura No. 4: Estructura de un Proceso de Titularización de un Canon de Arrendamiento establecida por la sociedad Ricorp Titularizadora, S.A.....	<b>¡Error! Marcador no definido.</b>
Figura No. 5: Estructura de un Proceso de Titularización de Inmuebles.....	<b>¡Error! Marcador no definido.</b>
Figura No. 6: Estructura de un Proceso de Titularización con títulos subyacentes.....	21

## INTRODUCCIÓN

Las empresas a lo largo del tiempo, han buscado formas de financiamiento a través de terceros para realizar sus proyectos, las instituciones financieras y el mercado de valores son las alternativas más comunes por las que éstas pueden optar; las primeras tienen un margen de negociación en cuanto a plazos, tasas y montos basado en el análisis financiero de las empresas, y la segunda proporciona mayor agilidad, flexibilidad y conveniencia basándose en las necesidades de financiamiento; sin embargo no todas las empresa tienen acceso a éste, también conocido como mercado de capitales, por las condiciones del mismo. Actualmente existen instrumentos financieros con los que una empresa puede ingresar en este mercado sin necesidad de ser participante directo dentro de éste.

La Titularización de activos o "*Securitization*", a pesar de haber iniciado como una forma de proteger los ahorros del público después de la depresión de 1929, se ha transformado en un instrumento de financiamiento para las empresas utilizando sus propios activos, es decir que los activos que enajena los activos que no son tan líquidos con anterioridad de su vencimiento, de esa forma obtiene el financiamiento a largo plazo para sus proyectos, como opción de bajo costo y confiable, aplicando una estructura financiera que utiliza el mercado de valores para negociarse. El uso del mercado de valores implica la participación directa de la empresa dueña de los activos, una sociedad titularizadora y el resto de actores de este mercado, así como la estructuración de los títulos valores a través de un proceso sistemático y ordenado para que sea negociado en este mismo.

A continuación se detalla el inicio y evolución de la Titularización de activos o "*Securitization*", así como el proceso y los participantes de ésta, también se exponen las características que deben tener los activos sujetos de enajenación tanto en las regulaciones internacionales como en la regulación salvadoreña, así como la experiencia internacional de casos de titularización de activos y las titularizaciones autorizadas para ser negociadas en el mercado bursátil salvadoreño. Finalmente, se expone la titularización como una opción de financiamiento en comparación con los préstamos tradicionales que las instituciones financieras conceden a las empresas para la ejecución de sus actividades programadas, destacando las ventajas y desventajas de someterse a este tipo de opción de financiamiento.

## RESUMEN

A finales del siglo XV, en el continente Europeo se comenzaron a incluir los valores mobiliarios o títulos valores dentro de las transacciones mercantiles, adicionales al tradicional intercambio de mercadería por dinero u otro bien; estos títulos representaban cuotas de participación en un capital o de un crédito. Gracias a estas nuevas formas de negociación surgen las primeras Bolsas de Valores como la de Londres (Inglaterra) y la de *Lyon* (Francia), extendiéndose al resto del países de los diferentes continentes.

Las Bolsas forman parte de un mercado de valores más organizado que cuenta con una reglamentación y regulación que contribuya a la supervisión de las operaciones que allí se realizan, ya que no se limitan a las transacciones locales en un país o región sino que también pueden expandir sus negociaciones con otros países. El mercado de valores se ha convertido en una opción en el que las compañías pueden obtener financiamiento de manera más ágil y flexible, a conveniencia de sus necesidades en cuanto a plazos y formas de emisión de títulos, como acciones y bonos. Asimismo aparece una opción definida como Titularización de Activos.

La Titularización de Activos es una estructura financiera que aparece tras la depresión de 1929, cuando el Gobierno de los Estados Unidos de América decidió proteger los ahorros del público y la solvencia de las empresas. Con este proceso se realiza una cesión de los activos a un patrimonio o fondo independiente del cual se emiten títulos de deuda respaldados con los activos, obteniendo un financiamiento a largo plazo, de bajo costo y confiable, que aplica una estructura financiera y que utiliza el mercado de valores para negociarse.

Es posible titularizar cualquier tipo de activos que estén agrupados en un volumen relevante en cuantía total y número de operaciones, de manera tal que generen un flujo de caja regular y predecible; una vez se determinan cuáles de los activos se seleccionarán para el proceso de titularización, deben pasar por el escrutinio de una sociedad Titularizadora, para que determine la viabilidad del un proceso de titularización con los activos seleccionados.

Obteniendo el visto bueno de la valuación de activos a titularizar, su clasificación y estructuración, la sociedad Titularizadora procede a conformar un fondo autónomo del que se emiten títulos para realizar una oferta pública de los valores a efecto de que puedan ser adquiridos por los inversionistas. Posterior a la negociación, se procede a entregar al originador

el monto que le corresponde obtenido en la venta de los títulos a cambio de los activos que fueron cedidos. Colateralmente a este proceso, el representante de los tenedores quien resguarda los intereses del inversionista, verifica que se cumplan las condiciones pactadas.

De conformidad con la Ley de Titularización de Activos de El Salvador, los Activos susceptibles de titularización son todos aquellos que tengan capacidad de generar flujos de fondos periódicos y predecibles como contratos, títulos valores, flujos financieros futuros y otros de naturaleza análoga, que cumplan los requisitos establecidos en las normativas de la Superintendencia del Sistema Financiero. Así mismo, está permitida la titularización de inmuebles siempre y cuando ésta tenga como objeto el financiamiento de proyectos de construcción, los que aparte de cumplir con la normativa de la Superintendencia deben cumplir con el resto de normas dictadas para el rubro de la construcción en El Salvador.

La titularización permite a los originadores o dueños de los activos obtener financiamiento a través del mercado de valores, es decir tiene acceso a un mercado más diversificado en el cual no puede participar directamente, aprovechando sus activos menos líquidos los que a su vez son los mejores de los que dispone. En comparación con un préstamo bancario, al convertir los activos en valores negociables reducen el costo de financiación para el originador y evita cualquier tipo de restricción crediticia de las instituciones financieras, y por la calidad de los activos permite obtener una clasificación de riesgo que le permite al inversionista determinar el riesgo de su inversión.

Sin embargo, las limitaciones de la Ley de Titularización de Activos, en cuanto a los activos susceptibles de titularización, limita el mercado para determinados instrumentos que podrían contribuir a la liquidez de las empresas obligándolas a buscar otros mercados internacionales que si permiten estructuras más complejas de titularización. Asimismo, los inversionista mayoritarios se pueden ver más favorecidos por la cantidad de títulos que tienen capacidad de adquirir, mientras que los minoritarios probablemente no perciban la rentabilidad de los mismos.

Probablemente, ante las condiciones de mercado y las necesidades de diversificación, la regulación salvadoreña se vea en la obligación de modificar los activos sujetos de titularización para que puedan emitirse valores de titularización de otras características.

## CAPITULO I: ANTECEDENTES

A finales del siglo XV, en el continente Europeo se comenzaron a incluir los valores mobiliarios o títulos valores dentro de las transacciones mercantiles, adicionales al tradicional intercambio de mercadería por dinero u otro bien; estos títulos representaban cuotas de participación en un capital o de un crédito, según el Diccionario Electrónico Eco Finanzas. En el tiempo, estos títulos y su negociación se han vuelto más complejos, pues actualmente representan acciones de un capital, bonos y otros tipos de deuda materializadas que requieren mayor agilidad y factibilidad en la transacción de un dueño a otro, obligando así a crear estructuras formales que controlen las operaciones de éstos.

Gracias a estas nuevas formas de negociación surgen las primeras Bolsas de Valores como la de Londres (Inglaterra) y la de *Lyon* (Francia); y a pesar que esta práctica inició en Europa se ha extendido al continente americano, iniciando en los Estados Unidos de América y extendiéndose a Suramérica y la región Centroamericana.

Hoy en día, se reconoce como Bolsa de Valores a una organización privada que brinda las facilidades necesarias para que sus miembros, atendiendo los mandatos de sus clientes, introduzcan órdenes y realicen negociaciones de compra y venta de valores, de acuerdo a la definición de la Enciclopedia Electrónica Wikipedia. Las Bolsas forman parte de un mercado de valores más organizado en el que junto a otros participantes como casas de corredores de bolsa, sociedades de depósito y custodia, agentes diversos, los emisores de capitales y/o deuda, clasificadoras de riesgo, sociedades gestoras, entre otros. Este mercado requiere de una reglamentación y regulación que contribuya a la supervisión de las operaciones que allí se realizan, ya que no se limitan a las transacciones locales en un país o región sino que también pueden expandir sus negociaciones con otros países.

Esta expansión de los mercados ha provocado la diversificación de títulos en clases, tipos, formas de emisión, categorías, garantías, estructuras, etc., que han facilitado las transacciones monetarias, negociaciones con divisas y *commodities*, y el surgimiento de otras figuras como los fondos de pensiones, de inversión, de titularización entre otros. También ha impulsado avances

tecnológicos que facilitan y agilizan las operaciones bursátiles, por ejemplo la desmaterialización de los títulos valores, la innovación de sistemas de información continua e inmediata a los participantes y la creación de software de ejecución de operaciones relacionadas con las transacciones y su validación, de conformidad con las regulaciones locales e internacionales.

A pesar de las regulaciones, los mercados no están exentos de malas prácticas que provocan crisis financieras tanto dentro de las estructuras como en las economías de los países participantes, tal como ha ocurrido en décadas pasadas, como la depresión de 1929 y la crisis de las hipotecas *subprime* de 2007. Sin embargo, los inversionistas aún presentan muestras de confianza en este tipo de mercados, pues ven en ellos oportunidades más diversificadas de hacer inversiones más rentables o adecuadas a sus expectativas de negocios, o en el caso de las compañías obtener financiamientos.

## **1. Opciones de Financiamiento a través del Mercado de Valores**

El mercado de valores se ha convertido en una opción en el que las compañías pueden obtener financiamiento de manera más ágil y flexible, a conveniencia de sus necesidades en cuanto a plazos y formas de emisión de títulos. Dentro de las formas de emisión las compañías pueden recurrir a los siguientes títulos:

- **Acciones:** Son participaciones en el capital social de una compañía que le proporciona fortalecimiento a su estructura de capital sin necesidad de endeudarse y sin límite de plazo. La emisión de éstas puede realizarse como Acciones Comunes que son de renta variable y Acciones Preferentes de renta fija.
- **Bonos:** Son obligaciones que adquiere la compañía para obtener recursos financieros por el cual paga un rendimiento o interés en un plazo determinado. Las formas de emisión de estos títulos es variada ya que se pueden emitir como Bonos Ordinarios, Bonos Convertibles en Acciones, Certificados de Inversión, Papel Bursátil, Notas, etc., que pueden realizarse a corto, mediano y largo plazo a conveniencia del emisor.

En cuanto a los plazos, las compañías pueden recurrir a financiamientos de corto plazo o menor a un año y de largo plazo mayor a un año, dependiendo de sus necesidades, esto considerando los conceptos, usos y regulaciones contenidas en el Código de Comercio de El Salvador sobre la emisión de estos títulos. También puede realizar el mecanismo de Titularización de activos, que es también a largo plazo, consistente en la emisión de títulos respaldados por los activos de la compañía, es decir que obtiene liquidez ahora de los activos, que por su naturaleza no son tan líquidos como el efectivo, pero que lo serán en el futuro. Estos activos son cedidos por la compañía a un patrimonio independiente con cargo al cual se emiten los títulos.

## **2. Origen y definición de la Titularización o *Securitización***

El término Titularización proviene de la traducción del término "*Securitization*", que a su vez se deriva del anglicismo "*Securities*", es decir valores o títulos-valores (Banco Central de Reserva, 2002, Pág. 3) Esta estructura financiera aparece tras la depresión de 1929, cuando el Gobierno de los Estados Unidos de América decidió proteger los ahorros del público y la solvencia de las empresas, a través de la creación de agencias federales que garantizaran el repago de los créditos hipotecarios. Para la década de los años 70, una de estas agencias realizó una emisión de títulos de deuda respaldada con activos; continuando con esta figura, para la década de los años 80 una entidad privada decide emitir títulos de deuda, para obtener financiamiento con respaldo en sus activos menos líquidos (Banco Central de Reserva, 2009).

Con este proceso se realiza una cesión de los activos a un patrimonio o fondo independiente del cual se emiten títulos de deuda respaldados con los activos, es decir se titularizan los activos. Para una mejor interpretación se consideran las siguientes definiciones:

- La Ley de Titularización de Activos de El Salvador en su artículo 2, define a la titularización como el 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.

- Para Regional Investment Corporation, la Titularización es un método alternativo de financiamiento mediante la Bolsa de Valores, el cual permite volver líquidos activos que por su naturaleza no lo son (contratos, cuentas por cobrar, cartera crediticia, ventas futuras, etc.), adicionalmente permite separar los riesgos del originador (empresa) y de la emisión.
- Es un mecanismo financiero a través del cual, las empresas comprendidas tanto las del sector financiero como del sector real, obtienen recursos provenientes de sus propios balances a través de lo que se conoce como movilización de activos, mediante la emisión de títulos que ingresan al mercado público de valores. (Ballesteros, 1963, p. 53)
- La sociedad Hencorp Valores define Titularización como un mecanismo para obtener liquidez ahora, tanto de activos existentes pero que por su naturaleza no son líquidos, como de flujos futuros sobre los que se tiene una elevada certeza de ocurrencia en el futuro.

Con la titularización de Activos, el financiamiento a largo plazo que buscan las empresas para el desarrollo de nuevos proyectos o de otras actividades, se vuelve una opción de bajo costo y confiable pues aplica una estructura financiera y utiliza el mercado de valores para negociarse.

### **3. Proceso de Titularización**

Una entidad pública o privada, que ha determinado financiarse a través de la titularización debe evaluar que activo o activos serán enajenados, es decir debe buscar en ellos la posición de acreedor para cederlos con anterioridad a su vencimiento volviéndolo más líquido de manera anticipada y poder disponer de él para la operatividad o realización de nuevos proyectos. Para determinar esta disponibilidad, la titularización de los activos a ceder comprende de un proceso sistemático y ordenado, que se describe a continuación y que posteriormente se muestra esquemáticamente en la Figura No. 1.

#### **a. Activos Titularizables**

Se puede titularizar cualquier tipo de activos que estén agrupados en un volumen relevante en cuantía total y número de operaciones, de manera tal que generen un flujo de caja regular y predecible que sea suficiente para que la Sociedad Titularizadora pague todos los servicios asociados con la operatividad de la figura y para responder el interés y capital ofrecido en la emisión de valores (Contreras, 2002, p. 5). Por ejemplo carteras de créditos hipotecarios, otros tipos de carteras acreedoras y otros activos que generen flujos futuros. Pero también pueden titularizarse flujos futuros de conciertos, ingresos futuros de películas, tickets de cine, teatro, parqueos, membrecías de clubes, primas de seguros y otros.

#### **b. Fondo de Titularización**

Una vez se determinan cuáles de los activos se seleccionarán para el proceso de titularización, deben pasar por el escrutinio de una sociedad Titularizadora, para que determine la viabilidad del un proceso de titularización con los activos seleccionados. La sociedad Titularizadora también cumplirá las funciones de estructurador de la emisión, emisor y administrador del Fondo de Titularización.

#### **c. Valúo y Clasificación de los Activos**

Los activos y los flujos que de ellos se generen, también deben someterse a la valuación de un perito valuador especializado, que emitirá un dictamen que sustente la estructura financiera propuesta. También, esta estructura debe someterse a un proceso de calificación de riesgo en relación a liquidez, solvencia, mecanismos de cobertura, garantía y otros que fortalezcan la solidez con la que se ha estructurado la emisión.

#### **d. Proceso de Bursatilización**

Obteniendo el visto bueno de la valuación de activos a titularizar, su clasificación y estructuración, la sociedad Titularizadora procede a conformar un fondo autónomo del que se emiten títulos de deuda con cargo a dicho fondo; y como todo proceso de bursatilización debe cumplir con la legislación del país que corresponda en cuanto a su registro o inscripción en mercado primario y a los contratos con los participantes. En este proceso también intervienen el Ente regulador, una Bolsa de Valores y las Casas de Corredores de Bolsa.

### e. Negociación en el Mercado

Emitidos los títulos valores y conformado el fondo de titularización, se procede a realizar una oferta pública de los valores de deuda con cargo al fondo para que puedan ser adquiridos por los inversionistas. Posterior a la negociación, se procede a entregar al originador el monto que le corresponde obtenido en la venta de los títulos a cambio de los activos que fueron cedidos. Colateralmente a este proceso, el representante de los tenedores quien resguarda los intereses del inversionista, verifica que se cumplan las condiciones pactadas.

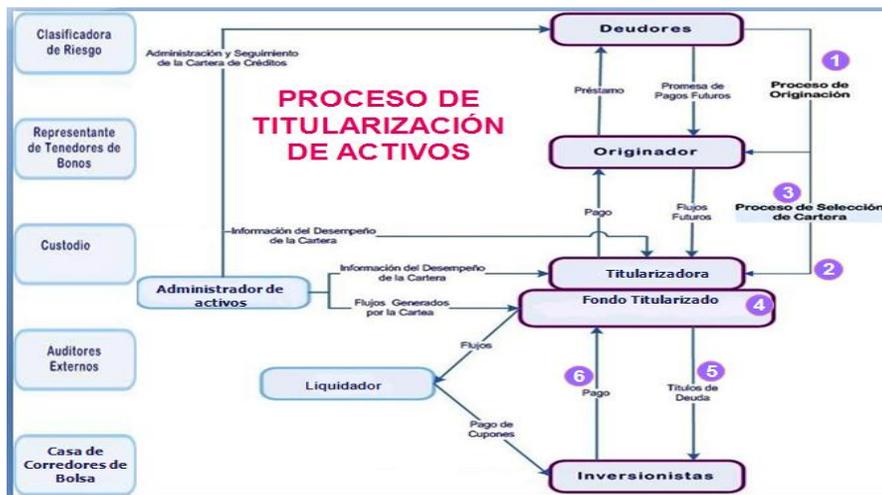


Figura No. 1: Esquema del Proceso de Titularización de Activos.

Fuente: Ex Superintendencia de Valores

## 4. Actores de una Titularización

Apesar de la complejidad de este tipo de títulos, la titularización se ha convertido en las últimas décadas, en una de las opciones de financiamiento más utilizada por las entidades y empresas de diferentes países o regiones, teniendo cada uno diferentes legislaciones para desarrollar este proceso. Además, dada la sistematización con la que se desarrollan este tipo de instrumentos financieros, Espiñeira, Sheldom y Asociados (2008) mencionan que es necesario que se vean involucrados varios participantes que ejerzan una función específica en el proceso de titularización, así:

- a. **Sociedad Originadora:** Es la que genera el activo que será cedido para titularizarlo o bursatilizarlo.
- b. **El Titularizador:** Es quien emite los Títulos de deuda con cargo a los activos adquiridos.
- c. **Sociedad Calificadora:** Es quien determina el grado de riesgo que tienen los activos y determina el monto y tipo de colateral que se debe constituir para obtener una calificación libre de riesgo.
- d. **El Custodio:** Se encarga de resguardar los activos a titularizar, pudiendo ser un banco u otra empresa que preste este servicio.
- e. **El Avalista:** Es quien otorga los colaterales exigidos por el calificador, función que desempeñan los bancos o las compañías de seguro.
- f. **La Empresa Administradora de los Activos:** Quien transfiere los flujos generados, pudiendo desempeñar esta labor el Originador o el Titularizador.
- g. **Estructurador:** Se encarga de vender los títulos a los inversionistas interesados.

## 5. Experiencias de Titularización de Otros Países.

Los Estados Unidos de América como pionero en este tipo de estructuración de títulos de deuda, realizó titularizaciones con las agencias federales; de la misma manera lo hizo el *Bank of America* en 1977, con una emisión respaldada con hipotecas. Este mecanismo creció durante la década de los años 80, en muchas entidades utilizaron como respaldo cartera comercial y préstamos de vehículos.

Para 1987 la tienda por departamentos *SEARS*, realizó una emisión de titularización respaldada con el flujo de caja correspondiente a las ventas que se realizaran a través de su propia tarjeta de crédito, muchos bancos y otras entidades comenzaron a aplicar este mecanismo de respaldo de tarjetas de crédito y diferentes garantías de amplia aceptación en el mercado. En países de Europa como Inglaterra, Francia y España este tipo de emisiones también han sido utilizadas como mecanismo o fuentes de financiamiento.

Inglaterra inició con respaldo hipotecario con ciertas modificaciones al modelo norteamericano, posteriormente se utilizaron de respaldo los préstamos de exportación e importación y las

operaciones de *leasing*. En Francia, la legislación de 1989 le permitió incluir también préstamos de consumo, sin embargo, cualquier emisión de titularización debe tener una calificación de riesgo, la garantía de una entidad crediticia independiente y otros mecanismos de seguridad. En España, este financiamiento es más utilizado y mejor asimilado pues se cree que este tipo de operaciones iniciaron de alguna manera cuando un decreto real respaldó el mercado hipotecario, ahora estas emisiones se respaldan con activos comúnmente titularizables con la diferencia que se ha iniciado la inclusión de la pequeña y mediana empresa.

En América Latina, la tendencia de este tipo de financiamiento también ha sido incluida dentro de las legislaciones financieras de países como México, Colombia, Argentina, Chile, Perú, Ecuador, Costa Rica, El Salvador y otros. El desarrollo de procesos de titularización en Latinoamérica es relativamente nuevo y ha tenido mayores dificultades respecto a otras regiones del mundo; pero, los procesos de titularización doméstica en Latinoamérica han tenido un crecimiento importante. De acuerdo a la recopilación histórica hecha por Hencorp Valores, los créditos susceptibles de titularización en estos países, son predominantemente los procedentes del mercado hipotecario, también se han vinculado los de consumo en general, los de operaciones de arrendamiento financiero, construcción, cuentas por cobrar y otros.

Específicamente, en Colombia se ha desarrollado de manera más exitosa el mecanismo de titularización de activos, siendo el primer país de la región que logro diseñar y colocar internamente papeles de titularización hipotecaria y de otro tipo de activos financieros, teniendo la mayoría de éstas una calificación bastante atractiva para los inversionistas. Este mecanismo se utilizó para financiar un proyecto de ordenamiento de transporte público. En el caso de México y Argentina se utilizó para financiar proyectos municipales. Bolivia y Ecuador lo han implementado en la empresa privada, en proyectos hoteleros y automotrices.

Dentro de la región Centroamericana, Costa Rica también ha utilizado este tipo de financiamiento en un marco legal específico bajo la figura de fideicomiso, mecanismo por el cual la titularización no se ha desarrollado ampliamente, sin embargo, se ha utilizado en el financiamiento de proyectos habitacionales y de construcción. Por ejemplo, el Instituto Costarricense de Electricidad y la Central Hidroeléctrica *Suerkata*, titularizaron sus flujos futuros para desarrollar nuevos proyectos.

## **CAPITULO II: TITULARIZACIÓN EN EL SALVADOR**

### **1. Historia de la Titularización en El Salvador**

En El Salvador se analizó la titularización como opción de financiamiento, y se preparó un mecanismo legal para poder estructurar este tipo de emisiones en el mercado de valores salvadoreño, intensificando la gestión para todos los procesos financieros y contables relacionados con bursatilización de los flujos de los activos, así como todos los procesos legales y contractuales.

Así pues, la Ley de Titularización de Activos fue aprobada según Decreto Legislativo No. 470 del 15 noviembre de 2007, y sancionada y publicada en el Diario Oficial No. 235, Tomo No. 377, del 17 de diciembre de 2007. Esta Ley le otorgó al ente regulador, entonces La Superintendencia de Valores hoy Superintendencia del Sistema Financiero, la facultad de emitir normativas técnicas complementarias para poder supervisar de manera integral los procesos de titularización de activos y de sus participantes, de tal manera que sea un desarrollo más eficiente.

En julio de 2008 se constituyó la primera sociedad titularizadora denominada *Hencorp Valores, S.A.*, Titularizadora, subsidiaria de la norteamericana *Hencorp Inc.*, y de acuerdo a la información divulgada en el Registro Público de la Superintendencia del Sistema Financiero, fue autorizada por la Ex Superintendencia de Valores hasta octubre de ese mismo año, y hasta octubre de 2010 en el que se autorizó como Emisor de Valores para poder emitir títulos en el Mercado de Valores. La Sociedad *Ricorp Titularizadora, S.A.*, es la segunda sociedad de ese tipo, constituida en agosto de 2011 y autorizada por la Superintendencia del Sistema Financiero en diciembre de ese mismo año como titularizadora de activos; en julio de 2012 se le otorgó la autorización como Emisor de Valores, según los datos publicados en el citado Registro.

### **2. Normativa vigente sobre Titularización en El Salvador**

Para realizar una titularización de activos a parte de la Ley creada para este proceso, también está sujeta a las demás Leyes y Regulaciones salvadoreñas, entre las que se listan las aplicadas por el regulador, en este caso La Superintendencia del Sistema Financiero, incluyendo la emitida por la Ex Superintendencia del Sistema Financiero:

- a) Ley de Titularización de Activos.
- b) Ley de Supervisión y Regulación del Sistema Financiero.
- c) Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta.
- d) Normativa Técnica Aplicable al Proceso de Titularización de Activos.
- e) Norma para la determinación de los requisitos y características mínimos que deben de poseer los Activos Susceptibles de Titularización.
- f) Norma sobre el contenido mínimo del contrato de titularización y su inscripción en el registro Público Bursátil.
- g) Norma para el Manejo de recursos de un Fondo de Titularización por parte del Representante de Tenedores de Valores, antes de su integración total.
- h) Norma para la determinación del contenido mínimo y periodicidad de la información que las Sociedades Titularizadoras y los Representantes de los Tenedores de Valores deben comunicar y poner a disposición de la Superintendencia.
- i) Norma para la Titularización de Inmuebles.
- j) Norma para la presentación de servicio de custodia de activos titularizados y para la información que deberá proporcionarse por quienes lo presten.
- k) Norma para la autorización de constitución e inicio de operaciones de Sociedades Titularizadoras y para la autorización de su registro en el Registro Público Bursátil.
- l) Norma para la determinación de los requisitos mínimos que deben contener los Contratos de Administración de los Activos Titularizados y para la respectiva aprobación de los mismos por parte de la Superintendencia.
- m) Norma sobre requisitos mínimos para el reconocimiento de registros de peritos valuadores de activos inmuebles y para la calificación de peritos valuadores de activos mobiliarios y financieros, que pretendan ser transferidos a un fondo de titularización.

Otras Leyes y regulaciones a las que está sujeta la titularización de activos, proceso y participantes del mismo:

- a) **Código de Comercio:** En cuanto a la regularización de emisión de títulos nominativos indicados en este Código, por ser títulos desmaterializados se regulan conforme la Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta.
- b) **Ley de Impuesto Sobre la Renta:** Respecto de las utilidades, dividendos, premios, intereses, réditos, ganancias netas de capital o cualquier otro beneficio obtenido por una persona natural o jurídica domiciliada en inversiones de títulos valores y demás instrumentos financieros, estarán gravadas de acuerdo al artículo 14-A de la Ley del Impuesto Sobre la Renta.
- c) **Ley de Impuesto a la Transferencia de Bienes Muebles y a la Prestación de Servicios:** En este caso la Ley considera los títulos valores y otros instrumentos financieros como bienes muebles incorpóreos e incluye que cualquier forma de financiamiento se considera prestación de servicios.
- d) **Código Tributario:** Para regular las relaciones tributarias que se generen con el Estado y la exención que de aplicación de retención tributaria a participantes como Casas de Corredores de Bolsa, sociedad gestora o administradora de fondos de titularización o inversión de conformidad al artículo 159 literal B de ese Código.

### 3. Activos que pueden Titularizarse en El Salvador

La Ley de Titularización de Activos de El Salvador en el artículo 45 especifica, que son sujetos de titularizarse todos aquellos activos que tengan capacidad de generar flujos de fondos periódicos y predecibles, que estén sustentados con antecedentes de pago y debidamente documentados, siempre y cuando no estén embargados o sean objeto de cualquier proceso judicial o provengan de actos ilícitos o fraudulentos. Por ejemplo, contratos de préstamos, títulos valores o derechos sobre flujos futuros.

Y, según el artículo 46 de la misma Ley, también pueden constituirse fondos de titularización con bienes inmuebles, siempre que éstos tengan por objeto desarrollar proyectos de construcción, que estén asegurados y evaluados por un perito valuador. Esta figura es más compleja ya que se deben detallar las condiciones de ventas de los inmuebles, el pago de impuestos, permisos, etc.

#### 4. Titularizaciones autorizadas en El Salvador

La sociedad *Hencorp* Valores, S.A. Titularizadora, primera titularizadora autorizada en El Salvador, cuenta a la fecha con las siguientes emisiones: valores de titularización - títulos de deuda, asentadas en el Registro Especial de Emisiones de Valores del Registro Público Bursátil que lleva la Superintendencia del Sistema Financiero:

- Valores de Titularización *Hencorp* Valores Asociación Liceo Francés 01, por un monto de US\$ 2,580,000.00, respaldada por la cesión contractual de los derechos sobre Flujos Financieros Futuros provenientes de los ingresos diarios, actuales y futuros, en dinero por cuotas por servicios educativos (colegiaturas y/o matrículas), venta de útiles y materiales, ingresos por actividades del comité socio cultural, donaciones, ingresos por venta de activos y cualquiera otros ingresos percibidos por la Asociación Liceo Francés, libres de impuestos. Bajo el número EM-0038-2010 de fecha 23 de noviembre de 2010.
- Valores de Titularización *Hencorp* Valores Alcaldía Municipal de San Salvador 01, por un monto de US\$ 20,815,000.00, respaldada por la cesión contractual de los derechos sobre los primeros Flujos Financieros Futuros de cada mes provenientes de los Ingresos Tributarios, Ingresos Financieros y Otros, Ingresos por Transferencias Corrientes Recibidas, Ingresos por Transferencia de Capital Recibidas, Ingresos por Venta de Bienes y Servicios, Ingresos por Actualizaciones y Ajustes de períodos anteriores y cualquiera otros ingresos percibidos por la Alcaldía Municipal de San Salvador, libres de impuestos. Bajo el número EM-0044-2010 de fecha 29 de diciembre de 2010.
- Valores de Titularización *Hencorp* Valores Alcaldía Municipal de Antiguo Cuscatlán 01, por un monto de US\$ 10,488,500.00 respaldada por la cesión contractual de los derechos sobre los primeros Flujos Financieros Futuros de cada mes provenientes de los Ingresos Tributarios, Ingresos Financieros y Otros, Ingresos por Transferencias Corrientes Recibidas, Ingresos por Transferencia de Capital Recibidas, Ingresos por Venta de Bienes y Servicios, Ingresos por Actualizaciones y Ajustes de períodos anteriores y cualquiera otros ingresos percibidos por la Alcaldía Municipal de

Antiguo Cuscatlán, libres de impuestos. Bajo el número EM-0022-2011 de fecha 3 de octubre de 2011.

- Valores de Titularización *Hencorp* Valores Alcaldía Municipal de Santa Tecla 01, por un monto de US\$ 4,418,400.00 respaldada por la cesión contractual de los derechos sobre los primeros Flujos Financieros Futuros de cada mes provenientes de los Ingresos Tributarios, Ingresos Financieros y Otros, Ingresos por Transferencias Corrientes Recibidas, Ingresos por Transferencia de Capital Recibidas, Ingresos por Venta de Bienes y Servicios, Ingresos por Actualizaciones y Ajustes de períodos anteriores y cualquiera otros ingresos percibidos por la Alcaldía Municipal de Santa Tecla, libres de impuestos. Bajo el número EM-0023-2011 de fecha 16 de noviembre de 2011.
- Valores de Titularización *Hencorp* Valores Apoyo Integral 01, por un monto de US\$15,800,000.00 respaldada la cesión contractual de los derechos sobre los primeros Flujos Financieros futuros en concepto de los Ingresos, cuyos orígenes correspondan a cualquier Ingreso que estuviere facultada la Sociedad de Ahorro y Crédito Apoyo Integral, S.A., a percibir de conformidad con las leyes respectivas. Bajo el número EM-0012-2012 de fecha 2 de agosto de 2012.
- Valores de Titularización *Hencorp* Valores Alcaldía Municipal de Sonsonate 01, por un monto de US\$ 12,487,400.00 respaldada por la cesión contractual de los derechos sobre los primeros Flujos Financieros Futuros de cada mes provenientes de los Ingresos Tributarios, Ingresos Financieros y Otros, Ingresos por Transferencias Corrientes Recibidas, Ingresos por Transferencia de Capital Recibidas, Ingresos por Venta de Bienes y Servicios, Ingresos por Actualizaciones y Ajustes de períodos anteriores y cualquiera otros ingresos percibidos por la Alcaldía Municipal de Sonsonate, libres de impuestos. Bajo el número EM-0019-2012 de fecha 16 de octubre de 2012.
- Valores de Titularización *Hencorp* Valores Alcaldía Municipal de San Salvador 02, por un monto de US\$ 10,539,000.00 respaldada por la cesión contractual de los derechos sobre los Flujos Financieros Futuros de cada mes provenientes de los Ingresos Tributarios, Ingresos Financieros y Otros, Ingresos por Transferencias Corrientes Recibidas, Ingresos por Transferencia de Capital Recibidas, Ingresos por

Venta de Bienes y Servicios, Ingresos por Actualizaciones y Ajustes de períodos anteriores y cualquiera otros ingresos percibidos por la Alcaldía Municipal de San Salvador, libres de impuestos. Bajo el número EM-0002-2013 de fecha 23 de enero de 2013.

- Valores de Titularización *Hencorp* Valores Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma 01, por un monto de US\$ 77,700,000.00 respaldada por la cesión contractual de los derechos sobre los Flujos Financieros Futuros de cada mes provenientes de los Ingresos por Venta de Bienes y Servicios, sean estos aeroportuarios, portuarios o ferroviarios, que le correspondan, entre los que se comprenden: los derechos de embarque por el uso de las instalaciones de la terminal de pasajeros, los derechos que pagan las líneas aéreas por el uso de las facilidades de embarque y desembarque de pasajeros y carga, incluyendo: pistas de despegue y aterrizaje de aeronaves, espacios comerciales y de oficina, terminal de pasajeros, terminal de carga, aéreas de mantenimiento, y otros; Ingresos por Actualizaciones y Ajustes; Ingresos Financieros y Otros; y cualquier otro que determinen las leyes y reglamentos percibidos por la Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma, libres de impuestos. Bajo el número EM-0003-2013 de fecha 14 de febrero de 2013.
- Valores de Titularización *Hencorp* Valores Corporación Pirámide 01, por un monto de US\$ 8,415,000.00, respaldada por la cesión contractual de los derechos sobre los Flujos Financieros Futuros de cada mes provenientes de los Ingresos generados por la Recolección de las Cuentas por Cobrar de las sociedades: Corporación Pirámide, S.A. de C.V., JHS de El Salvador, S.A. de C.V., Restaurantes y Tabernas, S.A. de C.V. y *Premium Steak Restaurants*, S.A. de C.V. Bajo el número EM-0013-2013 de fecha 20 de agosto de 2013.
- Valores de Titularización *Hencorp* Valores Banco Promérica 01, por el monto de US\$ 26,650,000.00, respaldada por la cesión contractual de los derechos sobre los Flujos Financieros Futuros de cada mes provenientes de los Ingresos generados por la recolección de las cuentas por cobrar del Banco Promérica, S.A., en razón de los pagos realizados a los beneficiarios del envío de remesas familiares, en virtud de la relación contractual con las empresas de servicio de transferencia de dinero.

Por su parte la sociedad *Ricorp* Titularizadora, S.A., tiene asentadas dos emisiones de valores de titularización en el Registro Especial de Emisiones de Valores del Registro Público Bursátil que lleva la Superintendencia del Sistema Financiero, siguientes:

- Valores de Titularización *Ricorp* Titularizadora - Club de Playas Salinitas 01, por un monto de US\$ 45,000,000.00, respaldada por los derechos sobre flujos financieros futuros de una porción correspondiente a los primeros ingresos percibidos por Club de Playas Salinitas S.A. de C.V., generados por: (i) La operación hotelera del Hotel Royal Decameron Salinitas; (ii) La recuperación de la venta y cualquier comisión proveniente de los Contratos del Programa Multivacaciones Decameron, que se generen en El Salvador y Guatemala; (iii) Ingresos por comisiones o por cualquier otro concepto del exterior provenientes de *Atlantic Management and Hotels International*, S.A. por operaciones relacionadas exclusivamente con la operación en El Salvador o cualquier otro *tour* operador en el exterior por operaciones relacionadas con Grupo Decameron por operaciones realizadas exclusivamente en El Salvador; (iv) Cualquier otro ingreso futuro no contemplado al momento de la emisión, que pudiera recibir Club de Playas Salinitas S.A. de C.V., durante la vigencia de la emisión. Libres de impuesto. Bajo el número EM-0015-2012 de fecha 12 de septiembre de 2012.
- Valores de Titularización – Títulos de Deuda, con cargo al Fondo de Titularización *Ricorp* Titularizadora FOVIAL01, por un monto de US\$ 50,000,000.00, respaldada por una porción correspondiente a los primeros flujos financieros futuros de ingresos mensuales percibidos en concepto de las transferencias de recursos que anualmente se consignan en el Presupuesto General de la Nación en el Ramo de Obras Públicas calculado en base al monto generado por la aplicación de la contribución de conservación vial a la venta o cualquier otra forma de transferencia de propiedad de diesel y gasolinas o sus mezclas con otros tipos de carburantes que realicen importadores o refinadores, conforme lo establece el artículo veintiséis de la Ley del Fondo de Conservación Vial. Bajo el número EM-0009-2013 de fecha 23 de mayo de 2013.

- Valores de Titularización – Títulos de Deuda, con cargo al Fondo de Titularización *Ricorp* Titularizadora FOVIAL02, por un monto de US\$ 50,000,000.00, respaldada por una porción correspondiente a los primeros flujos financieros futuros de ingresos mensuales percibidos en concepto de las transferencias de recursos que anualmente se consignan en el Presupuesto General de la Nación en el Ramo de Obras Públicas calculado en base al monto generado por la aplicación de la contribución de conservación vial a la venta o cualquier otra forma de transferencia de propiedad de diesel y gasolinas o sus mezclas con otros tipos de carburantes que realicen importadores o refinadores, conforme lo establece el artículo veintiséis de la Ley del Fondo de Conservación Vial. Bajo el número EM-0015-2013 de fecha 30 de octubre de 2013.
- Valores de Titularización – Títulos de Deuda, con cargo al Fondo de Titularización *Ricorp* Titularizadora Inmobiliaria Mesoamericana 01, por un monto de US\$9,300,000.00, respaldada por los cánones provenientes de un contrato de arrendamiento operativo así como otros derechos accesorios. Bajo el número EM-0019-2013 de fecha 17 de diciembre de 2013.

## 5. Actores de una titularización en El Salvador

Para El Salvador, el proceso de Titularización de Activos involucra menos participantes e incluso permite más actividades a la Titularizadora y al Representante de los Inversionistas o Tenedores. Cada participación de éstos se describe conforme lo dispuesto en las Leyes de Titularización de Activos y se grafica en la Figura No. 2.

- El Originador:** Es el dueño de los activos, quien posteriormente los cederá para constituir un fondo de titularización del cual se emitirán los títulos valores.
- Titularizadora o Administradora:** Es la sociedad que administra el fondo de titularización, y su función es velar por el manejo seguro y eficiente de los recursos que integran el fondo. Esta sociedad mantiene relación directa con el originador y los inversionistas y/o sus representantes. En la regulación salvadoreña esta sociedad también es el emisor de los títulos de deuda.

- c. **Estructurador:** Es el responsable del diseño de la emisión, es decir, la estructura financieras que incluya aspectos de mercado y legales. Esta función puede realizarla la sociedad Titularizadora.
- d. **Colocador:** Es el suscriptor de la emisión y puede efectuar la colocación en el mercado. Esta función la puede realizar una Casa de Corredores de Bolsa.
- e. **Inversionista:** Los adquirientes de los títulos o tenedores de los valores titularizados.
- f. **Representante de los Tenedores:** Representa los intereses de los tenedores de valores titularizados, por lo tanto verifica que el proceso de titularización se realice correctamente.
- g. **Bolsa de Valores:** Es el mercado organizado y especializado donde se realiza la negociación de los títulos valores.
- h. **Sociedades de Depósito y Custodia:** Son las entidades que reciben en custodia y depósito los títulos valores, estas se encargan de buen cuidado y manejo de los activos.
- i. **Sociedades Clasificadoras de Riesgo:** Es la encargada de proporcionar una calificación de riesgo al título valor, proporcionándole al inversionista mayor seguridad en la adquisición de éste, pues sus riesgos han sido estudiados y evaluados.

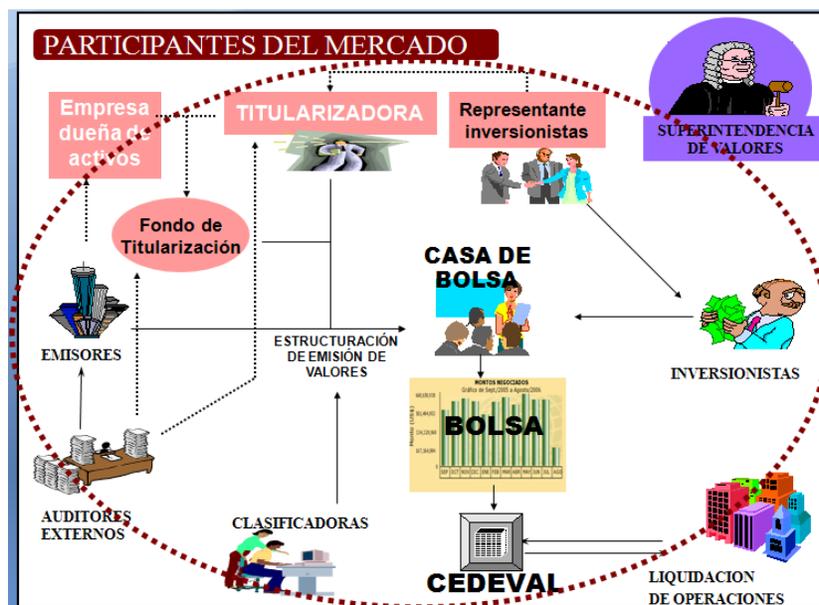


Figura N° 2: Actores del Proceso de Titularización

Fuente: Ex Superintendencia de Valores

### CAPITULO III: TITULARIZACIÓN COMO OPCIÓN DE FINANCIAMIENTO EN EL SALVADOR.

#### 1. Fondos de Titularización permitidos en El Salvador

De conformidad con la Ley de Titularización de Activos de El Salvador, los Activos susceptibles de titularización son todos aquellos que tengan capacidad de generar flujos de fondos periódicos y predecibles como contratos, títulos valores, flujos financieros futuros y otros de naturaleza análoga, que cumplan los requisitos establecidos en las normativas de la Superintendencia del Sistema Financiero. Así mismo, está permitida la titularización de inmuebles siempre y cuando ésta tenga como objeto el financiamiento de proyectos de construcción, los que aparte de cumplir con la normativa de la Superintendencia deben cumplir con el resto de normas dictadas para el rubro de la construcción en El Salvador.

Actualmente, en El Salvador únicamente se cuenta con dos formas de titularización: Flujos Financieros Futuros y de Contratos de Arrendamiento. Tal como se detalló en las titularizaciones autorizadas, tanto instituciones privadas, Gobiernos Municipales e Instituciones Autónomas han recurrido a la modalidad de ceder los derechos sobre flujos futuros, tal como se ejemplifica en la siguiente estructura:

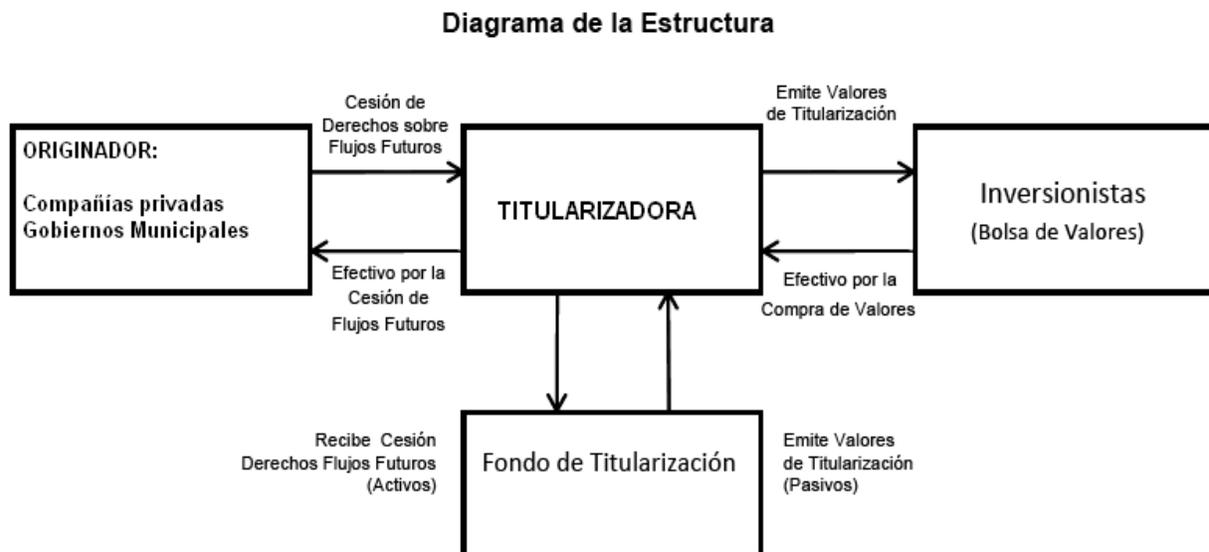


Figura No. 3: Estructura de un proceso de titularización de activos de una municipalidad establecida por la sociedad *Hencorp* Valores, S.A., Titularizadora. Fuente: Informe de clasificación de riesgo de *PacificCredit Rating*.

Como se expone en el diagrama de la Figura No. 3, el originador prepara toda la documentación necesaria para hacer la cesión sobre los derechos de flujos financieros futuros al Fondo de Titularización, administrado por la sociedad Titularizadora, con este proceso el originador pierde todo derecho sobre el activo que pasa a ser propiedad del referido Fondo; sobre la cesión de activos se realizará la emisión de valores de titularización que será ofrecida a los inversionistas a través de la Bolsa de Valores. Una vez adquiridos los títulos por los inversionistas, se entrega el efectivo de la compra de los valores a la Titularizadora y ésta posteriormente se los entrega al originador. En adelante, el inversionista obtendrá los beneficios esperados de los flujos cedidos al Fondo.

Otra modalidad de titularización de activos realizada en El Salvador, es la referida la cesión de contratos de arrendamiento, reflejada en la siguiente estructura:

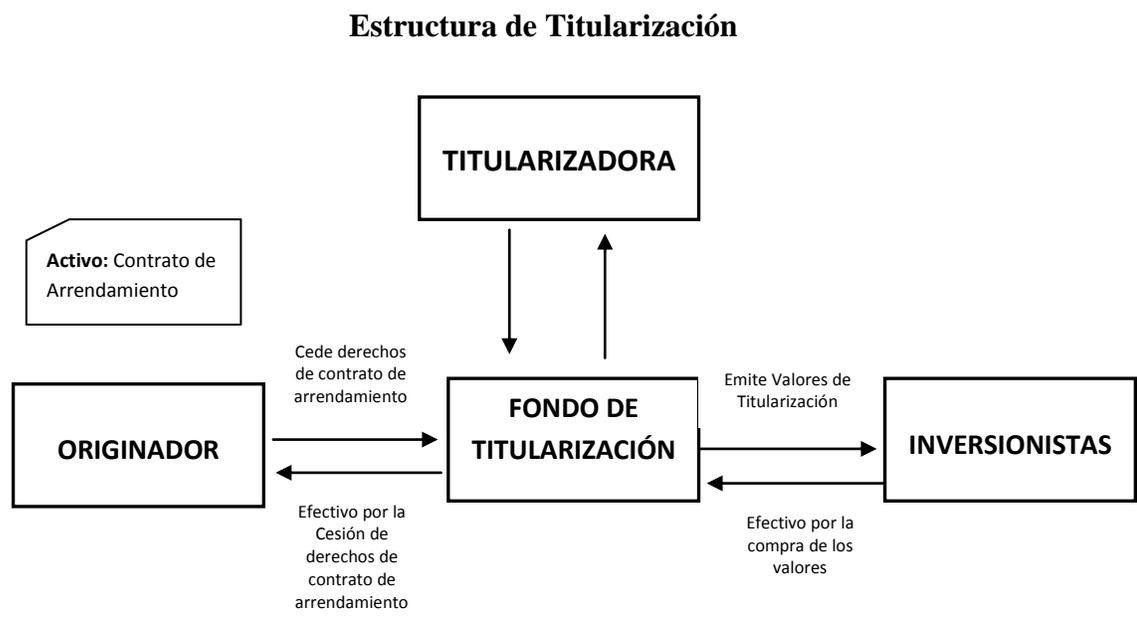


Figura No. 4: Estructura de un Proceso de Titularización de un Canon de Arrendamiento establecida por la sociedad *Ricorp Titularizadora, S.A.* Fuente: Informe de clasificación de riesgo de *Equilibrium, S.A.* de C.V.

Para la modalidad de la estructura de titularización presentada en la Figura No. 4, el originador cede un activo denominado Contrato de Arrendamiento por el cual recibe pagos periódicos y

predecibles, previamente analizados y aprobados para su cesión y sobre los cuales el originador pierde los derechos totales o parciales; se emiten los valores que se ofrecerán al inversionista a través de la Bolsa de Valores. El efectivo obtenido de esta venta se entrega a la Titularizadora y ésta al originador. Igualmente, el inversionista recibirá los beneficios de los derechos cedidos al Fondo.

En cuanto a la modalidad de titularización de inmuebles, la estructura varía en cuanto a la emisión de valores ya que éstos deberán representar la participación en el patrimonio del Fondo, cuyo objetivo es financiar un proyecto de construcción sobre un inmueble.

### Estructura de Titularización

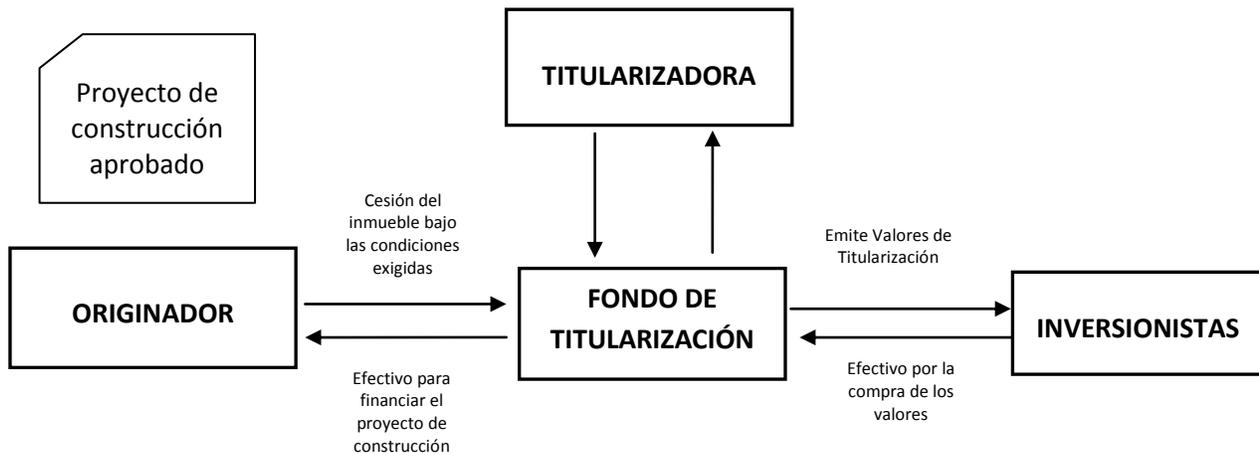


Figura No. 5: Estructura de un Proceso de Titularización de Inmuebles.

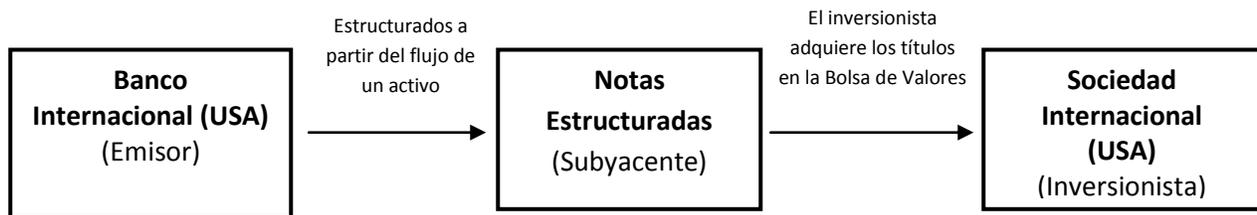
**Fuente:** Estructura realizada por el grupo basada en el Art. 46 de la Ley de Titularización de Activos.

Para dar inicio al Proceso de Titulación de Inmuebles, el proyecto de construcción sobre el inmueble debe contar con diseños, estudios técnicos y de factibilidad, presupuestos de mano de obra y financieros previamente aprobados, así como contar con todos los permisos y solvencias para desarrollarlo. Además, el inmueble sobre el cual se realizará el proyecto deberá estar asegurado contra riesgos, estar libre de gravámenes o de limitaciones de dominio, etc. Una vez efectuada la Cesión del proyecto al Fondo se realiza la emisión de títulos valores que se ponen a disposición de los inversionistas a través de la Bolsa de Valores. El efectivo de la compra es destinado al desarrollo y ejecución del proyecto inmobiliario. Véase Figura No. 5.

## 2. Otras opciones de titularización no contempladas en la Ley de Titularización de El Salvador.

Las estructuras de titularización antes descritas, aunque son las permitidas por la regulación salvadoreña, no son las únicas posibles de realizar dentro de un proceso de titularización de activos, también pueden estructurarse de formas más complejas como la inclusión de otros títulos valores más complejos como las Notas Estructuradas. Dichas notas se componen de uno o más bonos, opciones u otros títulos valores que se convierten en el activo subyacente de las mismas, las cuales son diseñadas identificando la oportunidad de y inversión y la factibilidad de venta en el mercado.

### Esquema de Bonos Estructurados



### Estructura de Titularización

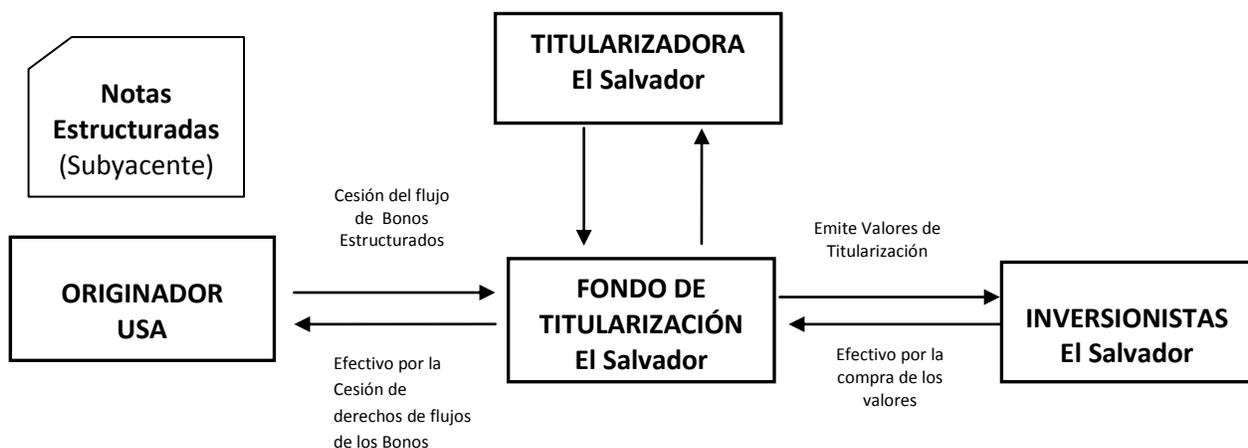


Figura No. 6: Estructura de un Proceso de Titularización con títulos subyacentes.

Fuente: Estructura realizada por el grupo y el asesor considerando ofertas en mercados internacionales.

De acuerdo al esquema presentado en la Figura No. 6, un Banco o una sociedad Internacional (para el caso se expone Estados Unidos de América, USA), emite Notas estructuradas que pone a disposición de los inversionistas en el Mercado de Valores, por otra parte una sociedad de ese mismo país decide invertir en éstas y adquiere cierto número de Notas. Posteriormente, la sociedad encuentra en este activo la oportunidad de poder obtener financiamiento a través de una titularización en ese país o fuera de él, para este caso es señalado a El Salvador. La sociedad internacional se convierte en el originador del activo a titularizar y cede los flujos del mismo a través de un contrato a una sociedad titularizadora para que lo administre, emita los nuevos títulos y los ponga a disposición de los inversionistas a través de una Bolsa de Valores. El dinero obtenido de la venta se entrega al originador, por lo que el flujo que generen los valores ahora pasará al fondo de titularización y reintegrado a los inversionistas.

La legislación salvadoreña no permite este tipo de estructuras, pues establece en sus normativas que los activos susceptibles de titularización deben generar flujos periódicos y predecibles; en este caso el originador de los valores de titularización (sociedad internacional) no puede predecir los flujos generados por los activos de las Notas ya que están vinculadas al desempeño financiero de los valores originados por un tercero (activos subyacentes), esto sumado a que la formación del precio de las Notas riesgos de mercado, crédito y liquidez son difíciles de calcular. Además, la sociedad no es considerada el originador principal (emisores de los activos subyacentes) por lo que se supone que las Notas no corresponden al concepto de valor representativo de obligaciones como para considerarse sujeto a titularización en el mercado de valores salvadoreño.

### **3. Comparación de una Titularización de Activos y un Crédito Bancario.**

Para determinar las diferencias entre un préstamo bancario y un proceso de titularización de activos como fuente de financiamiento de proyectos que puede utilizar una empresa, se simuló un ejercicio comparativo de ambas opciones, el cual expone la necesidad de financiamiento de un millón de dólares a un plazo de diez años. A continuación se presentan las condiciones de cada opción.

En el caso de un préstamo bancario, el solicitante (la empresa) debe presentar a la institución bancaria sus estados financieros históricos y presentes, además se debe presentar la evaluación del proyecto sobre el cual se está solicitando el financiamiento. El banco debe realizar las respectivas consideraciones y determinar si le cede el préstamo de forma completa o parcial, en cualquiera de los dos casos el banco establecerá una tasa de interés anual, una comisión por el desembolso del préstamo, una comisión por activación de seguro y otros gastos administrativos (Las tasas aplicadas en este ejercicio se tomaron de la publicación Tasas de Interés de la Superintendencia del Sistema Financiero ver anexo 1), las condiciones consideradas para este ejercicio son las que se observan en la Tabla No. 1.

***Tabla 1. Condiciones bancarias del préstamo.***

<b>CONCEPTO</b>	<b>DATOS</b>
<b>Monto Prestamo</b>	\$ 1000,000.00
<b>Interes Nominal</b>	10.75%
<b>Periodos</b>	10
<b>Comisión por desembolso</b>	3.00%
<b>Comisión por activacion de seguro</b>	1.00%
<b>Seguro de deuda</b>	0.025%

**Fuente:** Flujo comparativo elaborado por el grupo. Véase Anexo 2.

En el transcurso de la ejecución del proyecto el banco estará supervisando los avances y otorgando los desembolsos correspondientes, además de revisar periódicamente la capacidad de pago de la empresa y monitoreando sus Estados Financieros.

Suponiendo las mismas condiciones, un monto por un millón de dólares a diez años plazo se exponen las condiciones a través de una Titularización de Activos. En primer lugar, la sociedad debe determinar si uno de sus activos, no tan líquidos genera un flujo predecible y periódico que pueda cederse para financiar su nuevo proyecto. La empresa acude a una sociedad titularizadora que le prestará la asesoría necesaria para evaluar la factibilidad de la cesión del activo, para eso se procede a estructurar los flujos que generará el activo y determinar todos los costos y gastos que generará la colocación de éstos en el mercado de valores.

Para este caso, se involucran todas comisiones que generan todos los participantes del mercado, titularizadora, Bolsa de Valores, Casa de Corredores de Bolsa, Sociedades de Custodia y Depósito, Supervisor, Clasificadora de Riesgo, Representante de Tenedores y Otros Administrativos; estos costos se dividen en Costos Iniciales que sólo se pagarán una vez y los costos anuales que son para darle un mantenimiento a la emisión durante el plazo establecido para la misma (ver anexo 2 para ver desglose de gastos de titularizar). Las condiciones consideradas para este ejercicio de titularizar son las que se observan en la Tabla No. 2.

**Tabla 2. Condiciones de Titularización.**

<b>CONCEPTO</b>	<b>Anual</b>
<b>Monto Prestamo</b>	\$ 1000,000.00
<b>Interes Nominal</b>	7.50%
<b>Periodos</b>	10
<b>Comisión por desembolso</b>	3.00%

**Fuente:** Flujo comparativo elaborado por el grupo, Véase anexo 3

Una vez determinado el flujo y se acuerde que el activo es sujeto a titularización, se inicia el proceso de estructuración de constitución del Fondo de Titularización que tendrá a cargo los valores de titularización, véase Tabla No. 2; posteriormente, la empresa dueña de los activos cede el activo a la sociedad titularizadora que respaldará los títulos valores y se procede a la emisión y colocación de los valores en el Mercado Bursátil. Efectuada la operación de colocación y venta de títulos valores, respaldados por los activos, la sociedad titularizadora entregará a la empresa originadora el monto correspondiente para el financiamiento solicitado.

Durante la vigencia del plazo de la emisión, se supervisará todo el proceso a la sociedad titularizadora en cuanto a la administración de los flujos cedidos, que incluye una auditoría financiera y la supervisión periódica de la entidad reguladora del proceso como del representante de los tenedores de valores. En cuanto a la sociedad originadora, se verificará que ésta respete el convenio de cesión de dichos flujos y que utilice el dinero recibido para financiar los proyectos previstos. Por estar separados los activos cedidos de los estados financieros de la empresa, no se revisan periódicamente por el supervisor o representante de los tenedores, a menos que se presente alguna irregularidad en el convenio de cesión pactado.

Resumiendo los datos de ambos casos, Véase Tabla No. 3, titularización y préstamo bancario, se puede apreciar la diferencia en cuanto a costos, tasa de interés y los rendimientos esperados en caso de concederse el financiamiento.

**Tabla 3. Datos comparativos de Titularización contra Préstamo.**

<b>Concepto</b>	<b>Titularización</b>	<b>Préstamo</b>
<b>Monto</b>	\$ 1000,000.00	\$ 1000,000.00
<b>Plazo</b>	10	10
<b>Tasa</b>	7.50%	10.75%
<b>Interes pagado</b>	\$456,859.27	\$680,253.83
<b>TIR</b>	9.06%	11.75%
<b>Costos Iniciales</b>	\$67,450.18	\$40,000.00
<b>Costos Anuales</b>	\$0.00	\$250.00

**Fuente:** Flujo comparativo elaborado por el grupo, Véase anexo 2 (para flujo de préstamo), anexo 3 (Para costos iniciales de titularización) y anexo 4 (para flujo de titularización)

#### **4. Ventajas y Desventajas de la Titularización como opción de financiamiento**

##### **4.1. Ventajas**

- Permite a los originadores o dueños de los activos obtener financiamiento a través del mercado de valores sin estar registrado como emisor de valores, es decir tiene acceso a un mercado más diversificado en el cual no puede participar directamente.
- El originador puede aprovechar sus activos menos líquidos al convertirlos en valores negociables y generar más liquidez a la empresa, sin necesidad de incrementar sus pasivos.
- En comparación con un préstamo bancario, al convertir los activos en valores negociables reduce el costo de financiación para el originador y evita cualquier tipo de restricción crediticia de las instituciones financieras.
- Al existir una independencia de los activos a un patrimonio autónomo, ambos el originador y los títulos valores obtienen una clasificación de riesgo independiente.

- El inversionista puede diversificar el riesgo de su portafolio al disponer de más opciones en el Mercado de Valores.
- Los activos cedidos por el originador son los mejores de los que dispone en cuanto a los requisitos de titularización establecidos, por lo tanto obtiene una buena clasificación de riesgo y consecuentemente representa para el inversionistas mayor seguridad.
- Los valores de titularización son más atractivos que el resto de valores en el mercado pues, por lo general, proponen una mayor rentabilidad.

#### **4.2. Desventajas**

- Las limitaciones de la Ley de Titularización de Activos, en cuanto a los activos susceptibles de titularización, limita el mercado para determinados instrumentos que podrían contribuir a la liquidez de las empresas. Obligando a las empresas a buscar otros mercados internacionales que si permiten estructuras más complejas de titularización de activos.
- Los activos susceptibles de titularización son los mejores de la empresa, por lo que una vez cedidos podrían afectar la calificación de la empresa.
- Los inversionista mayoritarios se pueden ver más favorecidos por la cantidad de títulos que tienen capacidad de adquirir, mientras que los minoritarios probablemente no perciban la rentabilidad de los mismos.

#### **4.3. Factores de Riesgo**

De conformidad a los Prospecto de Emisión de Fondos de Titularización de Activos, publicados en el Registro Público de la Superintendencia del Sistema Financiero, cada tipo de titularización tiene factores de riesgo asociados.

- Para las titularizaciones de Gobiernos Municipales, la Ley Reguladora del Endeudamiento Público Municipal establece que el saldo de la deuda municipal no podrá ser mayor a 1.7 veces en relación a los ingresos operacionales del ejercicio fiscal anterior. Por lo que, por el plazo de vigencia de este tipo de emisiones y considerando el período en funciones del Alcalde electo, podría reducirse la liquidez de los ingresos futuros para el siguiente gobernante municipal.

- En el caso de las titularizaciones relacionadas con las Instituciones Autónomas, los flujos financieros cedidos, total o parcial, proveniente del ingreso de sus actividades, puede verse afectado por cualquier cambio regulatorio en las Leyes de El Salvador que afecten la recolección de los ingresos.
- De las titularizaciones del sector real, aparte de cualquier evento que afecte el activo cedido, debe considerarse los cambios regulatorios de la legislación salvadoreña como los cambios administrativos al interior de la sociedad que puedan afectar la capacidad de pago al Fondo de Titularización.

## CONCLUSIÓN

La titularización es para las empresas una opción para ingresar al mercado de capitales, especialmente para aquellas que sus condiciones vuelven difícil o impenetrable el acceso a éste, haciéndolo a través de cesión de sus activos convirtiéndolos en un patrimonio independiente de la sociedad conocido como Fondo de Titularización, el cual tendrá por finalidad originar los pagos de los títulos valores que se emitan a su cargo. En El Salvador la titularización de activos es aún una opción relativamente nueva para las empresas o entidades, hace menos de diez años se aprobó la Ley de Titularización de Activos y se autorizó la primera sociedad Titularizadora y la primera emisión de títulos valores de esta naturaleza, no obstante, esta opción ha sido bastante aceptada en el mercado bursátil salvadoreño por empresas e instituciones públicas y privadas para obtener financiamiento de largo plazo sin afectar sus pasivos, inclusive con las limitaciones que pone la actual normativa vigente.

Las ventajas que ofrece esta opción de financiamiento, resultan favorables para las empresas o instituciones que buscan liquidez a través de sus activos, pues al cederlos se constituye un patrimonio independiente y por lo tanto una calificación de riesgo distinta, de esta forma puede ingresar a un mercado más diversificado, aunque sea de forma indirecta, así también evitar cualquier restricción que le pueda imponer un tercero para otorgarle el mismo financiamiento. Sin embargo, al ceder los activos a un fondo podría modificar la calificación del que fuere dueño de éstos ya que serían los mejores en su Balance, aún así, es atractivo para obtener liquidez a largo plazo y de bajo costo.

Las restricciones impuestas por la regulación salvadoreña en cuanto a la clase de activos sujetos de titularización, con el objeto de dar seguridad al inversionista y reducir los riesgos sistémicos provocados por la complejidad de la estructura de titularización, limita la emisión de todos aquellos valores sintéticos o provenientes de títulos estructurados en subyacentes que no dejan de ser una opción para los originadores. Probablemente, ante las condiciones de mercado y las necesidades de diversificación, la regulación salvadoreña se vea en la obligación de modificar los activos sujetos de titularización para que puedan emitirse valores de titularización de otras características.

## BIBLIOGRAFÍA

- 1) Banco Central de Reserva, Boletín Económico mayo-junio 2002, página 3.
- 2) Banco Central de Reserva, Boletín Económico mayo-junio 2002, página 5
- 3) Ballesteros, María Isabel. Marco General de la Titularización. Revista Javeriana 1963, N° 616, Tomo 125. Pág. 53
- 4) Código de Comercio de El Salvador. Reformado en Decreto Legislativo No. 641 del 12 de junio de 2008. Publicado en el Diario Oficial No. 120, Tomo 379, de fecha 27 de junio de 2008.
- 5) Contreras, Ricardo. Titularización de Activos. Banco Central de Reserva, Boletín Económico mayo-junio 2002, página 3
- 6) Diccionario electrónico Eco- Finanzas. Recuperado en mayo de 2014 de: [http://www.eco-finanzas.com/diccionario/V/VALORES\\_MOBILIARIOS.ht](http://www.eco-finanzas.com/diccionario/V/VALORES_MOBILIARIOS.ht).
- 7) Enciclopedia electrónica Wikipedia. Recuperado de la última actualización efectuada el 3 de marzo de 2014 de [http://es.wikipedia.org/wiki/Bolsa\\_de\\_valores](http://es.wikipedia.org/wiki/Bolsa_de_valores).
- 8) Espiñeira, *Sheldom* y Asociados. Titularización: Mecanismo de Financiamiento. Boletín de Finanzas Corporativas y Recuperaciones N° 2-2008. Recuperado en mayo de 2014 de: <http://www.pwc.com/ve/es/finanzas-corporativas-y-recuperaciones/assets/boletin-cfr-edicion-02-2008.pdf>
- 9) *Hencorp* Valores, S.A. Titularizadora. La Titularización como mecanismo de financiamiento, mayo 2009. Recuperado en mayo de 2014 de: <http://www.hencorpvalores.com.sv/>
- 10) Ley de Titularización de Activos. Decreto Legislativo No. 470 del 15 de noviembre de 2007. Publicado en el Diario Oficial No. 235, Tomo 377, de fecha 17 de diciembre de 2007.
- 11) Sánchez, J. (Septiembre 2009). Titularización, características y revisión a partir de la crisis financiera. Tópicos Económicos. Banco Central de Reserva.
- 12) Superintendencia del Sistema Financiero. Marco Legal. Recuperado en mayo de 2014 de: <http://www.ssf.gob.sv/>
- 13) Superintendencia del Sistema Financiero. Registro Público. Recuperado en mayo de 2014 de: <http://www.ssf.gob.sv/>

- 14) Ley del Mercado de Valores de El Salvador. Decreto Legislativo No. 792 de fecha 29 de septiembre de 2014, Publicado en el Diario Oficial No. 184, Tomo 405 de fecha 6 de octubre de 2014.

## ANEXO 1.

### TASAS DE INTERES, COMISIONES, RECARGOS Y CARGO A CUENTAS DE TERCEROS.

CREDITOS PARA ACTIVIDADES PRODUCTIVAS						
INSTITUCIONES	A UN AÑO PLAZO		MÁS DE UN AÑO PLAZO		CON RECURSOS AJENOS	
	Tasa nominal	Tasa efectiva	Tasa nominal	Tasa efectiva	Tasa nominal	Tasa efectiva
Banco Agrícola, S.A.	Hasta 17.50%	Hasta 26.50%	Hasta 19.50%	Hasta 22.00%	10.75%	Hasta 17.67%
Banco Citibank de El Salvador, S.A.	15.00%	19.00%	15.00%	19.00%	Hasta 5% s/costo de recursos	
Banco Davivienda Salvadoreño, S.A.	19.25%	80.25%	21.25%	66.25%	No ofrece el producto	No ofrece el producto
Banco Hipotecario de El Salvador, S.A.	Hasta 20.00%	43.94%	Hasta 21.00%	29.16%	Hasta 21.00%	43.94%
Banco de Fomento Agropecuario.	Hasta 13.50%	Hasta 16.62%	Hasta 13.50%	Hasta 18.15%	Hasta 13.50%	Hasta 18.15%
Banco G&T Continental El Salvador, S.A.	Hasta 20.00%	20.51%	Hasta 21.00%	Hasta 21.54%	Hasta 5% s/costo de recursos	No ofrece el producto
Banco Promérica, S.A.	19.91%	Hasta 23.37%	19.91%	Hasta 23.37%	Hasta 7% s/costo de recursos	
Scotiabank El Salvador, S.A.	17.00%	35.97%	22.00%	35.00%	13.25%	21.00%
Banco de América Central, S.A.	21.50%	41.93%	21.50%	36.02%	No ofrece el producto	No ofrece el producto
Banco Industrial El Salvador, S.A.	Hasta 11.00%	15.90%	Hasta 13.00%	15.41%	Hasta 6% sobre costo de recursos	
Banco Azul El Salvador, S.A.	20.00%	34.00%	20.00%	34.00%	No ofrece el producto	No ofrece el producto
Banco ProCredit, S.A.	Hasta 36.00%	Hasta 38.12%	Hasta 36.00%	Hasta 38.12%	Hasta 36.00%	Hasta 38.12%
Sociedad de Ahorro y Crédito, Apoyo Integral, S.A.	Hasta 36.00%	Hasta 56.20%	Hasta 36.00%	Hasta 55.38%	No ofrece el producto	No ofrece el producto
Sociedad de Ahorro y Crédito Credicomer, S.A.	Hasta 45.00%	Hasta 85.61%	Hasta 45.00%	Hasta 85.61%	Hasta 45.00%	Hasta 85.61%
Sociedad de Ahorro y Crédito, Constelación, S.A.	30.00%	47.00%	30.00%	43.00%	No ofrece el producto	No ofrece el producto
Sociedad de Ahorro y Crédito, Multivalores, S.A.	24.00%	38.93%	No ofrece el producto	No ofrece el producto	No ofrece el producto	No ofrece el producto

## ANEXO No. 2

### FLUJO CORRESPONDIENTE A UN PRÉSTAMO HIPOTECARIO

CONCEPTO	DATOS
Monto Prestamo	\$ 1000,000.00
Interes Nominal	10.75%
Periodos	10
Comisión por desembolso	3.00%
Comisión por activacion de seguro	1.00%
Seguro de deuda	0.025%

Año	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Cuota</b>	\$(168,025.38)	\$(168,025.38)	\$(168,025.38)	\$(168,025.38)	\$(168,025.38)	\$(168,025.38)	\$(168,025.38)	\$(168,025.38)	\$(168,025.38)	\$(168,025.38)	\$(168,025.38)
<b>Principal</b>	\$ (60,525.38)	\$ (67,031.86)	\$ (74,237.79)	\$ (82,218.35)	\$ (91,056.82)	\$ (100,845.43)	\$ (111,686.31)	\$ (123,692.59)	\$ (136,989.55)	\$ (151,715.92)	\$ (168,025.38)
<b>Intereses</b>	\$(107,500.00)	\$(100,993.52)	\$(93,787.60)	\$(85,807.03)	\$(76,968.56)	\$(67,179.95)	\$(56,339.07)	\$(44,332.79)	\$(31,035.84)	\$(16,309.46)	-
<b>Saldo</b>	\$ 1000,000.00	\$ 939,474.62	\$ 872,442.76	\$ 798,204.97	\$ 715,986.62	\$ 624,929.80	\$ 524,084.37	\$ 412,398.06	\$ 288,705.47	\$ 151,715.92	\$ -
<b>Flujo Teorico</b>	\$ 1000,000.00	\$(168,025.38)	\$(168,025.38)	\$(168,025.38)	\$(168,025.38)	\$(168,025.38)	\$(168,025.38)	\$(168,025.38)	\$(168,025.38)	\$(168,025.38)	\$(168,025.38)
<b>TIR PRINCIPAL E INTERESES</b>	10.75%										
Comision por Desembolso	\$ (30,000.00)										
Activación seguro de deuda	\$ (10,000.00)										
Seguro de deuda	\$ 250.00	\$ 234.87	\$ 218.11	\$ 199.55	\$ 179.00	\$ 156.23	\$ 131.02	\$ 103.10	\$ 72.18	\$ 37.93	\$ -
subtotal Otros cobros	\$ 250.00	\$ 234.87	\$ 218.11	\$ 199.55	\$ 179.00	\$ 156.23	\$ 131.02	\$ 103.10	\$ 72.18	\$ 37.93	\$ -
<b>Flujo Total</b>	\$ 960,000.00	\$(168,275.38)	\$(168,260.25)	\$(168,243.49)	\$(168,224.93)	\$(168,204.38)	\$(168,181.62)	\$(168,156.40)	\$(168,128.48)	\$(168,097.56)	\$(168,063.31)
<b>TIR REAL</b>	11.75%										

### ANEXO No. 3

#### FLUJO CORRESPONDIENTE A UNA TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS

Monto	\$	1000,000.00
	Monto	Cargo por monto a titularizar
<b>COSTOS INICIALES VARIABLES</b>		
Comision Estructuracion	0.750%	\$ 7,500.00
Casa corredora (colocacion Mdo primario)	0.100%	\$ 1,000.00
Bolsa de valores (mdo primario)	0.125%	\$ 1,250.00
CEDEVAL (comision por deposito)	0.030%	\$ 300.00
CEDEVAL (comision por transferencia)	0.001%	\$ 10.00
Superval-Registro publico bursatil	0.020%	\$ 200.00
<b>COSTOS INICIALES FIJOS</b>		
Registro Emisor en registro publico bursatil	\$ 100.00	\$ 100.00
Inscripcion emision BVES	\$ 250.00	\$ 250.00
Inscripcion emisor en BVES	\$ 1,145.00	\$ 1,145.00
Presentacion de inscripciones a BVES-casa corredora	\$ 1,000.00	\$ 1,000.00
Perito valuador	\$ 2,500.00	\$ 2,500.00
Legales	\$ 5,000.00	\$ 5,000.00
Papeleria	\$ 500.00	\$ 500.00
Comercializacion	\$ 750.00	\$ 750.00
<b>COSTOS PERIODICOS ANUALES FIJOS</b>		
Clasificacion de riesgos	\$ 21,000.00	\$ 21,000.00
Renovacion Inscripcion BVES	\$ 575.00	\$ 575.00
Auditoria externa y fiscal	\$ 2,000.00	\$ 2,000.00
Representane de los tenedores de valores	\$ 2,500.00	\$ 2,500.00
Publicaciones	\$ 3,000.00	\$ 3,000.00
Adminsitracion de fondo	0.500%	\$ 5,000.00

**ANEXO No. 4**

**FLUJO CORRESPONDIENTE A UNA TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS**

CONCEPTO	Anual											
Monto Prestamo	\$ 1000,000.00											
Interes Nominal	7.50%											
Periodos	10											
Comisión por desembolso	3.00%											
Año	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Cuota</b>		\$ (145,685.93)	\$ (145,685.93)	\$ (145,685.93)	\$ (145,685.93)	\$ (145,685.93)	\$ (145,685.93)	\$ (145,685.93)	\$ (145,685.93)	\$ (145,685.93)	\$ (145,685.93)	\$ (145,685.93)
<b>Principal</b>		\$ (70,685.93)	\$ (75,987.37)	\$ (81,686.42)	\$ (87,812.91)	\$ (94,398.87)	\$ (101,478.79)	\$ (109,089.70)	\$ (117,271.43)	\$ (126,066.78)	\$ (135,521.79)	\$ (145,685.93)
<b>Intereses</b>		\$ (75,000.00)	\$ (69,698.56)	\$ (63,999.50)	\$ (57,873.02)	\$ (51,287.05)	\$ (44,207.14)	\$ (36,596.23)	\$ (28,414.50)	\$ (19,619.14)	\$ (10,164.13)	\$ -
<b>Saldo</b>	\$ 1000,000.00	\$ 929,314.07	\$ 853,326.70	\$ 771,640.28	\$ 683,827.37	\$ 589,428.49	\$ 487,949.70	\$ 378,860.00	\$ 261,588.58	\$ 135,521.79	\$ -	\$ -
<b>Flujo Teorico</b>	\$ 1000,000.00	\$ (145,685.93)	\$ (145,685.93)	\$ (145,685.93)	\$ (145,685.93)	\$ (145,685.93)	\$ (145,685.93)	\$ (145,685.93)	\$ (145,685.93)	\$ (145,685.93)	\$ (145,685.93)	\$ (145,685.93)
<b>TIR PRINCIPAL E INTERESES</b>		<b>7.50%</b>										
Costos variables iniciales	\$ (10,260.00)											
Costos fijos iniciales	\$ (11,245.00)											
Monto para cuenta restringida	\$ (11,870.18)	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Costos anuales fijos	\$ (34,075.00)	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
subtotal Otros cobros	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
<b>Flujo Total</b>	\$ 932,549.8	\$ (145,685.93)	\$ (145,685.93)	\$ (145,685.93)	\$ (145,685.93)	\$ (145,685.93)	\$ (145,685.93)	\$ (145,685.93)	\$ (145,685.93)	\$ (145,685.93)	\$ (145,685.93)	\$ (145,685.93)
<b>TIR REAL</b>		<b>9.06%</b>										