

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS



TRABAJO DE ESPECIALIZACION: EN FINANZAS

“PROCESO DE TITULARIZACIÓN PARA UNA SOCIEDAD DISTRIBUIDORA DE
AZÚCAR Y DERIVADOS, UBICADA EN EL MUNICIPIO DE SAN SALVADOR,
DEPARTAMENTO DE SAN SALVADOR.”

PRESENTADO POR:

ROXANA BEATRIZ CALDERÓN VALLADARES	L10802
ELÍAS ADONAY ECHEGOYEN PLEÍTEZ	L10802
VERÓNICA BEATRIZ RODRÍGUEZ CORTEZ	L10802

MARZO 2022

SAN SALVADOR,

EL SALVADOR,

CENTROAMÉRICA

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR

AUTORIDADES UNIVERSITARIAS

Rector: Msc. Roger Armando Arias Alvarado

Vicerrector Académico: PhD. Raúl Ernesto Azcúnaga López

Secretario General: Ing. Francisco Antonio Alarcón Sandoval

AUTORIDADES DE LA FACULTAD

Decano de la Facultad de Ciencias
Económicas: Msc. Nixon Rogelio Hernández Vásquez

Secretaria de la Facultad de Ciencias
Económicas: Licda. Vilma Marisol Mejía Trujillo

Coordinador de Grado: Msc. Mauricio Ernesto Magaña Méndez

Director de la Escuela de Administración
de Empresas: Msc. Abraham Sánchez Vásquez

Coordinador de Procesos de Grado de la
Escuela de Administración de Empresas: Lic. Rafael Arístides Campos

Docente Director: Msc. Carlos Edwin Avalos Romero

Jurado Examinador: Msc. Jonny Francisco Mercado Carrillo

Msc. Nelson Mauricio Herrera Rodríguez

Msc. Carlos Edwin Avalos Romero

AGRADECIMIENTOS

Agradezco a Dios por bendecirme en la vida, por guiarme a lo largo de mi existencia, ser el apoyo y fortaleza en aquellos momentos de dificultad y debilidad. También en especial a mi amada madre Margarita Valladares, por ser la principal promotora de mis sueños, por confiar y creer en mí, por los consejos, valores y principios inculcados. A mis hermanos y Marvin Pacheco por todo el apoyo, cariño y palabras de fuerzas. Y gracias a los docentes que me han forjado con conocimientos académicos y un perfil profesional para poder desenvolverme en la vida laboral y personal.

Roxana Beatriz Calderón Valladares

Agradezco a Dios por cada oportunidad y cada bendición que me ha dado, por permitirme haber llegado hasta esta etapa en mi vida, así también agradezco a mis maravillosos padres que desde siempre me han apoyado y motivado a ser mejor persona y a cumplir mis metas, y un agradecimiento especial a mi abuela Maura de Echevoyén que siempre estuvo presente para brindarme apoyo y aliento.

Elías Adonay Echevoyén

Agradezco a Dios Todopoderoso, por haberme otorgado una familia maravillosa, que siempre han creído en mí; mis padres con mucho amor, mi esposo y mi hijo, por el apoyo incondicional, por impulsarme siempre a ser mejor y lograr con éxito este triunfo, el cual dedico a la memoria de mi amado padre Florentín Rodríguez.

Verónica Beatriz Rodríguez

INDICE

RESUMEN EJECUTIVO	i
INTRODUCCIÓN	iii
CAPITULO I. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA Y MARCO TEÓRICO... 1	
1.1 PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA	1
1.1.1 Antecedentes del problema	1
1.1.2 Caracterización del problema.....	1
1.1.3 Formulación del problema	2
1.2 Delimitación de la investigación (Reserva, 2009)	2
1.3 Justificación de la investigación.....	3
1.4 Objetivos de la investigación	4
1.5 Marco Teórico, Conceptual, Técnico y Legal.	5
1.5.1 Antecedentes.....	5
1.5.2 Conceptos.....	8
1.5.3 Generalidades.....	11
1.5.3.1 Activos susceptibles a titularizar en El Salvador	12
1.5.3.3 Beneficios de la titularización.	16
1.5.3.4 Objetivos del proceso de titularización	17
1.5.3.5 Desventajas del proceso de titularización	18
1.5.4 Base técnica	18
1.5.5 Base legal	19
1.5.5.1 Requisitos mínimos que deben cumplir los activos susceptibles de titularización.	20
1.5.5.2 Etapas para la titularización de los activos por parte del originador.	22
CAPÍTULO II. METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN.....	24
2.1 Metodología de la investigación.....	24
2.1.1 Método de investigación	24
2.2 Enfoque y tipo de investigación	25
2.2.1 Enfoque.....	25
2.2.2 Tipo de investigación	25
2.3 Sujetos y objeto de estudio	26
2.3.1 Unidad de análisis	26
2.3.2 Universo y muestra	26

2.3.3 Técnicas para la Recolección de Información	26
2.3.3.1 Técnica documental:.....	26
2.3.3.2 Técnica de campo:	27
2.4 Variables e indicadores	27
2.5 Proceso de Titularización	28
2.6 Análisis de Entrevista.	29
CAPITULO III. PROCESO DE TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS ..	34
3.1. Generalidades de proyecto.....	34
3.2 Proceso de titularización del proyecto.	45
3.3 Ejecución de titularización.....	50
CONCLUSIONES	53
RECOMENDACIONES.....	54
BIBLIOGRAFIA.....	55
ANEXOS	56

INDICE DE TABLAS Y FIGURAS

Tabla 1: Inversión por compra de flota de transporte	35
Tabla 2: Proyección de inversión en plantel.....	36
Tabla 3: Resumen inversión inicial	36
Tabla 4: Cálculo de consumo de combustible	37
Tabla 5: Precio promedio anual de Diesel	37
Tabla 6: Cálculo de depreciación	38
Tabla 7: Proyección de ingresos	38
Tabla 8: Proyección de salarios	39
Tabla 9: Proyección de gasto de mantenimiento.....	40
Tabla 10: Estimación de gastos de operación.....	42
Tabla 11: Flujo de efectivo proyectado	43
Tabla 12: Amortización de deuda e intereses	44

Tabla 13: Determinación de Rentabilidad del Proyecto..... 44

Ilustración 1: Esquema de titularización 52

RESUMEN EJECUTIVO

En el desarrollo de las actividades empresariales surge la necesidad de financiamiento, que por medio de instituciones financieras por ejemplo los bancos pueden obtenerlo, pero en la actualidad otra forma de obtener un financiamiento para realizar un proyecto es optar por la titularización de activos en La Bolsa de Valores. En el proceso la entidad que busca una fuente de financiamiento se convierte en originadora para poder transformar los activos que apliquen a ser titularizados en un valor comercial de títulos valores por medio de una sociedad nombrada Titularizadora.

De acuerdo con lo anterior, se desarrolla una herramienta por medio de una guía ordenada de los pasos a seguir en el proceso de titularización de activos, como apoyo para una mejor comprensión de lo establecido en la Ley de Titularización de Activos, en las normativas e instructivos. Que ayude a las empresas emisoras en el desarrollo del proceso e implementación.

La investigación es de tipo descriptiva ya que se pretende dar una opción de solución a las problemáticas financieras de las empresas por medio del uso del mercado bursátil. El enfoque de la investigación es cualitativo debido a que la fuente de información se recolecta por medio de una entrevista formulada por preguntas abiertas y cerradas dirigidas al personal del área financiera de la empresa para conocer el entorno, problemática y poder formular un diagnóstico.

Por medio de la investigación realizada se logró formular una guía de apoyo sobre el proceso que debe seguir el originador en la titularización de activos. Donde se permita

la inclusión financiera de las empresas al mercado bursátil y que conozcan de una forma menos compleja como es el proceso y funcionamiento.

De acuerdo con lo investigado se concluye que el tema de Titularización de activos, los usuarios están desinformados por creerlo un proceso complejo lo cual genera poco uso de esta fuente de financiamiento. Pero con la ayuda de una guía más específica se espera que más usuarios utilicen sus activos menos líquidos para financiarse por medio de la titularización en el mercado de valores.

Se recomienda a las empresas que opten por este medio de financiamiento, ya que se puede explotar otros recursos poco líquidos que poseen como lo son los derechos sobre flujos futuros otorgándole liquidez a una obligación, para la ejecución de un nuevo proyecto, y también se incentiven a participar en La Bolsa de Valores para promover su desarrollo y dinamizar más su actividad y participación económica en el País.

INTRODUCCIÓN

El tema de titularización actualmente se debe dar a conocer a las entidades privadas como un medio más de financiamiento, debido a las necesidades que la entidad tienen en el proceso de sus actividades económicas para poder llevar a cabo la realización de diferentes proyectos para su mismo beneficio. La titularización como su objetivo principal estaría brindando a las entidades dentro de las diversas opciones de obtener un crédito una herramienta más para poder operar más eficiente o expandir el mercado y así lograr beneficios económicos, tanto para el inversionista como para el que adquiere el título.

La titularización en El Salvador surgió el 15 de noviembre del 2007 con la Ley de Titularización de Activos, actualmente por falta de conocimiento de los pasos que se deben realizar en el proceso, muchas de las empresas privadas no optan por este medio de financiamiento, por lo cual se tiene como objetivo de esta investigación brindar un instrumento que plasme los requisitos y lineamientos para llevar a cabo la titularización de un activo y lograr la participación de estas entidades en el mercado bursátil de El Salvador, el cual se encuentra regulado por el Banco Central de Reserva y supervisado por la Superintendencia del Sistema Financiero.

En el marco teórico de la investigación se amplían las generalidades del tema como sus beneficios, objetivos, características, los tipos de activos que cumplen para ser titularizados y se proporciona la base legal, técnica y conceptos básicos necesarios para la elaboración y comprensión del tema.

CAPITULO I. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA Y MARCO TEÓRICO.

1.1 PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

1.1.1 Antecedentes del problema

Las empresas por diferentes razones pueden presentar problemas financieros los cuales producen incumplimientos con sus obligaciones y responsabilidades, por lo cual a las entidades les surge la necesidad de buscar soluciones para obtener financiamientos.

La Titularización es uno de los instrumentos utilizados por empresas en todo el mundo para obtener finamiento para su capital de trabajo y/o invertir en nuevos proyectos por medio de un mecanismo muy eficiente para que una empresa pueda obtener liquidez, 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. El proceso consiste en que la empresa originadora transfiere activos a un patrimonio independiente denominado Fondo de Titularización para que sirvan de respaldo a una emisión de valores.

Actualmente en El Salvador es una figura poco utilizada por las empresas por el desconocimiento del proceso a seguir para poder titularizar un activo, debido a que La Bolsa De Valores la información que brinda está generalizada y los procesos se ven muy complejos, por lo cual surge la necesidad de una guía que sea específica sobre los pasos a seguir para los usuarios.

1.1.2 Caracterización del problema

El problema de la falta de conocimiento de los pasos a seguir en la realización del proceso de titularización en la Bolsa de Valores de El Salvador se origina por la ausencia

de una guía que ayude a toda aquella entidad que se encuentre interesada en la utilización del mecanismo de financiamiento a través de la titularización.

El desconocimiento de esa fuente de financiación por parte de las entidades, provoca el que muchas empresas que poseen activos, que cumplen los requisitos para poder ser titularizados, opten por financiarse con el sistema tradicional bancario-financiero, ocasionando altos costos y disminuyendo con ello su nivel de rentabilidad.

Es por ello que surge la necesidad de generar un documento que brinde una guía en cada uno de los pasos que debe realizar y cumplir durante el proceso de titularización en la Bolsa de Valores de El Salvador.

1.1.3 Formulación del problema

¿Reduce la participación de las entidades, la falta de un documento que brinde una guía de forma específica del proceso de titularización en la Bolsa de Valores de El Salvador, para que estas opten por participar en el mercado bursátil y optar por un medio de financiación adicional para el desarrollo de proyectos de inversión o crecimiento?

1.2 Delimitación de la investigación (Reserva, 2009)

1.2.1 Técnica

Durante el desarrollo de la investigación se utilizará los lineamientos que la Superintendencia del Sistema financiero establece a las empresas autorizadas para la realización del proceso de titularización respaldadas con base en las Normas Técnicas NRP-10 “Normas Técnicas para la Autorización y Registro de Emisores y Emisiones de Valores de Oferta Pública”. **RCTG-7/2008** Norma sobre el contenido mínimo del contrato de titularización y su inscripción en el Registro Público Bursátil Y la RCTG-

11/2009 “Norma para la Determinación de los Requisitos y Características Mínimas que deben poseer Los Activos Susceptibles de Titularización.”; **NDMC-20** Normas Técnicas para los Fondos de Titularización de Inmuebles (Superintendencia adjunta de Valores, 2009)

1.2.2 Legal

La investigación emplea como fuente de información legal la Ley de Titularización de Activos; la Ley de Mercado de Valores de El Salvador; y la Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en cuenta.

1.2.3 Temporal

La investigación será realizada con información correspondiente al periodo de enero del 2020 a diciembre 2020, la cual será proporcionada por la empresa en objeto de estudio, e interesada en la realización del proceso de titularización.

1.2.4 Geográfica

La Sociedad objeto de estudio, se encuentra ubicada en el Municipio de San Salvador, departamento de San Salvador y que se encuentra interesada en la realización del proceso de Titularización a través de la Bolsa de Valores de El Salvador.

1.3 Justificación de la investigación

1.3.1 Novedad

El aporte novedoso que contiene la investigación se debe al abordaje de evidenciar y plasmar cuales son los pasos a seguir en un documento único; de todo el proceso necesario para que una entidad interesada en realizar un proceso de titularización en la Bolsa de Valores de El Salvador, pueda realizarlo de una manera más eficiente.

De igual manera que el interesado en el proceso de titularización conozca la importancia que tiene este método de financiamiento al cual pueden optar las empresas; siempre y cuando cumplan con lo preestablecido en el marco legal y normativo aplicable.

1.3.2 Utilidad social

La utilidad social de la investigación consiste en que la herramienta a desarrollar sirva de apoyo a las empresas en el proceso de titularización de activos como medio de financiamiento para el desarrollo de un proyecto de inversión mostrando los requerimientos y aspectos técnicos necesarios para llevar a cabo dicha emisión.

1.3.3 Factibilidad

Esta investigación es factible ya que los pasos y lineamientos del proceso de titularización a través de la Bolsa de Valores de El Salvador, se encuentran actualmente regulados en las distintas normas técnicas emitidas por el Banco Central de Reserva de El Salvador y en la Ley de Titularización de Activos decretada por la Asamblea Legislativa, lo cual provee de información suficiente para lograr una herramienta versátil y aplicable.

1.4 Objetivos de la investigación

1.4.1 Objetivo general

Elaborar una guía que proporcione los pasos y lineamientos del proceso de titularización a través de la Bolsa de Valores de El Salvador, con la finalidad que las empresas conozcan una alternativa de financiamiento y participen en el Mercado de Valores.

1.4.2 Objetivos específicos

- Crear un instrumento que oriente y facilite a las empresas realizar el proceso de titularización de valores, para que participen en el Mercado de Valores de El Salvador.
- Identificar y plasmar los lineamientos a seguir para la realización del proceso de titularización a través de la Bolsa de Valores de El Salvador, para que las empresas opten por este medio de financiamiento.

1.5 Marco Teórico, Conceptual, Técnico y Legal.

1.5.1 Antecedentes

1.5.1.1 Surgimiento de la figura de titularización de valores

La titularización surgió en los Estados Unidos de América inicialmente con préstamos con garantía hipotecaria en la década de 1930 como un mecanismo para financiar el sector de la construcción de viviendas que se encontraba en crisis por las altas tasas de interés y la política del gobierno de poner un techo a las tasas que podrían cobrar los bancos por sus préstamos, de esta manera garantizaban el ahorro público y la solvencia de las instituciones financieras consecuencia, la administración del presidente Roosevelt creó tres organismos (Contreras, 2009):

- En 1932, la Federal Home Loan Bank (FEB) cuyo objetivo fue crear el mercado secundario.
- En 1934, la Federal Housing Authority (FHA) que propuso un seguro contra los incumplimientos del mercado hipotecario e impuso una estandarización de las garantías y de los préstamos.

- En 1938, la Federal National Mortgage Association (FNMA), llamada también Fannie Mae, como agencia gubernamental, podía comprar los préstamos hipotecarios y conservarlos, suministrando de esa manera liquidez al mercado.

Para la década del 1970 el Congreso divide al Fannie Mae en dos entidades de distinta naturaleza; asimismo surge una tercera, todas ellas con la finalidad de participar activamente en el mercado secundario hipotecario de Estados Unidos y la titularización de crédito hipotecario la cual se le denomina Mortgage Backed Securities (MBS) (Contreras, 2009).

A inicio de los años 80 una empresa privada emite valores con respaldo de sus cuentas por cobrar. Actualmente, el mercado de la titularización es el segundo mayor después de los instrumentos de deuda pública en el mercado de capitales estadounidense. Con mayor fuerza en los 90 hasta el momento presente, el mercado de capitales de los Estados Unidos muestra una amplia variedad de activos titularizados (Contreras, 2009).

1.5.1.2 Antecedentes de la titularización en el salvador

Los primeros indicios por crear la Bolsa de Valores iniciaron en 1960, cuando el Estado y el Banco Central, por medio de la “Comisión Organizadora y de Vigilancia del Mercado de Valores”, se dieron a la tarea de crear la primera Bolsa en el país. (Salvador, 2020)

En 1963 se obtuvo la escritura pública de la sociedad anónima con la denominación social de "Bolsa de El Salvador, S.A.", sociedad inscrita el 29 de junio de 1964, éste fue el primer intento por establecer una Bolsa de Valores en nuestro país. Esta Sociedad inauguró sus operaciones el día 15 de marzo de 1965, dando inicio a una nueva

etapa para El Salvador, dado sus bajos niveles de operación, esta Bolsa acordó su disolución el 26 de marzo de 1976.

En 1986, se forma el Grupo Promotor de la actual Bolsa de Valores de El Salvador, integrado por profesionales y empresarios salvadoreños.

En 1988, se presentó al Ministerio de Economía, la solicitud de autorización de la constitución de una sociedad anónima, que establecería la Bolsa de Valores en El Salvador. El 17 de agosto del mismo año, el Ministerio de Economía, así como el Banco Central de Reserva, admitieron y dieron trámite a dicha solicitud, al cumplir los solicitantes todos los requisitos legales pertinentes. (Salvador, 2020)

En 1989, se suscribe la escritura de constitución de la sociedad “Mercado de Valores de El Salvador, Sociedad Anónima”, con el nombre comercial de Bolsa de Valores. A partir de ese momento inicia el proceso de perfeccionamiento de la personalidad jurídica, y cumplimiento de todos los requisitos legales que le imponía el decreto de autorización para iniciar operaciones, sin embargo, el proceso se extendió hasta 1992 donde inauguran sus instalaciones e inician sus operaciones.

En 1994, se constituyó la Central de Depósito de Valores, S.A. de C.V., (CEDEVAL), con el propósito de otorgarles mayor seguridad a los inversionistas, y como garantía de la efectividad y seguridad en el desempeño de sus funciones; CEDEVAL ha celebrado convenios de custodia con instituciones similares de las Bolsas Centroamericanas y con instituciones internacionales como CEDEL y Deutsche Bank. También en este año entró en vigencia la Ley de Mercado de Valores, ley que regula desde entonces, la Bolsa y sus participantes en el mercado de valores. (Sánchez, 2007)

El 15 de noviembre de 2007 se conoció la figura de Titularización en El Salvador, con la aprobación de Decreto Legislativo No 470 que contiene la Ley de Titularización de Activos. (Contreras, 2009).

Entre los requisitos principales a tomar en cuenta para la emisión de dichos títulos están el registro de emisores de valores y de emisiones de valores en la Superintendencia del Sistema Financiero para luego proceder a solicita el registro de emisores y emisiones de valores titularizados según lo dispone la “normas técnicas para la autorización y registro de emisores y emisiones de valores de oferta pública (NRP-10)”. y la norma “Norma para la Determinación de los Requisitos y Características Mínimas que deben poseer los Activos Susceptibles de Titularización. (RCTG-11/2009)” (Sánchez, 2007).

1.5.2 Conceptos

Titularización: es un esquema por medio del cual las empresas pueden obtener fondos al transformar activos, en instrumentos negociables (títulos valores) en el mercado de valores.

Activos subyacentes: Es lo que una empresa o institución puede llegar a titularizar incluyen cuentas por cobrar, derechos por ingresos futuros, cartera de créditos, carteras de arrendamiento financiero, carteras de tarjetas de crédito, carteras de títulos valores, etc.

Bolsa de Valores: es una institución privada, que forma parte del Mercado de Valores. Proporciona la infraestructura, la supervisión y los servicios necesarios para la realización de los procesos de emisión, colocación e intercambio de valores y títulos inscritos en el Registro Público Bursátil.

Calificadoras de riesgo: Empresas dedicadas al análisis profundo de riesgo económico-financiero, emitiendo su opinión sobre la calidad crediticia de una emisión de valores y/o Empresa Emisora de los mismos.

Casas de Corredores de Bolsa: son "intermediarios" o "facilitadores" que realizan, a través de sus Agentes Corredores, las operaciones de compra o venta de bonos y acciones que se negocian en la Bolsa de Valores, en representación de sus clientes, ya sean estos inversionistas o empresas emisoras.

CEDEVAL: La Central de Depósito de Valores (CEDEVAL) es un participante clave en el mercado de valores, ya que es la entidad que realiza operaciones de custodia, transferencia, compensación, liquidación y administración de valores, a través de un Sistema Electrónico especializado que controla los valores mediante anotaciones electrónicas en cuenta, es decir los valores electrónicos, o valores inmovilizados.

Emisores: Los Emisores o Empresas Emisoras son aquellas empresas inscritas en la Bolsa de Valores, que necesitan recursos para financiar sus proyectos, y para ello, venden sus acciones y/o bonos en el mercado de valores de El Salvador, es decir, se financian en la Bolsa de Valores.

Gestoras: La Gestora es la entidad encargada de invertir el capital aportado por los partícipes, en los distintos valores que constituyan la cartera del Fondo de Inversión. Además, la Gestora adopta las decisiones de inversión y ejerce todas las funciones de administración y representación del Fondo.

Inversionista: Es toda aquella persona o empresa, que tenga el dinero disponible y lo invierte en la Bolsa de Valores para obtener un rendimiento a cambio. (Contreras, 2009)

Superintendencia del Sistema Financiero: Es la institución encargada de preservar la estabilidad del sistema financiero, y velar por la eficiencia y transparencia del mismo; todo en concordancia con las mejores prácticas internacionales.

Titularizadora: es la entidad encargada de realizar la estructuración de la emisión, del fondo de titularización y posteriormente de administrar los fondos de Titularización conformados con los activos de aquellas compañías que deseen realizar titularizaciones.

Fondo de Titularización o Fondo: Es un patrimonio independiente, diferente al de la Titularizadora y al del Originador. Está conformado por un conjunto de activos y pasivos que resulten o se integren como consecuencia del desarrollo del respectivo proceso de titularización.

Banco Central de Reserva de El Salvador: Le corresponde la aprobación del Marco Normativo, Macro Prudencial necesario para la adecuada aplicación de las leyes que regulan a los integrantes del sistema financiero y demás supervisados. Es la entidad bancaria central de la República de El Salvador, definido según su Ley Orgánica como una institución pública de crédito de carácter autónomo, cuyas principales funciones son regir la política económica de la nación, procurar la necesaria estabilidad monetaria y fomentar el desarrollo de un adecuado sistema financiero.

1.5.3 Generalidades

La titularización es una forma más para que una entidad pueda financiarse por medio de la transformación de activos que no son líquidos pero que luego se transforman en activos financieros transables dentro del mercado de valores, en el cual intervienen diferentes agentes como la Bolsa de Valores, los inversionistas, las calificadoras de riesgos, los tenedores de valores, la Superintendencia del Sistema Financiero entre otros entes. Donde cada uno juega un rol importante para que este proceso sea lo más eficientemente posible y seguro, a continuación, se detallan la función de cada participante del mercado de valores:

A. Originador:

Es la entidad o institución que posee los activos subyacentes, y realiza la operación de titularización con el fin de obtener fondos.

B. Inversionistas:

Son los adquirentes de los títulos valores, y proporciona los fondos que serán entregados al originador.

C. Sociedad titularizadora:

Es una empresa totalmente diferente a la Originadora, la cual recibe los activos subyacentes y los desliga legalmente de la entidad originadora. Luego el agente crea un fondo de titularización, en el cual se emiten títulos valores, cuyo respaldo son los activos subyacentes.

D. Representante tenedores de valores:

Es la persona jurídica que representa a los propietarios de los valores de cada Fondo de Titularización.

E. Casa corredora de bolsa:

Se encarga de colocar los títulos valores en el mercado de valores (bolsa de valores), pero también es posible que el Agente de manejo pueda colocar los títulos.

F. Calificadora de riesgo:

Es la entidad que le otorga una medida de riesgo al título; de esta manera el inversionista puede adquirirlo con la certeza de que los riesgos de su inversión han sido plenamente analizados.

G. Entidades de depósito y custodia:

Son las que reciben en custodia y depósito los títulos valores, éstas se encargan del buen cuidado y manejo de los activos autónomos, por lo tanto, son los responsables de dichos activos y deben de responder por ellos hasta la finalización del contrato.

1.5.3.1 Activos susceptibles a titularizar en El Salvador

De acuerdo con la Norma RCTG-11/2009 “Determinación de los requisitos y características mínimas que deben poseer los activos susceptibles de titularización”.

Están los siguientes:

- a) Los que tienen capacidad de generar flujos de fondos periódicos y predecibles, según lo previsto en el Art. 4 de la norma citada.
- b) Derechos sobre flujos financieros futuros.

- c) Otros derechos de naturaleza análoga a los anteriores determinados por la Superintendencia, que deberán poseer, documentación uniforme y tener sustentados antecedentes de pago según sea el caso, de conformidad con lo que al respecto señale la norma citada.
- d) Inmuebles, siempre y cuando, el proceso de titularización sea desarrollar proyectos de construcción y que se cumpla con los requisitos establecidos para tal efecto en la Ley de Titularización y en la normativa que para tal efecto sea emitida por la Superintendencia. (Reserva, 2009)

Para efectos de la Norma para la determinación de los requisitos y características mínimas que deben poseer los activos susceptibles de titularización, se entiende como activos capaces de generar flujos de fondos periódicos y predecibles, todos los que tienen la capacidad de generar efectivo frecuentemente y con intervalos que se puedan determinar, para poder anticipar razonablemente los saldos que se recibirán. (Reserva, 2009)

Ejemplos de activos que generan flujos de forma periódica y predecible y que se pueden titularizar son los siguientes:

- a) Contratos de préstamo.
- b) Títulos Valores representativos de obligaciones.
- c) Valores desmaterializados o anotados en cuenta, representativos de obligaciones.
- d) Contratos de Arrendamiento Financiero, siempre y cuando hayan sido otorgados de conformidad con lo establecido en la Ley de la materia.
- e) Contratos de concesión otorgados por el Estado.
- f) Contratos de Prestación de Servicios.

- g) Contratos de venta de bienes.
- h) Valores inscritos en el Registro Público Bursátil.
- i) Valores representativos de deuda pública.
- j) Contratos de alquiler.
- k) Cuotas por servicios educativos.
- l) Documentos descontados.
- m) Recaudación de primas de pólizas de seguros.
- n) Derechos sobre flujos financieros futuros.

Los activos que se pueden titularizar están las cuentas por cobrar, cartera de créditos con garantía hipotecaria, prendaria o fiduciaria, cartera de títulos valores, cartera de tarjetas de crédito, activos y proyectos inmobiliarios, activos o proyectos susceptibles de generar flujos estadísticamente determinables en el futuro.

Para que un activo pueda ser titularizado se deben considerar ciertos aspectos importantes los cuales se describen a continuación (Contreras, 2009):

- Deben estar agrupado en un volumen relevante tanto en cuantía y número de operaciones, donde su flujo sea seguro y predecible para que la sociedad titularizadora pueda pagar todos los servicios asociados al proceso.
- Se pueden titularizar flujos que provengan de pagos por créditos que cumplan con una garantía hipotecaria, como lo son tarjetas de crédito, cuentas por cobrar entre otros.
- Los activos no deben estar sujetos a litigios, embargos, debido a que esto privaría que la sociedad titularizadora pueda disponer libremente de los flujos que estos generen.

- Los activos a titularizar deberán responder únicamente a la emisión de valores que se den dentro del mercado de valores.
- Se debe presentar información suficiente que provea criterios a la clasificadora de riesgos para la evaluación de calidad de los activos. Importante es que no se evalúa al emisor más bien se evalúa la calidad del activo.

1.5.3.2 Los activos a titularizarse se pueden seccionar de la siguiente forma:

- Los que tienen capacidad de generar flujos de fondos periódicos y predecibles:

Estos activos son definidos como aquellos activos capaces de generar flujos de fondos periódicos y predecibles, con capacidad de generar entradas de efectivo de forma frecuente y a intervalos determinados, permitiendo anticipar razonablemente los saldos recibidos en dicho concepto como resultado de actividades financieras. (Financiero, 2008)

- Derechos sobre flujos financieros futuros:

Los derechos sobre flujos financieros futuros son definidos como aquellos que a la fecha de iniciar el proceso de titularización de activos no existen pero que se espera que existan y que necesariamente conlleven la posibilidad de generar ingresos periódicos futuros determinables respecto a los cuales se pueda disponer libremente. (Financiero, 2008)

- Activos con documentación uniforme y sustentados con antecedentes de pago:

Se entenderá que un conjunto de activos posee “documentación uniforme”, cuando exista semejanza en cuanto a los compromisos, renunciaciones, sometimientos, condiciones particulares y generales, garantías y en general, semejanza en cuanto al contenido de

disposiciones que consten en la documentación legal que ampare los activos que pretendan ser objeto de titularización de activos.

Para ello es importante que en todos se haya estipulado la misma forma de resolución de conflictos, que se haya pactado la misma forma de proceder en casos de incumplimientos, o bien, que se haya pactado la misma moneda de pago.

Como activos de naturaleza homogénea se considera la igualdad en la especie de activos a titularizar, tal que no puedan ser objeto de un mismo proceso de titularización de activos, define la característica de naturaleza homogénea, de esta forma no podrá titularizarse activos de diferente especie. (Financiero, 2008)

- **Titularización Inmobiliaria:**

Son bienes inmuebles las tierras y los edificios y construcciones de toda clase adherentes al suelo esto de conformidad con lo dispuesto en el Art. 561 del Código Civil. La titularización de inmuebles consiste en la transferencia de bienes inmuebles a un patrimonio autónomo con el propósito de emitir a su cargo valores de oferta pública. En estos procesos de titularización, únicamente podrán emitirse valores que representen la participación en el patrimonio del fondo. (Financiero, 2008)

En el caso de la empresa en estudio el activo a titularizar serán las cuentas por cobrar que posee la entidad.

1.5.3.3 Beneficios de la titularización.

- Contribuye al desarrollo del mercado de capitales y a la economía.
- Puede aplicarse a empresas financieras y no financieras.

- Genera una nueva área para realizar negocios para los bancos, la Bolsa de valores, compañías de seguros, calificadoras de riesgos, entre otros entes.
- Convierte un activo que no era transable en un mercado a un nuevo medio de financiar entidades y generar flujos.
- El inversionista tiene la oportunidad de ampliar la base de sus clientes incrementando la rotación del activo e incrementando su retorno de patrimonio.
- Obtención de liquidez para generar nuevas operaciones de otorgamientos de crédito o una nueva inversión.
- La titularización permite al mercado de valores ofrecer una diversidad de títulos de diferentes estructuras, rendimientos y maduración de los valores. (Contreras, 2009)

1.5.3.4 Objetivos del proceso de titularización

- Incrementar el financiamiento en el mercado de valores que se utilice, a través de las diferentes formas en la cual la titularización se puede presentar.
- Brindar una fuente de financiamiento con menos costos y gastos, como puede ser un préstamo bancario, sin que esto incremente el pasivo o el patrimonio.
- Ofrecer recursos financieros de los inversionistas aquellas entidades que tengan la necesidad de demandar de estos. Con plazos, precios y condiciones accesibles.
- Prestar una alternativa de inversión en el mercado de valores con un menor riesgo en comparación de otros tipos de inversiones en el mercado. (Sanchez, 2007)

1.5.3.5 Desventajas del proceso de titularización

- La salida de activos subvaluados o por debajo del precio del mercado, puede generar que los estados de resultados sean más volátiles. (Sanchez, 2007)
- La medición de los riesgos en la entidad que los origina puede ser un poco incierta debido al traslado de los activos. (Sanchez, 2007)

1.5.4 Base técnica

La Bolsa de Valores de El Salvador está regida por instructivos y reglamentos, los cuales se encargan de regular la oferta pública de los valores que se emiten en el mercado. Con la finalidad de promover un desarrollo eficiente del proceso de titularización y cuidar los intereses de los inversionistas.

Instructivos (Salvador, 2020):

- Instructivo de emisiones en la Bolsa de Valores de El Salvador.
- Instructivo de colocación en la Bolsa de Valores de El Salvador.
- Instructivo de información bursátil.
- Instructivo casas de corredores de bolsa y agentes corredores de bolsa.
- Instructivo de operatividad bursátil.
- Instructivo de ética bursátil.
- Instructivo de emisiones de valores de Bolsa de Valores de El Salvador.

Reglamento (Salvador, 2020)

- Reglamento general interno del mercado de valores.

1.5.5 Base legal

En El Salvador el proceso de titularización forma parte de un mercado de valores el cual actualmente se encuentra regulado y organizados. También todos los participantes del mercado están bajo la supervisión de la Superintendencia del Sistema Financiero. Las presentes leyes descritas a continuación regulan la oferta pública de valores, sus transacciones, sus respectivos Mercados e intermediarios y a los emisores, con la finalidad de promover el desarrollo eficiente de dichos mercados y velar por los intereses del público inversionista.

- Ley de Titularización de Activos: Tiene por objeto regular 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 su marco de supervisión. (Salvador, 2020)
- Ley del Mercado de Valores: Tiene como objeto el regular la oferta pública de valores y todo lo que concierne a los mismos, las transacciones y a los participantes. Con el fin de un desarrollo completo del mercado y velar por los intereses de los inversionistas. (Salvador, 2020)
- Ley de Fondos de Inversión: Tiene por objeto regular y establecer el marco de supervisión de los Fondos de Inversión, sus cuotas de participación, las sociedades que los administran y sus operaciones; así como a otros participantes a los que hace referencia. Además, regula la comercialización de cuotas de participación de Fondos de Inversión Extranjeros. (Salvador, 2020)
- Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta: Tiene por objeto regular las anotaciones electrónicas que representan valores negociables dentro de un

registro electrónico que actualmente surge para modernizar y actualizar los medios tecnológicos dentro del mercado de valores. (Salvador, 2020)

- Norma para la determinación de los requisitos y características mínimas que deben poseer los activos susceptibles de titularización.: La presente norma tiene por objeto el desarrollo de los requisitos y características mínimas que deben poseer los activos que, de conformidad con la Ley de la materia, son susceptibles de ser Titularizados. (Salvador, 2020)

En El Salvador se establece una legislación específica para el proceso de titularización, porque se tiene la necesidad de desarrollar y explotar en el mercado local, donde la regulación es clara y con una adecuada fiscalización de todos los participantes del mercado de valores, así lograr incentivar a la oferta de valores y a la demanda de los productos financieros para explotar estos.

1.5.5.1 Requisitos mínimos que deben cumplir los activos susceptibles de titularización.

Con la finalidad de dar seguridad y transparencia al proceso de titularización de activos se destaca la exigencia de ciertos requisitos de los activos a movilizar, la misma que apunta a la selección de activos de alta calidad.

En términos generales, todo activo que pretenda ser objeto de titularización deberá de cumplir previamente a ser transferido al fondo de titularización con, por lo menos, los siguientes requisitos (SALVADOR, 2007):

- a) Deberán encontrarse libres de cualquier clase de gravamen y de cualquier limitación al derecho de dominio;

- b) No deberán encontrarse sujetos a condiciones suspensivas o resolutorias.
- c) Se deberá estar libre y solvente del pago de cualquier clase de impuestos, tasas o contribuciones especiales que en razón de los mismos deba de pagarse.
- d) Deberán estar libres de cualquier proceso judicial, conciliatorio, de mediación o arbitraje.
- e) Su origen no debe provenir de actos ilícitos o fraudulentos.
- f) Deberán encontrarse debidamente asentados o inscritos a favor del originador en el libro o registro respectivo, según sea su naturaleza, siempre y cuando de conformidad con la Ley de Titularización de Activos se requiera el cumplimiento de dicha formalidad.
- g) No deberán de existir instrumentos presentados a favor de terceros, marginados sobre las inscripciones registrales que ampararen a dichos activos.
- h) En el caso de tratarse de activos que estuvieren garantizados con cauciones, estas deberán encontrarse debidamente inscritas a favor del originador en el registro correspondiente, si es que, de conformidad con la Ley de Titularización de Activos, fuera necesario cumplir con dicho requisito.
- i) Deberán de haber sido otorgados o constituidos, según fuere el caso, de conformidad con las formalidades exigidas por la Ley de Titularización de Activos, según sea la naturaleza de los activos que pretendan ser objeto de titularización.
- j) Debe existir la posibilidad de que dichos activos puedan ser agrupados a través de volúmenes relevantes en cuantía total y número de operaciones que facilite el análisis del riesgo crediticio del conjunto.

- k) En el caso de carteras de crédito ello implicará que los derechos que componen la cartera deberán reunir características similares, en cuanto a las condiciones de pago, tasa de interés, revisión de las condiciones de pago, penalización por cancelación anticipada, garantías, ejecución, etcétera.
 - l) Debe existir diversificación socioeconómica de las operaciones a efecto de diluir el riesgo crediticio.
 - m) Deberán de contar con criterios de selección contrastados y suficientemente evaluables que faciliten la determinación y realización de la calificación.
 - n) Cuando corresponda, deberán estar bajo custodia de una entidad previamente autorizada por la Superintendencia del Sistema Financiero para tal efecto.
- (Reserva, 2009)

Los activos que integran el fondo de titularización no podrán ser embargados ni sujetarse a ningún tipo de medida cautelar o preventiva por los acreedores del originador, de la sociedad titularizadora, del representante de los tenedores de valores o de los tenedores de valores.

1.5.5.2 Etapas para la titularización de los activos por parte del originador.

La titularización de activos no se desata en un solo acto, sino que implica una serie de etapas, que deben seguirse para evaluar la factibilidad, que ésta puede generar a la empresa que desee aplicarla.

Dentro de las etapas que los originadores pueden aplicar en la titularización de activos se pueden mencionar los siguientes:

- i. Toma de decisión para seleccionar una fuente de financiamiento.

ii. Evaluación de los activos susceptibles de titularización.

iii. Acudir a una sociedad titularizadora.

iv. Acuerdo y firma de los contratos para la estructuración del fondo de titularización.

v. Estudio previo de la emisión.

Cómo aquellos que a la fecha de iniciar el proceso de titularización de activos no existen pero que se espera que existan y que necesariamente conlleven la posibilidad de generar ingresos periódicos futuros determinables respecto a los cuales se pueda disponer libremente. (Financiero, 2008)

CAPÍTULO II. METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN.

La titularización engloba el proceso a través del cual los activos financieros se transforman en títulos valores, mecanismo que se encuentra en proceso de desarrollo dentro del país, y con expectativas de crecimiento ya que constituye una alternativa de financiamiento.

2.1 Metodología de la investigación

En esta sección se puntualizan diversos aspectos con relación a la metodología a emplear en el desarrollo de la investigación, la cual se realizará conforme a las estrategias, métodos y técnicas como son: El método de investigación, es de tipo descriptiva, ya que se pretende dar solución a la problemática que posee la Distribuidora de Azúcar y Derivados, en el proceso de titularización en la Bolsa de Valores de El Salvador, y de esta manera apoyar a las organizaciones que posean interés de incursionar en el mercado bursátil, y así cumplir al logro de objetivos trazados por el grupo investigador.

De igual manera, se detalla el tipo de investigación y los medios que serán utilizados para la obtención de información. Además, se especifica la población objeto de estudio, el tipo de variables e indicadores, así como las técnicas de investigación a utilizar, siendo un punto importante para la obtención de la información que se requiere.

2.1.1 Método de investigación

Preliminar a la determinación del método de investigación, se realizó un diagnóstico que permitió la identificación de las dificultades que afronta las empresas al momento de realizar el proceso de Titularización en la Bolsa de Valores de El Salvador.

Entre ellas se pueden mencionar las siguientes:

1. Desconocimiento de los pasos para iniciar el proceso de Titularización en la Bolsa de Valores de El Salvador.
2. No existe un instrumento que sirva de guía, para orientar paso a paso a las personas naturales o jurídicas que quieran utilizar el proceso de Titularización, y por medio de ello financiarse a un costo más bajo.

Lo que permitió al grupo investigador reconocer que la entidad necesita una herramienta de mucha importancia, que le sirva de guía durante el proceso de titularización.

2.2 Enfoque y tipo de investigación

2.2.1 Enfoque

El enfoque de investigación será cualitativo, ya que el instrumento para la recolección de la información será una guía de preguntas abiertas y cerradas, dirigida al personal del área financiera de la empresa lo que permitirá obtener el insumo necesario para dar solución a la problemática.

2.2.2 Tipo de investigación

La investigación fue enfocada al objetivo de darle solución a un problema concreto identificado mediante el diagnóstico y para su realización fue necesaria la aplicación de conocimientos generales y teóricos. Dicho problema consistió en la inexistencia de un instrumento que sirva de guía para las empresas que estén interesadas en titularizar activos en la Bolsa de Valores de El Salvador.

Basados en el nivel de conocimiento, y las características de la problemática, la investigación se consideró de tipo descriptiva, y el método utilizado fue el hipotético inductivo, ya que identifica la relación de factores de la problemática, que influyen en el proceso de estudio, lo que permitió conocer cómo se desarrollaba la problemática; y de esta manera solucionarla.

2.3 Sujetos y objeto de estudio

2.3.1 Unidad de análisis

En el desarrollo de la investigación la unidad de análisis está conformada, por la gerencia de finanzas, ya que es la encargada de velar por la rentabilidad de las inversiones dentro de la organización.

2.3.2 Universo y muestra

El universo y muestra de la investigación fue la compañía Distribuidora de Azúcar y Derivados.

2.3.3 Técnicas para la Recolección de Información

Para el desarrollo de la investigación, la información se recolectó mediante la aplicación de técnicas documentales y de campo que permitieron cotejar la teoría con la práctica en busca de la realidad objetiva.

2.3.3.1 Técnica documental:

Su aplicación consistió en consultar fuentes documentales que contienen información relacionada con el tema de investigación tales como libros de texto, artículos

y/o ensayos. Así como también leyes y normas que regulan las operaciones de titularización en la Bolsa de Valores de El Salvador,

Así mismo otras leyes y regulaciones a las que está sujeto el proceso y los participantes de la titularización de activos El Salvador, tal cual es el caso de las establecidas en el Código de Comercio, Código Tributario y Ley de Impuesto Sobre la Renta y Ley de Impuesto a la transferencia de Bienes Muebles y a la prestación de Servicios.

2.3.3.2 Técnica de campo:

El desarrollo de esta técnica se realizó por medio de entrevista a través de plataforma virtual con el personal involucrado en las operaciones de estudio dentro de la Compañía, la cual sirvió para la obtención de la información.

El uso de la entrevista ayudo a conocer aspectos de interés en la investigación, efectuando el contacto con la Gerencia y las dependencias involucradas en el manejo de inversiones realizadas o por realizar de la compañía.

2.4 Variables e indicadores

Variable independiente e indicadores

Elaboración de un documento que sirva de guía en el proceso de Titularización en la Bolsa de Valores de El Salvador.

- Identificación cronológica de las operaciones
- Ventajas y Desventajas del proceso.

Variable dependiente e indicadores.

Discernimiento de una alternativa de financiamiento existente.

- Conocimiento del proceso
- Opiniones sobre la alternativa de financiamiento

2.5 Proceso de Titularización

La titularización de Activos constituye uno de los mecanismos más utilizados por empresas, para apremiar el crecimiento e inversión en diferentes proyectos; en dicho proceso intervienen varios actores, unos son los interesados en financiarse a través de la titularización de activos, y los otros son los encargados de supervisar que dicho proceso se realice de manera sistemática y ordenada.

Con base en La Ley de Titularización de Activo de El Salvador, en los artículos 45 y 46 establece que los activos que se pueden titularizar deben cumplir con la característica relevante de generación de flujos de fondos periódicos y predecibles, sustentados con antecedentes de pago documentados y libre de gravámenes, así como también bienes inmuebles, que tengan por objeto desarrollar proyectos de construcción, los cuales deben someterse a valuación por un perito valuador especializado, que dictaminará si la estructura financiera propuesta es suficiente para dar cumplimiento a las obligaciones emanadas.

De igual forma la entidad debe someterse a un proceso de calificación de riesgo y liquidez; determinando la viabilidad del proceso por medio de una sociedad titularizadora, y los entes reguladores.

2.6 Análisis de Entrevista.

Entrevista dirigida al Gerente Financiero de la empresa DULZURA S.A. DE C.V.
Objetivo de la Entrevista: Recopilar información sobre el tema de la titularización de activos y su proceso de implementación y adopción como una fuente de financiamiento para proyectos en las Empresas Privadas.

De acuerdo a el entrevistado, se le consultó si conocía como surge la titularización en el país, donde obtuvimos la siguiente información: que en el año 2008 los padres de la patria legalizaron una Ley que regulara la titularización de activos, tomando como base ejemplo otros países donde este tema ya estaba más desarrollado.

El entrevistado expreso que no es especialista en el tema pero que conoce de forma general el proceso, donde detallo que el paso más importante sería identificar dentro de los activos que posee la entidad cuales cumplen los requisitos que establece la Ley para poder ser titularizados, luego se pasa a la estructuración donde se hacen dos modelos financieros, el modelo del originador y el modelo del Fondo, de la combinación de los dos modelos nacen las características de la emisión, después la Clasificadora de Riesgo califica el riesgo de la emisión, después se busca la autorización de la emisión, primero de la Bolsa y luego de la SSF, luego se anuncia en el periódico el día de la emisión y ese día la Bolsa en el sistema pone los títulos para que la gente los compre. sin embargo, el entrevistado considera necesario la creación de una guía más específica de cada paso a seguir para poder realizar el proceso de titularización de activos.

El financiero de la entidad expreso que el alcance y los beneficios que posee la titularización de activos es la transformación del activo (cartera de clientes; propiedad planta y equipo) a Títulos Valores y vendidos a través de la bolsa de valores. Y como beneficios plantea,

- La Obtención de Liquidez en el Corto Plazo;
- Diversificar la fuente Financiamiento;
- Beneficios Impositivos;
- Disminuir el costo de financiamiento.
- Contribuir al desarrollo de mercado de capitales

Al preguntarle si conoce los aspectos legales y financieros en los que incurre el proceso de titularización el manifestó desconocer el proceso detallado sobre la ejecución de esta figura, sin embargo, considera que las ventajas que ofrece podrían ser muy tentadoras tanto para los emisores, como para los posibles inversionistas sin embargo entiende que debe estar reguladas legalmente.

El entrevistado argumento no haber participado en un proceso de titularización de activos; sin embargo, una de las mayores dificultades que él, considera es la medición de los riesgos debido al traslado de los títulos valores. Pero expreso que el asimila el proceso como una forma de legalizar un activo por ejemplo de la empresa como una cuenta por cobrar o contratos que se poseen con los ingenios convertirlos en activos líquidos (dinero) para poder invertir en nuevos proyectos. Sin incurrir en un proceso de financiamiento común como un préstamo bancario.

De acuerdo a la opinión del entrevistado los activos que puede titularizar la empresa son las cuentas por cobrar y la propiedad planta y equipo (equipo de transporte e Inmuebles), también los contratos en concepto de comisiones que poseen con los ingenios, así mismo considera importante conocer el proceso de titularización de forma más específica ya que le permitiría tener más opciones claras y reales de financiamiento distintas a las tradicionales y a un menor costo.

El entrevistado expresa que dentro de las dificultades que logra identificar para poder optar por el proceso de titularización están las siguientes:

-No poseer una contabilidad ordenada y estados financieros desactualizados o que no estén auditados.

-El proceso dentro de la Bolsa de Valores que puede ser largo, complejo, o demasiados procesos que incurran tiempo o papeleo administrativo.

También considera que, dentro de las desventajas, percibe que la titularización de un activo no es como un financiamiento por medio de una cuota de pago que la entidad conoce y se proyecta el pago durante el tiempo que solicite el crédito, sino como la venta del activo que está titularizando y que puede incurrir hasta en un delito si no paga los fondos del activo titularizado.

Dentro de las ventajas considera que es una forma de financiar un proyecto donde no es necesario incurrir en una deuda o un compromiso por medio de garantías reales como una hipoteca.

Igualmente considera que la existencia de una guía que indique el procedimiento paso a paso para la realización del proceso de titularización de Activos sería de mucha utilidad ya que ayudaría para la toma oportuna y eficaz de las decisiones financieras. De igual manera opina que dicha guía debería contener:

- Detalle del Marco Legal de toda la normativa aplicable a esta figura.
- Detalle el proceso a seguir de inicio a fin.
- Detalle del tratamiento fiscal y contable.
- Detalle de un caso ejemplificado.
- Detallar obligaciones tributarias.
- Detallar los riesgos asociados a este tipo de financiamiento.
- Determinar conclusiones; e incluir ventajas y desventajas de esta figura.
- Detallar de forma específica las funciones de cada uno de los participantes

Al preguntarle del porque la entidad ha retomado la idea del proceso de titularización de activos como una fuente para obtener financiamiento, respondió que es por la búsqueda de opciones de financiamientos de menor costo; no obstante argumento desconocer la cantidad de riesgos inmersos en este tipo de financiamiento.

La entrevista se realizó al Lic. Flores, Gerente Financiero, de la empresa Dulzura S.A de C.V. con una duración de 30 minutos (HI 14:00 – HF14:30).

Posteriormente de realizar la entrevista como grupo determinamos lo siguiente:

- Surge la necesidad que exista una guía que brinde los pasos de inicio a fin del proceso de titularización, que oriente a los interesados en los tramites que deben seguir y a que instituciones abocarse.
- La entidad en evaluación posee activos susceptibles a titularizarse, de igual manera existe interés por parte de la entidad en optar por ese tipo de financiamiento, por considerarlo de bajo costo, aunque desconocen a plenitud los riesgos que esto conlleva.
- Las leyes y normas aplicables a la titularización de activos no son manejada dentro de los conocimientos del entrevistado, por lo cual se considera necesario que dentro de una guía donde se especifique los pasos a seguir para el proceso se agregue referencia de los artículos de la Ley o normas que apliquen a cada paso.
- Se considera necesario que la entidad que opte por titularizar un activo tenga claros los conceptos y funciones que cumplen cada uno de los participantes del proceso de titularización de activos.

CAPITULO III. PROCESO DE TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS

3.1. Generalidades de proyecto.

La empresa Dulzura, S.A. de C.V. es una sociedad constituida en el año 2000 bajo las leyes de la Republica de El Salvador que se dedica a la distribución de azúcar desde los distintos ingenios de El Salvador hacia las plantas empaquetadoras y posteriormente a los distintos comercios donde serán puestos a la venta.

En la actualidad y como efecto del cierre económico causado por la última crisis sanitaria afrontada por el país, muchas empresas se vieron afectadas de tal manera que se vieron obligadas a cesar operaciones de manera definitiva, entre ellas se puede mencionar el sector de transporte de carga los cuales prestan el servicio traslado de la caña de azúcar desde el lugar de cultivo hasta los respectivos ingenios.

Dada dicha situación el área de inversiones y líneas de negocio propuso a Junta Directiva el proyecto de “Servicio de Transporte de Caña” el cual consiste en que la empresa cubra la demanda de transporte solicitada por los ingenios.

En dicha propuesta se destacan entre otros los siguientes beneficios: La apertura de una nueva línea de negocios la cual no estaba siendo explotada por la compañía, un aumento sustancial en las utilidades y un aporte a los planes de expansión y posicionamiento de la empresa, así como, generación de empleos formales, mayor control de disponibilidades de horarios y transporte para optimizar los procesos y operaciones tanto propios como de nuestros clientes.

Tras reiteradas negociaciones, se concretó la negociación de ocho contratos de servicios con los ingenios existentes alrededor del país, por un valor total de total de \$ 1.5 millones anuales por un periodo de 10 años.

Para el desarrollo del proyecto se realizaron diversas investigaciones con respecto a la mejor alternativa para la adquisición de la flota de camiones, siendo estas, la adquisición local o en el extranjero; así como, la contratación del personal calificado para la ejecución del servicio por parte de DULZURA, S.A. de C.V., dando como resultado la importación de una flota de 16 cabezales nuevos junto con su plataforma, por medio de un importador autorizado en el rubro. Dado que, en el mercado local, no se encontró, que cumplieran con las especificaciones requeridas. De igual manera se requerirá de un plantel para guardar las unidades en los meses que no estén prestando el servicio de la recolecta de caña. Al finalizar el proyecto, la flota de camiones y el inmueble adquirido pasaría a formar parte del activo de la compañía.

La empresa proyecta los siguientes datos para la realización de la inversión.

Tabla 1: Inversión por compra de flota de transporte

Datos para la inversión

Cabezal	\$ 70,000.00	
Plataforma	\$ 35,000.00	
Transporte	\$ 10,000.00	
Impuestos	\$ 15,000.00	
Importador	\$ 20,000.00	
Adecuación	\$ 10,000.00	
Total	\$ 160,000.00	Precio unidad
		Lista para trabajar

Heavy Duty Trucks - Conventional Day Cab Trucks



MACK PINNACLE CXU613

Fuente: elaboración propia

Tabla 2: Proyección de inversión en plantel

Compra de Terreno para el Plantel Ubicado en Nejapa

Terreno Rustico 5000V2 \$70,000.00

Fuente: elaboración propia

Para la realización del proyecto será necesario la adquisición de una flota de 16 camiones tipo rastra por lo que la inversión inicial necesaria para la puesta en marcha del proyecto se resume a continuación.

Tabla 3: Resumen inversión inicial

Concepto	Precio	Cantidad	Total
Camiones	\$160,000.00	16	\$2,560,000.00
Seguro	\$6,500.00	16	\$104,000.00
Plantel	\$70,000.00	1	\$70,000.00
		Total	\$2,734,000.00

Fuente: elaboración propia

De igual manera para la determinación del precio y consumo anual del combustible por unidad se estima lo siguiente.

El rendimiento promedio del combustible oscila de 5 kilómetros por galón de diésel, de acuerdo a consultas con expertos en la materia se identificó que la cantidad de viajes por rastra oscila entre 6 y 7 por semana, debido a los tiempos de espera de carga en el cañal y descarga en los ingenios, con base en lo anterior se ejemplifica un consumo aproximado durante la temporada de la recolecta de la caña, y para el proyecto se

considera brindar un margen por alguna variación en distancia o por tráfico así como los desplazamientos con carga y vacíos de los equipos, es que se llega a la determinación de estimar 3000 galones de combustible por rastra.

Tabla 4: Cálculo de consumo de combustible

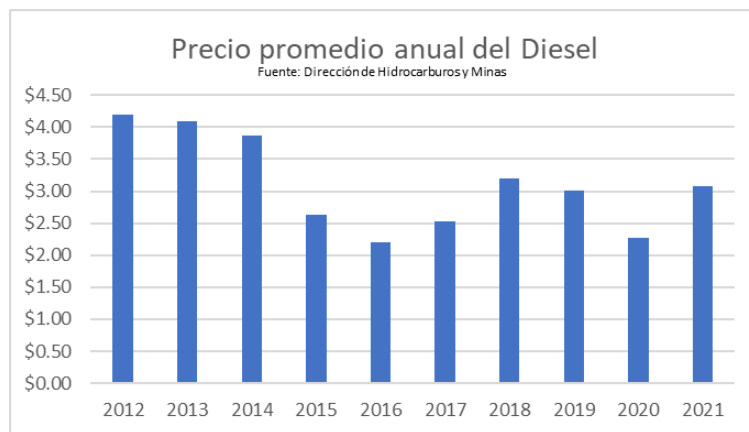
Consumo de combustible por unidad durante la temporada					
km prom. por viaje	km rend. por galón	Consumo por viaje	Prom. viajes por semana	Consumo mensual	Consumo Temporada
130	5	26	7	728	2912

Fuente: elaboración propia

Al analizar los precios promedios anuales del diésel a nivel nacional, (MINEC, 2021) se concluye que no existe un patrón de tendencia creciente o decreciente, por lo que se determina que una buena estimación del precio futuro para los próximos 10 años sería el promedio de los datos analizados, que para el caso será el precio de \$3.11 por galón. No obstante, para garantizar liquidez en el proyecto y considerando cualquier volatilidad que pudiere ocurrir en el precio del diésel se ha considerado un precio para los próximos 10 años de \$ 4.00 por galón de combustible diésel.

Tabla 5: Precio promedio anual de Diesel

Precios promedios diesel	
Año	Precio
2012	\$4.19
2013	\$4.10
2014	\$3.88
2015	\$2.64
2016	\$2.20
2017	\$2.52
2018	\$3.19
2019	\$3.00
2020	\$2.27
2021	\$3.07
Promedio	\$3.11



Fuente: Dirección de Hidrocarburos y Minas.

Tomando de referencia la estimación del precio del combustible, el importe económico asciende a \$12,000.00 por camión durante la temporada de recolecta de la caña. Dicho valor trasladado al total de 16 camiones que conforma la flota representa un consumo total por \$192,000.00 necesarios para prestación del servicio durante una temporada.

El cálculo de depreciación anual por camión es de \$36,000.00, lo que genera un monto total de \$ 576,000.00 en concepto de depreciación anual por la flota de los 16 camiones.

Tabla 6: Cálculo de depreciación

Cálculo de Depreciación Anual de Camiones							
AÑO	Valor de Adquisición	Residual	Valor a Dep	Dep Anual	Dep Acum	Dep. del periodo	Valor en Libros
1	\$ 160,000.00	\$ 16,000.00	\$ 144,000.00	\$ 36,000.00	\$ 36,000.00	\$ 36,000.00	\$ 124,000.00
2					\$ 72,000.00	\$ 36,000.00	\$ 88,000.00
3					\$ 108,000.00	\$ 36,000.00	\$ 52,000.00
4					\$ 144,000.00	\$ 36,000.00	\$ 16,000.00

Fuente: elaboración propia

El ingreso estimado para el proyecto en desarrollo se basa en las negociaciones de ocho contratos con los diferentes ingenios del país, generando estos un ingreso global anual estimado de \$1.5 millones de dólares para un plazo de 10 años. Por lo que el ingreso global proyectado para los 10 años sería de \$ 15. Millones de dólares.

Tabla 7: Proyección de ingresos

Ingreso global generado por los 8 Contratos			
	Ingreso anual	Plazo en años	Total
	\$1.5	10	\$15

Valor expresado en millones de dólares

Fuente: elaboración propia

Por otro lado, los gastos esperados durante el desarrollo del proyecto son determinados basados en estimaciones, dentro de los cuales se encuentran los rubros de Salarios de los pilotos, seguros de camiones, cuotas de gastos de mantenimiento anual, y salarios del personal de logística; así como también el consumo de combustible estimado.

El pago de salarios anuales esta estimado con un incremento cada tres años, al personal de cada camión. Tomando como parámetro los decretos de incremento al salario mínimo de El Salvador, los cuales se han realizado en un promedio de tres años, de misma manera el rubro de salarios incluye el aporte patronal de ISSS y AFP.

Tabla 8: Proyección de salarios

Estimación incrementos Salarial por unidad

Salarios pilotos	Año 1	Año 3	Año 6	Año 9
Semanal	\$ 270.00	\$ 324.00	\$ 356.40	\$ 384.91
Temporada	\$ 5,400.00	\$ 6,480.00	\$ 7,128.00	\$ 7,698.24
Salarios Ayudante				
Semanal	\$ 108.00	\$ 129.60	\$ 142.56	\$ 153.96
Temporada	\$ 2,160.00	\$ 2,592.00	\$ 2,851.20	\$ 3,079.30
Salarios por unid	\$ 7,560.00	\$ 9,072.00	\$ 9,979.20	\$ 10,777.54
Flota	\$ 120,960.00	\$ 145,152.00	\$ 159,667.20	\$ 172,440.58

Fuente: elaboración propia

De igual forma se realizó la estimación del contrato de Mantenimiento de las unidades, tomando en consideración el desgaste que sufren cada año.

Tabla 9: Proyección de gasto de mantenimiento

Estimación de Cuota de Mantenimiento de Flota

Año	Cuota	Incremento por Dep. de flota	Valor cuota Global
1	\$ 1,500.00	10%	\$ 24,000.00
2	\$ 1,650.75		\$ 26,412.00
3	\$ 1,816.65	15%	\$ 29,066.41
4	\$ 2,089.15		\$ 33,426.37
5	\$ 2,402.52		\$ 38,440.32
6	\$ 2,762.90		\$ 44,206.37
7	\$ 3,314.15	20%	\$ 53,026.38
8	\$ 3,975.38		\$ 63,606.15
9	\$ 4,768.55		\$ 76,296.79
10	\$ 5,719.97		\$ 91,519.45
Total proyecto			\$ 480,000

Fuente: elaboración propia

Los gastos considerados por logística y reparaciones menores tanto de flota como del plantel se estima un monto de \$5,000.00 anuales. Así como también los gastos de seguro de la flota se estima un monto fijo promedio de \$6,500.00 anuales por unidad, durante la vigencia del proyecto.

La Tabla 10. Estimación de gastos de Operación: muestra la proyección de gastos operativos que tendrá el proyecto durante cada año por los diez años que se desarrollará.

La tabla 11: Flujo de Efectivo proyectado: presenta la estimación de flujos de efectivo que generara el proyecto, tomando en cuenta los ingresos proyectados por los contratos, así como los egresos que ocasionara el desarrollo del proyecto.

La información del proyecto “Servicio de Transporte de Caña” y todos sus atestados es presentada a la Junta Directiva para su aprobación y seguidamente considerar y analizar la mejor alternativa de financiamiento, para su ejecución; para el cual se investigo las tasas de interés ofertadas por el sistema financiero bancario, para la

inversión en el rubro de actividades productivas y de servicio, encontrando tasas a partir del 12% hasta un 20% dependiendo la institución. De igual manera se investigo la alternativa de financiamiento a través de la figura de Titularización de Activos por medio de la Bolsa de Valores de El Salvador, en donde se lleva el proyecto a que sea analizado y evaluado por una titularizadora, donde valuó los riesgos y beneficios que el proyecto aportará, así como las garantías que la empresa presenta, para cubrir dicho financiamiento, obteniendo a través de ello una tasa del 6% de interés anual, con base en las características y los riesgos del proyecto, de la misma manera se pactó una comisión por desembolso del 2% lo cual, conlleva un efecto en la tasa efectiva la cual se calcula en 6.46%.

Basados en las dos alternativas presentadas la empresa opto por la obtención del financiamiento a través de la figura de Titularización, y titularizará tres de los ocho contratos de servicio que posee, ya que estima que con ellos logrará el efectivo necesario para cubrir con lo requerido para la inversión inicial y poder echar andar el proyecto. Dentro de los contratos que titularizará se encuentran los contemplados con Ingenio Jiboa, Central de Izalco, e Ingenio La Cabaña, los cuales ascienden a un monto de \$ 4.5 millones de dólares, con estos mismos estima cubrir el total de la deuda y los intereses incurridos del financiamiento.

La Tabla 12: Amortización de deuda e intereses: muestra cómo será la amortización de la deuda en el plazo de diez años, que se desarrollará el proyecto de inversión.

La Tabla 13: Determinación de Rentabilidad del Proyecto: muestra a través de la realización del VAN, la viabilidad de la realización del proyecto y cual es su rentabilidad.

Tabla 10: Estimación de gastos de operación

DULZURA, S.A. DE C.V. Proyección de gastos de operación Servicio de Transporte de Caña Expresado en miles de dólares										
	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7	Año 8	Año 9	Año 10
Salarios	\$ 120.96	\$ 120.96	\$ 145.15	\$ 145.15	\$ 145.15	\$ 159.67	\$ 159.67	\$ 159.67	\$ 172.44	\$ 172.44
Combustibles	\$ 192.00	\$ 192.00	\$ 192.00	\$ 192.00	\$ 192.00	\$ 192.00	\$ 192.00	\$ 192.00	\$ 192.00	\$ 192.00
Seguro	\$ 104.00	\$ 104.00	\$ 104.00	\$ 104.00	\$ 104.00	\$ 104.00	\$ 104.00	\$ 104.00	\$ 104.00	\$ 104.00
Mantenimiento	\$ 24.00	\$ 26.41	\$ 29.07	\$ 33.43	\$ 38.44	\$ 44.21	\$ 53.03	\$ 63.61	\$ 76.30	\$ 91.52
Depreciacion	\$ 576.00	\$ 576.00	\$ 576.00	\$ 576.00	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Logistica	\$ 5.00	\$ 5.00	\$ 5.00	\$ 5.00	\$ 5.00	\$ 5.00	\$ 5.00	\$ 5.00	\$ 5.00	\$ 5.00
Total	\$ 3,238.04	\$ 3,313.63	\$ 3,304.78	\$ 3,318.42	\$ 3,907.41	\$ 3,905.13	\$ 3,914.31	\$ 3,921.73	\$ 3,914.26	\$ 3,917.04

Fuente: elaboración propia

Tabla 11: Flujo de efectivo proyectado

DULZURA, S.A. DE C.V.										
Flujo de caja proyectado										
Servicio de Transporte de Caña										
Expresado en miles de dólares										
Detalle	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7	Año 8	Año 9	Año 10
Entradas										
Saldo Inicial	\$ -	\$ 812.63	\$ 1,308.17	\$ 1,797.51	\$ 2,296.41	\$ 2,631.60	\$ 2,965.18	\$ 3,305.20	\$ 3,650.41	\$ 3,990.39
Titularización	\$ 2,940.00	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Ingresos por servicio	\$ 1,500.00	\$ 1,500.00	\$ 1,500.00	\$ 1,500.00	\$ 1,500.00	\$ 1,500.00	\$ 1,500.00	\$ 1,500.00	\$ 1,500.00	\$ 1,500.00
Total Entradas	\$ 4,440.00	\$ 2,312.63	\$ 2,808.17	\$ 3,297.51	\$ 3,796.41	\$ 4,131.60	\$ 4,465.18	\$ 4,805.20	\$ 5,150.41	\$ 5,490.39
Salidas										
Compra de camiones	\$ 2,560.00	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Compra de	\$ 70.00	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Salario	\$ 120.96	\$ 120.96	\$ 145.15	\$ 145.15	\$ 145.15	\$ 159.67	\$ 159.67	\$ 159.67	\$ 172.44	\$ 172.44
Combustible	\$ 192.00	\$ 192.00	\$ 192.00	\$ 192.00	\$ 192.00	\$ 192.00	\$ 192.00	\$ 192.00	\$ 192.00	\$ 192.00
Seguro	\$ 104.00	\$ 104.00	\$ 104.00	\$ 104.00	\$ 104.00	\$ 104.00	\$ 104.00	\$ 104.00	\$ 104.00	\$ 104.00
Logística	\$ 5.00	\$ 5.00	\$ 5.00	\$ 5.00	\$ 5.00	\$ 5.00	\$ 5.00	\$ 5.00	\$ 5.00	\$ 5.00
Mantenimiento	\$ 24.00	\$ 26.41	\$ 29.07	\$ 33.43	\$ 38.44	\$ 44.21	\$ 53.03	\$ 63.61	\$ 76.30	\$ 91.52
Amortización	\$ 300.00	\$ 300.00	\$ 300.00	\$ 300.00	\$ 300.00	\$ 300.00	\$ 300.00	\$ 300.00	\$ 300.00	\$ 300.00
Intereses	\$ 180.00	\$ 162.00	\$ 144.00	\$ 126.00	\$ 108.00	\$ 90.00	\$ 72.00	\$ 54.00	\$ 36.00	\$ 18.00
ISR	\$ 71.41	\$ 94.09	\$ 91.43	\$ 95.53	\$ 272.22	\$ 271.54	\$ 274.29	\$ 276.52	\$ 274.28	\$ 275.11
Total Salidas	\$ 3,627.37	\$ 1,004.46	\$ 1,010.65	\$ 1,001.10	\$ 1,164.81	\$ 1,166.41	\$ 1,159.99	\$ 1,154.79	\$ 1,160.02	\$ 1,158.07
Saldo Final	\$ 812.63	\$ 1,308.17	\$ 1,797.51	\$ 2,296.41	\$ 2,631.60	\$ 2,965.18	\$ 3,305.20	\$ 3,650.41	\$ 3,990.39	\$ 4,332.32

Fuente: elaboración propia

Tabla 12: Amortización de deuda e intereses

Periodos 10 Años
 Tasa de Interés 6% Anual
 Amortización \$ 300,000.00 Anual

DULZURA, S.A. DE C.V. Cuadro de Amortización Servicio de Transporte de Caña				
Año	Cuota	Intereses	Amortización	Capital
0	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 3,000,000.00
1	\$ 480,000.00	\$ 180,000.00	\$ 300,000.00	\$ 2,700,000.00
2	\$ 462,000.00	\$ 162,000.00	\$ 300,000.00	\$ 2,400,000.00
3	\$ 444,000.00	\$ 144,000.00	\$ 300,000.00	\$ 2,100,000.00
4	\$ 426,000.00	\$ 126,000.00	\$ 300,000.00	\$ 1,800,000.00
5	\$ 408,000.00	\$ 108,000.00	\$ 300,000.00	\$ 1,500,000.00
6	\$ 390,000.00	\$ 90,000.00	\$ 300,000.00	\$ 1,200,000.00
7	\$ 372,000.00	\$ 72,000.00	\$ 300,000.00	\$ 900,000.00
8	\$ 354,000.00	\$ 54,000.00	\$ 300,000.00	\$ 600,000.00
9	\$ 336,000.00	\$ 36,000.00	\$ 300,000.00	\$ 300,000.00
10	\$ 318,000.00	\$ 18,000.00	\$ 300,000.00	\$ -
Total		\$ 990,000.00	\$ 3,000,000.00	

Fuente: elaboración propia

Tabla 13: Determinación de Rentabilidad del Proyecto

DULZURA, S.A. DE C.V. Análisis Costo-Beneficio Servicio de Transporte de Caña					
6% Tasa de descuento					
Año	Ingresos	Valor actual	Pagos	Valor actual	
0	\$ -	\$ -	\$ 2,630,000.00	\$ 2,630,000.00	
1	\$ 1,500,000.00	\$ 1,415,094.34	\$ 997,370.00	\$ 940,915.09	
2	\$ 1,500,000.00	\$ 1,334,994.66	\$ 1,004,460.40	\$ 893,966.18	
3	\$ 1,500,000.00	\$ 1,259,428.92	\$ 1,010,652.88	\$ 848,563.65	
4	\$ 1,500,000.00	\$ 1,188,140.49	\$ 1,001,104.86	\$ 792,968.81	
5	\$ 1,500,000.00	\$ 1,120,887.26	\$ 1,164,814.63	\$ 870,417.25	
6	\$ 1,500,000.00	\$ 1,057,440.81	\$ 1,166,411.50	\$ 822,274.08	
7	\$ 1,500,000.00	\$ 997,585.67	\$ 1,159,985.51	\$ 771,456.61	
8	\$ 1,500,000.00	\$ 941,118.56	\$ 1,154,791.35	\$ 724,530.38	
9	\$ 1,500,000.00	\$ 887,847.70	\$ 1,160,016.15	\$ 686,611.78	
10	\$ 1,500,000.00	\$ 837,592.17	\$ 1,158,072.02	\$ 646,661.36	
Total	Beneficio	\$ 11,040,130.58	Costo	\$ 10,628,365.20	
	Beneficio	\$ 11,040,130.58			
	Costo	\$ 10,628,365.20			
	B/C =	\$ 1.04			

Fuente: elaboración propia

3.2 Proceso de titularización del proyecto.

Como primer punto la empresa originadora requiere seleccionar el activo que desea titularizar, entre los distintos bienes con que la empresa cuenta, esta decide someter al proceso de titularización los flujos financieros futuros respaldados a través de los contratos de servicios celebrados con los distintos ingenios. Esta decisión radica en que el área de inversión no desea comprometer la administración de los activos usados en el giro principal de las operaciones, si no que desea que dicho proyecto sirva él mismo como garantía.

Una vez seleccionado el activo que se desea titularizar se debe de evaluar que cumpla con las características establecidos en la “Norma para la determinación de los requisitos y características mínimas que deben poseer los activos susceptibles de titularización” (RCTG-11/2009). Dichas características son:

- Poseer la capacidad de generar flujos de fondos periódicos y predecibles.
- Ser derechos sobre flujos financieros futuros.
- Ser bienes inmuebles, siempre y cuando la finalidad de la titularización sea desarrollar el proceso de construcción.

En el caso del activo seleccionado anteriormente cuenta con la característica de ser derechos sobre flujos futuros ya que a la fecha del proyecto los flujos no existen en las cuentas bancarias de la empresa, pero se cuenta con evidencia suficientemente fundamentada que existirán de forma periódica ya que se encuentran respaldados por medio de contratos de servicios donde los distintos ingenios se comprometen a pagar a Dulzura, S.A de C.V. a cambio del servicio de transporte, de la misma manera la

cláusula de duración establece que la obligación será por un plazo de diez años, definiendo así la vigencia de los flujos y periodicidad de los mismos.

Creación del fondo de titularización

Una vez defino y verificado que el activo sea susceptible a titularizarse, la empresa Dulzura, S.A. de C.V. procede a contratar los servicios de una empresa titularizadora legalmente constituida en El Salvador, registrada y autorizada por la Superintendencia del Sistema Financiero, las cuales serán las encargadas de elaborar y constituir el Fondo de titularización respectivo; Actualmente las sociedades autorizadas para la prestación de dicho servicio son HENCORP Valores, LTDA. Titularizadora, Inscrita en el registro especial de titularizadora en octubre de 2008, así mismo, RICORP Titularizadora, S.A. Inscrita en el dicho registro en diciembre del 2012 y finalmente la titularizadora más reciente en constituirse ATLÁNTIDA Titularizadora, S.A. habiendo sido registrada en julio 2021 (Superintendencia del Sistema Financiero, 2021).

Para el desarrollo del proceso de titularización al que se someterán los flujos financieros futuros provenientes de los contratos de Dulzura, S.A. de C.V. deberán de cumplirse una serie de pasos en los que intervendrán distintos agentes entre los que se destacan Dulzura, S.A. de C.V. en función de originador, la Titularizadora contratada para la constitución del fondo y el Representante de los Tenedores de Valores. Dichos pasos se pueden resumir en el listado siguiente:

- Selección de empresa Titularizadora.
- Presentación de propuesta de titularización y documentos relacionados.
- Análisis de propuesta por parte de la Titularizadora.

- Valuación del activo a titularizar por parte de un perito autorizado.
- Celebración de contrato de enajenación.
- Celebración de contratos de administración.
- Nombramiento de auditores
- Designación de Representante de los Tenedores de Valores.
- Elaboración de escritura de emisión.
- Celebración del contrato de titularización.
- Colocación de emisión y traslado de fondos al originador.
- Traslado de fondos recaudados por el agente colector al Fondo.
- Liquidación del fondo de titularización.

Para fines de este ejercicio se seleccionó a HENCORP Valores, LTDA. Titularizadora como la empresa titularizadora con la cual se realizará el proceso de la titularización de los flujos financieros futuros.

Una vez se seleccionó la empresa la cual realizara el proceso de titularización, el personal encargado de Dulzura, S.A. de C.V. procede a contactar a HENCORP Valores, LTDA. Titularizadora con la finalidad de exponer el proyecto para que sea sometida a la respectiva discusión, evaluación y aprobación.

Para dicho efecto se presentará la propuesta de proyecto con la evaluación respectiva realizada por el área de inversiones de Dulzura, S.A. de C.V., de igual manera se presentarán los contratos celebrados con los ingenios los cuales respaldan los flujos financieros futuros que se servirán como medio de titularización.

Una vez recibido los documentos, la titularizadora procederá a realizar el análisis de la propuesta de titularización mediante el cual verificará si el originador cumple con los requisitos pertinentes los cuales se destacan contar con una clasificación crediticia favorable, contar con una constancia vigente de solvencia emitida por el Ministerio de Hacienda, haber cumplido con sus obligaciones con el registro de comercio, entre otros.

Posteriormente se evalúa la factibilidad del proyecto en cuestión, verificando que la información presentada por el solicitante, en este caso, Dulzura, S.A. de C.V., sea verídica y que las proyecciones sean fundamentadas y estimadas de manera fiable para su respectivo rechazo o aprobación.

En el desarrollo de este ejercicio HENCORP Valores, LTDA. Titularizadora da por aprobado el proyecto de titularización y procede a notificar a Dulzura, S.A. de C.V. sobre dicha aprobación para dar seguimiento al proceso.

Seguidamente se procede a la contratación del perito el cual se encargará de realizar la respectiva valuación de los activos a titularizar, la cual servirá para brindar veracidad y legitimidad ante la Superintendencia del Sistema Financiero. Cabe destacar que dicho perito deberá cumplir con los requisitos establecidos en la norma “Reconocimiento y Calificación de Peritos Valuadores de Activos para Procesos de Titularización” (RCTG-10/2010)”

Una vez realizado el peritaje y definido el valor del bien se celebra un contrato de enajenación de activos desde el Dulzura, S.A. de C.V. hacia el Fondo de Titularización por medio de HENCORP Valores, LTDA. Titularizadora, con la finalidad de ceder los derechos sobre los flujos financieros futuros que constituirán en un patrimonio

independiente a la titularizadora y al originador, para tal efecto el contrato debe de incluir de manera obligatoria una cláusula que estipule "para el Fondo de Titularización", seguida del nombre o denominación del Fondo correspondiente. Así mismo, dicho contrato contendrá al menos las cláusulas donde se estipule que la empresa originadora se compromete a ceder todos los derechos sobre la cantidad pactada percibida en un plazo determinado de tiempo, la definición del origen de los flujos enajenados, se terminará también el número de cesiones a realizarse hacia el fondo correspondiente y finalmente el agente colector que desempeñará la labor de recaudar los fondos generados y el realizar el traslado de los mismos a las cuentas bancarias pertenecientes al fondo de titularización.

El punto anterior representa la última intervención del originador en el proceso de la constitución del fondo de titularización, el resto del proceso corresponde a la Titularizadora y a distintos sujetos y entidades que se detallaran posteriormente.

Posteriormente a la enajenación del activo hacia el fondo de titularización, la Titularizadora se dispondrá a ejecutar las siguientes acciones previo a la celebración del contrato de titularización y consecuentemente la constitución del fondo de titularización.

- Celebrar los diversos contratos de administración con los distintos agentes, dichos contratos facultan a las personas naturales o jurídicas a prestar un servicio para el fondo de titularización. Entre los servicios de administración más comunes que se contratan se mencionan ejercer funciones de depositaria en administración, ejercer gestiones de cobro, de procesamiento de información, de recaudación de flujos generados por el fondo de titularización, de contabilización, de registro de pagos, etc.

- Nombrar al auditor externo y fiscal, este último en el caso de aplicar, para el periodo correspondiente al primer ejercicio fiscal del fondo de titularización.
- Designar al primer Representante de los Tenedores de Valores, cargo el cual podrá ser desempeñado por un banco, una casa corredora de bolsa o una persona jurídica previamente autorizada por la Superintendencia del Sistema Financiero y tendrá las responsabilidades de vigilar que el Fondo de Titularización esté debidamente integrado, convocar y presidir la junta general de tenedores de valores, solicitar información relativa a situación financiera de la Titularizadora y del fondo correspondiente, entre otras atribuciones.
- Elaborar la escritura de emisión donde se detallará al menos la descripción de los valores a emitir, sus características y derechos de esta, priorización de pagos de los valores y a los acreedores, selección de la calificadora de riesgo que realizará la primera clasificación de la emisión.
- Como paso final para constitución del fondo de titularización. La Titularizadora y el Representante de los Tenedores celebrarán ante notario un contrato de titularización el cual comprenderá el acto de constitución del Fondo y la emisión de valores.

3.3 Ejecución de titularización.

Una vez llegado a este punto HENCORP Valores, LTDA. Titularizadora colocará por medio de la Bolsa de Valores de El Salvador la emisión respectiva, para dicho efecto, se cuenta con un plazo de ciento ochenta días. Posteriormente los fondos recaudados serán trasladados a la cuenta bancaria de Dulzura, S.A. de C.V. donde esta dispondrá de fondos para la ejecución del proyecto “Servicio de transporte de caña”.

A partir del hecho mencionado en el párrafo anterior, Dulzura, S.A. de C.V. cumpliendo a sus obligaciones pactadas en el contrato de enajenación procede a recaudar los ingresos generados por los contratos de prestación de servicios con los ingenios de El Salvador, dichos ingresos son los flujos financieros futuros una vez devengados. Dichos fondos son trasladados al fondo de titularización para que este realice los pagos correspondientes a los inversionistas, es decir, la amortización de capital e intereses generados, así mismo, para liquidar las deudas con los acreedores generados por la prestación de servicios.

Dichos traslados de fondos se realizarán por el periodo establecido en el contrato de enajenación hasta el vencimiento de este. Finalmente, vencido el plazo del contrato de titularización HENCORP Valores, LTDA. Titularizadora procederá al nombramiento de un liquidador para ejecutar el proceso de liquidación del fondo y así finalizar el proceso de titularización.

El resumen del proceso de titularización se muestra en la figura 1 con el fin de una mejor comprensión de este.

Ilustración 1: Esquema de titularización



Fuente: elaboración propia

CONCLUSIONES

Posteriormente de realizar la investigación del proceso de titularización de activos aplicado a las entidades privadas se concluye que:

- La titularización de activos se conoce de forma general, lo cual genera cierta desconfianza; para que la entidad opte por este medio de financiamiento, sin embargo, al conocer de forma específica por medio de una guía los pasos a seguir, los riesgos, las ventajas y desventajas, se consideraría atractivo para los directores de la entidad optar por este medio de financiamiento.
- El proceso de Titularización de activos esta regulado por la Ley de Titularización de Activos de El Salvador, lo cual brinda el soporte legal del debido proceso, estableciendo cuales deberán ser las características que debe poseer y cumplir un activo para que pueda ser sujeto de titularizar. Y de igual manera el proceso al que se deberá someter la entidad interesada en la titularización.
- Al optar por el método de financiamiento de la Titularización de Activos el costo del dinero es mucho más bajo que al utilizar el método tradicional, sin embargo, para que una empresa pueda acudir a este método de financiamiento debe cumplir con una serie de requisitos tanto como empresa, así como el activo que se someterá al proceso de titularización.

RECOMENDACIONES

En base a la información presentada en esta investigación, se realizan las siguientes sugerencias para los usuarios del presente documento.

- Tomar en consideración métodos de financiamiento distinto a los habituales, es decir, préstamos bancarios o llamados de capital a accionistas. Ya que en el área bursátil se encuentra un abanico de posibilidades de financiamiento muchas veces desaprovechadas por falta de conocimiento de la existencia o funcionamiento de estas. Como lo es en el caso de la titularización de activos la cual permite obtener un costo financiero menor al de otras figuras.
- Hacer un mayor énfasis en la divulgación de la figura de titularización de activos y su posible aplicación dentro de las distintas industrias que operan en El Salvador con la finalidad de que los directivos y gerentes obtengan un conocimiento más detallado del conocimiento de dicha figura, así como, sus distintas ventajas y desventajas.

BIBLIOGRAFIA

- Asamblea Legislativa de El Salvador. (17 de Diciembre de 2007). Ley de Titularización de Activos. *Artículo 24*. San Salvador, San Salvador, El Salvador.
- Asamblea Legislativa De El Salvador. (17 de Diciembre de 2007). Ley De Titularización De Activos. *Artículo 86*. San Salvador, San Salvador, El Salvador.
- Contreras, R. (7 de Julio de 2009). *Banco Central de Reserva De El Salvador*. Recuperado el 31 de Enero de 2021, de Titularización de activos:
<https://www.bcr.gob.sb/bcrsite/uploaded/content/category/363096766>
- Financiero, S. d. (2008). *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*. Obtenido de <https://ssf.gob.sb/>
- Hencorp Valores, L. T. (s.f.). *hencorpvalores.com.sb*. Obtenido de <https://hencorpvalores.com.sb/site/>
- Reserva, B. C. (26 de 11 de 2009). *Bolsa De Valores*. Obtenido de <https://www.bolsadevalores.com.sb/index.php/marco-legal/normativas/titularizacion-de-activos>
- RICORP Titularizadora, S. (s.f.). *latitularizadora.com*. Obtenido de <http://www.latitularizadora.com/index.php/acerca-de-ricorp>
- SALVADOR, A. L. (01 de 2007). LEY DE TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS. San Salvador, El Salvador.
- Salvador, B. d. (Enero de 2020). *Bolsa de Valores*. Recuperado el 6 de 2 de 2021, de <https://www.bolsadevalores.com.sb/>
- Sanchez, J. C. (3 de Agosto de 2007). *Titularización*. Recuperado el 5 de Febrero de 2021, de Características y revisión a partir de la crisis financiera:
<https://www.bcr.gob.sb/bcrsite/uploaded/content/category/1402289177>
- Superintendencia adjunta de Valores. (2009). *RCTG-11/2009 Norma para la determinación de los requisitos y características mínimas que deben poseer los activos susceptibles de Titularización*. San Salvador: SSF.
- Superintendencia del Sistema Financiero. (Septiembre de 2021). *Registro público*. Obtenido de Superintendencia del Sistema Financiero: <https://ssf.gob.sb/registro-publico/>
<https://www.bcr.gob.sb/documental/Inicio/vista/b084e8fc9a128dae96f6a2e0db6ae01a.pdf>

ANEXOS



UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDAD



Entrevista dirigida al Gerente Financiero de la empresa DULZURA S.A. DE C.V.

Objetivo de la Entrevista: Recopilar información sobre el tema de la titularización de activos y su proceso de implementación y adopción como una fuente de financiamiento para proyectos en las Empresas Privadas.

Pregunta 1: ¿Conoce Ud. cómo surgió la titularización en el país y cuáles considera usted que son los alcances y los beneficios que tiene la titularización de activos?

Pregunta 2: ¿Conoce usted el marco legal y aspectos financieros que trae consigo la titularización de activos?

Pregunta 3: ¿Usted ha participado en un proceso de titularización de activos?

De acuerdo con su experiencia, ¿Cuál considera usted que es la mayor dificultad que ha identificado en el proceso de titularización de Activos en la Bolsa de Valores de El Salvador?

Pregunta 4: ¿Conoce cuál es el procedimiento para llevar a cabo el proceso de Titularización de Activos? y ¿Cuáles son los activos que se pueden titularizar en la empresa?

Pregunta 5: En su opinión ¿Por qué considera que es necesario e importante conocer la aplicabilidad de la titularización como alternativa de financiamiento para la empresa? Y ¿cuales considera que son las ventajas y desventajas del proceso?

Pregunta 6: Con base en su experiencia ¿Considera usted, que sería de utilidad la existencia de una guía que indique el procedimiento paso a paso para la realización del proceso de titularización de Activos?

Pregunta 7: ¿Cuál sería la sugerencia del contenido (índice) que usted considera esencial que debe contener una guía que ayude al interesado en el proceso de titularización de activos en la Bolsa de Valores de El Salvador?

Pregunta 8: ¿Por qué razón la entidad ha retomado la idea del proceso de titularización de activos como una fuente para obtener financiamiento?

Pregunta 9: ¿Conoce usted cuáles son los riesgos y beneficios en que incurre la empresa por optar como un medio de financiamiento la titularización de activos y no el uso del sistema bancario tradicional?

Cronograma de Actividades

N°	Actividades	Abril				Mayo				Junio				Julio				Agosto				Septiembre				Octubre					
		S1	S2	S3	S4	S1	S2	S3	S4	S1	S2	S3	S4	S1	S2	S3	S4	S1	S2	S3	S4	S1	S2	S3	S4	S1	S2	S3	S4		
1	Selección del Tema	■	■	■																											
2	Planteamiento del problema				■																										
3	Delimitación de la investigación				■																										
4	Justificación de la investigación					■																									
5	Objetivos de la investigación					■																									
6	Primer avance						■	■	■																						
7	Marco teórico, conceptual, técnico y legal									■	■																				
8	Diseño metodológico o metodología de investigación											■	■																		
9	Formulación de hipótesis													■	■																
10	Entrevista														■	■															
11	Segundo Avance																	■	■												
12	Proyecto																			■	■	■	■								
13	Bibliografía																								■						
14	Trabajo Final																								■	■					