



FACULTAD DE POSTGRADO

TESIS DE POSTGRADO

**TITULARIZACIÓN DE REMESAS FAMILIARES EN
HONDURAS PARA EFECTOS DE OTORGAMIENTO DE
PRÉSTAMOS AL SECTOR AGRÍCOLA**

SUSTENTADO POR:

ROSIBEL CRUZ MARTÍNEZ

ELVIA DORALINA ORTIZ MARTÍNEZ

**PREVIA INVESTIDURA AL TÍTULO DE
MÁSTER EN FINANZAS**

**TEGUCIGALPA, FRANCISCO MORAZAN, HONDURAS, C.A.
ABRIL 2014**

**UNIVERSIDAD TECNOLÓGICA CENTROAMERICANA
UNITEC**

**FACULTAD DE POSTGRADO
AUTORIDADES UNIVERSITARIAS**

**RECTOR
LUIS ORLANDO ZELAYA MEDRANO**

**SECRETARIO GENERAL
JOSÉ LESTER LÓPEZ PINEL**

**VICERRECTOR ACADÉMICO
MARLON ANTONIO BREVÉ REYES**

**DECANA DE LA FACULTAD DE POSTGRADO
DESIREE TEJADA**

**TITULARIZACIÓN DE REMESAS FAMILIARES EN
HONDURAS PARA EFECTOS DE OTORGAMIENTO DE
PRÉSTAMOS AL SECTOR AGRÍCOLA.**

**TRABAJO PRESENTADO EN CUMPLIMIENTO DE LOS
REQUISITOS EXIGIDOS PARA OPTAR AL TÍTULO DE
MÁSTER EN FINANZAS**

ASESOR METODOLÓGICO

JOSE RAFAEL DEL CID

ASESOR TEMÁTICO

VIOLETA ZUNIGA

MIEMBROS DE LA TERNA:

JOSÉ MARCELO FLORES

ANTONIO ESCOTO

CINTHIA CANO

DERECHOS DE AUTOR

©Copyright 2014

ROSIBEL CRUZ MARTINEZ

ELVIA DORALIA ORTIZ MARTINEZ

Todos los derechos son reservados



FACULTAD DE POSTGRADO

TITULARIZACIÓN DE REMESAS FAMILIARES EN HONDURAS PARA EFECTOS DE OTORGAMIENTO DE PRÉSTAMOS AL SECTOR AGRÍCOLA.

AUTORES:

Rosibel Cruz Martínez y Elvia Doralina Ortiz Martínez

Resumen

La creciente demanda de capital por parte del sector agrícola y la falta de recursos financieros que posee el Gobierno para apoyar a este sector hace que esta tesis se centre en la propuesta de un nuevo mecanismo de financiamiento que facilite el otorgamiento de préstamos al sector agrícola, alcanzando de esta manera un mayor desarrollo para dicho sector a través de la utilización de otras fuentes de financiamiento. La titularización de remesas familiares como alternativa de financiamiento plantea la posibilidad de fortalecer el mercado de capitales hondureño a través de la emisión de Títulos Valores. Así mismo se muestra las ventajas de implementar este mecanismo como medio de financiamiento sin comprometer la estructura financiera de la empresa. Los datos de este estudio provienen de entrevistas a expertos en la materia y de la revisión de varios documentos, particularmente de tipo legal y financiero. El estudio muestra que la titularización es recomendable y viable como mecanismo de generación de recursos para el sector agrícola.

Palabras Claves: Beneficios, Calificadora de Riesgo, Limitantes, Proceso de la Titularización y Remesas.



SECURITIZATION FAMILY REMITTANCES FOR GRANTING AGRICULTURAL LOANS IN HONDURAS.

AUTHORS:

Rosibel Cruz Martínez and Elvia Doralina Ortiz Martínez

Abstract

The increase demand for funds for agriculture, and the Government's lack of financial resources to help this population makes the focus of this thesis on the proposal for a new mechanism of financing that will ease the loans for agriculture, thus reaching greater levels of development for the agricultural sector, through the use of other sources of financing. The securitization of family remittances as a financing alternative, poses the possibility of strengthening the Honduran funding market, through the emission of new Stock Values. Likewise, we show the advantages of implementing this mechanism, as a means of financing without endangering the business' financial structure. Data for this study come from interviews with experts in the field and review of various documents, particularly legal and financial. The study shows that securitization is recommended as a viable mechanism for generating resources for the agricultural sector.

Key words: Benefits, Risk Qualifier, Limitations Titling Process and Family Remittance.

DEDICATORIA

Dedico esta tesis primeramente a Dios por derramar bendiciones sobre mi vida y darme la sabiduría necesaria, fortaleza y aliento para poder culminar exitosamente esta maestría, sin Él no hubiese sido posible, a mis padres (QDDG) por brindarme siempre su apoyo incondicional y estar atentos al consejo, para ellos por siempre mi corazón y mi agradecimiento, a mi hijo Franklin que es la motivación de mi vida.

A mi esposo Emilio por su amor, comprensión, apoyo y por sacrificar tiempo en el desarrollo de mi carrera, a mis hermanos, sobrinos, amigos al igual que a mis maestros por la dedicación en sus enseñanzas.

Rosibel Cruz Martínez

Dedico este proyecto principalmente a Dios, por acompañarme a lo largo de toda mi carrera, por brindarme los medios y recursos necesarios para lograr esta nueva meta en mi vida y llegar a este momento tan importante de mi formación profesional. A mis padres por ser el pilar más importante en mi vida, por haberme apoyado en todo momento, por sus consejos, sus valores, por sus motivaciones constantes que me han permitido ser una persona de bien, por los ejemplos de perseverancia y constancia que los caracterizan y que me han infundado siempre por el valor mostrado para salir adelante, pero más que nada por su amor incondicional y por estar siempre a mi lado cuando más los necesito.

A mis hermanos por brindarme su apoyo incondicional y por compartir con migo buenos y malos momentos y por estar siempre dispuestos a ayudarme en cualquier momento que los necesite, a mi novio Jesús por sacrificar parte de su tiempo y tomarse el trabajo de acompañarme y esperarme largas horas en los momentos que lo necesite.

Elvia Doralina Ortiz Martínez

AGRADECIMIENTO

Agradecemos a Dios el creador del cielo y la tierra por habernos guiado y acompañado en este proceso de Maestría en Finanzas, por ser nuestra fortaleza en momentos de debilidad y por brindarnos una vida llena de experiencias, aprendizajes y mucha sabiduría.

A nuestros seres queridos que con su esfuerzo, apoyo y comprensión han hecho posible este éxito en nuestras vidas, sin ellos no hubiese sido posible lograrlo.

A cada uno de los catedráticos que compartieron sus conocimientos a lo largo del estudio de nuestra maestría.

También damos gracias a nuestros compañeros de clase por compartir sus conocimientos, vivencias, enseñanzas y sobre todo sentimientos de alegría y cariño.

Finalmente damos gracias nuestro asesor metodológico el Dr. José Rafael del Cid y a nuestra asesora temática la Licenciada Violeta Zuniga por compartir sus conocimientos y consejos para llevar acabo la elaboración total de nuestro proyecto, siendo así posible el desarrollo total del mismo.

ÍNDICE

CAPÍTULO I. PLANTEAMIENTO DE LA INVESTIGACIÓN	1
1.1 INTRODUCCIÓN.....	1
1.2 ANTECEDENTES DEL PROBLEMA.....	2
1.3 FORMULACIÓN DEL PROBLEMA	3
1.4 PREGUNTAS DEL ESTUDIO	4
1.4.1 PREGUNTA GENERAL	4
1.4.2 PREGUNTAS ESPECÍFICAS	4
1.5 OBJETIVOS DEL PROYECTO	4
1.5.1 OBJETIVO GENERAL	4
1.5.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS	4
1.6 JUSTIFICACIÓN	5
CAPÍTULO II. MARCO TEÓRICO	6
2.1. MARCO LEGAL.....	6
2.2. CONCEPTOS Y DEFINICIONES.....	10
2.3 ORIGEN DE LA TITULARIZACIÓN	12
2.4 TIPOS DE TITULARIZACIÓN	13
2.4.1 TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS	13
2.4.2 TITULARIZACIÓN DE FLUJOS FUTUROS.....	13
2.5 APLICACIÓN PRÁCTICA DE LA TITULARIZACIÓN EN OTROS PAÍSES ..	13
2.6 IMPORTANCIA DEL SECTOR DE REMESAS EN HONDURAS.....	16
2.7 IMPORTANCIA DE LA AGRICULTURA EN HONDURAS Y EL PROBLEMA DE SU FINANCIAMIENTO.....	20
2.8 LAS TITULARIZACIONES DE ACTIVOS AGROPECUARIOS, UNA ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO A LA MEDIDA.....	21
2.8.1 ACTIVOS SUSCEPTIBLES DE SER TITULARIZADOS.....	21
2.8.2 PERSONAS QUE INTERVIENEN EN LA TITULARIZACIÓN.....	22
2.8.3 PRINCIPALES RIESGOS INHERENTES A LA TITULARIZACIÓN	23
2.9 VENTAJAS Y BENEFICIOS DE LA TITULARIZACIÓN	24
2.10 OBJETIVOS DE LA TITULARIZACIÓN	26
2.11 ORGANISMOS REGULADORES QUE INTERVIENEN EN LA TITULARIZACIÓN.....	27

2.11.1 ENTIDADES QUE INTERVIENEN EN EL PROCESO DE TITULARIZACIÓN.....	27
2.11.2 ESTRUCTURA BÁSICA Y ETAPAS DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN.....	27
2.12 ELEMENTOS QUE INTERVIENEN EN UN PROCESO DE TITULARIZACIÓN	29
2.13 FINALIDAD DE LA TITULARIZACIÓN.....	30
2.14 COSTOS DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN	31
CAPÍTULO III. METODOLOGÍA	33
3.1 ENFOQUE Y MÉTODOS	33
3.2 DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN	34
3.2.1 UNIDAD DE ANÁLISIS	34
3.3 TÉCNICAS E INSTRUMENTOS APLICADOS.....	36
3.3.1 INSTRUMENTOS	37
3.4 FUENTES DE INFORMACIÓN	37
3.4.1 PRIMARIAS	37
3.4.2 SECUNDARIAS	38
CAPÍTULO IV. RESULTADOS Y ANÁLISIS.....	39
4.1 RIESGOS DE LA TITULARIZACIÓN	39
4.2 BENEFICIOS DE LA TITULARIZACIÓN.....	40
4.3 OBLIGACIONES Y LIMITACIONES.....	41
4.3.1 OBLIGACIONES.....	41
4.3.2 LIMITACIONES.....	41
CAPÍTULO V. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	47
5.1 CONCLUSIONES.....	47
5.2 RECOMENDACIONES	48
CAPÍTULO VI. APLICABILIDAD.....	49
6.1 RESPONSABLES EN EL PROCESO DE TITULARIZACIÓN.....	49
6.2 DESCRIPCIÓN DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN	50
6.2.1 ESQUEMAS JURÍDICOS Y ETAPAS TÍPICAS DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN.....	51
6.3 CATEGORÍA DE RIESGOS DE LA TITULARIZACIÓN	53
6.4 COSTOS DE LA TITULARIZACIÓN	56
6.5 ASPECTOS LEGALES CONTABLES E IMPOSITIVOS DE LA TITULARIZACIÓN.....	58

6.5.1 ASPECTOS QUE PUEDEN DESTRUIR LEGALMENTE UNA TITULARIZACIÓN.....	58
6.6 SEGMENTACIÓN DE LA TITULARIZACIÓN.....	59
6.7 FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN	60
6.7.1 CARACTERÍSTICAS DEL FIDEICOMISO.....	61
6.7.2 CARACTERÍSTICAS PRESENTES EN EL MODELO JURÍDICO DEL FIDEICOMISO	62
6.7.3 PARTES ESENCIALES QUE INTERVIENEN EN UN PROCESO DE FIDEICOMISO	63
6.8 COMPORTAMIENTO DE LAS TASAS DE INTERÈS.....	64
6.10 PRÉSTAMOS AL SECTOR AGRÍCOLA.....	71
BIBLIOGRAFIA.....	76
ANEXOS.....	80

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1 Ingresos por Remesas Familiares según países de Centroamérica Y México a diciembre de cada años en millones de \$.....	17
Tabla 2 utilización de las Remesas	19
Tabla 3 comparación de riesgos.....	39
Tabla 4 Beneficios de la Titularización.	40
Tabla 5 limitantes de la Titularización en Honduras en comparación con otros países	42
Tabla 6 Motivos para Financiarse a través de la Titularización	42
Tabla 7 Categorías de calificación de procesos de Titularización	55
Tabla 8 Posición del sistema de Bancos, Patrimonio Administrado En Fideicomisos. A septiembre 2013 (cifras en miles de Lempiras)	63
Tabla 9 Comportamiento histórico de las tasas activas de las instituciones Financieras del país	64
Tabla 10 Comportamiento histórico de las tasas pasivas de las instituciones financieras del país.....	65
Tabla 11 Ingresos de remesas familiares de los últimos seis años	65
Tabla 12 Método del modelo de crecimiento.....	66
Tabla 13 Fórmula para los cálculos a realizar.....	66
Tabla 14 Pronóstico de ingresos de Remesas Familiares a cinco años.....	67
Tabla 15 Escenario Pesimista de ingresos por Remesas Familiares a cinco años	68
Tabla 16 Escenario Optimista de ingresos por Remesas Familiares a cinco años	70
Tabla 17 Datos para el cálculo de la cuota nivelada.....	72
Tabla 18 Amortización de cuota nivelada.....	72
Tabla 19 Flujos de efectivo para calcular la tasa de retorno y valor presente	72
Tabla 20 Datos para el cálculo de la cuota nivelada escenario Pesimista.....	73
Tabla 21 Amortización de cuota nivelada escenario Pesimista.....	73
Tabla 22 Flujos de efectivo para calcular la tasa de retorno y valor presente	73
Tabla 23 Datos para el cálculo de la cuota nivelada escenario Optimista.....	73
Tabla 24 Amortización de cuota nivelada escenario Optimista.....	74
Tabla 25 Flujos de efectivo para calcular la tasa de retorno y valor presente	74

Tabla 26 Evaluaci3n financiera..... .75

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1 Medios Utilizados para el envío de Remesas en porcentajes de participación.....	18
Figura 2 Monto promedio anual de envíos especiales por destino en \$.....	18
Figura 3 Monto promedio de Remesas de bolsillo.....	19
Figura 4 Esquema basico de la Titularización.....	30
Figura 5 Esquema base de la Titularización.....	30
Figura 6 Diseño de la investigación.....	35
Figura 7 Participantes en el proceso de Titularización.....	49
Figura 8 Riesgo Colateral de la Titularización.....	54

CAPÍTULO I. PLANTEAMIENTO DE LA INVESTIGACIÓN

1.1 INTRODUCCIÓN

La Titularización es un esquema de financiamiento que consiste en transformar activos o bienes, actuales o futuros, en valores negociables en los mercados de capitales para obtener liquidez, con la consecuente reducción de los costos financieros. En general, todos los activos que generan un flujo de efectivo en el futuro son sujetos de titularización. Esta es, a su vez, parte de una categoría más amplia de instrumentos financieros conocidos como productos estructurados. Lo que diferencia el proceso de estructuración de otras fuentes más tradicionales de financiamiento es que la empresa no sólo obtiene el financiamiento que necesita, sino que además lo hace alterando simultáneamente su perfil de riesgo (Sanz, Luis J, 2010, p. 18).

A través de la titularización es posible transformar en efectivo, activos fijos o de lenta rotación o flujos de caja futuros, por medio de la emisión y colocación en el mercado de valores, de títulos homogéneos, respaldados en un patrimonio autónomo constituido en la transferencia previa de éstos.

La Titularización de las remesas y de otros bienes económicos representa un mecanismo novedoso en la región centroamericana. Sin embargo, el mismo constituye uno de los instrumentos normales utilizados por empresas e instituciones financieras en todo el mundo para acelerar su crecimiento e invertir en nuevos proyectos.

Al cierre de 2013, el Banco Mundial estimó entradas por concepto de remesas familiares hacia naciones en vías de desarrollo por US\$414,000 millones, lo que representaría un crecimiento de 6.3% respecto a 2012. Casi un tercio de estos recursos fueron recibidos por la India y China con US\$71,000 millones y US\$60,000 millones, respectivamente; posicionándose como los principales receptores de remesas en el mundo. Otras naciones destinatarias significativas fueron: Filipinas, México, Nigeria y Egipto (Subgerencia de Estudios Económicos & Departamento de Estadísticas Macroeconómicas, 2014, p. 1).

En Honduras existe la necesidad de fomentar proyectos de crecimiento e inversión que beneficie el sector agrícola, por lo que este estudio explora la posibilidad de Titularización de las remesas familiares para facilitar el otorgamiento de préstamos al sector agrícola.

1.2 ANTECEDENTES DEL PROBLEMA

La titularización aparece dentro del proceso de globalización y el desarrollo del mercado internacional de capitales a nivel mundial, exclusivamente dentro del mercado de títulos una vez que las sociedades buscan nuevas formas de financiamiento sin hacer uso de la intermediación financiera. Su origen se remonta a la década de los setentas como resultado de las altas tasas de interés en la concesión de créditos paralelamente a la necesidad de las instituciones financieras de reducir el costo de otorgar fondos. Por este motivo muchos préstamos se transformaron en instrumentos negociables, que tomaron el nombre de Securitization del Crédito. Fue de esta manera que surgieron los títulos de deuda respaldados, abalizados o garantizados por activo real generador de flujos futuros(Zambrano, 2010, p. 1).

Debido a esto se opta por utilizar el método de financiamiento a través de la titularización, permitiendo volver líquidos activos que por su naturaleza no lo son (cuentas por cobrar, carteras crediticias, ventas futuras), adicionalmente permite separar el riesgo de la empresa.

La experiencia Europea siguió otro curso. Inglaterra incursiona en los años noventa en la titularización, del área hipotecaria, generando intereses mensuales y saldos de capital al término del periodo estipulado de la hipoteca. La titularización como transformación de créditos hipotecarios en rentas fijas, se establecieron en España en el año 1992. En Francia, se inicia con el crecimiento del marco legal consagrado de 1988(Echeverría, 2013, p. 6).

En Latinoamérica las empresas han usado la titularización desde finales de los años ochenta, como desarrollo de nuevas alternativas para traer inversionistas extranjeros. La titularización en Latinoamérica más que ser mecanismo de

financiación, ha sido alternativa de empresas y países tímidos a entrar al mercado financiero global(Aristizabal, 2007, p. 8,9).

Colombia parece ser el país más avanzado en esta materia, puesto que en 2002 obtuvo el primer lugar en América Latina con una participación del 34 % de las emisiones(Echeverría, 2013, p. 6,7).

1.3 FORMULACIÓN DEL PROBLEMA

En la actualidad en Honduras tanto el gobierno central como las instituciones financieras están limitando el otorgamiento de préstamos al sector agrícola debido a que el gobierno no dispone de suficientes recursos para otorgar el apoyo necesario a este sector. Por su parte las instituciones financieras son extremadamente conservadoras con el financiamiento agrícola por los altos riesgos que observan en el mismo. El Presidente Hernández indico “hace algunos años una cuarta parte de todos los préstamos bancarios en Honduras era para el sector agrícola y ahora apenas es del 6 por ciento, lo que provoca que tengamos que importar, por ejemplo, maíz, pues hay grandes cantidades de tierra sin cultivar.

En el país la falta de recursos financieros, así como las altas tasas de interés, y los numerosos requerimientos para solicitar préstamos afecta el desarrollo del sector agrícola. Por ello la presente investigación se propone una nueva fuente de financiamiento de préstamos a este sector, cual es la titularización de las remesas familiares.

La titularización es un tema desconocido para la población hondureña. Como en muchos otros países en Honduras no existe aún una ley regulatoria aplicable y adecuada sobre el cual un esquema de titularización pueda ser estructurado. Este estudio se encamina a proponer un mecanismo que cambie esta situación para beneficio del sector agrícola.

1.4 PREGUNTAS DEL ESTUDIO

1.4.1 PREGUNTA GENERAL

¿Será la titularización de las remesas familiares una alternativa de financiamiento para el sector agrícola de Honduras?

1.4.2 PREGUNTAS ESPECÍFICAS

¿En qué consistirá el mecanismo para titularizar las remesas familiares y cómo funcionará?

¿Cuál es el monto que podría llegar a obtenerse con la aplicación de la titularización de remesas familiares?

¿Cómo se transferirá el monto obtenido por la titularización al sistema financiero vinculado al sector agrícola?

¿Cuáles serán los riesgos que tendrá el financiamiento del sector agrícola? ¿Cómo estimar el posible nivel o tasa de retorno?

1.5 OBJETIVOS DEL PROYECTO

1.5.1 OBJETIVO GENERAL

Desarrollar una propuesta de titularización de las remesas familiares como medio para la obtención de financiamiento para el sector agrícola.

1.5.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Explicar detalladamente el mecanismo que se seguirá para titularizar las remesas familiares. En qué consistirá este mecanismo y cómo funcionará.
- Estimar el monto que podría llegar a obtenerse con la aplicación de este mecanismo.

- Describir como el monto obtenido por la titularización se transferirá al sistema financiero vinculado al sector agrícola.
- Identificar los riesgos que tendrá el financiamiento del sector agrícola y estimar el posible nivel o tasa de retorno.

1.6 JUSTIFICACIÓN

La titularización es una oportunidad en cuanto a la liquidez se refiere, ayuda en momentos de crisis y situaciones financieras difíciles a las empresas y al gobierno dando un nuevo camino al acceso al mercado de capitales. Por tal razón, se encontró la necesidad de impulsar el instrumento de titularización como alternativa de financiamiento para el desarrollo de la economía del país.

Es por ello, que en la presente investigación se propone un nuevo mecanismo de financiamiento que permita a las instituciones financieras y al Estado la captación de fondos para cubrir necesidades específicas a costos competitivos, así mismo la reducción de las altas tasas de interés para los futuros inversionistas y proporcionar acceso a los recursos del mercado de capitales.

Es claro, que uno de los grandes obstáculos que impide llegar a la profundización adecuada del mercado de valores se debe a la falta de oferta de títulos, por lo que la titularización permite un clima adecuado en la emisión de dichos valores; así mismo facilita la participación de nuevos inversionistas que encuentran beneficioso participar en programas y proyectos de inversión para el desarrollo del país.

Por medio de la herramienta de la titularización se puede contar con un sistema de financiamiento que brinde diferentes opciones de adquisición de préstamos al sector agrícola, facilitándoles de esta manera mejorar su producción y así beneficiar el desarrollo del sector, por otra parte permitiría a las instituciones financieras atenuar los riesgos que sobrellevan el otorgamiento de préstamos para dicho sector; adicionalmente la titularización es un instrumento que tiene mucho futuro como alternativa de inversión y no está siendo explotada en el país.

CAPÍTULO II. MARCO TEÓRICO

2.1. MARCO LEGAL

REGLAMENTO PARA LA ORGANIZACIÓN Y ACTIVIDADES DE LAS SOCIEDADES DE TITULACIÓN Y EL PROCESO DE TITULACIÓN.

RESOLUCIÓN 890/07-09-2004

CONSIDERANDO: Que mediante Resolución 1423/23-12-2003 se aprobó y autorizó a la Secretaría de la Comisión Nacional de Bancos y Seguros a remitir para dictamen a la Procuraduría General de la República el Reglamento para la Organización y Actividades de las Sociedades de Titulación y el Proceso de Titulación.

CONSIDERANDO: Que conforme al Artículo 41 de la Ley de Procedimiento Administrativo, es necesario el dictamen de la Procuraduría General de la República.

CONSIDERANDO: Que mediante Certificación del 31 de agosto de 2004 de la Procuraduría General de la República contentivo del expediente número 094-2004, emitió su dictamen favorable sobre este Reglamento

CONSIDERANDO: Que han sido incorporados a este Reglamento las observaciones hechas por la Procuraduría General de la República.

POR TANTO: Con fundamento en lo establecido en los artículos 6 y 13 numerales 1) y 2) de la Ley de la Comisión Nacional de Bancos y Seguros; en sesión del 7 de septiembre resuelve:

1. Aprobar el siguiente Reglamento para la Organización y Actividades de las Sociedades de Titulación y el Proceso de Titulación incorporando los cambios hechos por la Procuraduría General de la República, como sigue:

REGLAMENTO PARA LA ORGANIZACIÓN Y ACTIVIDADES DE LAS SOCIEDADES DE TITULACIÓN Y EL PROCESO DE TITULACIÓN

ARTICULO 1.- OBJETIVO: El presente Reglamento tiene por objeto establecer las normas generales que regulan los procesos de titulación, de acuerdo al Artículo 253 de la Ley de Mercado de Valores.

ARTÍCULO 3.- DEFINICIONES ESPECÍFICAS: Para los efectos del presente Reglamento se establecen las siguientes definiciones:

1. Activos: Los recursos líquidos y toda clase de bienes y derechos;
2. Activos Crediticios: Activos que conceden el derecho a su titular a recibir una compensación, en dinero o no, en contraprestación a un crédito o una obligación;
3. Cesión de Bienes o Activos: Acto jurídico por el que, una o varias personas individuales o colectivas, transfieren en forma absoluta el derecho de dominio sobre una o más bienes o activos, presentes o futuros, a un patrimonio autónomo con la única finalidad de que se emitan a su cargo valores a través de un proceso de titulación;
4. Constitución de Patrimonio Exclusivo: Transferencia efectuada mediante la cesión de bienes o activos, en virtud de contrato suscrito entre cedente y la sociedad de titulación, o por acto unilateral realizado por la sociedad de titulación;
5. Originador: La persona en interés de la cual se conforma un patrimonio de propósito exclusivo y que se obliga a transferir los activos que lo integrarán;
6. Patrimonio de Propósito Exclusivo o Autónomo: Es el constituido con los bienes o activos cedidos por unas o más personas individuales o colectivas y afectadas para el propósito de que, a cargo del patrimonio autónomo, se emitan valores;
7. Sociedad Autorizada: Sociedad a la cual el Código de Comercio o leyes especiales le faculta para realizar operaciones de fideicomiso; y,
8. Sociedad de Propósito Especial: Sociedad anónima de objeto exclusivo que se constituye íntegramente con los activos cedidos para un patrimonio de propósito exclusivo.

ARTÍCULO 4.- NORMAS APLICABLES Y RÉGIMEN DE CONTROL: Las disposiciones del presente Reglamento establecen normas a las que deben sujetarse las personas que efectúen actos dentro de procesos de titulación.

En los casos que un proceso de titulación se efectúe en forma parcial en el territorio nacional, las disposiciones del presente Reglamento serán de aplicación exclusiva a los actos que se efectúen en el país, salvo que las partes sometieran a dichas normas, las relaciones jurídicas vinculadas a un ordenamiento extranjero, cuando ello sea permitido.

Corresponde a la Comisión ejercer el control y la supervisión de las personas naturales y jurídicas autorizadas para intervenir en los procesos de titulación. Asimismo, la Comisión se encuentra facultada para emitir las normas a que deberán sujetar su intervención las personas mencionadas.

ARTICULO 6.- ACTIVOS QUE PUEDEN SER TITULIZADOS: Con el objeto de integrar patrimonios de propósito exclusivo, pueden ser transferidos todos aquellos activos, sobre los que el titular puede disponer libremente.

Los activos que forman parte del proceso de titulación no pueden ser objeto de acciones judiciales de parte de los acreedores de la persona jurídica que transfiere los activos.

Cuando una institución supervisada participe en un proceso de titulación, ésta deberá contar con la conformidad previa de la Superintendencia respectiva, la que en ejercicio de sus atribuciones impartirá a las entidades que se hallan bajo su supervisión, la instrucción de carácter general para la aplicación de los procedimientos y prácticas destinadas a su participación en procesos de titulación.

ARTÍCULO 7.- ACTIVOS NO SUSCEPTIBLES A SER TITULIZADOS: No es permitida la utilización de las siguientes categorías de activos, en procesos de titulación, cuando los valores a respaldar vayan a ser objeto de oferta pública en el territorio nacional:

- a) Los embargados;
- b) Los hipotecados;
- c) Aquellos sobre los que ha recaído una prohibición de celebrar actos y contratos;
- d) Los decomisados en virtud del delito de lavado de activos;
- e) Los decomisados por otras causas; y,
- f) Los sujetos a litigio por cualquier otra causa.

ARTICULO 9.- FIDEICOMISO DE TITULACIÓN: En el fideicomiso de titulación, una persona denominada fideicomitente efectúa la transferencia fiduciaria de un conjunto de activos a favor del fiduciario, para la constitución de un patrimonio autónomo denominado patrimonio Fideicometido, sujeto al dominio fiduciario de este último y afecto a la finalidad específica de servir de respaldo a los derechos incorporados en valores, cuya suscripción o adquisición concede a su titular la calidad de fideicomisario. Únicamente las sociedades autorizadas conforme al presente Reglamento, en adelante sociedades autorizadas, pueden ejercer las funciones propias del fiduciario en los fideicomisos de titulación.

ARTÍCULO 10.- FACTOR FIDUCIARIO Y COMITÉ TÉCNICO: Por cada fideicomiso, la sociedad autorizada designará una persona, denominada factor fiduciario, quien asume personalmente su conducción. Un factor fiduciario podrá conducir uno o más fideicomisos.

Adicionalmente, cuando las circunstancias lo requieran, la sociedad autorizada designa un Comité Técnico a cuyas decisiones se somete el factor fiduciario. La sociedad autorizada será responsable hasta de la culpa leve en el ejercicio de sus actos, los cuáles están regidos por los mandatos consagrados en los contratos.

Si la existencia del Comité Técnico hubiere sido prevista en el acto constitutivo o a instancias del fideicomitente, la responsabilidad solidaria de que trata el párrafo anterior es asumida por el Comité Técnico y no por la sociedad autorizada.

2.2. CONCEPTOS Y DEFINICIONES

La Titularización es un esquema de financiamiento que consiste en transformar activos o bienes, actuales o futuros, en valores negociables en los mercados de capitales para obtener liquidez, con la consecuente reducción de los costos financieros. En general, todos los activos que generan un flujo de efectivo en el futuro son sujetos de titularización. Esta es, a su vez, parte de una categoría más amplia de instrumentos financieros conocidos como productos estructurados. Lo que diferencia el proceso de estructuración de otras fuentes más tradicionales de financiamiento es que la empresa no sólo obtiene el financiamiento que necesita, sino que además lo hace alterando simultáneamente su perfil de riesgo (Sanz, Luis J, 2010, p. 18).

Constituye uno de los instrumentos utilizados por empresas en todo el mundo para acelerar su crecimiento e invertir en nuevos proyectos. La Titularización es 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.(«Alfaro, Bolsa de Valores de El Salvador», s. f., p. 2)

La Titularización de las remesas y de otros bienes económicos representa un mecanismo novedoso en la región centroamericana. Sin embargo, el mismo constituye uno de los instrumentos normales utilizados por empresas en todo el mundo para acelerar su crecimiento e invertir en nuevos proyectos. Titularizar significa emitir títulos valores en sustitución de los bienes económicos originales, los cuales generalmente continúan siendo propiedad de quienes los han puesto de respaldo para realizar la operación (Duarte, 2012).

Bolsa de Valores: Las Bolsas de Valores se pueden definir como mercados organizados y especializados, en los que se realizan transacciones con títulos valores por medio de intermediarios autorizados, conocidos como Casas de Bolsa o Puestos de Bolsa. Las Bolsas ofrecen al público y a sus miembros las facilidades, mecanismos e instrumentos técnicos que facilitan la negociación de títulos valores

susceptibles de oferta pública, a precios determinados mediante subasta (Valdivia, 2007, p. 3).

Autonomía: Implica que el patrimonio autónomo tiene la capacidad de existir por sí solo. Es decir cuenta con los activos suficientes para cumplir con sus pasivos. Por lo tanto no necesita del originador ni de la sociedad de titularización para cumplir sus objetivos(Dunn, 2010, p. 11).

Sociedades o compañías Titularizadoras: Son organizaciones que se constituyen legalmente con el objetivo único y exclusivo de adquirir activos para fines de titularización. Estas Sociedades son reguladas, controladas y aprobadas o no por la superintendencia (Valdivia, 2007, p. 3)

Representante Legal de los Tenedores: Esta es una figura que existe en algunos países de Latinoamérica, como lo son Chile y Colombia, y es el sujeto que se encarga de manejar todo el andamiaje legal en representación de los tenedores de los títulos(Valdivia, 2007, p. 3).

Entidades de Depósito y Custodia: Son las entidades que reciben en custodia y depósito los títulos valores, estas se encargan del buen cuidado y manejo de los activos autónomos, por lo tanto son los responsables de dichos activos y deben responder por ellos hasta la finalización del contrato(Valdivia, 2007, p. 3).

Recarterización: En titularización se conoce como recarterización al hecho de que se hizo una titularización con falencias legales, de tal forma que se convirtió ante un proceso legal, en una simple relación financiera similar a un préstamo o una emisión de bonos. De ahí nace el hecho de que una titularización mal hecha se convierte en una simple emisión de bonos (Dunn, 2010, p. 12).

Mercado de capitales: Son aquellos en los que circulan deudas a largo plazo y acciones corporativas aunque es muy difícil hablar de un concepto claro dentro de nuestra legislación ya que se ha confundido mucho con el mercado de valores que es una sección de éste. A fin de comprenderlo de una forma muy general puede definirse como aquél el cual comprende o agrupa tanto operaciones de colocación y

financiación a largo plazo de naturaleza pública o privada, y el conjunto de instituciones financieras las cuales tienen como función el canalizar la oferta y la demanda de préstamos financieros de mediano y largo plazo. Las instituciones del sector financiero que lo conforman son, las bolsas de valores, los bancos, entre otros (Dunn, 2010, p. 9).

Tasa de Interés Activa es aquella que las instituciones del sistema financiero cobran por los préstamos que conceden a los agentes económicos (BCH).

Tasa de Interés Pasiva es la que las instituciones del sistema financiero pagan sobre los depósitos de los agentes económicos (BCH).

Calificadora de riesgo: La Calificadora de riesgo es la entidad que le imprime al Título una gran seguridad, de manera que el inversionista puede adquirirlo con la certeza de que los riesgos de su inversión han sido plenamente estudiados (Valdivia, 2007, p. 3).

2.3 ORIGEN DE LA TITULARIZACIÓN

La titularización se originó en los años setenta, promovida por el gobierno de Estados Unidos para inyectar liquidez de los mercados de capitales hacia el sector de bienes raíces. En América Latina, el monto de activos titularizados alcanzaba para el año 2004 10.900 millones de dólares, siendo México el país donde se realizaba aproximadamente el 65 por ciento de las operaciones de la región, seguido por Colombia (12,5 por ciento), Brasil (11,3 por ciento) y Argentina (6,3 por ciento), según el informe Moody's 2004 Review: Latín América. Los principales activos titularizados eran créditos hipotecarios, créditos personales y créditos de consumo. Mientras tanto, en Centroamérica la titularización ha sido utilizada principalmente para financiar grandes proyectos de infraestructura pública (Sanz, Luis J, 2010, p. 18).

La titularización engloba el proceso a través del cual la cartera crediticia o los activos financieros se transforman en títulos valores. Este mecanismo tuvo sus orígenes en el mercado hipotecario de los Estados Unidos y se ha extendido con éxito en países como Inglaterra, Francia, Japón, México, España y Colombia. La titularización tiene

como objetivo canalizar el ahorro eliminando la intermediación financiera e incentivando la movilización de cartera (Espinoza, Sánchez, Karen, 2010, p. 40).

La titularización ha sido una técnica de financiación ampliamente utilizada por más de 40 años para soportar el desarrollo de muchos países, principalmente en Norteamérica y Europa occidental. Sólo en Estados Unidos, este mercado representa aproximadamente el 48% de la financiación del mercado de crédito (Oikos Títulos, s. f.).

2.4 TIPOS DE TITULARIZACIÓN

2.4.1 TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS

Es aquella en donde el activo que le da origen ya existe al momento de realizar su transferencia; la modalidad más común de titularización de activos es la de cartera de créditos, por ejemplo cartera hipotecaria, comercial, de consumo o de microcrédito (Oikos Títulos, s. f.).

2.4.2 TITULARIZACIÓN DE FLUJOS FUTUROS

Es aquella en donde el activo aún no existe, y su realización se materializa a medida que transcurre el tiempo. Un claro ejemplo es la titularización de contratos de arrendamientos sobre inmuebles, la de derechos por ingresos futuros esperados de transporte de petróleo o gas o la de flujos de exportación de insumos básicos como azúcar o trigo (Oikos Títulos, s. f.).

2.5 APLICACIÓN PRÁCTICA DE LA TITULARIZACIÓN EN OTROS PAÍSES

LA TITULARIZACIÓN EN ESTADOS UNIDOS

Después de la Segunda Guerra Mundial las instituciones de ahorro y crédito en Estados Unidos se vieron atacadas por una creciente demanda de créditos hipotecarios, los bancos y otros intermediarios financieros advirtieron la oportunidad de mercado que esto representaba para buscar otros medios a través de los cuales incrementar los recursos para este tipo de créditos La titularización de activos tuvo

sus inicios en las finanzas estructuradas que mostraron como su primer producto la titularización de créditos hipotecarios en los años setentas en Estados Unidos (Aristizabal, 2007, p. 7,8).

LA TITULARIZACIÓN EN LATINOAMERICA

En Latinoamérica las empresas ha usado la titularización desde finales de los años ochenta, como desarrollo de nuevas alternativas para atraer inversionistas extranjeros. La titularización en Latinoamérica ha hecho más que ser mecanismo de financiación, ha sido alternativa de empresas y países tímidos a entrar en el mercado financiero global, los activos más comunes en las titularizaciones de Latinoamérica son los créditos hipotecarios y los flujos futuros; en este tipo de transacción se emiten títulos respaldados por los recursos a recibir como producto de los pagos de los deudores y pagos por exportaciones respectivamente; estos últimos son emitidos en dólares, lo cual mitiga el riesgo soberano y se hacen más atractivos para los inversionistas extranjeros (Aristizabal, 2007, p. 8, 9,10).

En América Latina se ha tenido un crecimiento constante en materia de titularización, a excepción del año 2002, en donde se redujo con respecto al 2001, El comportamiento asumido por las titularizaciones en el 2004, por países latinoamericanos fue el siguiente, El de mayor actividad lo fue México con un 64.76%, seguido por Colombia con un 12.71%, después Brasil con 11.26%, el cuarto en la lista lo fue Argentina con un 6.57%, luego estuvo Chile con 2.82% y finalmente Perú con 1.88% (Valdivia, 2007, p. 11).

LA TITULARIZACIÓN EN COLOMBIA

La titularización en Colombia comienza a abrirse camino en 1990 con evidentes propósitos de estimular el financiamiento directo por la vía de la movilización de activos líquidos con positivos efectos sobre la oferta de títulos en el mercado de valores. Al introducir una sana competencia en el sistema financiero que presione hacia bajo el margen de intermediación para alcanzar tasas de interés compatibles con niveles de interés más altos; Desde 1993 existe en Colombia la posibilidad de generar nuevos títulos, diferentes a los tradicionalmente incorporados en el

mercado público de valores, (acciones, bonos y papeles comerciales), a partir de procesos de titularización (Benavides, Giraldo, Hoyos, 2006, p. 14, 15,16).

Para el diseño y estructuración de la titularización en Colombia, se tomaron experiencias de varios países, entre otros Estados Unidos donde la figura de "Securitization" se ha desarrollado durante varias décadas con un alto nivel de éxito. Sin embargo se buscó que en Colombia tuviese una mayor cobertura puesto que internacionalmente la figura se ha enmarcado principalmente en la titularización de cartera hipotecaria, las posibilidades de estructurar procesos sobre otros activos son relativamente limitadas. Colombia ha sido uno de los países pioneros en la utilización de este mecanismo y gracias a los resultados positivos del mismo, se ha tomado como punto de referencia para otros países de Latinoamérica (Benavides, Giraldo, Hoyos, 2006, p. 16).

LA TITULARIZACIÓN EN BOLIVIA

Conviene en primer término aclarar que la titularización en Bolivia se ha concebido como la transferencia de bienes o activos a un patrimonio autónomo que será administrado por una sociedad de titularización, con el fin de que a su cargo se emitan valores para ser colocados mediante oferta pública. El primer aspecto que debe destacarse es que el emisor de los títulos es el patrimonio autónomo, el cual responde ante los inversionistas por el pago de los valores que tengan en su poder. En Bolivia, la reglamentación que regula la titularización fue cuidadosa y exhaustiva en el momento de regular la figura jurídica del "Patrimonio Autónomo" para efectos de titularización. De tal manera que se constituye en una figura especial a la cual se le han asignado sus efectos (Petro, Arial, 2000).

TITULARIZACIÓN EN GUATEMALA

Los procesos de titularización en Guatemala, no son novedosos; sin embargo, las sociedades no se han arriesgado a realizar este tipo de operaciones a excepción de la participación de dos sociedades bancarias, siendo éstas el Banco Industrial, S. A. y el Banco Cuscatlán de Guatemala, S. A. cuya caracterización e individualización de las estructuraciones, se comenta a continuación:

Banco Industrial, S. A. En el año 2005, esta sociedad bancaria estructuró una operación de titularización de derechos de pago presentes y futuros por US\$200 millones. La estructuración se caracterizó por el hecho de que fue objeto de calificación, por lo que se estima que en la operación participó una Sociedad de Propósito Especial.

La aprobación de la Ley de Mercados de Capitales en Nicaragua ofrece un marco legal para el desarrollo de un mercado de bonos, títulos y acciones que permite a los inversionistas contar con una alternativa confiable para invertir su dinero, a la vez que ofrece a los empresarios una fuente de recursos más baratos y abundantes que los que puede ofrecerle la banca tradicional.

Aunque en el país ya opera una incipiente industria de títulos valores, la casi totalidad de sus transacciones se realiza con papeles emitidos por el Estado, lo que limita su desarrollo. La ley sustituye al limitado reglamento de bolsas de valores que es muy básico y en general sólo contiene los requisitos para constituir una sociedad de bolsa, los puestos de bolsa, los agentes de bolsa y la capacidad de la superintendencia (Valdivia, 2007, p. 11,12).

2.6 IMPORTANCIA DEL SECTOR DE REMESAS EN HONDURAS.

Con respecto a la relación remesas-Producto Interno Bruto (PIB), la República de Tayikistán (Asia) registró el porcentaje más alto (48.0%); seguida por Kirguistán (Asia) con 31.0%, y Lesoto (África) y Nepal (Asia) con 25.0% cada uno; mientras que en Latinoamérica destacó Haití con 21.0%. En tanto, cifras preliminares del Banco Central de Honduras (BCH) muestran que a diciembre 2013 dicho indicador fue de 16.4% para la economía hondureña. Durante el período en referencia, la tendencia del flujo de remesas familiares hacia América Latina experimentó un mayor crecimiento con respecto a lo observado en 2012 (Subgerencia de Estudios Económicos & Departamento de Estadísticas Macroeconómicas, 2014, p. 1).

Tabla 1. Ingresos por Remesas Familiares según Países de Centroamérica y México A diciembre de cada año En millones de US\$

País	2011	2012 p/	2013 p/	Variación Relativa (%)	
				2012/2011	2013/2012
Honduras*	2,861.7	2,958.0	3,225.0	3.4	9.0
El Salvador	3,648.7	3,648.7	3,969.1	7.2	1.5
Guatemala	4,378.0	4,782.7	5,105.2	9.2	6.7
Nicaragua	911.6	1,014.2	1,077.7	11.3	6.3
Costa Rica**	367.1	386.5	408.9	5.3	5.8
Total Centroamérica	12,167.1	13,052.4	13,785.9	7.3	5.6

p/ Preliminar.

* Remesas totales registradas como transferencias corrientes y de capital en la Balanza de Pagos.

** Cifras a septiembre 2013

Fuente: Banco Central de Honduras.

A nivel de Centroamérica, Guatemala recibió en 2013 el monto más alto de la región con US\$5,105.2 millones (crecimiento de 6.7% respecto al año anterior); seguido por El Salvador con US\$3,969.1 millones y una variación interanual positiva de 1.5%. A la fecha en referencia, Honduras captó US\$3,225.0 millones por este concepto, reflejando la mayor tasa de crecimiento (9.0%) por ingreso de remesas familiares (Subgerencia de Estudios Económicos & Departamento de Estadísticas Macroeconómicas, 2014, p. 1).

El comportamiento del ingreso de divisas por remesas familiares en Honduras estuvo asociado a un menor nivel de desempleo en los estados de mayor afluencia de hondureños residentes en los Estados Unidos de América (EUA), a excepción de Luisiana que aumentó su tasa de desempleo en 0.1 puntos porcentuales (pp)(Subgerencia de Estudios Económicos & Departamento de Estadísticas Macroeconómicas, 2014, p. 1).



Figura 1. Medios utilizados para el envío de Remesas en porcentajes de participación

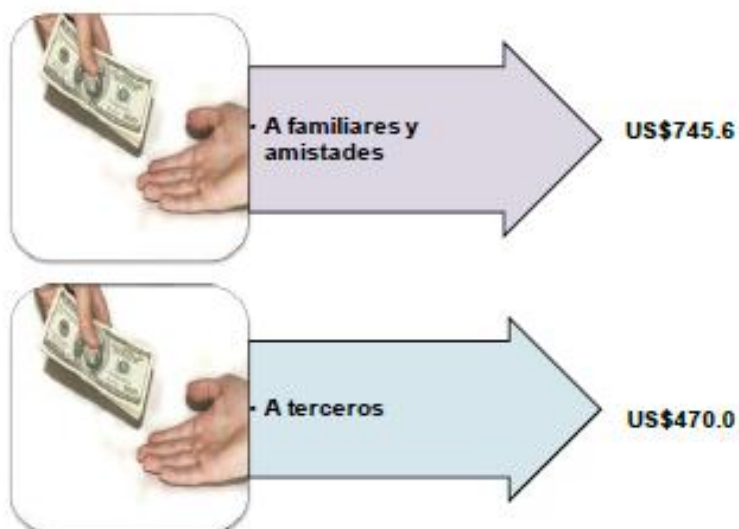
Incluye envíos Courier y viajeros a Honduras.

Fuente: Departamento de Estadísticas Macroeconómicas (BCH, 2014, p.5).



Fuente: Departamento de Estadísticas Macroeconómicas, BCH.

Figura 2 Monto promedio anual de envíos especiales por destino en \$



Fuente: Departamento de Estadísticas Macroeconómicas, BCH.

Figura 3 Monto promedio de Remesas de bolsillo

Tabla 2 Utilización de las Remesas

Destino	% de Participación
Consumo Diario	69.5
Educación	11.1
Salud	8.1
Construcción	4.4
Ahorro	3.1
Inversión	2.0
Otros*	1.8
Total	100

*No especificado

Fuente: Departamento de Estadística, BCH

2.7 IMPORTANCIA DE LA AGRICULTURA EN HONDURAS Y EL PROBLEMA DE SU FINANCIAMIENTO

Las actividades agrícolas en Honduras han evolucionado de ser una actividad tradicional de subsistencia de principios de siglo XX hasta llegar a ser una agricultura más tecnificada que busca consolidarse como una actividad exportadora (Mejía, 2007, p. 7).

En los últimos 5 años el sector productivo de agricultura, silvicultura, caza y pesca ha empleado en promedio un 33% de la población económicamente activa (PEA) (BCH, 2004).

Este porcentaje, aunque alto, ha mostrado una tendencia hacia la baja en los últimos 5 años dándole paso al crecimiento de la actividad maquiladora y el turismo. Las cifras del Banco Central de Honduras (BCH) del 2004 muestran estas dos actividades como las mayores empleadoras y de mayor crecimiento en los últimos 5 años. El surgimiento de estas actividades ha sido financiado en su mayoría por la banca privada comercial, dejando al banco de desarrollo la financiación de proyectos tradicionales agropecuarios y enfocándose el banco en el segmento de pequeños productores (Mejía, 2007, p. 8).

El aporte de la actividad agrícola al Producto Interno Bruto (PIB) del país se ha mantenido constante en los últimos años con aproximadamente 13% del PIB a precio de mercado, pero es el sector que presenta mayor reducción en su aporte en los últimos cinco años (Mejía, 2007, p. 8).

Uno de los problemas que más afecta en la actualidad al sector agrícola y a la mediana y pequeña empresa es la poca disponibilidad de recursos financieros que permitan iniciar o ampliar su capacidad productiva y, de esta manera, alentar el proceso de crecimiento económico de esos sectores que se han mantenido al margen de los procesos de desarrollo. Con la llegada del huracán Mitch a Honduras, la percepción de riesgo crediticio aumentó en gran medida y como consecuencia el sistema financiero cerró las puertas al sector agrícola y a las PYMES, reservando los pocos fondos disponibles a proyectos altamente rentables, de riesgo conocido y a

aquellos con los cuales se contaban con garantías tangibles que cubrían hasta el 200% de los montos desembolsados (Mejía, 2007, p. 9).

2.8 LAS TITULARIZACIONES DE ACTIVOS AGROPECUARIOS, UNA ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO A LA MEDIDA

La industrialización y tecnificación del campo, la producción de nuevos bienes a partir de productos agrícolas que implican grandes inversiones de capital y la necesidad de enfrentar los retos provenientes de los Tratados de Libre Comercio y de la competencia internacional hacen necesario replantear el esquema de financiación de las empresas y demás agentes involucrados en la actividad agropecuaria (BRC Investor Services S.A, 2007, p. 1).

Para que un proceso de titularización agrícola sea exitoso y sus títulos sean demandados por los inversionistas es necesario la incorporación de todos los elementos que fortalezcan su calidad crediticia y esto implica en general equilibrar tres factores claves: calidad del activo subyacente y los flujos de caja asociados junto con los mecanismos de cobertura; la calidad crediticia del originador/administrador; y la estructura legal inherente a los procesos de titularización(BRC Investor Services S.A, 2007, p. 1).

2.8.1 ACTIVOS SUSCEPTIBLES DE SER TITULARIZADOS

Toda clase de derecho de crédito y de cobro, presentes o futuros, con o sin garantía real, que puedan generar un flujo previsible y continuo de rentas, puede ser objeto de una titularización (Españeira, Sheldon y Asociados, s. f., p. 4). Entre ellos se tienen los siguientes:

Activos Inmobiliarios: Los proyectos de construcción son activos pocos movibles que al ser titularizados les permite obtener anticipadamente la liquidez que el activo generara a lo largo del tiempo. Se pueden titularizar los proyectos de construcción

futuros mediante la emisión de títulos valores que otorgue a sus compradores derechos sobre la utilidad de la venta del proyecto.

Cartera Hipotecaria: Es igualmente posible titularizar la cartera hipotecaria de cualquier institución financiera al haber flujos de pago programados que pueden ser cedidos a terceros.

Cuentas por cobrar: pueden ser negociadas a través de la titularización y el derecho sobre estas sea cedido a la entidad titularizadora.

Tarjetas de Crédito: Las empresas administradoras de las tarjetas de crédito pueden emitir títulos amparado en las cuentas de sus clientes o mediante la cesión de cuentas por cobrar

Activos o proyectos susceptibles de generar flujos futuros determinados

En general para titularizar flujos futuros solo se requiere que estos sean posibles de determinar; sin embargo, las condiciones dependerán de las leyes correspondientes al proceso de titularización de cada país, y las coberturas exigidas de este tipo de emisiones son más elevadas que las coberturas exigidas para un activo ya existente.

2.8.2 PERSONAS QUE INTERVIENEN EN LA TITULARIZACIÓN

En el proceso de titularización resultan particularmente importantes los siguientes sujetos:

- ✓ **El Originador** transfiere los activos y obtiene financiamiento para actividades productivas.
- ✓ **La sociedad titularizadora** es la encargada de administrar el fondo de titularización.
- ✓ **La depositaria:** quien se encarga de custodiar los valores que se emiten con cargo al fondo de titularización y aquellos valores en los que invierte el referido fondo.
- ✓ **La bolsa de valores** que es la entidad a través de la cual se colocan los valores emitidos.

- ✓ **La casa de corredores de bolsa** es quien se encarga de la colocación y negociación de los valores, como intermediario.
- ✓ **El inversionista** es quien adquiere los valores y proporciona los fondos que serán entregados al originador.
- ✓ **El representante de los tenedores de valores** es quien se encarga de verificar que el proceso se desarrolle adecuadamente, representando los intereses de los inversionistas.
- ✓ **La superintendencia de valores** es quien se encarga de fiscalizar el proceso y a los principales participantes del mismo.

Vista desde una óptica práctica y en forma resumida, la Titularización es un mecanismo para obtener liquidez ahora, de activos que actualmente no son líquidos pero lo serán en el futuro (Bolsa de Valores de El Salvador, s.f.).

2.8.3 PRINCIPALES RIESGOS INHERENTES A LA TITULARIZACIÓN

Riesgo de pre-pago: existe la posibilidad que tiene el deudor de pagar sus deudas antes del plazo pactado aprovechando una disminución en las tasas de interés. Este riesgo puede reasignarse o trasladarse en alguna medida a los inversionistas, mediante la creación de títulos que permitan su amortización en un plazo menor al que fueron emitidos. Otra forma de reducir este riesgo es mediante la reinversión de los recursos que han sido preparados, mientras llega la maduración del título (Erick F. Campos, s. f., p. 2).

Riesgo de crédito: es el riesgo de no pago por parte de los deudores, de los créditos que han sido titularizados. Esto provoca que el fideicomiso incurra en pérdidas, lo cual acrecienta la probabilidad que se afecte el pago del principal e intereses. Este riesgo puede reducirse, seleccionando y traspasando los mejores créditos a titularizar, estableciendo una garantía, e incluyendo cláusulas especiales de sustitución de activos (Erick F. Campos, s. f., p. 2).

Riesgo de tasa de interés: se presenta cuando las fluctuaciones en el mercado generan diferencias a favor o en contra del fideicomiso y del inversionista. Estas diferencias dependen de la tasa de interés pactada en los títulos, en las cuentas por

cobrar objeto de titularización, de la frecuencia de ajuste de ambas tasas (si es que se pueden ajustar), y de la sensibilidad de los activos fideicomitidos ante cambios en las tasas de interés.

A manera de ejemplo, si las tasas de interés de mercado suben de manera inesperada, y el proceso de ajuste de las tasas de los títulos valores ocurre a una mayor velocidad que el de las cuentas por cobrar, el fideicomiso incurriría en pérdidas, ya que el margen financiero se reduce. Por otro lado, si las tasas de mercado suben, y las cuentas por cobrar están pactadas a una tasa ajustable y los títulos a una fija, el fideicomiso gana. Lo anterior indica, que el resultado que se obtenga depende de los factores mencionados, por lo que se debe analizar cuidadosamente las características de la titularización, a la luz de los diferentes escenarios posibles(Erick F. Campos, s. f., p. 2,3).

2.9 VENTAJAS Y BENEFICIOS DE LA TITULARIZACIÓN

El proceso de Titularización presenta las siguientes ventajas diferenciales:

En General:

- ✓ Reduce el riesgo ya que el dinero se invierte en organismos especializados en la materia de inversiones.
- ✓ Genera uniformidad en los pagos y las fechas: el inversionista conoce de antemano el flujo que habrá de recibir por sus intereses y devolución de su capital en las fechas precisas.
- ✓ Representa para los inversionistas una nueva alternativa que ofrece una mejor rentabilidad que las que pueden brindar los depósitos tradicionales del sector financiero.
- ✓ Para la entidad originadora resulta atractiva la titularización, como un recurso para obtener liquidez, recursos que podrá utilizar para realizar con ellos nuevas operaciones.
- ✓ Reactiva el mercado público de Valores.
- ✓ Es una nueva fuente de Financiación.
- ✓ Permite movilizar créditos (Valdivia, 2007, p. 6).

Según OIKOS Títulos, al crear el Patrimonio Autónomo se aísla el riesgo de empresa en marcha; una emisión de valores de titularización puede obtener una buena calificación de riesgo independientemente de la situación financiera del dueño del activo, quien puede obtener recursos sin incrementar su nivel de endeudamiento y también puede obtener un financiamiento de mediano o largo plazo con flexibilidad en la programación de pagos y costos financieros competitivos. De esta forma las ventajas se pueden dividir por grupos, como se detalla a continuación.

Para el originador

- ✓ **Liquidez;** permite acceder a liquidez mediante la aceleración de flujos futuros, la reducción de activos fijos o el aumento de la rotación de activos.
- ✓ **Endeudamiento;** no existen restricciones ante entidades crediticias, las condiciones del financiamiento encaja a los flujos de la empresa, mejora el indicador de endeudamiento y también se obtienen mejores tasas de financiamiento.
- ✓ **Nivel de activos improductivos;** disminuyen recursos ociosos y mejora los índices de rentabilidad.
- ✓ **Capacidad de Crecimiento;** no requiere de incremento en patrimonio o endeudamiento adicional, facilita la inversión en nuevos proyectos, para entidades financieras no se aumentan requerimientos de patrimonio técnico.
- ✓ **Capacidad de asumir el cambio;** facilidad de financiar reconversión industrial y reestructuraciones.
- ✓ **Gestión de Riesgos;** transferencia de parte o todo el riesgo al mercado, equilibra estructura de plazos de activos y pasivos; califica los títulos, independiente de la situación del originador, por lo que usualmente se obtiene mejor calificación.

Para el inversionista

- ✓ **Nueva alternativa de inversión.** Títulos de alta rentabilidad.

- ✓ Bajo Riesgo por mecanismos de cobertura.
- ✓ Alta calificación.
- ✓ Buena experiencia de pago de los títulos en otros países.

Para el mercado

- ✓ Genera una nueva área de operaciones para los agentes.
- ✓ Promueve desarrollo del mercado.
- ✓ Estructura financiera que mejora la circulación de recursos.
- ✓ Sustituye intermediación financiera tradicional por una mediación directa.

2.10 OBJETIVOS DE LA TITULARIZACIÓN

El principal objetivo de la titularización es lograr el desarrollo de un sistema de adquisición de recursos financieros más eficiente y profundo. Asimismo, de una manera específica la titularización persigue los siguientes objetivos:

- ✓ Permitir el contacto directo entre los demandantes de recursos monetarios con los inversionistas.
- ✓ Tratar de brindarle mayor rendimiento al inversionista, superior al que pueda obtener a partir de inversiones financieras o bancarias tradicionales.
- ✓ Beneficiar al demandante de fondos con la obtención de dinero a un costo menor que el del endeudamiento.
- ✓ Constituirse en un mecanismo orientado a la disminución del costo del dinero en el mercado, siempre dependiendo del manejo que se le dé a las variables macroeconómicas del lugar.
- ✓ Posibilitar la disminución del costo del endeudamiento.
- ✓ Contribuir al desarrollo del mercado de capitales (Valdivia, 2007, p. 2).

2.11 ORGANISMOS REGULADORES QUE INTERVIENEN EN LA TITULARIZACIÓN

La base legal de las sociedades securitizadoras o titularizadora, en la mayoría de los países, se basa en una ley de Mercado de Valores. La regulación de las actividades securitizadoras corre por cuenta de una Superintendencia de Valores y Seguros. En el caso de Nicaragua, la ley que regula la titularización de activos es la de mercados de capitales y la institución que se encarga de regular, supervisar y fiscalizar los mercados de valores es la Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras (Valdivia, 2007, p. 3).

2.11.1 ENTIDADES QUE INTERVIENEN EN EL PROCESO DE TITULARIZACIÓN

- ✓ Bolsa de Valores
- ✓ Calificadora de Riesgo
- ✓ Sociedades o Compañías Titularizadora
- ✓ Representante Legal de los Tenedores
- ✓ Entidades de Depósitos y Custodia

2.11.2 ESTRUCTURA BÁSICA Y ETAPAS DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN

Para llevar a cabo el proceso de Titularización es necesario cumplir con varias etapas generales las que dependerán del tipo de activo que se quiere titularizar, ya que no todos los activos son de la misma naturaleza. Para llevar a cabo este proceso es preciso de cumplir con ciertos requisitos en una serie de pasos ordenados que se presentan a continuación:

- ✓ **Estudio previo:** debe llevarse a cabo un estudio con la finalidad de seleccionar el modelo que mejor se adapte a las necesidades del caso particular. Esto es debido a la naturaleza del activo a titularizar.
- ✓ **Bursatilización:** consiste en transformar el activo en título valor capaz de ser transado en la bolsa de valores, con lo que se le otorga liquidez y un mayor interés comercial al bien, esto constituye la principal ventaja del proceso de titularización. Para llevar a cabo esta transformación es necesario trasladar el

activo a un patrimonio autónomo fiduciario, para que este lo convierta en unidades bursátiles.

- ✓ **Estudio de la superintendencia de valores:** este organismo es el encargado de reglamentar, controlar, y registrar los títulos. La misma, una vez consignados los estudios financieros, jurídicos y económicos y todos los documentos contemplados en las normas legales, realiza un estudio que puede durar hasta 60 días. Durante ese tiempo es posible que se soliciten aclaraciones sobre la información presentada en los estudios. Una vez aclarados todos los aspectos, la Superintendencia ordena la inscripción en el Registro Nacional de Valores, mediante una resolución, y autoriza la oferta pública de los Títulos. Es necesario aclarar que existen montos mínimos para una emisión, y eso varía de acuerdo a los reglamentos de cada nación.

- ✓ **Calificación de riesgo:** este proceso puede desarrollarse en paralelo con el estudio de la Superintendencia, ya que básicamente los requisitos son los mismos. El proceso consiste en examinar el activo con la finalidad de conocer su calidad y expectativas de valorización, ubicación y riesgos futuros. Lleva a cabo igualmente un análisis de la estructura del sistema de titularización empleada para determinar si es el más adecuado, también analiza de la calidad del emisor y del arrendatario, los flujos futuros, etc. Con toda esta información la calificadora clasifica el título según el nivel de riesgo establecido en el estudio.

- ✓ **Emisión:** Una vez los títulos han sido autorizados y calificados, puede llevarse a cabo la emisión, para lo cual se inscriben en la Bolsa de Valores y se hace la oferta pública. Así el título queda inscrito en el mercado primario y puede llevarse a cabo el proceso de promoción y colocación en el mercado secundario, que es el que le va a otorgar la mayor liquidez al título y es función del promotor bursátil interesar al público en este, para que existan compradores interesados en la recompra del título.

- ✓ **Terminación:** El proceso finalmente concluye y el activo regresa a su estado original cuando el emisor recompra los títulos.

- ✓ **Plazo.** El plazo puede variar de un país a otro, según sus leyes, pero generalmente, el tiempo de redención final de los títulos no será inferior a un (1) año. No obstante podrán efectuarse amortizaciones parciales a término inferior de un año, siempre que la sumatoria de las mismas no supere el 30% del valor capital del título. La superintendencia de Valores podrá autorizar títulos con redención inferior o con amortización parcial que superen el porcentaje mencionado cuando las condiciones particulares del proceso así lo requieran. El plazo máximo de redención de los títulos no podrá superar el plazo del contrato que dio origen a la conformación del patrimonio o del fondo de valores (Valdivia, 2007, p. 3,4).

2.12 ELEMENTOS QUE INTERVIENEN EN UN PROCESO DE TITULARIZACIÓN

- ✓ **Entidad originadora:** es quien transfiere los bienes o activos base del proceso de titularización, puede ser persona natural o jurídica, nacional o extranjera.
- ✓ **El agente de manejo:** es el vocero que representa el patrimonio autónomo, recauda los recursos provenientes de la emisión y se relaciona con los inversionistas.
- ✓ **Entidad administradora:** Es la entidad encargada de la administración, custodia y conservación de los activos o bienes objeto de la titularización, así como el recaudo y transferencia al agente de manejo de los flujos provenientes de dichos activos o bienes. Puede actuar como administrador el originador, el agente de manejo o una entidad diferente.
- ✓ **Entidad colocadora:** Es la entidad que facultada por su objeto social puede actuar como suscriptor profesional de una emisión, es el encargado de colocar los títulos en el mercado. Su existencia no es esencial en los procesos de titularización ya que la emisión puede ser colocada por el agente de manejo.

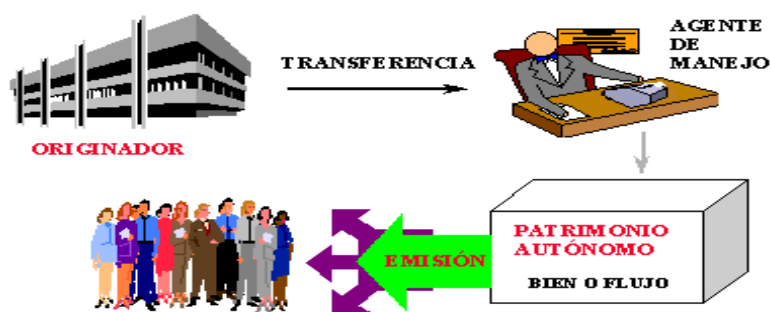


Figura 4 Esquema básico de la titularización

Fuente: Bolsa de valores de El Salvador

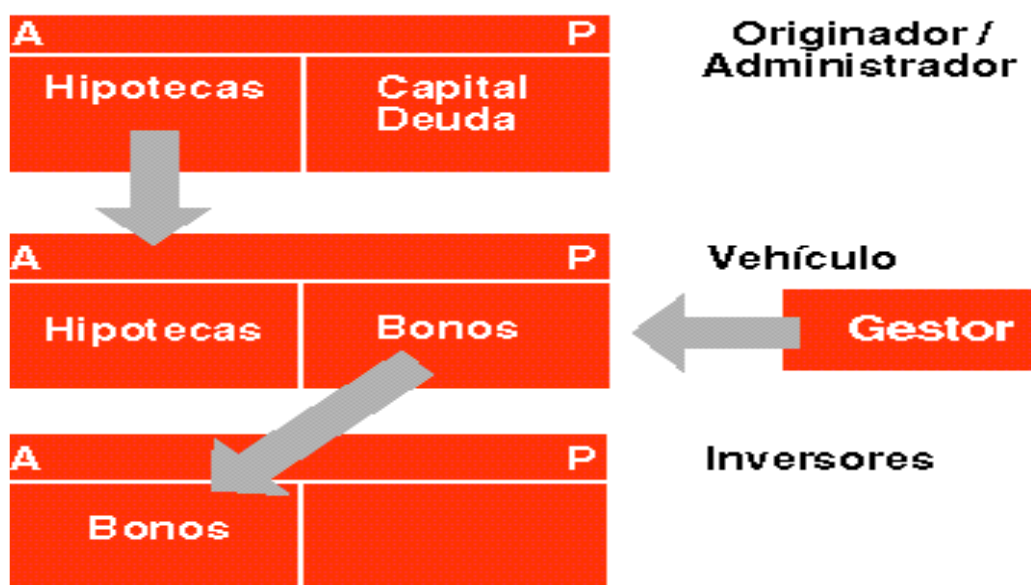


Figura 5 esquemas base de la titularización

Fuente: Bolsa de valores de El Salvador

2.13 FINALIDAD DE LA TITULARIZACIÓN

Las razones que usualmente motivan a los originadores llevar a cabo procesos de titularización son:

- ✓ **Rotación de activos:** Los reutiliza para mejorar la rotación de activos de baja o nula liquidez.
- ✓ **Alternativa de búsqueda de fondos menos costosa que el endeudamiento tradicional:** es una forma de financiamiento por la vía de transformación del activo y no el incremento del pasivo.
- ✓ **Potenciación del patrimonio del originador:** se mejoran los índices de endeudamiento, esto permite mayor crecimiento sin el costo del capital asociado.
- ✓ **Equilibrio y estructura de balance:** al obtener activos más líquidos permite atender obligaciones de vencimiento más próximo (Valdivia, 2007).

2.14 COSTOS DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN

Los efectos que conlleva la aplicación de la Titularización son importantes, ya que ofrece al mercado de capitales nuevos instrumentos, fomenta la disponibilidad de crédito, genera mayor competitividad y eficiencia, sustituye mecanismos tradicionales de financiación y diversifica el portafolio de los inversionistas (Valdivia, 2007, p. 8).

Los costos de operación de la titularización son variados y no todos fácilmente cuantificables. Hay cinco principales tipos de costos vinculados al proceso de titularización:

1. Costos de constitución y administración;
2. Costos de las Garantías;
3. Costos de Aseguramiento;
4. Margen del inversor
5. Otros costos de difícil cuantificación.

También es importante, dentro de un criterio de análisis objetivo del tema de estudio, conceptualizar las principales desventajas que la experiencia de titularización a nivel internacional, ha demostrado tener:

1. La complejidad de las transacciones y requerimientos de organización, ya que la puesta en marcha de un proceso de Securitization importa la actuación de un

equipo interdisciplinario, lo que acarrea costos y gastos asociados al desarrollo de la estructura.

2. El marco normativo es incierto o incompleto. Aunque ello depende de las características de cada derecho positivo aplicable, aun en los países que cuentan con una regulación legal de la Securitization o un desarrollo importante de su mercado de capitales, aquella no siempre es completa, y no abarca todos los aspectos importantes de la estructuración del proceso.

CAPÍTULO III. METODOLOGÍA

El propósito de la investigación es discutir la conveniencia de titularizar las remesas para utilizar el capital generado al otorgamiento de préstamos para el sector agrícola. En este capítulo se presenta la metodología que se utilizó para la recolección de información y su análisis.

3.1 ENFOQUE Y MÉTODOS

El enfoque aplicado es mixto no hay un enfoque predominante sino que van paralelo, porque los métodos mixtos desarrollan un proceso de investigación mediante la recopilación y el análisis de datos cuantitativos y cualitativos.

El enfoque cuantitativo se debe a la naturaleza numérica y estadística del problema a evaluar. Los indicadores claves de la titularización de remesas familiares como alternativa de financiamiento son valores numéricos, dependiendo del valor que toman se determinan de forma correcta. Estos indicadores son tomados a partir de análisis comparativo histórico, entrevistas estructuradas con los actores claves en el proceso de ejecución del análisis e información acerca de la titularización.

El enfoque cualitativo utiliza la recopilación de datos sin mediciones numéricas para descubrir o afinar preguntas de investigación en el proceso de interpretación, para esta investigación se llevaron a cabo tres entrevistas a expertos en el tema de titularización.

Los beneficios que se esperan obtener es determinar si aplicando la titularización de remesas familiares para el otorgamiento de préstamos al sector agrícola se puede incrementar la eficiencia y eficacia de la misma en cuanto al financiamiento se refiere y así mismo aumentar la producción agrícola en el país.

El método en que se apoyará la investigación es método explicativo, ya que su objetivo es explicar por qué ocurre un fenómeno, que sería el otorgamiento de

préstamos para el sector agrícola, y en qué condiciones se da este; por falta de alternativas de financiamiento.

3.2 DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN

El diseño que se utilizó en la investigación es no experimental debido a que no se realizará una manipulación de los valores de las variables de investigación. La observación juega un papel indispensable como instrumento de investigación debido a que es necesario describir de forma detallada el proceso y aplicación de la titularización que se da en otros países

Como tipo de investigación no experimental se seleccionó la longitudinal, debido a que la recolección de datos no provendrá únicamente de las entrevistas y observaciones realizadas. Sino, que también se obtuvo información de datos históricos del uso y beneficios que proporciona la titularización

3.2.1 UNIDAD DE ANÁLISIS

El diagnóstico se realiza mediante un tipo de investigación explicativa, ya que el propósito de la investigación es detallar, cómo se encuentra el sector agrícola en cuanto al otorgamiento de préstamos, así mismo proponer un nuevo modelo de financiamiento mediante la aplicación del instrumento titularización.

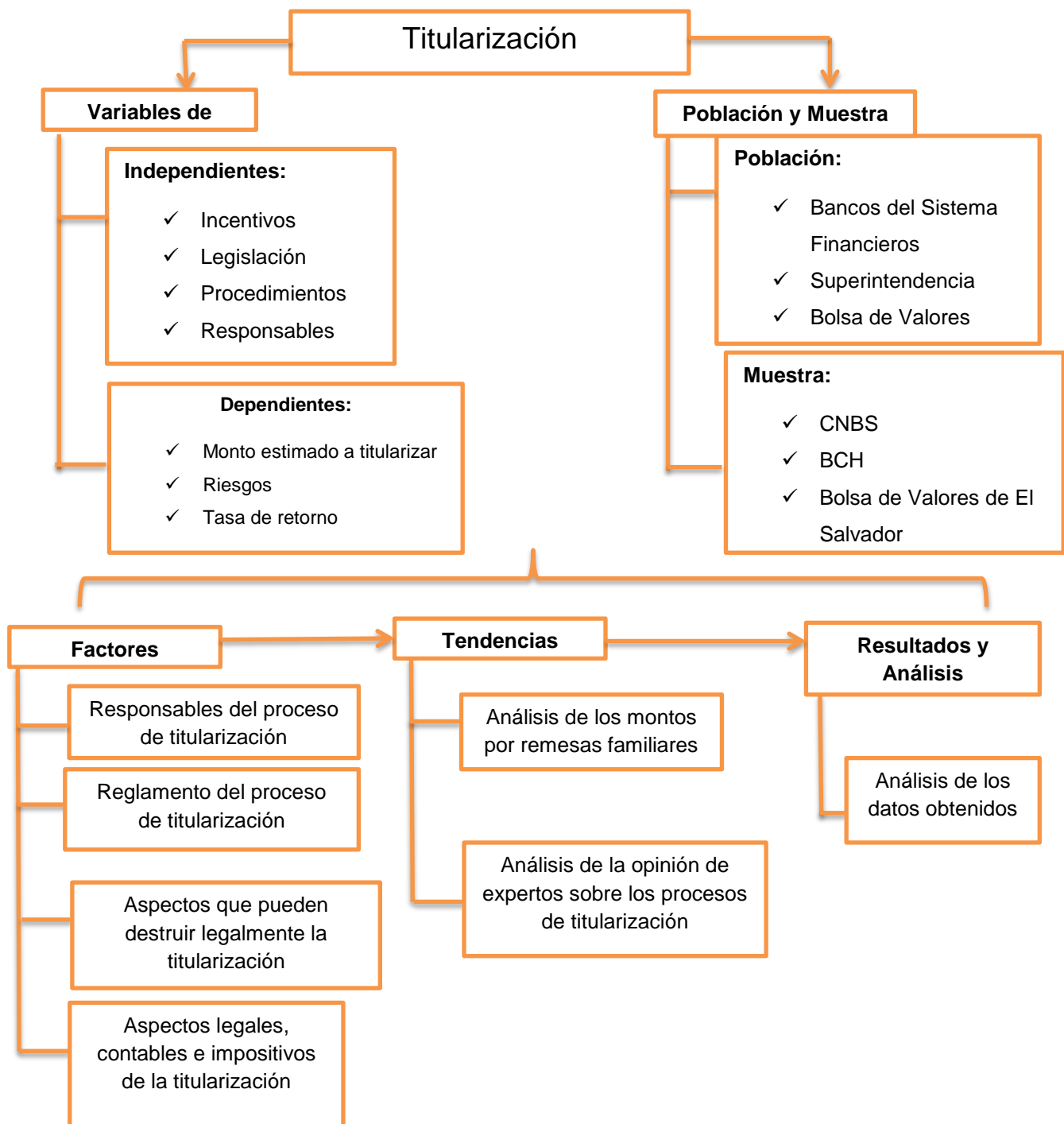


Figura 6 Diseño de la Investigación

3.3 TÉCNICAS E INSTRUMENTOS APLICADOS

Para reforzar la presente investigación y obtener más información sobre los procesos de titularización y la aplicación en Honduras, Se realizaron tres entrevistas (Comisión Nacional de Bancos y Seguros, Banco Central de Honduras y Bolsa de valores de El Salvador) a expertos sobre el tema, los nombres se detallan a continuación:

- ✓ María Betzabè Franco (Oficial II Superintendencia CNBS)
- ✓ Marco Antonio Aguilar (Sección de Información Pública Departamento de Gestión de Riesgos BCH)
- ✓ Eduardo Alfaro (Bolsa de Valores El Salvador)

La recolección y recopilación de datos de la investigación será de la siguiente manera:

Entrevistas: están pretenden fundamentalmente obtener información sobre el proceso de la titularización, que herramientas utilizan para su formulación y aplicación, que personal especializado les presta asesoría y su percepción de los resultados del uso de la titularización. De acuerdo al diseño y para obtener diferentes criterios sobre el tema estas entrevistas se realizaron a expertos y personas especializadas para reforzar la presente investigación, así mismo se realizaron estudios sobre la titularización de remesas a través de revistas libros e investigaciones ya realizadas.

Consulta documental: se analizaron los documentos que se refieren a los procesos, y elementos de la titularización, así mismo las investigaciones realizadas por otros países en cuanto a la titularización. Lista de documentos Consultados;

- ✓ La Titularización una novedosa herramienta de financiamiento.
- ✓ Titularizaciones una opción para ampliar el mercado de valores en Colombia.
- ✓ La Titularización de flujos de caja futuro.
- ✓ Educación bursátil.
- ✓ Análisis jurídico de los contratos relacionados con la Titularización de flujos provenientes de transferencias de remesas familiares.

3.3.1 INSTRUMENTOS

Para esta investigación se utilizaron las revisiones bibliográficas, análisis de documentos, la entrevista dirigida a expertos del tema.

La técnica de revisión bibliográfica, fue utilizada como introducción a las otras investigaciones ya existentes sobre el tema como las teorías, resultados, instrumentos y técnicas utilizadas así como la historia de la aplicación que otros países han experimentado y criterios para el estudio, la revisión bibliográfica se puede encontrar en textos, monografías, revistas, y tesis, con los cuales se elaboraron citas textuales cortas y largas, citas no textuales, resúmenes interpretativos, parafraseo como soporte a la investigación.

La técnica de la entrevista dirigida, fue utilizada para comprobar y corroborar los datos investigados, proporcionando una mejor recopilación de datos sobre el tema expuesto, obteniendo de esta forma información relevante de los expertos conocedores de la titularización.

La entrevista se llevó a cabo en base a una guía que se presenta en los anexos 1,2 y 3

3.4 FUENTES DE INFORMACIÓN

Las fuentes primarias y secundarias utilizadas en la investigación son:

3.4.1 PRIMARIAS

Los datos para hacer el análisis requerido para la investigación se obtuvieron de las siguientes fuentes: Comisión Nacional de Bancos y Seguros, Banco Central de Honduras, Bolsa de Valores de El Salvador, informes sobre el tema y otros libros.

Conforme a los datos obtenidos, el reglamento que maneja la CNBS y la aplicabilidad de la titularización en otros países se analizó los principales elementos de medición de la titularización, además los datos estadísticos sobre los préstamos al sector agrícola que maneja el BCH, escogidos para realizar este trabajo. Las

fuentes primarias consideradas para esta investigación son las entrevistas a expertos

3.4.2 SECUNDARIAS

Las fuentes secundarias de información utilizadas son:

- ✓ Libros de texto relacionados al tema, fueron utilizados para agrupar información referente a las titularizaciones
- ✓ Artículos de revistas e informes con respecto a lo que concierne al sector agrícola
- ✓ Crítica literaria y comentarios acerca de lo que se refiere a la titularización como medio de financiamiento.
- ✓ Reglamentos y leyes sobre la titularización
- ✓ Biografías.

CAPÍTULO IV. RESULTADOS Y ANÁLISIS

En este capítulo se describen los componentes implícitos en un proceso de titularización. La investigación observa cinco fases en este proceso, riesgos, beneficios, obligaciones, limitantes y motivos de la titularización.

4.1 RIESGOS DE LA TITULARIZACIÓN

Según entrevista a un funcionario de la Comisión Nacional de Bancos y Seguros (CNBS) de Honduras (entrevista No, 1) en la actualidad no se ha dado proceso de titularización alguno. Existe la ley de mercado de valores, que hace mención a la titularización únicamente en el artículo 243. No existe una ley regulatoria acerca de las titularizaciones, pero si un reglamento vigente que no se ha podido aplicar porque la Ley del Mercado de Valores no lo contempla, por lo que esta Comisión está considerando proponer la aprobación de una Ley al Congreso Nacional.

Según la entrevista 1 para el proceso de titularización tiene que existir una sociedad titularizadora. Como en Honduras no existe, se podría organizar un fideicomiso a través de las instituciones bancarias comerciales.

Un proceso de titularización implica riesgos. El Reglamento para la Organización y Actividades de las Sociedades de Titulación y el Proceso de Titulación arriba mencionado señala varios riesgos que se muestran en la Tabla 3. Estos riesgos se comparan a los del financiamiento usual, identificados a través de otras entrevistas.

Tabla 3 Comparación de Riesgos

Riesgos de la titularización según El Reglamento para la Organización y actividades de las Sociedades de Titulación y el Proceso de Titulación de la CNBS.	Riesgo financiamiento usual
Riesgo de impagos, el proyecto no generó los recursos necesarios para efectuar el pago correspondiente de los títulos	Riesgo de plazo, que se llegue el plazo y la captación de los recursos no se lleve a cabo.
Riesgo de tasa de interés, cuando las fluctuaciones en el mercado generen	Riesgo crediticio, consecuencia de la posibilidad de que una de las partes de un

diferencias a favor o en contra del fidecomiso y del inversionista	contrato financiero no asuma sus obligaciones.
Riesgo de prepago, el deudor realice los pagos antes del plazo pactado aprovechando una disminución en las tasas de interés.	Riesgo cambiario, consecuencia de la volatilidad del mercado de divisas.
Riesgo sistemático, inestabilidad del sistema financiero, potencialmente catastrófico, causado por eventos idiosincráticos o condiciones en los intermediarios financieros	Riesgo sistemático, inestabilidad del sistema financiero, potencialmente catastrófico, causado por eventos idiosincráticos o condiciones en los intermediarios financieros

4.2 BENEFICIOS DE LA TITULARIZACIÓN

Según la comisión de Banca y Seguros se identifican los siguientes beneficios, obligaciones y limitantes al aplicar la titularización como instrumento de financiamiento.

Tabla 4 Beneficios de la titularización

Mercado	Mejora el desarrollo de los mercados de capital
Inversionista	Mejora la rentabilidad sin incurrir en riesgo adicionales
Entidades financieras	Negocios novedosos a través de financiamientos de la titularización e incentivar la participación de entidades financieras.
Entidad originadora	Aceleración de los flujos futuros y obtención de fondos sin afectar los fondos de endeudamiento.
País	Mejora la economía

Al aplicar la titularización como medio de financiamiento, según la entrevista No 1, existen beneficios adicionales como menores tasas de interés, créditos a tasa fija, mayores recursos, mayor estabilidad, desarrollo de mercado de capital y financiamiento de proyectos de interés nacional sin fondos nacionales.

Adicionalmente la titularización como medio de financiamiento no afecta la liquidez bancaria porque no se realiza mediante el incremento del pasivo sino que el efectivo se logra transformando otro activo.

4.3 OBLIGACIONES Y LIMITACIONES

Según reglamento existente en la CNBS se presentan las siguientes obligaciones y limitantes

4.3.1 OBLIGACIONES

- ✓ Mantener los activos de fideicomiso separados de los que integren su patrimonio y de los que corresponden a otros patrimonios fideicomisos.
- ✓ Cumplir sus funciones con los términos establecidos en el acto constitutivo, respondiendo hasta la culpa leve.
- ✓ Elaborar estados financieros propios y de cada patrimonio y bajo su administración.
- ✓ Mantener una relación de endeudamiento prudente con relación al flujo de caja.

4.3.2 LIMITACIONES

No pueden ser fideicomitentes ni fideicomisarios, así como fundadores, Directores, Gerentes, o miembros del comité técnico u otro órgano equivalente de las sociedades autorizadas:

- ✓ Los inhabilitados por la ley
- ✓ Los que reciben los recursos provenientes de la titulación en su condición de propietarios de los bienes fideicomisos.
- ✓ Quienes en cualquier momento hayan sido condenados por la comisión de un delito.
- ✓ Quienes hayan sido declarados en quiebra.
- ✓ Los que hayan sido directores o funcionarios de instituciones declaradas en liquidación forzosa o sometida al mecanismo de capitalización.

Tabla 5 Limitantes de la Titularización en Honduras en comparación a otros países.

Limitantes de la Titularización en Honduras según el Reglamento para la Organización y actividades de las Sociedades de Titulación y el Proceso de Titulación de la CNBS.	Otros países
Falta de una entidad calificadora que califique los riesgos en el mercado de valores	Falta de elementos necesarios para hacer que se cumplan los derechos y obligaciones que conlleven a la protección de entidades que participen como banco originadores en la titularización.
Falta de una ley que regule la titularización en Honduras.	Marco normativo incierto provoca problemas a los participantes en el proceso de titularización.
Falta de promoción de la existencia de la titularización como medio de financiamiento	Dificultad en la medición de riesgos en la entidad originadora debido al traslado de activo.

De la visita a la página Web de la Bolsa de valores de El Salvador, y de la entrevista mediante correo electrónico a uno de sus funcionarios (entrevista No 2) se obtuvo una lista de motivos para financiarse a través de la Titularización.

Tabla 6 Motivos para financiarse a través de la Titularización

Confidencialidad	La empresa originadora no está obligada a revelar su información estratégica ni financiera, dado que lo importante para el mercado (inversionistas, clasificadora de riesgo, regulador) es la información referente al fondo de titularización, y a los activos que lo conforman.
	En algunos casos, la empresa puede vender directamente los activos “subyacentes a la emisión” a un fondo de titularización, con lo cual equivale a financiarse por el lado del activo, es decir, sin tener que incrementar sus pasivos. De esta forma a través de la

<p style="text-align: center;">Endeudamiento</p>	<p>titularización, la empresa mejora su estructura financiera, ya que no afecta su margen de endeudamiento, puesto que el originador no adquiere una deuda con los inversionistas, únicamente aporta, a cambio de efectivo, los activos que conformarán el fondo de titularización y contra los cuales se realizará la emisión de valores</p>
<p style="text-align: center;">Liquidez en el corto plazo</p>	<p>La titularización representa una nueva opción de financiamiento, por medio de un proceso que busca optimizar el uso de los activos; el originador, a través de un proceso relativamente corto, logra realizar en tiempo actual la liquidez futura de sus activos.</p>
<p style="text-align: center;">Liquidez a activos que por su naturaleza carecen de ella</p>	<p>La Titularización permite que activos con baja liquidez en el mercado se transformen en valores o activos financieros que podrán ser colocados entre el público inversionista, generando así importantes flujos de recursos para el financiamiento de actividades operativas de una empresa. Es lo que se conoce como: “La alquimia de la titularización”</p>
<p style="text-align: center;">Diversificación de la fuentes de financiamiento</p>	<p>A través del financiamiento en Bolsa, una empresa logra diversificar sus fuentes de financiamiento lo cual le permite obtener una serie de beneficios:</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Reducir el riesgo de concentración de fuentes de financiamiento. ✓ Mayor poder de negociación con sus fuentes de financiamiento actuales. ✓ Mayor independencia financiera, pues el originador ya no depende de una misma fuente para obtener recursos financieros.
<p style="text-align: center;">Financiamiento a medida de la Empresa</p>	<p>El financiarse a través de bolsa permite estructurar la emisión "a la medida" de las necesidades y expectativas de la empresa originadora. El originador puede elegir las formas de pago de capital e intereses, la</p>

	<p>garantía, plazo, etc.</p>
<p>Tasas competitivas</p>	<p>Una de las principales ventajas que provee el financiamiento a través de titularización es que permite acceder a tasas de interés atractivas, ya que las mismas dependen de la estructuración y calificación de riesgo obtenida para la emisión.</p> <p>Las titularizaciones suelen tener alta calidad crediticia, obtenida a través de una adecuada cobertura de riesgo, como por ejemplo, colaterales en efectivo, exceso de flujos de fondos, calificaciones de riesgo altas, lo que le permite financiarse a más bajo costo.</p> <p>De esta manera al comparar el costo del financiamiento a través de Bolsa con el de las fuentes tradicionales, el costo del financiamiento bursátil resulta muy competitivo y por lo tanto muy atractivo para la empresa.</p>
<p>Crecimiento de la Empresa</p>	<p>A través de la titularización, la empresa puede obtener liquidez ahora, por activos que generan flujos futuros, permitiéndole la implementación y desarrollo de proyectos de crecimiento o de reconversión tecnológica, los cuales no rinden frutos inmediatos. Todo esto permite a la empresa realizar una gestión eficaz, que persigue no sólo la obtención de los recursos necesarios, sino el mantenimiento del equilibrio entre fondos propios y ajenos</p>
	<p>Emitir en bolsa permite acceder a una importante masa de recursos financieros aportada por inversionistas institucionales, jurídicos y naturales.</p> <p>Los valores de titularización representan una atractiva opción de inversión, ya que les permiten obtener:</p>

<p>Accesibilidad</p>	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Atomización y diversificación de la cartera de inversiones. ✓ Valores con alta calidad crediticia obtenida a través de cobertura de riesgo. ✓ Inversión en valores con menor riesgo.
<p>Calificación de riesgo</p>	<p>La calidad crediticia del originador no es un factor determinante en el riesgo de los valores que se emiten, pues lo importante es la calidad del activo que está respaldando esa emisión.</p> <p>Por esta razón la evaluación de los riesgos se enfoca principalmente en el activo a titularizar, y no necesariamente en el originador de los activos.</p>
<p>Financiamiento con menor carga administrativa</p>	<p>La sociedad titularizadora es quien realiza todo el trámite de inscripción en la Bolsa de Valores y en la Superintendencia de Valores, siendo responsable además del pago de intereses y principal a los inversionistas.</p> <p>Por lo tanto, la empresa originadora podrá solamente ocuparse de mantener la relación con la titularizadora.</p>
<p>Control estratégico y beneficios adicionales</p>	<p>El originador, a solicitud del fondo de titularización, y formalizado a través de un contrato de servicios, puede desempeñar las funciones de “administrador” de los activos cedidos al fondo de titularización, lo cual le permitirá, además de obtener ingresos adicionales por esta función, mantener el control estratégico de sus relaciones con clientes.</p>
	<p>De conformidad a la Ley de Titularización, los</p>

Beneficios impositivos	fondos de titularización están exentos de toda clase de impuestos y contribuciones fiscales, y las transferencias de activos para conformar un fondo de titularización, ya sean muebles o inmuebles, estará igualmente exenta. Con la única excepción que los activos, derechos y flujos financieros que se hayan transferido y la prestación de servicios por parte de dicho fondo, tendrán el mismo tratamiento tributario que cuando estaban en el patrimonio del originador.
Beneficios para el desarrollo Económico del país	<p>La realización de proyectos gubernamentales por este medio de financiamiento trae implicaciones positivas para la economía:</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Mejores Precios. ✓ Mejor utilización de recursos. ✓ Desarrollo local. ✓ Utilización del ahorro nacional en el desarrollo de proyectos productivos.

La Titularización establece una de las herramientas manejadas por empresas en todo el mundo para acelerar su crecimiento e invertir en nuevos proyectos.

Mediante las entrevistas realizadas se identificó que en Honduras existe la necesidad de financiamiento al sector agrícola ya que en el país no se cuenta con suficientes recursos para financiar proyectos relacionados con este sector.

Según (entrevista No 3) realizada a un economista del Departamento de transparencia del Banco Central de Honduras existe falta de financiamiento al sector agrícola debido a que dicho sector es incierto ya que no puede asegurar la recuperación de sus producto; por lo que no permite saber los pronósticos que se esperan, al mismo tiempo el gobierno debe trabajar en la implementación de un seguro para los productores donde les permita asegurar sus cosechas y así tener el respaldo financiero oportuno.

CAPÍTULO V. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

5.1 CONCLUSIONES

- La titularización facilita el proceso de globalización de los mercados de capital de un país, es una herramienta poco usada y con potencial provechoso para el desarrollo de las empresas. Según la investigación se observó que la Titularización ha evolucionado en varios países como Bolivia, Colombia, Estados Unidos, Nicaragua y El Salvador.
- Las titularizaciones como medio de financiamiento favorecen a las instituciones financieras por lo que proporciona nuevas oportunidades de financiamiento, ya que estas no tienen que hacer uso de su liquidez para el otorgamiento de préstamos, además favorece el mercado bursátil.
- La creciente demanda de capital por parte de las instituciones financieras lleva a considerar una nueva alternativa de financiamiento que contribuya al crecimiento de la economía hondureña, de esta manera la titularización de remesas familiares como alternativa de financiamiento brinda la oportunidad de fortalecer el mercado de capital a través de la emisión de títulos valores.
- Según las limitantes encontradas sobre la Titularización, en Honduras no existe una ley regulatoria de esta, la cual dificulta el proceso de inversión.
- La titularización se muestra como una alternativa para las actividades económicas que buscan su financiamiento en el mercado de valores y sustituye las relaciones financieras con los intermediarios; sirve para diversificar la exposición al riesgo sobre todo la tasa de interés y cambiario.
- A diciembre del año 2013 las remesas familiares recibidas representaron en promedio 89.7% de las transferencias; comportamiento que sirve como base para considerar la Titularización de remesas familiares como una alternativa de financiamiento.

5.2 RECOMENDACIONES

- Se sugiere considerar la posibilidad de la implementación de una ley que regule los Procesos de Titularización, para mejorar la inversión nacional y extranjera para el crecimiento de la economía del país.
- En base al análisis de los resultados obtenidos se puede recomendar la titularización como medio de financiamiento, para efectos de otorgamiento de préstamos al sector agrícola orientado a los productores de granos básicos, por lo que este sector se considera como parte esencial de la canasta básica.
- La titularización se debe considerar como un medio de financiamiento, al momento de planificar, es conveniente tenerla como una de las forma de adquirir o de invertir los recursos. Adicionalmente se sugiere estudiar la evolución que se ha tenido la titularización en otros países.
- Mediante la Titularización se constituye un patrimonio, por lo que se recomienda utilizar la Titularización como medio alternativo de financiamiento para transformar los activos o bienes generadores de flujos de ingresos actuales o futuro a en valores negociables en el Mercado de Valores; facilitando de esta forma la obtención de liquidez en condiciones competitivas de mercado en cuanto a costos financieros.

CAPÍTULO VI. APLICABILIDAD

En este capítulo, se detalla el procedimiento para la implementación de la titularización como medio de financiamiento para el otorgamiento de préstamos al sector agrícola. Debido a que en Honduras no existe una Ley que regule la titularización ni una sociedad titularizadora, este proceso se puede llevar a cabo a través de un fideicomiso.

6.1 RESPONSABLES EN EL PROCESO DE TITULARIZACIÓN

- ✓ Bolsa de Valores.
- ✓ Calificadora de Riesgo.
- ✓ Sociedades o Compañías Titularizadora.
- ✓ Representante Legal de los Tenedores.
- ✓ Entidades de Depósitos y Custodia.

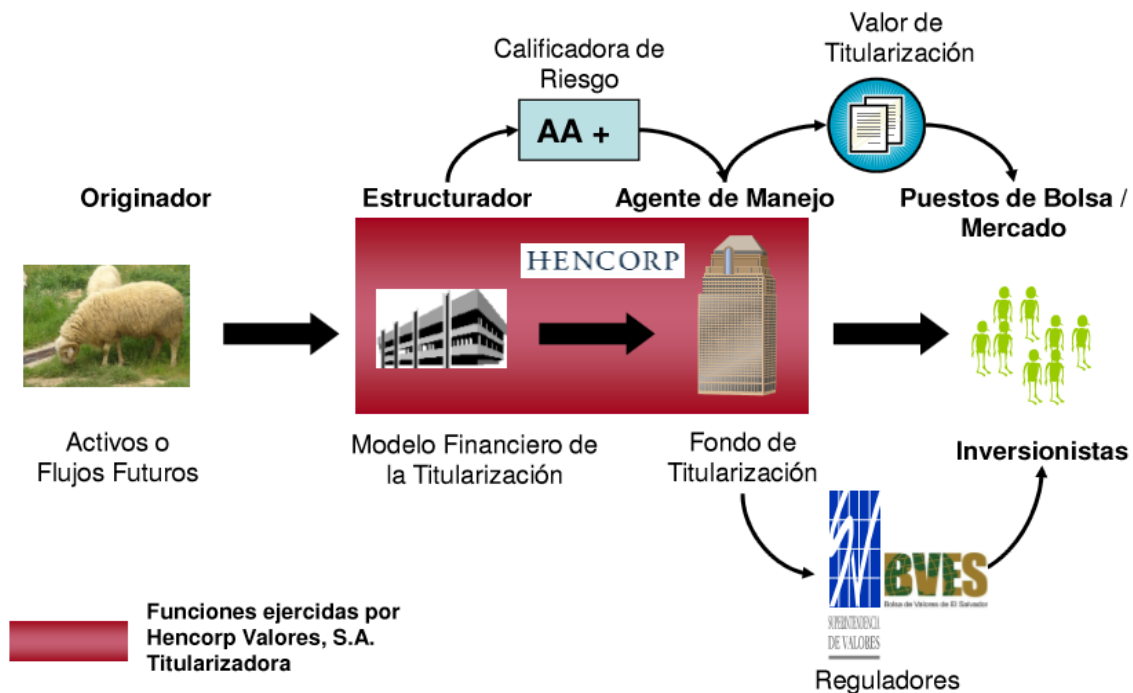


Figura 7 Participantes en el Proceso de Titularización

Fuente: Hencorp Valores, S.A., Titularizadora

Para el desarrollo de la titularización de las remesas familiares se tomó como referencia el proceso de titularización de la Ley del Mercado de Valores de Colombia porque en Honduras todavía no existe una Ley que regule la Titularización.

6.2 DESCRIPCION DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN

- ✓ La compañía emisora, en colaboración con su asesor financiero (casa de valores), obtendrá la calificación de una Calificadora de Riesgo.
- ✓ La emisora y su asesor financiero elaboran y ponen en circulación en el mercado el prospecto de ofrecimiento de títulos valores.
- ✓ La compañía emisora emitirá, directamente o a través de un fiduciario, sus obligaciones hasta los montos permitidos y otorgará garantías con activos propios al representante de los obligacionistas y nombrará un depositario, si la operación así lo requiere.
- ✓ Se firmará contrato(s) entre la emisora, el fiduciario, el representante de los obligacionistas, el depositario, los emisores primarios, y la institución financiera. En caso de que la emisora no emita directamente sus títulos valores, los activos que sirven de garantía se traspasarán en venta al fiduciario con o sin acuerdo de recompra.

Los procesos de titularización se conforman mediante la transferencia de bienes o activos por parte del originador para constituir con ellos un patrimonio autónomo, mediante un contrato de fiducia mercantil irrevocable. Así mismo se puede iniciar una titularización a partir de la constitución de fondos o patrimonio, con sumas de dinero destinadas a la adquisición del activo sujeto o de la titularización.

Luego, la fiducia actuando en representación del patrimonio autónomo solicita ante las autoridades competentes los permisos para la emisión; emite los títulos y recauda los dineros provenientes de su colocación. Los bienes que forman el patrimonio autónomo respaldan los pasivos que se adquieren con los tenedores de los títulos. Si los títulos que se emiten incorporan la obligación de pagar a su vencimiento una suma de dinero, la fiduciaria debe también adoptar las medidas que sean necesarias para el recaudo de los dineros destinados al oportuno cumplimiento de estas obligaciones.

La titularización comienza con la identificación de los activos que pueden ser usados para obtener recursos. Dichos activos representan derechos de pago en fechas futuras (cuentas por cobrar) y pueden estar compuestos por carteras de crédito, con garantía hipotecaria, prendaria y fiduciaria, carteras de arrendamiento financiero (leasing), carteras de tarjetas de crédito, carteras de títulos valores, etc. A la empresa que posee tales activos usualmente se le llama originador.

Una vez que se identifican los activos a ser utilizados en la titularización, el originador vende o transfiere dichas "cuentas por cobrar" a una sociedad, fideicomiso, u otra entidad legal independiente creada para ese propósito específico. El propósito de esta transferencia es separar las "cuentas por cobrar" de los riesgos inherentes al originador.

Una vez realizado este proceso, el fideicomiso procede a emitir títulos (estos títulos pueden ser papeles comerciales, certificados de inversión a plazo, bonos, etc.), con los que se brinda financiamiento al originador, a un precio relativamente menor (eso es lo que se espera), al que puede obtener mediante otras fuentes directas de financiamiento. En resumen, el objetivo que persigue la titularización es la obtención de recursos a un menor costo que otras vías de financiamiento, lo cual se logra mediante la separación de las cuentas por cobrar seleccionadas, de los riesgos de la compañía originadora, sin incurrir en un mayor nivel de endeudamiento.

6.2.1 ESQUEMAS JURÍDICOS Y ETAPAS TÍPICAS DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN

En el caso de la titularización de flujos futuros provenientes de remesas familiares, es importante comentar el esquema utilizado por la Corporación Cuscatlán de Guatemala, que se resumen en cinco etapas o fases:

Fase I: La primera fase se refiere a la existencia de un convenio entre la entidad bancaria y la compañía remesadora. En dicho convenio quedan estipuladas las principales condiciones de la operación, tales como tarifas a cobrar a los clientes, distribución de comisiones entre la entidad bancaria y la compañía remesadora, montos mínimos y máximos a remesar, forma en que se realizarán las transferencias, forma en que se operarán las transferencias con operaciones, formas

de aplicar el tipo de cambio, etc. En esta fase, se originan los derechos que en su momento pueden ser objeto de titularización.

Fase II: Una vez generada la operación de las remesas familiares, la entidad bancaria, en su calidad de Banco Originador, celebra un contrato de compraventa, en que le trasfiere a una sociedad de propósito especial (Vehículo de Propósito Especial), la titularidad de la propiedad sobre todos los flujos futuros, de giros bancarios, cheques y demás documentos representativos de dinero que sean recibidos a su favor por concepto de transferencias familiares.

Fase III: En la tercera fase de la estructuración de titularización, surge la figura del fideicomiso, en la que la sociedad de propósito especial o Vehículo de Propósito Especial (VPE por sus siglas en español o SPV por sus siglas en Inglés), transfiere los derechos de los flujos futuros de remesas familiares al fideicomiso, con lo que se origina un patrimonio autónomo, que se constituye en la esencia de la titularización, ya que será posible la emisión de títulos de deuda garantizados dicho patrimonio.

Fase IV: Por la naturaleza de la estructuración surge simultáneamente un cuarto contrato, en el que participan el fideicomiso, el banco originador y un banco liquidador. El objeto de este contrato es delegar al banco liquidador la responsabilidad de la administración de los flujos provenientes de las remesas familiares, así como atender el servicio de los títulos de deuda emitidos por el fideicomiso. En este contexto, el banco liquidador libera los remanentes de la operación hacia el flujo normal operativo del Banco Originador.

Fase V: La quinta fase de este esquema de titularización lo constituye la emisión de los títulos de deuda por parte del fideicomiso. La emisión normalmente es publicada e inscrita en una bolsa de valores, por lo que debe indicarse como mínimo la información siguiente:

- ✓ Activo titularizado: Flujos futuros de remesas familiares.
- ✓ Monto de la emisión.
- ✓ Valor Nominal de cada título.

- ✓ Número de títulos a emitir.
- ✓ Monto mínimo de la inversión.
- ✓ Forma de circulación.
- ✓ Series.
- ✓ Plazo.
- ✓ Tasa de interés.
- ✓ Agente estructurador.
- ✓ Calificación.

En la estructura comentada, un factor importante lo constituye la constitución del fideicomiso, que involucra la responsabilidad de otro elemento personal, que corresponde al fiduciario; sin embargo, en otras estructuras de titularización el rol del fideicomiso lo asume una sociedad de propósito especial, que para estos efectos, será la responsable de efectuar la titularización de los flujos futuros. En ambos esquemas jurídicos, un aspecto relevante lo constituye la calificación de la emisión de la deuda, ya que a través de ésta, los inversores tienen cierta certeza de la viabilidad de la operación, debido a que la redención de la deuda dependerá en todo caso, de la habilidad del banco originador de generar flujos futuros de remesas acorde a las obligaciones contraídas (Orozco, 2011).

6.3 CATEGORIA DE RIESGOS DE LA TITULARIZACIÓN

- ✓ Riesgo colateral.
- ✓ Riesgo estructural.
- ✓ Riesgos legales.
- ✓ Riesgos institucionales.
- ✓ Riesgos eventuales.

Riesgo Colateral de la Titularización

Constituye algo de valor que se deja como garantía para respaldar una obligación de deuda o una transacción derivada con objeto de mejorar la solvencia crediticia del prestatario o de la otra parte contratante.



Figura 8 Riesgo Colateral de la Titularización

Fuente obtenida: Escuela Superior Politécnica del Litoral Espol

Riesgo Estructural de la titularización

Dentro de la estructura del Flujo futuros se debe analizar:

- ✓ La emisión subordinada
- ✓ El exceso de colaterización de cartera.
- ✓ Los excesos de flujo de caja.
- ✓ Las amortizaciones aceleradas en determinadas estructuras de titularización.
- ✓ Los apoyos crediticios que pueden ser una garantía bancaria de una compañía de seguros.

Riesgos Legales de la Titularización: Estos riesgos surgen de:

- ✓ Los contratos de una titularización.
- ✓ La cesión de cartera.
- ✓ La constitución del patrimonio autónomo.
- ✓ El prospecto de emisión.
- ✓ La venta y colocación de los títulos.
- ✓ La administración de la cartera, entre otros.

Los principales aspectos que se deben analizar para la calificación del riesgo legal son:

- ✓ La venta en firme de los activos.
- ✓ La posibilidad de liquidación del originador.
- ✓ La posibilidad de transferencia fraudulenta de los activos.

Riesgos Institucionales de la Titularización: Estos riesgos tienen que ver con las entidades que participan directamente en el proceso de titularización. Como primera medida está la calidad crediticia y capacidad administrativa del originador o administrador de la cartera titularizada. La titularización no es una opción de salvamento de entidades que están por liquidarse, puesto que da lugar a la existencia de riesgo de calidad crediticia de la cartera titularizada.

Riesgos Eventuales de la Titularización: Este riesgo se presenta en determinadas clases de titularizaciones y tomando en cuenta el tipo de cartera, su plazo de amortización. Analizando brevemente el mecanismo de la titularización conviene puntualizar que la elección de la forma de financiamiento más adecuado corresponde determinar a cada empresa, dependiendo de las relaciones crediticias y calidad de sus activos.

Las calificadoras de riesgos utilizan las siguientes categorías de calificación de procesos de titularización.

Tabla 7 Categorías de calificación de procesos de titularización

CALIFICACIÓN	CONCEPTO
AAA	Corresponde al patrimonio autónomo que tiene excelente capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión.
AA	Corresponde al patrimonio autónomo que tiene muy buena capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de

	responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión.
A	Corresponde al patrimonio autónomo que tiene buena capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de la emisión
B	Corresponde al patrimonio autónomo que tiene capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión.
C	Corresponde al patrimonio autónomo que tiene mínima capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión
D	Corresponde al patrimonio autónomo que casi no tiene capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados ni de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión
E	Corresponde al patrimonio autónomo que no tiene capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados ni de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión. Se encuentra en estado de suspensión de pagos o no cuenta con activos suficientes para cubrir sus obligaciones, en caso de liquidación.
Las categorías se asignan en una base nacional y pueden incluir signos más (+) o menos (-). El signo más (+) indicará que la calificación podría subir hacia su inmediata superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso a la categoría inmediata inferior.	

6.4 COSTOS DE LA TITULARIZACIÓN

Una vez mencionados algunos de los riesgos que comprende el proceso de la titularización es pertinente también mencionar de forma general los costos que se generarán a razón del proceso de la titularización, estos siempre dependerán tanto

de la estructuración que se dará al proceso, como del monto de la emisión y del patrimonio autónomo(LEDESMA, 2013, p. 50).

Los costos que afectan a todo proceso de titularización se dividen en dos tipos:

Costos de Emisión y Costos de Colocación; los costos de emisión comprenden: en primer lugar,

- ✓ **Costo de la Estructuración;** esta proyección de costo dependerá del tipo de titularización y de su estructuración, (esta función generalmente se encuentra a cargo de las casas de valores a través de sus servicios de asesoría).
- ✓ **Costos del Agente de Manejo y Costo del Agente Pagador;** ambos comprenden costos previamente pactados para la administración efectiva del proceso de titularización, que comprenden así mismo los pagos, que estarán a cargo de la administradora de fondos y fideicomisos.
- ✓ **Costo de la Calificadora de Riesgo;** el cual será establecido de mutuo acuerdo respecto a la calificación inicial, pero en éste deben también tomarse en cuenta los costos adicionales de los procesos de revisión.
- ✓ **Costo de Auditoria Externa;** el cual debe ser previsto de forma anual, misma que varía de acuerdo al plazo de vigencia de la titularización.
- ✓ **Costos de Custodio;** costo que se mantiene por el total de la vigencia de la emisión, y de común acuerdo, que generalmente es realizado por medio del Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores (DECEVAL) o por una entidad financiera.
- ✓ **Costo de Inscripción en el Registro de Mercado de Valores;** existen dos costos a considerar dentro de esta clasificación, el primero de estos es el de **Contribución de Fideicomisos Mercantiles**, el cual es pagadero de forma anual y varía en función del monto del patrimonio del fideicomiso; el segundo valor es el denominado tarifa que establece un pago único del 0.5 por mil del monto total de la emisión por concepto del registro de la emisión en el Registro del Mercado de Valores.

Costo de Interés del Inversionista; otro costo importante dentro del proceso de constitución de una titularización, es el interés que va a pagarse a los inversionistas que compren los títulos emitidos. Este interés será determinado por el estructurador financiero y generalmente es un interés igual o menor al

que pagaría una institución financiera por la apertura de una inversión o depósito a plazo fijo (LEDESMA, 2013, p. 51).

6.5 ASPECTOS LEGALES CONTABLES E IMPOSITIVOS DE LA TITULARIZACIÓN

Legalmente la titularización es una estructura compleja que debe realizarse con un máximo de cuidado y en apego estricto a la normativa vigente de cada país, para no ser considerada una relación financiera de préstamo, sino una transacción financiera.

Las normas de Basilea II establecen que para entidades financieras reguladas, para que exista una titularización se deben cumplir los siguientes requisitos:

Requisito 1

Los activos transferidos tienen que estar legalmente fuera del alcance del originador y sus acreedores a un en periodos de bancarrota y liquidación (autonomía).

Requisito 2

El receptor de los activos debe ser un patrimonio autónomo y los inversionistas deben tener derechos sobre esos activos (autonomía).

Requiso 3

El originador no debe tener control directo indirecto sobre los activos transferidos.

Se considera que el originador tiene el control si tiene la posibilidad de recomprar activos del patrimonio autónomo y si está obligado a permanecer con el riesgo de los activos transferidos (autonomía).

6.5.1 ASPECTOS QUE PUEDEN DESTRUIR LEGALMENTE UNA TITULARIZACIÓN

Legalmente una titularización puede ser muy vulnerable, por eso es importante conocer los aspectos que por las experiencia de otros países han recaracterizado algunas titularizaciones. Estos aspectos son los siguientes:

- ✓ Originador paga el Patrimonio Autónomo en fichas fijas, sin importar cuando colecta flujos
- ✓ Prospecto analiza al originador
- ✓ Más que al Patrimonio Autónomo
- ✓ Originador tiene derecho a recomprar activos o flujos a discreción
- ✓ Originador es obligado a recomprar activos o flujos ante ciertas circunstancias
- ✓ El activo o flujo no está identificado antes de titularizar. Legalmente lo que no es identificable no es transferible(Dunn, 2010, p. 12,13).

Autonomía: Implica que el patrimonio autónomo tiene la capacidad de existir por sí solo. Es decir cuenta con los activos suficientes para cumplir con sus pasivos. Por lo tanto no necesita del originador ni de la sociedad de titularización para cumplir sus objetivos (Dunn, 2010, p. 11).

6.6 SEGMENTACIÓN DE LA TITULARIZACIÓN

Existen varias formas de manejar una titularización de acuerdo al fin que ésta persiga, por ejemplo, el caso de los contratos de fiducia mercantil irrevocable, en los que el fideicomitente transfiere sus bienes, como sumas de dinero, con el fin predestinado de adquirir los bienes que pasarán a formar parte del patrimonio autónomo.

Otra modalidad es la de sociedad fiduciaria entre los títulos, en ella se destinan los fondos provenientes de la emisión y se vinculan con los inversionistas que adquieren los títulos o en el caso de manejarse por medio de los fondos comunes especiales, en los que se constituyen fondos comunes a través de contratos mercantiles fiduciarios encargados de hacer ofertas públicas de los valores o de los bienes, además de inscribir en el registro de mercado de valores, la constancia de la vinculación dándoles así liquidez en el mercado secundario (LEDESMA, 2013, p. 31).

6.7 FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN

El fideicomiso de titularización es un mecanismo para la creación de títulos o valores a partir de activos, el cual tiene como fin el generar un beneficio económico, y desembocar posteriormente en un financiamiento exitoso, en el caso de titularización de flujos futuros, se logra a través del uso de flujos inexistentes en el momento presente pero ciertos de existir, en un futuro programado (LEDESMA, 2013, p. 86).

La titularización es una técnica financiera a través de la cual se convierten activos con escasa liquidez en instrumentos negociables. Este proceso consiste en emitir títulos valores que pueden ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil, los cuales son representativos de derechos sobre activos que ya existen o se espera que existan, con la expectativa de que tales activos generen flujos futuros de ingresos (Raynes, Sylvain; Ann Rutledge, 2003, p. 103).

La titularización utiliza el contrato de fiducia para transferir al público inversionista del mercado de valores los derechos sobre un fideicomiso, mediante la negociación de títulos valores. Transferidos los bienes fideicomitados, el fiduciario emite títulos valores representativos de tales bienes que ingresan inicialmente al patrimonio del fideicomitente como derechos fiduciarios y serán posteriormente negociados. A razón de esta negociación el fideicomitente recibirá el precio de colocación como un ingreso líquido (Raynes, Sylvain; Ann Rutledge, 2003, p. 103).

Esta alternativa de financiamiento empresarial utiliza el fideicomiso mercantil y la participación de las administradoras de fondos y fideicomisos para permitir la emisión de valores a través de una oferta pública con cargo a un patrimonio autónomo. La titularización utiliza el contrato de fiducia con el objetivo de transferir al público inversionista en un mercado de valores los derechos sobre un fideicomiso, mediante la negociación de títulos valores (Arteaga, 2003, p. 458).

A través de la titularización es posible transformar en efectivo activos fijos o de lenta rotación o flujos de caja futuros por medio de la emisión y colocación en el mercado de valores de títulos homogéneos respaldados en un patrimonio autónomo constituido en la transferencia previa de éstos.

En el Fideicomiso de Titulación, una persona denominada Fideicomitente efectúa la transferencia de un conjunto de activos a favor del Fiduciario para la constitución de un patrimonio autónomo denominado.

Patrimonio Fideicometido, sujeto al dominio fiduciario de este último y afecto a la finalidad específica de servir de respaldo a los derechos incorporados en valores, cuya suscripción o adquisición concede a su titular la calidad de Fideicomisario.

En el esquema de titularización interviene un originador o constituyente, quien transfiere los bienes al Fiduciario que es la entidad administradora de los bienes. Adicionalmente, puede haber un colocador (Casa de Bolsa), y cabe la existencia de un estructurador, que puede ser la misma casa de bolsa o el área de banca de inversión de una institución financiera (BAC, Honduras, 2014).

6.7.1 CARACTERÍSTICAS DEL FIDEICOMISO

- ✓ Un instrumento público abierto, también llamado “sin reserva” o un instrumento Público cerrado o “con reserva”, la cual podrá levantarse por medio de una orden judicial.
- ✓ Realizado por medio de escritura pública en el caso de inmuebles u otros bienes que la exijan los cuales pasarán a conformar un patrimonio independiente.
- ✓ Que puede o no ser negociado, (depende de su finalidad). No es susceptible de embargo, ni de medidas preventivas de carácter irrevocable.
- ✓ Se encuentra regido por las disposiciones según el caso de la Ley de Mercado de Valores y el Reglamento sobre Negocios Fiduciarios.
- ✓ Siempre remunerado: según los términos de su constitución.
- ✓ Los réditos y el patrimonio deberán ser entregados al beneficiario el cual existe o se espera que exista, a la constitución o extinción, vencido el plazo o cumplida condición (LEDESM, 2013, p. 62).

6.7.2 CARACTERÍSTICAS PRESENTES EN EL MODELO JURÍDICO DEL FIDEICOMISO

La confianza; es la característica esencial que ha acompañado a la fiducia a lo largo de su evolución en el tiempo, no sólo en el derecho romano, sino también en la práctica anglosajona. En otras palabras, éste precepto de confianza es el vínculo de fe entre la fiduciaria y el originador del fideicomiso de que la fiduciaria soportará toda la figura jurídica del fideicomiso, así como de que se encargará de su exitoso desempeño y cumplirá con los fines establecidos en el contrato de constitución.

- ✓ **El poseer una finalidad a cumplir;** porque todo negocio fiduciario se realiza en función a la existencia de una finalidad determinada, la cual es de vital importancia que se encuentre claramente detallada dentro del contrato fiduciario, así mismo es necesario el asegurarse de que todas las normativas legales reguladoras de los negocios fiduciarios, de las facultades concebidas en ellos, así como los derechos de sus usuarios, las obligaciones correspondientes a la fiduciaria, las atribuciones de las autoridades de administración y vigilancia entre otros, se encuentren encaminadas a facilitar de forma eficiente la finalidad señalada en el contrato de fideicomiso.
- ✓ **El encontrarse instrumentalizado;** éste es un medio para la realización de diferentes propósitos prácticos. La fiducia se caracteriza por ser un negocio que fácilmente se adapta a la realización de muchos fines determinados, los cuales deben expresarse claramente en el contrato de fiducia como se mencionó anteriormente.
- ✓ **Su temporalidad;** ya que por su naturaleza la fiducia debe ser transitoria, la ley ha estipulado un límite de 30 años para el cumplimiento de la condición impuesta por el fideicomitente, este límite tiene la excepción de los fideicomisos constituidos a favor de incapaces y entidades de beneficencia pública, utilidad común y cuando la muerte del fideicomitente es la causal de restitución.
- ✓ **Que es esencialmente remunerado e intuito personae;** remunerado porque existe una utilidad percibida por la fiduciaria, e intuito personae (en atención a la persona), ya que se celebra tomando en consideración tanto al

constituyente como a la fiduciaria, basándose en el conocimiento del cliente y de la fiduciaria(LEDESMA, 2013, p. 59,60).

6.7.3 PARTES ESENCIALES QUE INTERVIENEN EN UN PROCESO DE FIDEICOMISO

- ✓ **Originador** Son todas las personas naturales o jurídicas, nacionales o extranjeras, públicas o privadas, o entidades dotadas de personalidad jurídica, que son propietarias de activos que pueden ser objeto de titularización.
- ✓ **Agente de Manejo** Este título les corresponde a las Administradoras de Fondos y Fideicomisos, que tienen a su cargo, los procesos de titularización.
- ✓ **Patrimonio de propósito exclusivo** Es un patrimonio totalmente independiente integrado inicialmente por los activos transferidos por el originador y posteriormente por los activos, pasivos y contingentes que resulten o se integren como consecuencia del desarrollo del respectivo proceso de titularización.
- ✓ **Inversionistas** Son aquellos que adquieren o invierten en valores emitidos como consecuencia de procesos de titularización (LEDESMA, 2013, p. 86).

Tabla 8 Posición del Sistema de Bancos, Patrimonio Administrado en Fideicomiso, A Septiembre 2013 (Cifras en Miles de Lempiras)

INSTITUCIONES	TOTAL PATRIMONIO		RELACION
	SALDO	POSICIÓN	(%)
FICOHSA	24,181,599,019	1	48.80
ATLANTIDA	9,337,155,505	2	17.30
BAC HONDURAS	5,997,100,862	3	11.11
LAFISE	5,318,727,811	4	9.85
OCCIDENTE	3,526,906,369	5	6.53
FICENSA	2,089,452,302	6	3.87
BANHCAFE	1,553,780,538	7	2.88
BANPAIS	980,753,898	8	1.82
TRABAJADORES	480,129,585	9	0.89

CONTINENTAL	339,580,076	10	0.63
POPULAR	92,000,353	11	0.17
DAVIVIENDA	83,456,338	12	0.15
HONDURAS	-	13	-
PROMERICA	-	14	-
PROCREDIT	-	15	-
AZTECA	-	16	-
CITIBANK	-	17	-
TOTALES	53,980,642,656		100

Fuente: CNBS

Según cifras oficiales al 30 de septiembre 2013 emitidas por CNBS, los Bancos del Sistema Financiero Nacional administran un total de L53, 980, 642,656 Miles de Lempiras, como Patrimonio en sus Departamentos de Fideicomiso.

6.8 COMPORTAMIENTO DE LAS TASAS DE INTERÉS

Según la Comisión Nacional de Bancos y Seguros (CNBS) las instituciones financieras deben reportar mensualmente las tasas promedios que pagan por los depósitos y tasas de interés que cobran por sus colocaciones.

Se presenta el detalle de comportamiento histórico de las tasas de interés

Tabla 9 Comportamiento histórico de las tasas activas de las instituciones financieras del país

Tipo de Producto	2010	2011	2012	2013
Inversiones	3.9	4.7	5.9	6.6
Prestamos	16.5	15.5	16.1	16,6

Fuente: Datos obtenidos CNBS

Tabla 10 Comportamiento histórico de las tasas pasivas de las instituciones financieras del país

Tipo de Producto	2010	2011	2012	2013
Depósitos de ahorro	3.1	2.9	3.0	3.1
Certificados pagares y otros	7.2	6.6	8.6	9.5
Bonos de caja para la producción	6.5	6.3	7.1	7.5
Títulos valores en circulación	9.5	10.5	9.3	12.6
Obligaciones con el BCH	0.0	0.0	12.5	0.0
Prestamos de Instituciones Financieras Nacionales	6.6	6.3	6.4	6.5
Prestamos de Bancos extranjeros	3.5	3.9	3.5	6.5
Otros prestamos	8.2	7.7	7.9	7.8
Reservas	3.5	3.5	3.5	3.5
Otros pasivos	6.0	0.0	0.0	0.0
Fideicomisos	12.5	15.0	15.0	15.0
Depósitos en cuenta de cheques	0.9	1.0	0.8	0,8

Fuente: Datos CNBS

6.9 MONTOS RESIBIDOS DE LAS REMESAS FAMILIARES

Se presentan los montos recibidos por remesas familiares durante los últimos seis años según datos históricos del BCH.

Tabla11 Ingresos de Remesas Familiares de los últimos seis años

Años	Montos Millones de Dólares
2008	\$ 1551.40
2009	\$ 2,832.21
2010	\$ 2,881.70
2011	\$ 2,861.70
2012	\$ 2,958.00
2013	\$ 3,225.00
Total	\$16,340.01

Fuente: Datos BCH

Para este modelo se utilizaron los montos históricos de la Tabla N° 11 para calcular la tasa de crecimiento a utilizar, considerando que se mantendrá el comportamiento de los últimos cinco años.

Tabla 12 Método del Modelo de Crecimiento

AÑO	MONTO DE REMESAS MILLONES DE DOLARES	VARIACIÓN EN MONTO MILLONES DE DOLARES	VARIACIÓN PORCENTUAL	TASA DE CRECIMIENTO CONSTANTE
2008	1.551,40	0	0	19,40
2009	2.832,21	1.280,81	82,56	
2010	2.881,70	49,49	1,75	
2011	2.861,70	-20,00	-0,69	
2012	2.958,00	96,30	3,37	
2013	3.255,00	297,00	10,04	
Total	16.340,01	1.703,60	97,02	

Tabla 13 fórmulas para los cálculos a realizar

DESCRIPCIÓN	FORMULA APLICADA
Variación de Monto en Millones de \$	Año Actual – Año Anterior
Variación Porcentual	$\frac{\text{Variación de Monto en Millones}}{\text{Año Anterior}}$
Tasa de Crecimiento Constante	$\frac{\text{Variación \% Total}}{5}$

6.5.1 PRONÓSTICO DE INGRESOS DE REMESAS FAMILIARES A CINCO AÑOS

Se tomó en consideración una tasa de crecimiento constante para calcular la entrada de remesas familiares en los próximos cinco años.

Tabla 14 Pronóstico de Ingresos de Remesas Familiares a cinco años

AÑO	TASA DE CRECIMIENTO CONSTANTE	MONTO DE REMESAS MILLONES DE DOLARES
2013	0,194	3.255,00
2014		3.886,58
2015		4.640,72
2016		5.541,18
2017		6.616,36
2018		7.900,16
TOTAL		31.839,99

Se tomó como referencia los ingresos de las remesas familiares del 2013, para pronosticar los ingresos de los próximos cinco años. Se consideró la tasa de crecimiento constante de 19.40%, que resulto como promedio de los ingresos históricos de los últimos cinco años.

Considerando que durante los próximos cinco años el ingreso por remesas familiares tendrá el comportamiento arriba mencionado (ver Tabla 14), se espera recibir en promedio \$31,839.99millones, equivalente a L 664,920.88 millones utilizando una tasa de cambio L20.8832.

$$\text{\$ } 31,839.99 \times 20.8832 = \text{L} \mathbf{664, 920.88 \text{ millones}}$$

Tomando en consideración el promedio obtenido de los ingresos pronosticados de las Remesas Familiares para los próximos cinco años se estima titularizar L 600,000.00 millones a una tasa del 12.6% ,tomada como referencia dela tasa pasiva de los títulos valores en circulación al año 2013 según la CNBS.

Monto a Titularizar L 600,000.00

Tasa Pasiva: 12.6 %

Tiempo: 5 años

Formula

$$VP = \frac{S}{(1+i)^n}$$

Donde

VP= Valor Presente

S= Monto

i= Tasa

N= Tiempo

$$VP = \frac{600,000,00}{(1+0.126)^5} = 331,481.50 \text{ Millones}$$

Se calculó el valor presente de los L600, 000.00 millones a titularizar, el cual al día de hoy equivalen a L331, 481.50 millones, monto que se dispondría para préstamos al sector agrícola.

Tabla 15 Escenario Pesimista de Ingresos por Remesas Familiares a cinco años

AÑO	TASA	MONTO DE REMESAS EN MILLONES DE DOLARES
2013	0,20	3.255,00
1014		2.712,50
2015		2.260,42
2015		1.883,68
2016		1.569,73
2017		1.308,11
2018		1.090,09
TOTAL		14.079,54

Se tomó como referencia los datos de la tabla 14, para elaborar el escenario pesimista de los ingresos de los próximos cinco años. Considerando que dicho ingreso disminuirá un 20.00%, en relación a cambios de leyes que otros países de donde se reciben remesas.

Considerando que durante los próximos cinco años el ingreso por remesas familiares tendrá el comportamiento arriba mencionado (ver Tabla 15), se espera recibir en promedio \$14,079.54 millones, equivalente a L 294,025.85 millones utilizando una tasa de cambio L20.8832.

$$\text{\$ } 14,079.54 \times 20.8832 = \text{L } \mathbf{294,025.85 \text{ millones}}$$

Tomando en consideración el promedio obtenido de los ingresos pronosticados de las Remesas Familiares para los próximos cinco años se estima titularizar L 200,000.00 millones a una tasa del 12.6% ,tomada como referencia dela tasa pasiva de los títulos valores en circulación al año 2013 según la CNBS.

Monto a Titularizar 200,000.00

Tasa Pasiva: 12.6 %

Tiempo: 5 años

Formula

$$VP = \frac{S}{(1+i)^n}$$

Donde

VP= Valor Presente

S= Monto

i= Tasa

N= Tiempo

$$VP = \frac{200,000,00}{(1+0.126)^5} = 110,493.83 \text{ Millones}$$

Se calculó el valor presente de los L200, 000.00 millones a titularizar, el cual al día de hoy equivalen a L110, 493.83 millones, monto que se dispondría para préstamos al sector agrícola.

Tabla 16 Escenario Optimista de Ingresos por Remesas Familiares a cinco años.

AÑO	TASA	MONTO DE REMESAS EN MILLONES DE DOLARES
2013	0,25	3.255,00
1014		4.068,75
2015		5.085,94
2015		6.357,42
2016		7.946,78
2017		9.933,47
2018		12.416,84
TOTAL		49.064,20

Considerando que durante los próximos cinco años el ingreso por remesas familiares tenga el comportamiento arriba mencionado aumentando en un 25% dichos ingresos en relación a los últimos cinco años. Se espere recibir en promedio **\$49,064.20** millones, equivalente a **L 1, 024,617.50** millones

Monto a Titularizar 1, 000,000.00

Tasa Pasiva: 12.6 %

Tiempo: 5 años

Formula

$$VP = \frac{S}{(1+i)^n}$$

Donde

VP= Valor Presente

S= Monto

i= Tasa

N= Tiempo

$$VP = \frac{1,000,000,00}{(1+0.126)^5} = 552,469.17 \text{ Millones}$$

6.10 PRÉSTAMOS AL SECTOR AGRÍCOLA

En relación a lo obtenido del valor a titularizar se estimó prestar al sector agrícola L331, 481.50 millones a los productores de granos básicos. Según información obtenida de un funcionario de la CNBS, la mora de préstamos de este rubro es menor en comparación a los otros rubros. Por consiguiente es un sector que se puede apoyar. Debido a lo anterior se estima una tasa menor a la tasa activa actual de préstamos que la del sistema Bancario Comercial, que según datos obtenidos de la CNBS es del 16.6%, por lo que se considera otorgar los préstamos a una tasa de 15% anual al momento, a través de la titularización como instrumento de financiamiento, por lo que esta tasa sería atractiva para los productores de dicho sector.

La tasa de interés estará sujeta a cambios, de acuerdo a las fluctuaciones que se genere el mercado en cuanto a diferencia a favor o en contra del fidecomiso y del inversionista.

A continuación se presenta en la Tabla 17 la amortización de cuotas niveladas de préstamos al sector agrícola.

Tabla 17 Datos para el Cálculo de la Cuota Nivelada

DEUDA	L 331,481.50
TASA	0,15
TIEMPO	5 años
CUOTA	L 98,886.09

Tabla 18 Amortización de Cuota Nivelada

PERIODO	CUOTA	INTERESES	ABONO CAPITAL	SALDO
0	L 0,00	L 0,00	L 0,00	L 331,481.50
1	L 98,886.09	L 49,722.23	L 49,163,86	L 282,317.64
2	L 98,886.09	L 42,347.65	L 56,538.44	L 225,779,20
3	L 98,886.09	L 33,866.88	L 65,019.21	L 160,759,99
4	L 98,886.09	L 24,114.00	L 74,772.09	L 85,987,90
5	L 98,886.09	L 12,898.19	L 85,987.90	L. 0,00

Se tomó como referencia el modelo de cuota nivelada para efectos de cálculo de las cuotas a pagar, porque es uno de los métodos utilizados por los bancos comerciales.

Tabla 19 Flujos de Efectivo para calcular la tasa interna de retorno y valor presente

AÑO	FLUJO	TASA DE DESCUENTO	FLUJO DESCONTADO	FLUJO ACUMULADO
0	331.481,50	12.6%		
1	98.886,09		87.820,68	87.820,68
2	98.886,09		77.993,50	165.814,19
3	98.886,09		69.265,99	235.080,17
4	98.886,09		61.515,09	296.595,26
5	98.886,09		54.631,52	351.226,78

Tabla 20 Datos para el Cálculo de la Cuota Nivelada Escenario Pesimista

DEUDA	L 110,493.83
TASA	0,15
TIEMPO	5 años
CUOTA	L 32,962.03

Tabla 21 Amortización de Cuota Nivelada Escenario Pesimista

PERIODO	CUOTA	INTERESES	ABONO CAPITAL	SALDO
0	L 0,00	L 0,00	L 0,00	L 110,493.83
1	L 32,962.03	L 16,574.07	L 16,387.95	L 94,105.88
2	L 32,962.03	L 14,115.88	L 18,846.15	L 75,259.73
3	L 32,962.03	L 11,288.96	L 21,673.07	L 53,586.66
4	L 32,962.03	L 8,038.00	L 24,924.03	L 28,662.63
5	L 32,962.03	L 4,299.39	L 28,662.63	L. 0,00

Tabla 22 Flujos de Efectivo para calcular la tasa interna de retorno y valor presente

AÑO	FLUJO	TASA DE DESCUENTO	FLUJO DESCONTADO	FLUJO ACUMULADO
0	110,493.83	12.6%		
1	32,962.03		29,273.56	29,273.56
2	32,962.03		25,997.83	55,271.40
3	32,962.03		23,088.66	78,360.06
4	32,962.03		20,505.03	98,865.09
5	32,962.03		18,210.51	117,075.59

Tabla 23 Datos para el Cálculo de la Cuota Nivelada Escenario Optimista

DEUDA	L 552,469.17
TASA	0,15
TIEMPO	5 años
CUOTA	L 164,810.15

Tabla 24 Amortización de Cuota Nivelada Escenario Optimista

PERIODO	CUOTA	INTERESES	ABONO CAPITAL	SALDO
0	L 0,00	L 0,00	L 0,00	L 552,469.17
1	L 164,810.15	L 82,870.38	L 81,939.77	L 470,529.40
2	L 164,810.15	L 70,579.41	L 94,230.74	L 376,298.66
3	L 164,810.15	L 56,444.80	L 108,365.35	L 267,933.32
4	L 164,810.15	L 40,190.00	L 124,620.15	L 143,313.17
5	L 164,810.15	L 21,496.98	L 143,313.17	L. 0,00

Tabla 25 Flujos de Efectivo para calcular la tasa interna de retorno y valor presente

AÑO	FLUJO	TASA DE DESCUENTO	FLUJO DESCONTADO	FLUJO ACUMULADO
0	552,469.17	12.6%		
1	164,810.15		146,367.81	146,367.81
2	164,810.15		129,989.17	276,356.98
3	164,810.15		115,443.31	391,800.29
4	164,810.15		102,525.15	494,325.44
5	164,810.15		91,052.53	585,377.96

Al momento de calcular los flujos de efectivo descontados para llegar a la Tasa Interna de Retorno y el Valor Presente Neto no se consideró ningún tipo de inversión, ya que por el tipo de titularización se invertirá únicamente en títulos valores el monto que se reciba por remesas familiares, no se estimaran gastos porque no se requiere de mayor inversión por tal razón se calculó solamente el Valor Presente Neto.

Una vez obtenidos los flujos de efectivo se calcularon los datos de la Tabla 26 que se detalla a continuación.

Tabla 26 Evaluación Financiera

DETALLE	VALOR NORMAL	VALOR PESCIMISTA	VALOR OPTIMISTA
Valor Presente	L 351.226,78	L 117,075.59	L 585,377.96
Valor Presente Neto	L 19.745,28	L 6,581.76	L 32,908.79
Tasa Interna de Retorno	15%	15%	15%
Índice de Rentabilidad	1.06	1.06	1.06
Periodo de Recuperación	4 años, 7 meses, 23 días	4 años, 7 meses, 23 días	4 años, 7 meses, 23 días

Fuente: Elaboración con datos obtenidos de las tablas 19, 22 y 25

Se puede observar que el proyecto es rentable ya que el valor presente neto es positivo y la TIR es mayor que la tasa de descuento, por lo que por cada lempira invertido se recuperan 1.06 lempiras, así que financiar al sector agrícola específicamente al rubro de granos básicos sería provechoso, porque la producción de granos básicos es la que ha experimentado mayor crecimiento, pues se trata de los productos principales en la dieta alimentaria del país.

Los granos básicos están vinculadas a las cadenas agro-industriales (ganado aves de corral, cerdos, peces, etc.) que complementan la canasta básica (leche y derivados, carne de res, carne de pollo, carne de cerdo, peces.) Pese a su importancia, Honduras tiene una alta dependencia de las importaciones de granos básicos (100% sobre las importaciones de maíz amarillo y el 85% del consumo de arroz). Estas importaciones están ligadas a problemas de inseguridad de abastecimiento, salida de divisas, un creciente costo de la canasta básica, con impacto sobre la inflación y el acceso a los alimentos.

BIBLIOGRAFIA

1. Alfaro E. (s, f), La Titularización Una Novedosa Herramienta de Financiamiento San Salvador: Bolsa de Valores de El Salvador.
2. Arteaga P. (2003), El análisis de valores Estructurados, Estados Unidos: Oxford U Press
3. Aristizabal J.C. (2007, Titularizaciones: una opción para ampliar el Mercado de Valores en Colombia, Bogotá Colombia: Universidad de la Sabana, recuperado a partir de 25 de febrero 2014.
<http://intellectum.unisabana.edu.co:8080/jspui/bitstream/10818/6289/1/127836.pdf>.
4. BAC,Honduras. (2014).Fideicomiso en honduras,Tegucigalpa Honduras:recuperado a partir de 17 de marzo 2014 *Google*. Obtenido de Google: <https://www.bac.net/honduras/esp/banco/perso/bacper05a.html>
5. BCH. (2004).Memoria Anual 2013, tegucigalpa Honduras, recuperado a partir de 12 de marzo 2014 *Google*. Obtenido de Google: <http://www.bch.hn>
6. Benavides M., Giraldo G., Hoyos E. (2006), La Titularización de flujos de caja futuros: Tesis, Medellín Colombia.
7. Bolsa Boliviana de Valores S.A. (s.f), Educación Bursátil», s. f.Bolivia, recuperado a partir de 12 de febrero 2014, <http://www.bbv.com.bo/>
8. Bolsa de Valores de El Salvador. (s. f.). La Titularización como Herramienta para la Productividad, San Salvador ,recuperado a partir de 21 de febrero 2014 <http://www.bolsadevalores.com.sv/Alcaldia-de-Sonsonate-titulariza-12-4-millones>

9. BRC Investor Services S.A. (2007), Notas del Mercado de Capitales, Bogotá Colombia: Sociedad Calificadora de Valores.
10. Duarte R. (2012), Titularización de las Remesas Familiares, Tegucigalpa, recuperado a partir de 28 de enero 2014 Honduras <http://proceso.hn/2012/12/06/Econom%C3%ADa/Titularizaci.C.B/61108.html>.
11. Echeverría B., (2013), Titularización en el Salvador, San Salvador, recuperado a partir de 29 de enero 2014 http://prezi.com/ojm_brsva2ed/titularizaci3n-en-el-salvador.
12. Campos E.F. (s.f), Titularización: Beneficios, Riesgos y Calificación, Nicaragua, Capitales. com.
13. Espinoza D., Sánchez, (2010), «Proyecto de Titularización de Cartera de Crédito comercial como Método para obtener Recursos Financieros en el Sector Bancario, Guayaquil Ecuador: Tesis.
14. Espiñeira, S y Asociados, (s.f), Boletín de Finanzas Corporativas y Recuperaciones, Venezuela, Boletín Digital.
15. Dunn J. (2010). Beneficios de la Titularización, Aspectos Legales y Contable. Recuperado a partir de 3 de febrero 2014 http://bdpst.com.bo/archivos/articulo_beneficios_titularizacion_legales_contables.pdf
16. Julio C. Báez. (s. f.). Protección del Fideicomiso Financiero, Buenos Aires Argentina: Universidad, Buenos Aires.
17. Mejía. W,(2007),Financiamiento del Desarrollo, Tegucigalpa Honduras, recuperado a partir de 27 de febrero 2014 <http://www.eclac.cl/publicaciones/xml/4/28064/lcl2733e.pdf>

18. Oikos Títulos, (s.f), Titularización, Bogotá Colombia, recuperado a partir de 17 de febrero.
<http://www.oikos.com.co/titulos/titularización-inmobiliaria>.
19. Orozco. E. A, (2011), Análisis jurídico de los contratos relacionados con titularización de flujos provenientes de transferencias de remesas familiares, Guatemala recuperado a partir de 15 de marzo 2014.
http://biblioteca.usac.edu.gt/tesis/04/04_9008.pdf.
20. Orozco, E. A. (2011), Transfrecias de Remesas Familiares, Guatemala: Universidad de San Carlos Guatemala.
21. Petro M., Ariel H, (2000), La titularización en Bolivia: marco reglamentario y conceptual, Bolivia ,recuperado a partir de 20 de marzo 2014
http://www.securitization.net/international/latinamerica/san_bolivia.asp
22. Raynes D, Sylvain E; Rutledge A. (2003). El análisis de valores estructurados, Estados Unidos: Oxford U Press.
23. Sanz, L J. (2010), La Titularización mas allá de la crisis, Costa Rica:DC Bates IESA Volumen XV, numero 4 .
24. SANDRA LEDESMA. (2013). El fideicomiso de titularización de flujos futuros: un mecanismo adecuado e innovador de financiamiento en ecuador. universidad internaconalsek facultad de ciencias jurídicas y sociales, Quito Ecuador, Recuperado a partir de 19 de marzo 2014.
<http://repositorio.uisek.edu.ec/jspui/bitstream/123456789/494/1/EI%20fideicomiso%20de%20titularizaci%C3%B3n%20de%20flujos%20Futuros%3A%20un%20mecanismo%20adecuado%20e%20innovador%20de%20financiamiento%20en%20Ecuador>.
25. Subgerencia de Estudios Económicos, y Departamento de Estadísticas Macroeconómicas, (2014), Remesas Familiares enviadas por hondureños residentes en el exterior y gastos efectuados en el país durante sus visitas, Tegucigalpa Honduras, recuperado a partir de 26 de febrero 2014.

http://www.bch.hn/download/remesas_familiares/remesas_familiares_012014.pdf.

26. Valdivia A, (2007), Titularización de Activos, Managua Nicaragua, n.d.

27. Zambrano D, (2010), La Titularización de Activos, Buenos Aires Argentina, recuperado a partir de 10 de febrero 2014.

http://es.davidzambrano.wikia.com/wiki/La_Titularizaci%C3%B3n_de_Activos.

ANEXOS

Anexos 1. Entrevista 1 Comisión Nacional de Bancos y Seguros

Nombre: _____

Institución en que Labora: _____

1. ¿Tiene conocimiento acerca de la Titularización?

2. ¿En la actualidad se han realizado procesos de Titularización en Honduras?
¿En qué consisten estos procesos?

3. ¿Cuáles son las posibles limitantes para la titularización en Honduras?

4. ¿Qué componentes debe tener una propuesta de titularización?

5. ¿Qué beneficios y que riesgos proporcionaría la titularización como medio de financiamiento?

6. ¿Cuáles son las ventajas y desventajas que ofrece la titularización como medio de financiamiento a diferencia del financiamiento bancario usual?

7. ¿Cómo podría contribuir el Gobierno a la regulación de las leyes de la titularización en Honduras?

Anexo 2. Entrevista 2 Bolsa de Valores de El Salvador

Nombre: _____

Institución en que Labora: _____

1. ¿Tiene conocimiento acerca de la Titularización?
2. ¿Cuáles son las posibles limitantes para la titularización?
3. ¿Qué componentes debe tener una propuesta de titularización?
4. ¿Qué beneficios y que riesgos proporcionaría la titularización como medio de financiamiento?
5. ¿Cuáles son las ventajas y desventajas que ofrece la titularización como medio de financiamiento a diferencia del financiamiento bancario usual?

Anexos 3. Entrevista 3 Banco Central de Honduras

Nombre: _____

Institución en que Labora: _____

1. ¿Cuáles son los datos estadísticos anuales sobre remesas familiares?
2. ¿Qué porcentajes maneja la cartera de préstamos del sistema financiero?
3. ¿Qué impacto están teniendo las remesas familiares en Honduras?
4. ¿cuál es la situación actual del sector agrícola con respecto al financiamiento de prestamos