



**UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y ADMINISTRATIVAS
CARRERA DE ECONOMIA**

**TRABAJO DE TITULACION PREVIO LA OBTENCION DEL TITULO DE
ECONOMISTA**

**ANALISIS DE LA TITULARIZACION COMO ALTERNATIVA DE
FINANCIAMIENTO EN EL ECUADOR PERIODO 2002 - 2011**

AUTORES:

**MORAN CRUZ JULIO CESAR
QUIROZ PEÑAFIEL ALLISTER ALEXIS**

TUTOR:

ING. CELLERI MUJICA COLON MARIO

Guayaquil, Ecuador

2013



**UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL**

**FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y ADMINISTRATIVAS
CARRERA DE ECONOMIA**

CERTIFICACIÓN

Certificamos que el presente trabajo fue realizado en su totalidad por Morán Cruz Julio César, Quiroz Peñafiel Allister Alexis, como requerimiento parcial para la obtención del Título de economista.

TUTOR

Celleri Mujica Colón Mario

REVISOR(ES)

Guerra Gallegos Segundo Lautaro

Mendoza Macías Marlene MAriluz

DIRECTOR DE LA CARRERA

Guerra Gallegos Segundo Lautaro

Guayaquil, a los 12 días del mes de Agosto del año 2013



**UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y ADMINISTRATIVAS
CARRERA DE ECONOMIA**

DECLARACIÓN DE RESPONSABILIDAD

Yo, Julio César Morán Cruz

DECLARO QUE:

El Trabajo de Titulación **Análisis de la Titularización como alternativa de financiamiento en el Ecuador periodo 2002 – 2011, previa a la obtención del Título de economista mención internacional** ha sido desarrollado en base a una investigación exhaustiva, respetando derechos intelectuales de terceros conforme las citas que constan al pie de las páginas correspondientes, cuyas fuentes se incorporan en la bibliografía. Consecuentemente este trabajo es de mi total autoría.

En virtud de esta declaración, me responsabilizo del contenido, veracidad y alcance científico del Trabajo de Titulación referido.

Guayaquil, a los 12 del mes de Agosto del año 2013

EL AUTOR (A)

Julio César Morán Cruz



**UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y ADMINISTRATIVAS
CARRERA DE ECONOMIA**

DECLARACIÓN DE RESPONSABILIDAD

Yo, **Allister Alexis Quiroz Peñafiel**

DECLARO QUE:

El Trabajo de Titulación **Análisis de la Titularización como alternativa de financiamiento en el Ecuador periodo 2002 – 2011**, previa a la obtención del Título de economista mención internacional ha sido desarrollado en base a una investigación exhaustiva, respetando derechos intelectuales de terceros conforme las citas que constan al pie de las páginas correspondientes, cuyas fuentes se incorporan en la bibliografía. Consecuentemente este trabajo es de mi total autoría.

En virtud de esta declaración, me responsabilizo del contenido, veracidad y alcance científico del Trabajo de Titulación referido.

Guayaquil, a los 12 del mes de Agosto del año 2013

EL AUTOR (A)

Allister Alexis Quiroz Peñafiel



**UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y ADMINISTRATIVAS
CARRERA DE ECONOMIA**

AUTORIZACIÓN

Yo, **Julio César Morán Cruz**

Autorizo a la Universidad Católica de Santiago de Guayaquil, la **publicación** en la biblioteca de la institución del Trabajo de Titulación: **Análisis de la Titularización como alternativa de financiamiento en el Ecuador periodo 2002 - 2011**, cuyo contenido, ideas y criterios son de mi exclusiva responsabilidad y total autoría.

Guayaquil, a los 12 del mes de Agosto del año 2013

EL (LA) AUTOR(A):

Julio César Morán Cruz



**UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y ADMINISTRATIVAS
CARRERA DE ECONOMIA**

AUTORIZACIÓN

Yo, **Allister Alexis Quiroz Peñafiel**

Autorizo a la Universidad Católica de Santiago de Guayaquil, la **publicación** en la biblioteca de la institución del Trabajo de Titulación: **Análisis de la Titularización como alternativa de financiamiento en el Ecuador periodo 2002 - 2011**, cuyo contenido, ideas y criterios son de mi exclusiva responsabilidad y total autoría.

Guayaquil, a los 12 del mes de Agosto del año 2013

EL (LA) AUTOR(A):

Allister Alexis Quiroz Peñafiel

AGRADECIMIENTO

Quiero expresar mi mayor agradecimiento a Dios por dotarme de sabiduría y confianza.

Agradecer a mi madre quien con su amor y paciencia supo llenarme de motivaciones e incentivos para así salir adelante y no rendirme jamás, mi inmensa gratitud eterna y sincera a los catedráticos que me prestaron su valiosa ayuda a lo largo de este proceso.

Finalmente, Gracias a la Universidad Católica Santiago de Guayaquil por darme la oportunidad de formarme como profesional.

Allister Quiroz.

AGRADECIMIENTO

Especialmente a Dios por ofrecerme todas las oportunidades y mostrarme el camino correcto en la vida.

A mi madre que ha sido la persona que ha sido mi pilar, mi fortalece, que siempre ha estado para mí.

A mis maestros que día a día imparten sus conocimientos en un aula de clase

Un agradecimiento muy en especial a mi padre que este año partió a las manos de Dios, por el estoy donde estoy.

Julio Morán Cruz

DEDICATORIA

Este proyecto quiero dedicarlo a mi Madre por ser pilar fundamental de mi progreso por su incondicional apoyo perfectamente mantenido a través del tiempo y a mis hermanos porque quiero servirles de ejemplo.

Allister Quiroz.

DEDICATORIA

El presente proyecto lo dedico con mucho cariño y reconocimiento a mis padres por haberme apoyado en todo momento, por sus consejos, sus valores, por la motivación constante que me ha permitido ser una persona de bien, pero más que nada, por su amor, a mis tíos que siempre me han apoyado en todo en este largo camino, a mis hermanas que tanto quiero

Julio Morán Cruz

TRIBUNAL DE SUSTENTACIÓN

Colon Mario Celleri Mujica
PROFESOR GUÍA Ó TUTOR

PROFESOR DELEGADO



**UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL**
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y ADMINISTRATIVAS
CARRERA DE ECONOMIA

CALIFICACIÓN

Colón Mario Celleri Mujica
PROFESOR GUÍA Ó TUTOR

INDICE

Capítulo I: Fundamentación Teórica	<u>1</u>
1.1 La empresa	<u>1</u>
1.1.1 La escuela neoclásica o marginalista	1
1.1.2 La teoría Social de la empresa	1
1.1.3 La teoría de los costes de transacción de Williamson y Coase	2
1.1.4 Del libro “la riqueza de las Naciones” del escocés Adam Smith de 1776 rescatamos lo siguiente:	2
1.1.4.1 La División del Trabajo	2
1.1.4.2 Del Principio que motiva la División del Trabajo	3
1.2 El Empresario	4
1.2.1 Teoría del empresario-riesgo de Knight	4
1.2.2 Teoría del empresario innovador de Shumpeter	4
1.3 Financiamiento	5
1.3.1 Modigliani y Miller (1958)	5
1.4 Dinero, Crédito e Inversión	6
1.5 Teoría económica de John Maynard Keynes: Relación Interés – Dinero y la inversión	10
1.5.1 El dinero como premio por no atesorar dinero	10
1.5.2 La inversión como importante factor determinante del empleo	10
1.5.3 La irracionalidad psicológica como causa de la inestabilidad	11
1.6 Rentabilidad y Riesgo – Markowitz	13
CAPITULO II	17
2.1 Titularización	17
2.2 Fideicomiso Mercantil	20
2.3 Fiduciaria o agente de manejo	20
2.4 El originador	21
2.5 Constituyentes	21
2.6 Beneficiarios	22
2.7 Patrimonio autónomo	22

2.8 Fondo de liquidez	22
2.9 Cesión de Activos	22
2.10 Estructuración del patrimonio	23
2.11 Patrimonio de propósito exclusivo	23
2.12 Garantía	23
2.13 Mecanismo de cobertura	24
2.14 Mecanismos internos de cobertura	25
□2.14.1 Subordinación de la emisión:	25
□2.14.2 Sobrecolateralización	25
□2.14.3 Exceso de flujo de caja:	25
□1.14.4 Sustitución de Cartera	25
2.15 Mecanismos externos de cobertura	25
2.16 El estructurador	26
2.17 El custodio	26
2.18 El avalista	26
2.19 Calificadora de riesgo	26
2.20 Colocador	26
2.21 Los inversionistas	26
2.22 Representante de los tenedores	27
2.23 Comité de vigilancia	27
2.24 Agente Pagador	27
2.25 El vendedor	27
<i>CAPITULO III: La Titularización en el Ecuador</i>	28
3.1 Historia de la titularización	28
3.2 Origen de la titularización en el Ecuador	32
3.3 Proceso de titularización	35
3.3.1 Mercado de Valores	35
3.3.2 Características del mercado de valores	35
3.3.3 Mercado bursátil	35
3.3.4 Mercado extrabursátil	36

3.3.5 Inversionistas institucionales	36
3.3.6 Mercado privado	36
3.3.7 Rol de las bolsas de valores en la economía	37
3.4 Etapas del proceso a seguir en el Ecuador	41
3.4.1 Etapa I	41
3.4.2 Etapa II	41
3.4.3 Etapa III	42
3.4.4 Etapa IV	42
3.4.5 Etapa V	43
3.4.6 Inscripción en registro de mercado de valores	48
3.5 Aspecto Legal	49
3.5.1 Reglamentación nacional e internacional	49
3.5.2 Ley general de instituciones del sistema financiero	50
3.5.3 Ley de mercado de valores	54
3.5.4 Autorización para la emisión	58
3.6 ¿Qué se necesita para titularizar?	60
3.6.1 Escritura Pública del Fideicomiso Mercantil de Titularización	60
3.6.2 Requisitos mínimos	60
3.7 Objetivos del proceso de Titularización	61
3.7.1 Alcance de los objetivos	62
3.8 Participantes de un proceso de Titularización	62
3.9 Riesgo al participar en un proceso de Titularización	63
3.10 Tipos de valores de Titularización	65
3.10.1 Valores de contenido crediticio	65
3.10.2 Valores de participación	66
3.10.3 Valores mixtos	66
3.11 Finalidades de la Titularización	68
3.11.1 Rotación de Activos	68
3.11.2 Potenciación del Patrimonio del Originador	69
3.11.3 Equilibrio de Estructura de Balance	69
3.12 Principios fundamentales de la titularización	69
3.12.1 La Desintermediación	69
3.12.2 La Movilización del Activo	69
3.13 Tipos de Titularización	70

3.13.1 Titularización de cartera	70
3.13.2 Titularización de inmuebles	71
3.13.3 Titularización de proyectos inmobiliarios	72
3.13.4 Titularización de flujos de fondos en general	73
3.14 Ventajas de un proceso de Titularización	74
3.14.1 Ventajas para el emisor	74
3.14.2 Ventajas para el inversionista	76
3.14.3 Ventaja sociedad Ecuatoriana	76
<i>CAPITULO IV: La Titularización frente a otras fuentes de Financiamiento en el Ecuador</i>	<i>77</i>
4.1 Crecimiento de la Titularización desde el 2002 al 2011	77
4.1.1 Evolución de la Titularización en el Ecuador	78
4.2 Comparación de la Titularización con otras fuentes de financiamiento	83
4.2.1 Comparación en el Factoring	83
4.2.2 Comparación con la colocación de obligaciones	85
4.2.3 Comparación con crédito o préstamo bancario	86
4.2.3.1 Factor tasa de interés	86
4.2.3.2 Puntos a favor de la titularización frente al crédito bancario	89
4.2.3.3 Puntos en contra de la Titularización frente al crédito bancario	
4.2.3.4 Crédito Bancario: Tasas de Interés	91
4.2.3.5 ¿A qué corresponde la tasa activa referencial?	92
4.2.3.6 ¿A qué corresponde la tasa pasiva referencial?	92
4.2.3.7 Tasa activa referencial Vs Costo financiero asumido por la empresa mediante la Titularización desde 2002 al 2011	93
4.2.3.8 Tasa Pasiva referencial Vs Rendimiento promedio de la Titularización desde 2002 al 2011	96
4.2.3.9 Análisis financiero de un Fideicomiso de Titularización vigente frente a la Banca privada	99
<i>Capitulo V : Conclusiones y Recomendaciones</i>	<i>105</i>
5.1Conclusiones	105
5.2Recomendaciones	105
<i>Referencias Bibliográficas</i>	
<i>ANEXOS</i>	

ÍNDICE DE TABLAS

<i>Tabla N° 1</i>	
Evolución de la Titularización en el Ecuador	78
<i>Tabla N° 2</i>	
Proyección de Resultados	80
<i>Tabla N° 3</i>	
Método de proyección – Promedio móviles.	81
<i>Tabla N° 4</i>	
Rendimiento de la Titularización	87
<i>Tabla N° 5</i>	
Tasas Referenciales	92
<i>Tabla N° 6</i>	
Tasa activa referencial Vs Tasa de Titularización.	94
<i>Tabla N° 7</i>	
Tasa pasiva referencial Vs Rendimiento de Titularización	97
<i>Tabla N° 8</i>	
Tasa de amortización- Banco de Guayaquil	101
<i>Tabla N° 9</i>	
Tabla de amortización, Titularización BIRA	103

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Grafico Nº 1	
Estructura de mercado de valores Ecuatorianos	37
Grafico Nº 2	
Participantes de un proceso de Titularización	63
Grafico Nº 3	
Proyección de Resultados	82
Grafico Nº 4	
Valor efectivo de títulos negociados.	83
Grafico Nº 5	
Tasa de Rendimiento de la Titularización	88
Grafico Nº 6	
Tasa activa y pasiva referencial	93
Grafico Nº 7	
Costo Titularización Vs Tasa activa Referencial.	95
Grafico Nº 8	
Rendimiento de una titularización Vs Tasa pasiva referencial.	98
Grafico Nº 9	
Datos del Banco de Guayaquil	100

RESUMEN (ABSTRACT)

Ecuadorian firms are constantly searching for funding sources today in Ecuador there is a tool called securitization wich over recent years has grown considerably, a product that is offered in the market and offering a number of advantages over other financing options especially compared to bank credit, particularly benefits from the financial point of view trough the interest rate became the financial cost that companies should take, securitization also is a good option for inversionist.

INTRODUCCIÓN

En el año de 1930 en Estados Unidos de América la titularización fue creada con el propósito de financiar el sector de la construcción de vivienda, la cual estaba envuelta en serios problemas económicos y esto se debía a las tasas de interés que estaban por las nubes sumándose a esto la política del gobierno que asignaba las tasas que los bancos debían cobrar por sus préstamos, de esta manera el ahorro público y la solvencia de las entidades financieras se protegían. (Guillermo Ejea, 2008)

Cinco años más tarde en Guayaquil se dio a conocer la Bolsa de Valores y Productos del Ecuador, con una corta trayectoria existencial desde mayo de 1935 a junio de 1936, (Diario Hoy, 2003) fueron varios factores los que afectaron a la denominada Bolsa de Valores, entre ellos se puede mencionar la escasez de ofertas de títulos de valores, el poco interés de ahorrar en el Ecuador, el bajo conocimiento del público en este tipo de inversiones financieras, la reciente estructura industrial del país y los cambios de orden público que distinguieron esa época. La nueva ley de Mercado de Valores fue expedida el 23 de Julio de 1998 la cual en la actualidad está vigente y suprimió la de 1993. Según esta ley, el Concejo Nacional de Valores decreta la política general del mercado de valores y controla su actividad, dicho organismo está regido por el Superintendente de Compañías, y siete miembros lo conforman, del sector público cuatro y del privado tres (Rosero, 2010).

Existen muchos retos que afronta una empresa hoy, cada vez hay mas competencia y exigencia de mercado lo que obliga a incrementar la productividad, la fuente de financiamiento realiza un papel primordial en dicho desempeño ya que es por este que logra escoger una buena fuente de productividad y diferenciación y esto a su vez le permite avanzar competitivamente efectuando una gran ventaja sobre la competencia alcanzando ser líder en el mercado o llegar a mantenerse,

siendo reconocida como la mejor opción de financiar una inversión. (Calva, 2007)

En la actualidad las empresas carecen de información y cultura financiera en la realización de un proyecto, ya que no utilizan el mercado de valores como un recurso de ayuda económica más bien eligen los créditos bancarios, los cuales cobran una alta tasa de interés que va de entre 9,% a 11% en términos referenciales. (Madura, 2008) (Banco Central del Ecuador, 2013)

La ley de Mercados de Valores de 1998 hizo posible la creación y el desarrollo de nuevas alternativas; como la titularización de activos, emisión de obligaciones, las que son fundamentales para crecer y mantenerse en el mercado, de esta manera los objetivos trazados de una empresa serán posibles de realizar mediante el Mercado de Valores el cual garantiza mecanismos y alternativas novedosas y únicas con facilidad y baja tasa de interés en comparación con la tasa activa que las entidades bancarias cobran. (Diario Hoy, 2003)

Por lo tanto los beneficios a los inversionistas son varios, y los da las empresas emisoras, por ejemplo la menor tasa de interés, la cual tiene que ser demostrada mediante un análisis comparativo de los costos y rendimientos logrados en el proceso de titularización con el sistema nacional privado.

La titularización ha sido utilizada progresivamente por los emisores de distintos sectores del mercado del Ecuador ya que esta permite realizar emisiones de valores con cargo a un patrimonio autónomo, el buen financiamiento puede determinar la creación de un nuevo proyecto el cual cuenta con recursos en el momento. (Rosero, 2010)

Los activos financieros deben generar importantes flujos de recursos para financiar las actividades operativas de una empresa, por lo tanto los activos diferentes y con poca liquidez en el mercado se convierten en

ellos. Este proceso lo respalda la cartera de activos cedidos, utilizando la emisión de títulos de valores.

En el Capítulo I se explicará la fundamentación teórica del proceso de titularización y conceptos claves de la titularización.

En el Capítulo II se explicará al proceso de titularización en sí, objetivos, definiciones, regulación, finalidad, etapas, los tipos de titularización.

En el Capítulo III se realizará un análisis financiero y comparativo entre la titularización y otras fuentes de financiamiento especialmente el crédito bancario, se determinará el crecimiento de la titularización desde el 2002 al 2011.

GENERALIDADES

Tema:

Análisis del proceso de titularización como alternativa de financiamiento en el Ecuador periodo 2002-2011

Hipótesis:

El proceso de Titularización es la mejor fuente de financiamiento para las empresas en el Ecuador.

Objetivo General:

Determinar si la titularización es la mejor fuente de financiamiento para las empresas en el Ecuador mediante un análisis comparativo.

Objetivos específicos:

- Revisar la fundamentación teórica básica y conceptos claves para entender el proceso de titularización como alternativa de financiamiento.
- Conocer los detalles de la titularización en el Ecuador, sus objetivos, finalidad, regulación, intervinientes.
- Establecer el crecimiento del proceso de titularización en el Ecuador.
- Analizar los resultados obtenidos.

METODOLOGÍA

PROBLEMÁTICA

¿Es el proceso de Titularización la mejor fuente de financiamiento para las empresas en el Ecuador?

El desarrollo de Empresas en el Ecuador ha generado un constante interés en búsqueda de nuevas opciones de fuente de financiamiento que permitan mayor flexibilidad y bajos costos financieros.

Una de las opciones más conocidas para invertir o ser partícipe de un crédito, por los inversionistas son la banca privada o invertir en el extranjero. (Rosero, 2010)

El problema que se plantea es porque si la titularización se presenta como una opción válida para el financiamiento de las empresas, no se la explota al 100%, cuales son las causas, los detalles que se toman en cuenta por parte de las empresas al momento de elegir la manera de financiarse.

TIPOS DE INVESTIGACIÓN

- Exploratoria:

El mercado de valores es una opción relativamente nueva en el Ecuador, por lo que se busca descubrir más respecto al mismo, se va a explorar un mercado que en primera instancia luce desconocido, una prueba de ello es que no existan materias que lo aborden en las mismas universidades.

- Descriptiva:

Ya que se tiene que analizar datos estadísticos para tener un estudio completo, las cifras son importantes para ampliar el conocimiento plasmado en la teoría, como por ejemplo el valor anual de títulos emitidos, las tasas de interés.

Se determinará el crecimiento de la titularización en el Ecuador desde el año 2002 al 2011 y una proyección para el siguiente año.

POBLACIÓN

En la parte estadística utilizaremos el valor en dólares de los títulos emitidos en la bolsa de valores de Quito desde el año 2002 al 2011.

JUSTIFICACIÓN

Realizamos este trabajo porque creemos que la titularización es una herramienta que le permite tener un financiamiento a un bajo costo, se quiere demostrar que la titularización se presenta como mejor opción frente a otras fuentes de financiamiento según las condiciones en el Ecuador mediante un análisis financiero, además que a pesar de su poca promoción, su crecimiento ha sido notorio a lo largo de los años, en este caso desde el 2002 hasta el 2011 según los valores negociados en títulos en la bolsa de valores de Quito, queremos dejar en claro primero que el rango de fechas es porque en el 2002 se emitió la primera titularización en el Ecuador (la empresa Pacificard, mediante el fideicomiso denominado “Primera Titularización Pacificard / MasterCard – Flujos del Exterior”) y también que se toma en cuenta solo los valores negociados en la Bolsa de valores de Quito para no entorpecer la investigación ya que de las dos bolsas de valores que existen en el Ecuador, la de Quito es la que mayor información estadística presenta. Nuestro aporte es demostrar que la titularización es la mejor opción, la mejor herramienta de financiamiento hoy en día en el Ecuador mediante un análisis comparativo en el que se expongan ventajas y desventajas de la titularización frente a otras fuentes de financiamiento, especialmente frente al crédito bancario que es el que más se utiliza.

Capítulo I: Fundamentación Teórica

1.1 La empresa

La forma de obtener recursos para una empresa constituye una decisión fundamental para la generación de renta de la misma.

1.1.1 La escuela neoclásica o marginalista

Pensadores económicos como Walras, Marshall y Jevons que se desarrolla desde mediados de siglo XIX, defienden que el mercado y su "mano invisible" fijan los precios de los factores y de los productos, por lo que la función de la empresa se limita a combinar los factores para obtener los productos que le permitan lograr el máximo beneficio, es decir que en manos de la empresa está el elegir bien el capital y la mano de obra con los que operará. El término mano invisible es el mismo utilizado por Adam Smith en su teoría de mercado donde hace mención especial a que el estado se regula de manera independiente, sin necesidad de que el estado o el gobierno de una nación tenga participación en el mismo, al contrario, determina que la incursión de este, entorpecería las transacciones u operaciones que se realizan dentro de un mercado determinado.

1.1.2 La teoría Social de la empresa

Teoría desarrollada en los años 50, sostiene que La actividad de una empresa tiene consecuencias sociales. La empresa no debe perseguir sólo fines económicos sino también sociales. Para ello confeccionará un "Balance Social" donde recoge información sistemática de las contribuciones de la empresa a la sociedad y de las relaciones sociales que la empresa genera en un ejercicio tanto internos (relaciones laborales, estilo de dirección) y externos (sobre sus clientes, el medio ambiente, proveedores y la comunidad). Aparte de los resultados financieros de la empresa en cuanto a la toma de decisiones que se efectúen, también se debe considerar el impacto socio económico para un país en general.

1.1.3 La teoría de los costes de transacción de Williamson y Coase

A principios del siglo XX estos dos pensadores postularon que cuando una empresa necesita, por ejemplo, materias primas puede comprarlas en el mercado o producirlas ella. Si la empresa decide ir al mercado tendrá los costes de transacción, esto es, costes de búsqueda de proveedores, costes de contratación y costes de incertidumbre. Así la empresa, para evitar estos costes, puede producir lo que necesita, pero en este caso aumentarán los costes de coordinación (gestión). Por tanto la empresa actúa siempre que los costes de coordinación sean menores que los costes de transacción. Tiene que estar claro cuál de las dos formas resulta con un menor costo para la empresa, para esta teoría lo importante es que la empresa se encuentre en la capacidad de determinar uno u otro camino.

1.1.4 Del libro “la riqueza de las Naciones” del escocés Adam Smith de 1776 rescatamos lo siguiente:

1.1.4.1 La División del Trabajo

El aumento considerable en la cantidad de productos que un mismo número de personas puede confeccionar, como consecuencia de la división del trabajo, procede de tres circunstancias distintas:

1.1.4.1.1 De la mayor destreza de cada obrero en particular

Los trabajadores a medida que repiten un trabajo van adquiriendo nuevas habilidades y por ende haciendo el trabajo mucho más rápido, dedicándose una sola labor, que a varias distintas.

1.1.4.1.2 Del ahorro de tiempo que comúnmente se pierde de pasar de una ocupación a otra

Si los trabajadores deben cambiar constantemente de actividad, hay un tiempo que se pierde mientras termina una y comienza otra, lo que se conoce hoy como el “set up” o puesta a punto de actividad o una maquina. Además cuando un trabajador comienza una nueva actividad nunca está preocupado al 100% de esa labor, por ende tiene un tiempo perdido hasta que logra trabajar eficientemente.

1.1.4.1.3 De la invención de una gran numero de maquinas

Un factor no menor que ha mejorado la productividad es el uso de la maquinaria correcta, para un determinado trabajo. Como el trabajador se encuentra especializado en una máquina él puede realizar mejoras a ellas, para aumentar su productividad.

1.1.4.2 Del Principio que motiva la División del Trabajo

Lo que motiva principalmente a la división del trabajo es la necesidad del hombre de permutar, cambiar y negociar una cosa por otra.

Por ejemplo uno nunca ha visto a dos perros intercambiar justamente un hueso, ni los seres humanos, ni ninguna otra clase de persona hace eso. Cuando uno necesita algo va donde la persona lo tiene y lo persuade para obtenerlo. Dame lo que necesito y tendrás lo que deseas, es el principio de cualquier oferta. Como necesitas permutar o comprar cosas es que lo que origino la división del trabajo.

Hay un ejemplo de una tribu una persona es más hábil en hacer flechas y arcos, generalmente los va a cambiar a otro de la tribu que sea mejor cazador, por carne o caza y él se dedicara a la confección de arcos y flechas. Así como esta persona es buena en hacer arcos y flechas, hay otra que es buena en hacer la cubierta para las carpas, este es el carpintero.

Los hombres son iguales, la especialización en determinadas actividades no es la causa de la división sino tal vez el efecto de ella. Por ejemplo los hombres nacen iguales, si uno ve dos niños hasta la edad de los 8 o 10 años no hay diferencias, después de esta edad comenzarán a diferenciarse según el grado de educación y sus gustos personales.

1.2 El Empresario

El empresario, o la persona a cargo de una empresa, es decir la que tiene que tomar decisiones juega un papel muy importante ya que de esta depende el futuro de la empresa.

1.2.1 Teoría del empresario-riesgo de Knight

Knight sostiene que lo que define al empresario es su capacidad de asumir riesgos en un mundo de incertidumbre, ya que anticipa un capital sin saber el resultado de su actividad. Su aportación fundamental es la consideración de la incertidumbre como elemento esencial de la actividad empresarial. Por tanto la incertidumbre es un elemento esencial de la actividad empresarial y define el beneficio empresarial como la recompensa por asumir dicho riesgo, no hace especial referencia a la actividad en sí de la empresa, niveles de competencia, sino resalta la importancia de asumir riesgos por parte del empresario en su toma de decisión.

1.2.2 Teoría del empresario innovador de Shumpeter

Por otro lado esta teoría establece que la función principal del empresario es innovar, es decir, aplicar las invenciones tecnológicas a usos comerciales o industriales, lo que otorgará al empresario innovador una situación de monopolio temporal con beneficios extraordinarios, hasta que nuevos empresarios atraídos por las ganancias le imiten, y el mercado vuelva a la situación de equilibrio. De esta manera, este proceso se convierte en el motor del desarrollo económico.

1.3 Financiamiento

El financiamiento constituye una parte esencial en el desarrollo de una empresa, la forma de financiarse traerá como consecuencia la ganancia que se obtenga al final del resultado de la operación empresarial.

1.3.1 Modigliani y Miller (1958)

Con su Teoría de Financiamiento, buscaron los equilibrios entre los costos y las ventajas del endeudamiento que una empresa o un sector económico puede poseer; permitirá fundamentar los valores de apalancamiento, amortización de pasivos a plazos, que se utilizarían para acrecentar los niveles de capital en la empresa, y serían utilizados en diferentes operaciones económicas, de índole operativa, financiera u otra, con el fin de elevar dicho nivel al máximo posible.

Según Gitman (1996: p. 175), “el financiamiento viene siendo el conjunto de recursos monetarios financieros utilizados para llevar a cabo una actividad económica, con la característica de que generalmente se trata de sumas tomadas a préstamo que complementan los recursos propios”. Es por ello que el financiamiento se contrata dentro o fuera del país a través de créditos, empréstitos y otras obligaciones derivadas de la suscripción o emisión de títulos de crédito o cualquier otro documento pagadero a plazo.

Esto da como consecuencia que una empresa podrá hacer frente a sus planes de inversión mediante el empuje inicial provisto por la inyección de recursos iniciales, suministrado por fuentes de dinero internas o externas. Las fuentes de financiamiento de las empresas son herramientas claves para proporcionar la fortaleza económica de las mismas y su competitividad en el tiempo. (Gitman, 1996)

1.4 Dinero, Crédito e Inversión

Muchos han sido los estudios sobre estos temas y sus aportaciones han sido sumamente valiosas para el entendimiento del problema del dinero,

por un lado, y por otro el del crédito. Se señalarán algunos conceptos que sobre este problema han apuntado diferentes autores.

Hildebrand (1864, citado en Forstmann, 1960, p. 1) con su teoría de las etapas del desarrollo económico, diferencia tres etapas económicas para su estudio: La economía natural en cuanto adopta formas de la economía de tráfico se caracteriza por el hecho de que un bien es cambiado directamente contra otro. La economía monetaria, se caracteriza por que cierto bien toma la función de medio de cambio y también otras funciones, especialmente la de unidad de cambio. De este modo no se realiza un cambio directo, bien contra bien, sino un cambio indirecto (Schumpeter), manifestándose este último por el hecho de que, debido a que se interpone el dinero, el cambio directo de la “economía natural de cambio” se divide en dos partes independientes: la venta y la compra. Finalmente, en la economía crediticia el crédito reemplaza al bien de cambio de tal forma que son vendidos “bienes contra promesa de recibir en el futuro el mismo o análogo valor, o sea a crédito”.

Por su parte, Cassel (1914, citado en Forstmann, 1960, p. 2) señala que el crédito, en su esencia íntima, se funda en los bienes reales y sólo significa una transferencia de bienes de capital con el fin de que sean explotados. En la economía natural de cambio esta operación se efectúa directamente transfiriendo los bienes que se acreditan; en la economía monetaria de tráfico, se efectúa indirectamente transmitiendo el poder de disposición sobre los bienes de capital, en general, en su forma anónima de dinero, o bien de las “disposiciones sobre el capital”.

A su vez A. Hahn (1928, citado en Forstmann, 1960, p. 2) opina para la comprensión de los fenómenos crediticios que son típicos de la economía monetaria y que encuentran su expresión en el fenómeno que suele llamarse “crédito adicional”, que es necesario dedicar especial atención al crédito en su forma monetaria sin olvidar su carácter real, que lo vincula estrechamente a los bienes. En vista de los efectos que produce dicho crédito “adicional”, es denominado también “crédito inflacionario”.

Al referirse al problema del dinero y del crédito, Albrecht Forstmann en su libro *Dinero y crédito* (1960) señaló que el crédito, según su esencia verdadera, es de carácter real y, según su forma de carácter monetario, el análisis del mismo presupone, por un lado, un examen de sus fundamentos económicos reales, y, por el otro, la comprensión de las relaciones monetarias que determinan su estructura.

Teniendo presente el contenido real del crédito, no es difícil reconocer que éste, al fin y al cabo, no es otra cosa que “el permiso de utilizar el capital de otra persona; en otras palabras: por su intermedio pueden ser transferidos los medios de producción”. (J. St. Mill., 1857, citado en Forstmann, 1960, p. 8). El crédito, según su naturaleza, no es más que la expresión de un modo especial de mover el capital. La diferencia entre la economía natural del tipo de la economía de tráfico, y la economía monetaria de tráfico reside en que tal movimiento de capital se efectúa en la economía natural en “natura”, es decir, o sea en forma directa, mientras que en la economía monetaria de tráfico se lleva a cabo por transferencia indirecta del poder de disponer sobre el capital en la forma anónima del dinero o de las “disposiciones sobre capital”. Esta transferencia del poder de disponer sobre capital ofrece, como ya hemos dicho, la posibilidad de transferir también poder “adicional” de disponer sobre capital.

Señala Albrecht Forstmann (1960), que la falta de claridad y las diferencias de opiniones existentes, justamente en estas cuestiones, se deben sobre todo a que algunos reconocen tan sólo el crédito “mediador”, o sea aquel crédito otorgado de ahorros, rechazando el crédito “adicional” o negando la posibilidad general de que pueda haber semejante clase de crédito, mientras que otros reconocen sólo el crédito “adicional”, negando en el extremo la posibilidad de que pueda haber un crédito “mediador”.

El crédito establece una relación de confianza que como tal naturalmente tiene sólo importancia potencial y se transforma en un fenómeno dinámico sólo en el momento que el crédito se activa en una forma de movimiento de capital; por lo anterior, el concepto de crédito --a diferencia del de la operación crediticia-- es solamente aplicable para expresar que se tiene

confianza, independiente de que ésta sea prácticamente explotada o no. Se habla entonces de que alguien “tiene” crédito o “disfruta” del crédito en el sentido general de la palabra, cuando se le presta confianza, pues sin la confianza del otorgador del crédito no se efectúan estas operaciones. Al investigar lo que significa “confianza” en la operación crediticia, se reconoce el ofrecimiento de una garantía de que el tomador del crédito cumplirá con sus obligaciones resultantes de la operación de crédito y que, por consiguiente, el dador de crédito no sufrirá pérdidas. Es así como la seguridad ideal que ofrece la confianza puede ser remplazada por una seguridad real y, por ende, el crédito real prendario remplaza al crédito personal basado en la confianza. Es así como mediante la operación crediticia, el dador del crédito transfiere directamente poder de disposición sobre los bienes al tomador del crédito, como sucede en la economía natural, o indirectamente en la forma de dinero, o sea de las disposiciones sobre capital, como sucede en la economía monetaria.

Forstmann (1960) señala que el crédito consuntivo, es una anticipación de ingresos futuros; es destinado al consumo y no a la producción de bienes. El crédito de producción sirve para la producción de bienes y que en general se puede denominar también crédito de explotación; y afirma que el crédito de inversión sirve para la financiación de inversiones reales.

Con respecto a la seguridad de los créditos –que constituye una condición previa para la realización de operaciones crediticias-- se puede distinguir entre créditos personales y créditos reales. En el primer caso basta la confianza en la persona del tomador del crédito para brindar una seguridad suficiente para la concesión del crédito. Según la clase de seguridades ofrecidas puede distinguirse entre créditos hipotecarios, créditos sobre mercancías, créditos con aval, etcétera.

Mediante el crédito se hace factible el mejor aprovechamiento económico de aquellas existencias de bienes que no se encuentran en el circuito económico, y cuya expresión monetaria son aquellos importes que como sobrantes de caja, ahorros, etc., son depositados en los bancos y acreditados en cuenta corriente. El sentido económico del crédito reside en

que por medio del mismo el aprovechamiento de la existencia económica de bienes es fomentado extraordinariamente, llegando a ser tanto más perfecto cuanto más facilita este crédito una organización bien desarrollada del sistema bancario. Sin dicho crédito quedarían periódicamente improductivas grandes existencias de bienes debido a las oscilaciones de la necesidad de capital que tienen las explotaciones.

Por precio del crédito se entiende aquel importe que el tomador del crédito debe abonar al otorgarse del mismo para la cesión temporal de disposiciones sobre capital al objeto de su explotación. Es expresado en porcentajes sobre las disposiciones del capital transferido, y se denomina interés o tasa de interés. La importancia de los intereses dentro del problema del crédito, tanto en lo que se refiere a la esencia del mismo como a los efectos por él ejercidos en el proceso económico, reside en que el tipo de interés es determinante para la realización de una operación crediticia. Forstmann (1960) señala que los intereses dependen, como cualquier otro precio, de la oferta y demanda de capital o de disposiciones sobre capital. Por lo tanto hay que averiguar primeramente qué es lo que determina la oferta y la demanda de disposiciones de capital respectivamente.

1.5 Teoría económica de John Maynard Keynes: Relación Interés – Dinero y la inversión

1.5.1 El dinero como premio por no atesorar dinero

El deseo de la posesión de riqueza por acumular esta en forma de dinero, a causa de los riesgos que entraña prestarlo puede ser superado pagando un premio en forma de interés. El interés es la recompensa por transferir la disposición sobre la riqueza en forma líquida. El tipo de interés depende de la intensidad del deseo de atesorar, o de lo que Keynes llama preferencia de liquidez, para fines especulativos. Cuando mayor es la preferencia de liquidez, más elevado es el tipo de interés que hay que pagar. Un aumento en el deseo del público de tener dinero aumenta el tipo de interés, si bien

es posible para las autoridades bancarias y monetarias dar satisfacción a este deseo creciente aumentando la cantidad de dinero el interés se ha considerado por el (resto) de los economistas (los que siguen la teoría clásica) como una recompensa al ahorro, es decir, una recompensa para posponer el consumo, más bien que como un premio a la cesión de liquidez, la explicación teórica fundamental del paro en la teoría de Keynes se encuentra en las propiedades peculiares del dinero y el interés desde el punto de vista de la política práctica Keynes concede aún mayor importancia a la inestabilidad de la demanda de bienes de capital que surge de la irracionalidad del mercado de inversión privada.

1.5.2 La inversión como importante factor determinante del empleo

En una sociedad caracterizada por una gran desigualdad de la riqueza y la renta, la capacidad económica de la comunidad para consumir es limitada. Los ricos tienen más renta que la que desean consumir de ordinario, y los pobres tienen tan poca renta que su capacidad para el consumo está restringida a límites muy estrechos. Como consecuencia hay un exceso potencial considerable de recursos por encima de los necesarios para producir bienes de consumo. Este exceso, si ha de ser utilizado por completo, tiene que dedicarse a la producción de cosas que no se han de consumir habitualmente. Esta producción, que excede de lo que se consume habitualmente, se llama inversión. La inversión comprende actividades tales como construir nuevas fábricas, nuevas casas, nuevos ferrocarriles y otros tipos de bienes que no han de ser consumidos con tanta rapidez como se producen, la teoría de Keynes afirma que el empleo depende de la cantidad de inversión, o bien que el paro es originado por una insuficiencia de inversión si disminuye la inversión, se origina el paro. Evidentemente, es de la mayor importancia comprender qué es lo que determina el volumen de inversión que realmente se lleva a cabo la inversión es la determinante del empleo. El empleo fluctúa, ante todo, porque fluctúa la inversión. El paro se origina primordialmente por una insuficiencia de la inversión ¿cuál es la causa de que la inversión fluctúe y

de que esté característicamente debajo de la cuantía necesaria para el empleo total?

1.5.3 La irracionalidad psicológica como causa de la inestabilidad

La inversión fluctúa porque el conocimiento presente del futuro descansa en una base precaria, y, por lo tanto, las decisiones que conciernen al futuro incierto son también precarias y están sujetas a revisión repentina y precipitada. Como la inversión es la producción de bienes que no son de consumo actual, está relacionada con el futuro de una manera directa. Una decisión de construir una fábrica, depende de lo que se espere que haya de suceder en el futuro pero sabemos muy poco de él. El inversor potencial debe guiarse por sus previsiones para llegar a la decisión de construir o no una nueva fábrica. La situación vaga e incierta de nuestro conocimiento excluye la posibilidad de que estas previsiones sean reducidas a una base racional y científica. Pero como la gente práctica (el empresario debe invertir, tomar decisiones relativas al futuro, aún cuando descansen en una base de arena movediza), los que toman decisiones tienen muy poca confianza en la exactitud del juicio que conduce a alguna inversión particular, las actitudes predominantes que tan seriamente afectan a la inversión y el empleo, son susceptibles de cambiar repentinamente.

En el mercado, los empresarios y demás inversores en perspectiva se protegen de la corriente turbulenta de acontecimientos venideros adoptando actitudes precautorias que dan la apariencia de una conducta racional. Estas actitudes parten del supuesto de que el presente es una guía mucho mejor para el futuro que la que podría asegurar un examen ingenuo del pasado se hace la suposición de que las opiniones existentes, tal como se reflejan en la bolsa de valores y otros mercados organizados están basadas en una acertada recapitulación de las perspectivas futuras lo que Keynes llama juicios convencionales se convierte en la base del comportamiento en el mercado. Son convencionales porque implican una coincidencia general de opinión o la aceptación de una convención en sustitución de un conocimiento genuino que no existe. Aunque los

inversores tienen graves dudas en cuanto al acierto de la acción basada en la psicología de la masa, la aceptan como comportamiento acertado en ausencia de toda prueba positiva de que sea desacertada. Cuando sucede algo nuevo que indica que el comportamiento pasado ha sido desacertado, tiene lugar una mudanza violenta. Los juicios convencionales proporcionan alguna estabilidad en tanto que la convención es aceptada; pero, cuando la convención se quiebra, la inestabilidad se pone a la orden del día, la teoría clásica subestima (en opinión de Keynes) "los factores ocultos de la duda radical, la incertidumbre, la esperanza y el temor". La psicología supraracionalista de los economistas clásicos conduce a una falsa interpretación del comportamiento del mercado de inversión, y no tiene en cuenta el papel estratégico del dinero en cuanto nexo protector entre el presente y el futuro incierto la incertidumbre del futuro hace aventurada la inversión real, presta también encanto al dinero en cuanto cúmulo de valor, los economistas clásicos se ocupan del comportamiento racional en un mundo racional. Keynes se ocupa del comportamiento racional en un mundo irracional.

Dillard sintetiza todo lo anterior: es una teoría de una economía monetaria en el sentido de que el dinero es una forma importante bajo la cual se acumula riqueza y en el que el interés es el premio que se paga por no atesorar la riqueza en esta forma. Es una teoría en que las fluctuaciones en el volumen de inversión explican las fluctuaciones en el empleo. Las fluctuaciones en el volumen de inversión se explican en gran parte por el carácter fluctuante e incierto de las previsiones respecto de los rendimientos futuros de los bienes de capital y los términos futuros en que puede prestarse dinero a interés la inversión en capitales reales solamente tiene lugar cuando las previsiones de beneficios exceden al premio que hay que pagar por el dinero tomado a préstamo en un mundo en que el futuro económico es sumamente incierto y en que el dinero es una forma importante de acumular riqueza , el nivel general del empleo (nivel de actividad) depende de la relación entre los beneficios esperados de la inversión en bienes de capital y el premio de interés que hay que pagar para inducir a los poseedores de riqueza de transferir el dominio de su dinero: Si hay confianza en el futuro, habrá inversión real y el empleo

tendrá un nivel elevado....cuando falta la confianza en el futuro y las previsiones de beneficios son sombrías, el premio necesario para conseguir que los poseedores de riqueza se desprendan de su dinero excederá el tipo esperado de rendimiento.

1.6 Rentabilidad y Riesgo – Markowitz

Toma como antecedente la rentabilidad otorgada por un activo financiero y el riesgo asociado a dicha inversión, a partir de esto se procede a analizar la consideración que de estos elementos se hace en el modelo pionero de selección de activos formulado por Markowitz (1952) en su artículo "Portfolio Selection".

En este modelo, el Markowitz partió de la premisa de que, a partir de la observación y de la experiencia, se pueden establecer expectativas relevantes acerca de los rendimientos futuros que puede ofrecer una determinada inversión. Por esto, el análisis de la rentabilidad de una cartera comienza con el estudio de la inversiones individuales que la conforman para, posteriormente y a partir de los convenientes desarrollos, terminar con la formación de una determinada cartera que el decisor financiero pueda considerar como óptima.

De este modo, la cuestión se centra en demostrar cómo, a partir de las expectativas que se crean sobre las rentabilidades esperadas de los activos financieros individuales, se puede realizar una correcta elección de la cartera. Este es el objetivo último, en este sentido, se trata de conseguir un modelo óptimo de selección de carteras.

Por un lado, y tal como se ha comentado anteriormente, la rentabilidad es una variable deseada por el inversor financiero que, por tanto, deseará maximizar. Esto implica que el decisor intentará que el valor actual de los rendimientos futuros esperados tenga el mayor valor posible. Sin embargo, y como contraposición, las variaciones de estas rentabilidades supone un componente de riesgo que, por tanto, no será deseado por el inversor.

Estas reflexiones llevan a la conclusión inicial de que el decisor financiero valorará mucho la posibilidad de obtener un determinado nivel de rentabilidad cuando éste sea lo bastante estable en el tiempo. O lo que es lo mismo, se crea un problema de selección de los activos que conforman una cartera que debe contemplar estas dos cuestiones divergentes: rentabilidad y variación de esta rentabilidad. Uno de los objetivos fundamentales que se planteó Markowitz fue la demostración gráfica de la relación que existe entre las expectativas del inversor y la posterior elección de una cartera de acuerdo con los parámetros rentabilidad y riesgo considerados, en general, los fundamentales en la Teoría de Cartera y también en este trabajo.

En primer lugar, el autor trató de crear un modelo de selección de carteras maximizando únicamente el valor actual de los rendimientos futuros. Rápidamente, rechazó esta hipótesis, puesto que únicamente contempla la variable rentabilidad y, por tanto, no tiene en cuenta la importancia de la componente riesgo.

Es decir, esta teoría inicial no tendría en cuenta la existencia de carteras convenientemente diversificadas que serán preferidas a otras no diversificadas, aunque éstas tengan un valor esperado de rentabilidad futura superior. En este momento, se introduce la importancia del concepto de diversificación que será analizado posteriormente, de modo que toda teoría que no contemple las ventajas de este elemento nunca podrá ser aceptada como regla de comportamiento para un inversor racional. Esta conclusión se justifica por la premisa de que, en caso contrario, el sujeto situaría su dinero en aquel activo que le ofrezca rendimientos esperados actualizados superiores. Y, por otro lado, si dos o más inversiones ofrecieran idénticas rentabilidades esperadas sería indiferente invertir en una de ellas o en otra o en cualquier combinación de aquéllas.

Rechazada esta regla de comportamiento, Markowitz avanza con una nueva teoría, indicando que el inversor diversificará su inversión entre diferentes alternativas que ofrezcan el máximo valor de rendimiento actualizado. Para fundamentar esta nueva línea de trabajo se basa en la

ley de los grandes números indicando que el rendimiento real de una cartera será un valor aproximado a la rentabilidad media esperada. La observancia de esta teoría asumiría la existencia de una hipotética cartera con rentabilidad máxima y con riesgo mínimo que, evidentemente sería la óptima para el decisor financiero racional. Este modelo de trabajo tampoco es aceptable ya que los rendimientos de las inversiones individuales están intercorrelacionados o, lo que es lo mismo, aun siendo un elemento fundamental la diversificación no puede eliminar todo el riesgo.

Esta conclusión implica que la cartera con máxima rentabilidad actualizada no tiene por qué ser la que tenga un nivel de riesgo mínimo. Por lo tanto, el inversor financiero puede incrementar su rentabilidad esperada asumiendo una diferencia extra de riesgo o, lo que es lo mismo, puede disminuir su riesgo cediendo una parte de su rentabilidad actualizada esperada.

Una vez establecida la aversión por parte de los inversores hacia el riesgo, éstos desearán conocer el nivel de riesgo que soportan. Los inversores estarán interesados por conocer la rentabilidad media de su título, pero también el nivel de variabilidad de sus resultados alrededor de esa media. Esta variabilidad quedará definida por la varianza (o su raíz cuadrada la desviación típica). Por eso el modelo de Markowitz es un modelo media-varianza, donde la varianza queda definida de la siguiente forma:

$$\sigma_i^2 = \sum_{t=1}^n \frac{(R_{i,t} - E_i)^2}{n}$$

Donde:

σ_i^2 : es la varianza de la variable rentabilidad del título i;

E_i : es la rentabilidad media del título i en el período de tiempo determinado

$R_{i,t}$: es la rentabilidad del activo i en el período t;

n: número de períodos existentes en el horizonte temporal determinado

CAPITULO II

2.1 Titularización

Si bien es cierto existen varios vocablos utilizados para nombrar al mismo fenómeno económico. Un término denominado titularización, titulización y securitización, a veces todos en un mismo contexto. Nos encontramos con titulización, muy común en España; titularización utilizada en Ecuador y Colombia; securitización en Europa; securirisation usado por ingleses y titrisation o titralisation en francés. Se deriva de Security que traducido en castellano significa título-valor.

Cabe mencionar que según el artículo 2 de la Ley de Mercado de Valores ecuatoriana, el título valor o valor es el derecho o agrupación de derechos de contenido esencialmente económico, negociable en el mercado de valores, como acciones, obligaciones, bonos, entre otros, implicando a los valores de contenido crediticio de participación y mixto que resulten de procesos de titularización.

La titularización es el proceso mediante el cual se emiten valores susceptibles de ser ubicados y negociados independientemente en el mercado bursátil, emitidos con cargo a un patrimonio autónomo.

Para entender con claridad es necesario mencionar varios conceptos sobre la titularización, por ejemplo:

- Mecanismo que convierte los flujos de fondos originados por activos ilíquidos en títulos de valores que se ubican entre los inversores y son negociables en el mercado secundario
- Suceso en el cual una entidad busca acceder directamente en contacto con los tenedores de ahorros sin necesidad de pasar por intermediarios financieros.
- La securitización de activos es considerada como una forma sofisticada de factoring de créditos.

- Venta de créditos por parte del acreedor u originante a una sociedad de objeto único que recibe financiamiento mediante emisión de bonos o préstamo bancario para la compra y perjudica en garantía los préstamos a favor del prestamista para garantizar el financiamiento.
- Posee varias finalidades como; dispersar el riesgo de ciertas operaciones, otorgar mayor liquidez, negocia y circula en los mercados capitales, entre otras. Es una técnica operativa fundamentada en un proceso de incorporación de carteras de créditos bancarios a títulos-valores.
- Proceso en el que los flujos financieros que son cedidos principalmente por entidades financieras y originados por una agrupación predeterminada de derechos de crédito logren ser destinados, una vez convertidos, a la emisión de valores negociables atendidos en dichos flujos.
- La securitización de activos es el proceso de adquisición de fondos mediante la emisión de títulos de valores con un ofrecimiento público respaldados por el próximo flujo de caja proveniente de activos que devengan una renta.

Jurídicamente la titularización es definida como:

- Es aquella operación jurídica compleja que tiene como objetivo la movilización de varias clases de activos a través de la emisión y colocación de nuevos títulos representativos de derechos sobre los activos objeto de movilización, también como la administración de los activos movilizados y el cumplimiento de las prestaciones incorporadas en los valores emitidos con ocasión del proceso.
- Este comprendido como la alteración de derechos a percibir flujos financieros en valores de renta fija y negociable, dicha alteración consiste en juntar los activos heterogéneos de acuerdo a sus particularidades financieras en un paquete de activos seriados, con similar límite de amortización, calificación de riesgo mejorada, mayor

importe y liquidez. La alteración es imprescindible ya que posibilita adaptar los activos a titularizar en función de las demandas de los inversores.

- Mecanismo utilizado por compañías para solucionar la obtención de recursos, tiene como objetivo principal dar movilidad a activos improductivos que podrían generar recursos, mediante el sistema de la bursatilización se logra hacer líquidos los activos que se encuentran pasivos, con la finalidad de respaldar al inversionista que habrá fondos utilizables para cumplir con las obligaciones del emisor.
- Es un mecanismo jurídico que convierte las expectativas de obtención de flujos de fondo futuros en títulos venales en ese momento. Este proceso da muchas posibilidades a que los activos ilíquidos se conviertan a líquidos mediante la venta de títulos que los representan y que están garantizados, por lo que es un tipo de pagare.
- La titularización es un proceso que tal vez se conforme mediante la transferencia de bienes o activos para conformar con ellos un patrimonio autónomo, a través de un contrato de fiducia mercantil irrevocable. La constitución de fondos o patrimonios con cantidades de dinero destinadas a la compra del bien o activo objeto de la titularización puede ser también el inicio de dicho proceso. Las sociedades comisionistas de bolsa o fondos comunes administrados por sociedades fiduciarias administran la posibilidad de generar nuevos títulos de valores emitidos por fondos de valores.

A continuación se detallan conceptos básicos importantes para entender el proceso de titularización:

2.2 Fideicomiso Mercantil

El Fideicomiso Mercantil es un contrato mediante el cual “ Una o más personas llamadas constituyentes o fideicomitentes transfieren, de manera

temporal e irrevocable, la propiedad de bienes muebles o inmuebles corporales o incorporales, que existen o se espera que existan, a un patrimonio autónomo, dotado de personalidad jurídica para que la sociedad administradora de fondos y fideicomisos, que es su fiduciaria y en tal calidad su representante legal, cumpla con las finalidades específicas instituidas en el contrato de constitución, bien a favor del propio constituyente o de un tercero llamado beneficiario.

En el Fideicomiso Mercantil intervienen tres partes: Constituyentes, Beneficiarios y la Fiduciaria (Art. 109; Ley de Mercado de Valores)

2.3 Fiduciaria o agente de manejo

Es aquella persona jurídica, debidamente facultada por la ley para emitir los valores movilizadores que representan el activo titularizado. El fideicomiso mercantil y los fondos colectivos de inversión que tenga la autorización para realizar el proceso de titularización, son los mecanismos jurídicos o patrimonios de propósito exclusivo para llevar a cabo dichos procesos. Por otro lado el agente de manejo y su responsabilidad responderá únicamente a la buena administración del proceso de titularización, mas no lo hará por los resultados obtenidos.

La receptora de los activos a ser titularizados tiene como función servir de vehículo para la emisión. Es decir, que el Patrimonio autónomo emitirá valores a través de la sociedad de titularización.

La administración de uno o más patrimonios autónomos para Titularización estará a cargo de las sociedades de titularización. Les corresponderá la representación legal y defensa de los intereses de los patrimonios autónomos que administren.

La Sociedad de Titularización debe ejercitar todos los derechos que corresponde ejercer a un propietario común, como disponer de los bienes, gravarlos, usar, disfrutar, reivindicar, administrarlo, según sean las condiciones fijadas en el contrato constitutivo.

Las sociedades de titularización deben estar regidas al manejo seguro y eficiente de los bienes y recursos que se incorporen al Patrimonio Autónomo en los términos y condiciones previstos en el contrato o en el Acto Unilateral Irrevocable de cesión de Bienes o Activos.

Es muy relevante lo que indica el (Art.139 de la Ley de Mercado de Valores). Según este artículo, el agente de manejo tiene la responsabilidad total de todas las actuaciones de terceros a quienes delegue cualquiera de las otras obligaciones.

2.4 El originador

Es aquella persona o personas naturales jurídicas, privada, ya sean nacionales o extranjeras, o la persona jurídica pública o mixta nacional, que es la beneficiaria de los fondos que se obtengan de los inversionistas debido a ser la dueña del activo a titularizarse.

Esta entidad o empresa, que no posee un enlace a la Sociedad de Titularización, que procede a la cesión de sus bienes o activos al patrimonio autónomo. Por ende, es el originador el encargado de involucrar la propiedad del activo a efectos de posibilitar la emisión de los certificados o títulos que serán adquiridos por los inversionistas, la misma que procede a la cesión de sus bienes o activos al patrimonio autónomo. (Art. 139; Ley de Mercado de Valores)

2.5 Constituyentes

Tienen el afán de cumplir el objeto del fideicomiso y las correspondientes instrucciones fiduciarias, está constituido por personas naturales o jurídicas del Fideicomiso Mercantil y aportan al patrimonio autónomo de bienes muebles o inmuebles.

2.6 Beneficiarios

Son aquellas personas naturales o jurídicas que se benefician del Fideicomiso Mercantil y por ende se les puede devolver los bienes

aportados al patrimonio autónomo una vez que se haya cumplido el objeto del fideicomiso.

2.7 Patrimonio autónomo

La fiduciaria es el representante legal del patrimonio autónomo del fideicomiso mercantil el cual posee personería jurídica.

Administrativamente el patrimonio autónomo es aquella parte del Balance General del Fideicomiso Mercantil en la que inscriben los bienes aportados por el Constituyente.

El patrimonio autónomo es un patrimonio independiente de los constituyentes, de la Fiduciaria y de los Beneficiarios por ende legalmente el patrimonio autónomo es el Fideicomiso Mercantil.

2.8 Fondo de liquidez

Esta encargado de enviar sumas de dinero para que el Patrimonio Autónomo atienda necesidades eventuales de liquidez.

2.9 Cesión de Activos

La cesión de los bienes o activos objeto de titularización abarca el traslado absoluto del dominio sobre los mismos. Es concretada por parte del originador mediante un contrato o un Acto unilateral. Una particularidad esencial del proceso de titularización es el carácter definitivo e irrevocable de estas transferencias que realiza el originador, y son destacados por la mayoría de legislaciones. Por lo tanto dicha cesión no puede ser anulada posteriormente por causa alguna, tales como los vicios de la voluntad, o por lesión, o por excesiva onerosidad de la prestación y causales similares. Por ende se logrará total confianza de los inversionistas, cuyos derechos estarán a salvo de acciones rescisorias, de nulidad o posiciones y excepciones que puedan generarse, sea por el originador o por terceros.

2.10 Estructuración del patrimonio

El Patrimonio autónomo se estructura integrando los bienes cedidos, limitando las condiciones y características de la incorporación, y anexando cualquier otro mecanismo que se presuma necesario o conveniente al proceso.

Los activos cedidos son integrados al patrimonio autónomo, al valor que se haya decidido, en función de procedimientos de valoración que deberán ser declarados al público. Este patrimonio autónomo con ese fin exclusivo, debe estar correctamente definido e identificado; ya que podría tratarse de bienes y activos tangibles y existentes que corresponden en propiedad al originador, o ser activos futuros o hasta de propiedad de terceros, casos en los que será importante determinar las condiciones y seguridades para que se logre hacer efectivo y concreto su transacción. Si este patrimonio tiene gravámenes o está afectado por medidas cautelares, deberá así informarse. Concluyendo el plazo del proceso de titularización o cumplida su finalidad, de haber patrimonio autónomo remanente, éste será transferido a una tercera persona destinada al efecto, o al originador, o a los inversionistas, según haya sido establecido en el contrato de constitución.

2.11 Patrimonio de propósito exclusivo

Está conformado por los activos transferidos por el originador y posteriormente por los activos, pasivos y contingentes que se den o se unan como efecto del desarrollo del proceso de titularización correspondiente. Es un patrimonio independiente el cual podrá instrumentarse bajo la figura de un fondo colectivo de inversión o de un fideicomiso mercantil, dirigido por una sociedad administradora de fondos y fideicomisos. El emisor será siempre el patrimonio de propósito exclusivo.

Independientemente de cual sea el patrimonio de propósito exclusivo que se use para desarrollar un proceso de titularización, un patrimonio independiente está compuesto por los activos o derechos sobre flujos transferidos por el originador, dicho patrimonio contará con su propio

balance, diferente de los patrimonios individuales del originador, del agente de manejo o de los inversionistas.

Los acreedores del originador, del agente de manejo o de los inversionistas no podrán embargar ni sujetar de ninguna medida precauteladora o preventiva a los activos que integren el patrimonio de propósito exclusivo. Los derechos y beneficios respecto a los valores en los que hayan invertido pueden ser perseguidos por los acreedores de los inversionistas.

La emisión de valores correspondiente es respaldada por el patrimonio de propósito exclusivo, por lo tanto solo el reconocimiento y cumplimiento de la presentación de sus derechos en los activos del patrimonio de propósito exclusivo podrán ser perseguidos por los inversionistas, mas no en los activos propios del agente de manejo. (Art. 141 Ley de Mercado Valores)

2.12 Garantía

El autor del libro “Administración Financiera”, Lawrence J. Gitman, expresa que la garantía colateral es “la cantidad de activos que el solicitante tiene disponible para asegurar el crédito”. Por lo tanto, un mecanismo de resguardo va implicado en la garantía, es decir el Acreedor solicita al Deudor que le entregue un bien en garantía del préstamo que se le dará.

Existe una relación proporcional entre el monto del préstamo y la garantía, es decir a menor monto del préstamo menor garantía va a solicitar el acreedor, podemos citar diferentes mecanismos de garantía por ejemplo: La hipoteca, prenda, fianza, fideicomiso mercantil en garantía, entre otros.

2.13 Mecanismo de cobertura

Son aquellos que avalan a los inversionistas ante cualquier contingencia que pueda perjudicar a los activos o bienes que constituyen el Patrimonio Autónomo dentro de un proceso de Titularización. Un proceso de Titularización puede estructurarse integrando uno o más mecanismos de cobertura, sean internos o externos o una unión de estos.

Estos mecanismos de cobertura tienen como objetivos:

- Disminuir riesgos
- Alcanzar la optimización los títulos
- Aumentar la negociabilidad de los valores
- Prosperar la Calificación de Riesgo de los valores que se emiten

2.14 Mecanismos internos de cobertura

Conforman la estructuración misma del proceso de Titularización, cabe recalcar que no necesitan de un agente externo. Por ejemplo:

- **2.14.1 Subordinación de la emisión:** Una parte de los valores emitidos se le imputarán siniestros o faltantes y estos son inscritos por el originador o una tercera entidad.
- **2.14.2 Sobrecolateralización:** Sucede cuando el valor del Patrimonio autónomo rebasa el monto de la emisión.
- **2.14.3 Exceso de flujo de caja:** Es cuando se origina una reserva con el excedente generado por los flujos de caja de los activos o bienes y el rendimiento pagado al inversionista.
- **1.14.4 Sustitución de Cartera:** Sucede cuando los créditos que durante el proceso de titularización cambien de categoría, es ahí cuando el originador los sustituye obligatoriamente. Del mismo modo, la sociedad de titularización tendrá que realizar la misma sustitución en caso de ser la que transfiera la cartera.

2.15 Mecanismos externos de cobertura

Un agente externo se ve involucrado en la participación en el proceso de Titularización, como por ejemplo:

- Aavales o garantías asignados por instituciones financieras y aseguradoras: No poseen vinculación alguna con quien transfiere los bienes o activos al Patrimonio Autónomo.

2.16 El estructurador

Tiene como labor juntar bienes o activos que tengan particularidades comunes para efectos de la constitución de los patrimonios autónomos para titularización.

1.17 El custodio

Se encarga de proteger los activos a titularizar, pudiendo ser un banco u otra entidad que preste este servicio.

1.18 El avalista

Su labor es dar los colaterales exigidos por el calificador, función que ejercen los bancos o las compañías de seguro.

1.19 Calificadora de riesgo

Corporación debidamente autorizada que manifiesta una opinión, en el caso de valores representativos de deuda, con relación al peligro de incumplimiento de las condiciones financieras ofrecidas en la emisión.

2.20 Colocador

Esta entidad está a cargo de la colocación de los valores resultantes de un proceso de titularización en el mercado primario.

2.21 Los inversionistas

Son individuos que mediante una transacción adquieren e invierten en valores emitidos como consecuencia de procesos de titularización. (Art 139; Ley de Mercado de Valores)

Son personas naturales o jurídicas, públicas, privadas o mixtas, nacionales o extranjeras, fondos de inversión o fideicomisos mercantiles que inviertan o adquieren los valores resultantes del proceso de titularización y que, en consecuencia, admiten el riesgo de inversión a favor o en contra.

2.22 Representante de los tenedores

Es la persona encargada de intervenir representando a los tenedores de los valores emitidos dentro del proceso de titularización, no obstante dicho proceso puede aposentar otras ocupaciones como la administración del Patrimonio autónomo, la incorporación de mejoras al mismo, o incluso la custodia de los activos del mismo. La Sociedad de titularización suele ser la encargada de desempeñar dichas ocupaciones, de caso contrario pueden contratar a una entidad especializada.

2.23 Comité de vigilancia

Conformado por tres miembros como mínimo, quienes son escogidos por los tenedores de los valores movilizados y no están autorizados a estar involucrados con el agente de manejo. Los tenedores de títulos que sean parte de empresas vinculadas con el agente de manejo no podrán ser escogidos como miembros del comité de vigilancia.

2.24 Agente Pagador

Las entidades fiduciarias que intervengan como agentes de manejo, destinarán a un agente pagador, quien podrá ser una institución financiera contenida al control de la Superintendencia de Bancos o la propia fiduciaria. Tiene como labor elaborar los pagos del capital e intereses de los valores emitidos por el patrimonio autónomo. Según el Artículo 152 de La Ley de Mercado de Valores el pagador no podrá conformar el Comité de Vigilancia

2.25 El vendedor

Es aquella persona jurídica encargada de elaborar la venta a los inversionistas, cabe recalcar que puede ser el mismo titularizador.

CAPITULO III: La Titularización en el Ecuador

3.1 Historia de la titularización

También conocido como Asset-Backed-Securities o ABS en Estados Unidos, representan obligaciones de alta liquidez para la inversión.

La titularización es un mecanismo innovador en el Mercado Financiero, tiene el objetivo de adquirir un mayor financiamiento estructurado, lo cual posibilita que el dinero de los ahorristas consiga ser utilizado por las intermediarias para nuevos créditos, lo que desemboca en el desarrollo de proyectos y de liquidez empresarial a bajo costo.

De esta manera, los créditos que se han otorgado por las entidades bancarias a personas naturales o jurídicas, para que facilite el proceso, por lo general son adjuntados según una misma categoría, como por ejemplo: De consumo, Comercial, Hipotecario. Luego son transformados en títulos de valores, es decir son titularizados, documentos que son colocados en un fondo o fideicomiso a través de una cesión de los derechos de propiedad. En el Ecuador, esta cesión no necesita la notificación al deudor del crédito, pues el traspaso es de pleno derecho, según lo establecido en el artículo 95, quinto inciso del Código de Procedimiento Civil, que dispone:

No se requiere la notificación alguna al deudor, cuando se deba ceder y traspasar derechos o créditos para efecto de desarrollar proceso de titularización realizados al amparo de la Ley de Mercado de Valores, cualquiera que sea la naturaleza de aquellos.

El porcentaje de descuento o castigo que posee es debido a que el valor total de estos títulos sobrepasa al valor que recibe el originador, como una garantía, que respalda dicha transacción ya que existe el riesgo de que debido a la morosidad de los créditos, el inversionista no reciba de vuelta el dinero invertido más el rendimiento.

Philip Wood considera que el crédito es intangible, invisible e inodoro y se visten como documentos negociables, certificados de deuda y otros, que por lo general conllevan un riesgo.

Siguiendo con el origen de la titularización, hay quienes dicen que habría tenido sus inicios en Estados Unidos, como una estrategia para afrontar la crisis económica de los años treinta.

The securities Act se dio en 1933, la cual pretendía estimular el mercado, dando accesibilidad al crédito de Tesoro, incentivando la adquisición de vivienda propia.

Debido a esto se dió la creación del Federal Home Loan Banks y posteriormente Fannie Mae, con la finalidad de crear un mercado secundario para créditos hipotecarios, para conseguir un pronto dinamismo en la obtención de nuevos recursos para el financiamiento.

Pero frente a su débil actividad se lo separó en el año 1968 en Fannie Mae 14 y Ginnie Mae (Government National Mortgage Association GNMA). Esta entidad gubernamental tiene apoyo y crédito del gobierno estadounidense y tiene como función principal ofrecer a través de un fideicomiso, una garantía a los inversionistas del pago puntual tanto de capital como de intereses, de los créditos hipotecarios titularizados, otorgados y emitidos por compañías. Fannie Mae, por su parte compraba cartera hipotecaria y emitía títulos respaldados por hipotecas, desde 1968 es una corporación privada, que trabaja con capital privado pero bajo las regulaciones dadas por el Congreso.

No otorga préstamos hipotecarios, más bien se basa en un mecanismo. Es un proceso que empieza por la adquisición de hipotecas, para luego ser titularizadas para colocarlas en la bolsa de valores y así conseguir nuevos recursos, y de esta manera afianza el flujo constante para el financiamiento hipotecario dirigido a las familias de estratos bajo y mediano para que logren conseguir su vivienda propia.

En los años setenta, ambas entidades consiguen titularizar valores respaldados por pools. Fannie Mae no tiene el respaldo del gobierno, ya que trabaja con fondos privados, pero esto no quitaba que deje de ser una compañía con credibilidad, ya que garantiza una considerable reducción en los riesgos de inversión. Sin embargo es imposible que pueda eliminar los

riesgos de cambios de tasas de interés, pago anticipado de los créditos o prepago y fluctuaciones del mercado.

A principio de los ochenta empezaron las emisiones privadas respaldadas por hipotecas (Mortgages pass-through securities), y que posibilita transportar tanto el capital como el interés de los préstamos titularizados, directamente a los inversionistas. Hay quienes aseguran que ni Fannie Mae, ni Ginnie Mae, pasan por una calificación de riesgo contrario a los actuales procesos de titularización ecuatorianos, donde ahora es un requisito fundamental.

Según Almoguera Gomez la titularización nace en una emisión del 19 de Febrero de 1970, realizada en Estados Unidos, así también, Reino Unido y Francia son considerados como los pioneros en titularización en Europa, de quienes España aprendió a inicios de los ochenta, con la finalidad de obtener una eficiente canalización y suficientes recursos financieros hacia la construcción y adquisición de bienes inmuebles.

Podemos observar que la titularización no solo en Estados Unidos surge en el ámbito de créditos hipotecarios sino también en América Latina, debido a que el sector inmobiliario ha sido tradicionalmente un factor económico vital. Según Almoguera Gomez, no debería tener limitaciones en solo este aspecto hipotecario, sino más bien debe ser abierta a los activos crediticios sin garantía real, pues enlaza todo el mercado crediticio con el mercado de valores, elaborando una confluencia en varias ramas del Derecho, como: mercantiles, civiles, fiscales, bursátiles y societarios.

De a poco se va viendo un cambio, el mercado de crédito tradicional, que es el lugar donde el banco origina el préstamo con fondos que adquiere del público y lo mantiene en su cartera asumiendo el riesgo, y atendiendo los pagos y servicios complementarios, está siendo reemplazado por el mercado de crédito titularizado, el que por ejemplo, cuando un banco minorista otorga un crédito hipotecario, y lo traslada con varios créditos a un mayorista o a un fideicomiso; este último emite títulos de valores por un pool de créditos hipotecarios, que son colocados en el mercado. El cobro

de los créditos a los deudores es elaborado por el minorista como delegado de la recaudación o agente de cobro.

El proceso de titularización se lo califica como un conjunto ordenado de operaciones, que por lo general en las legislaciones que la contemplan, tiene los siguientes pasos:

- Creación y formalización de operaciones crediticias
- Cesión del conjunto de operaciones y elaboración de un Fondo, trust o sociedad, según cada ordenamiento.
- Calificación de los valores a emitir
- Emisión y colocación de los valores
- Gestión y administración de las operaciones titulizadas en Fondos de Titularización.
- Amortización de la emisión, liquidación de fondo y extracción del remanente a favor del cedente.

Existen varias características que debe reunir el conjunto de créditos para ser securitizados:

- Igualdad de documentación para la fácil verificación, información a los inversionistas y transferencia de responsabilidades del originador.
- Antigüedad y antecedentes pago. Manifiesta que los niveles de mora son más altos en los primeros años, por ende las carteras o créditos más antiguos poseen menor tasa de morosidad y brindan un nivel menor de pérdida futura por lo que es más comercial.
- Debe tenerse en cuenta detenidamente los factores que acrecientan la complejidad para la securitización que son: La tasa de interés flotante de los activos; contratos que posibiliten al deudor rectificar los plazos de pago; gran

tamaño de activos comparados con el total del pool o portafolio; y poca frecuencia en las fechas de pago, pues de esta manera bajaría con el atractivo del inversionista que los compra con la expectativa de tener mejores beneficios como lo es recibir rendimientos altos a corto plazo y con certeza. Es por eso que se ha decretado como derecho que el inversionista deba conocer los factores que pueden afectar al pago del activo o a su rendimiento, como son: tasa de interés, antigüedad del activo, antecedentes de morosidad, vencimiento, diversidad geográfica, procedimientos de creación y colocación, entre otros.

3.2 Origen de la titularización en el Ecuador

El término “Securitization” es el termino de donde proviene la titularización, que descende del anglicismo “Securities”, valores o títulos- valores, debido a que es en Estados Unidos el lugar donde se ha desarrollado con más amplitud y profundidad este mecanismo financiero, el cual en su etapa concluyente es decir en la emisión de valores se realiza en el mercado bursátil.

En países como Chile, España, México el concepto de titularización abarca a una estructuración financiera de los flujos de caja procedentes de los activos que respaldaran la emisión de valores en el mercado bursátil.

Varias actividades económicas pueden ser los activos de respaldo, entre los activos que pueden titularizarse podemos mencionar: Préstamo para adquisición de vehículos, cartera de tarjetas de crédito, flujos de caja de peajes, cartera hipotecaria, etc.

La idea planteada es la transformación de estos activos con liquidez restrictiva en activos financieros transables. La emisión de valores se encuentra respaldada por los activos que se estructuran financieramente, es decir que servirá para realizar el pago de interés y capital de los valores que serán adquiridos por los inversionistas.

Como ya se mencionó anteriormente fue en la década de 1930 que la titularización se utilizó en Estados Unidos de América, iba dirigido a el sector de la construcción de vivienda el cual pasaba por una crisis debido a las altas tasas de interés y por la política de gobierno que le asignaba techo a las tasas que podían cobrar los bancos por sus préstamos, comprometiéndose así el respaldo del ahorro público y la solvencia de las entidades financieras.

En el Ecuador no fue hasta 1935 que se estableció en Guayaquil la Bolsa de Valores y Productos del Ecuador, con una breve existencia desde mayo de 1935 a junio de 1936, y esto se debió a la limitada oferta de títulos de valores, la poca eficacia de ahorro en el país en esa década.

El 28 de Mayo de 1993 la primera Ley de Mercado de Valores fue emitida y su más reconocida ayuda fue la constitución de las casas de valores en lugar de los agentes de bolsa, administradoras de fondos, del depósito centralizado de valores, y la modificación de las bolsas de valores de compañías anónimas a corporaciones civiles sin fines de provecho.

Años más tarde una nueva Ley de Mercado de Valores derogo a la de 1993 y la que se encuentra vigente actualmente. Según esta ley, existe un encargado de regular la actividad del mercado de valores y establecer su política y se trata del Consejo Nacional de Valores que está presidido por el Superintendente de Compañías.

En Ecuador el mercado de Valores no es próspero y es muy restringido. Según ciertos datos estadísticos de las dos Bolsas de Valores, la de Quito y Guayaquil, solo un 8.9% de PIB es lo que representaron sus operaciones en el periodo del 2006-2011, el año siguiente la situación no fue favorable ya que los montos negociados cayeron más de 1.300 millones de dólares.

En el Ecuador el progreso de los mercados financieros ha sido muy nuevo e incluso teniendo una vinculación directa con la bolsa de valores, este tampoco ha tenido un progreso notable. El inestable camino por el que se encuentra la economía, política de los últimos años, sumándose a esto la carencia de cultura económica y conocimiento del tema, han sido razones

principales que han afectado al desarrollo de dicha actividad. Es por esto que es esencial motivar la cultura del ahorro y la inversión mediante el desarrollo de la bolsa de valores y para aquello se necesita tener conocimiento de los beneficios que ofrece y también sobre los riesgos que se pueden afrontar.

Las legislaciones de la institución jurídica de la titularización, es fundamental para la internacionalización de los flujos de ahorro e inversión, la que ha venido resultando por la conformación de inversionistas institucionales, administradores profesionales y por la demanda de capital de riesgo de procedencia no bancaria.

Podemos mencionar que el desarrollo de la intermediación financiera ha sido próspero en comparación a la misma bolsa de valores. Pese a esto, hemos visto una corta evolución de este tipo de inversiones, que sigue siendo lento e incipiente.

Es importante señalar que dentro del Mercado de Valores Ecuatoriano, el producto que más aceptación ha tenido es la titularización, la razón de este fenómeno se expondrá cuando conozcamos las ventajas y desventajas de las titularizaciones frente a otros procesos de financiamiento

3.3 Proceso de titularización

Para entrar a conocer al proceso de titularización en el Ecuador, se debe estar consciente que es un producto que se oferta en un mercado específico, este mercado es el mercado de valores.

El mercado de valores en el Ecuador carece de participación activa, al menos si se lo compara con otros países incluso de la región con Perú o Colombia, es una herramienta o mercado de movimiento de capital no explotado en el Ecuador.

3.3.1 Mercado de Valores

Es aquella parte del mercado financiero que agrupa a oferentes e inversionistas de valores sin la participación de intermediarios financieros. Los oferentes se encargan de financiar y pueden ser, entre otros, los organismos gubernamentales, compañías financieras y del sector real de la economía; aparte, los demandantes de valores son inversionistas y grandes fondos o instituciones de inversión llamados inversionistas institucionales.

3.3.2 Características del mercado de valores

Lo conforman tres segmentos: el bursátil, el extrabursátil y el privado. Cada uno de ellos posee diferentes limitaciones y participes por diferentes resoluciones, de acuerdo a lo establecido en la Ley de Mercado de Valores expedida en Julio de 1998.

3.3.3 Mercado bursátil

Está integrado por demandas, ofertas y negociaciones de valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores y en las bolsas de valores, que han sido realizadas por los intermediarios de valores asignados.

Este mercado está conformado por la Bolsa de Quito y la Bolsa de Guayaquil; también existió la Bolsa de Cuenta (SATI) pero esta cerró en el primer semestre de 1997.

3.3.4 Mercado extrabursátil

Cuenta con la participación de intermediarios de valores autorizados e inversionistas institucionales, se desarrolla fuera de las bolsas de valores, posee valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores.

3.3.5 Inversionistas institucionales

Está constituido por las entidades del sistema financiero: públicas y privadas, las mutualistas de ahorro y crédito para la vivienda, las cooperativas de ahorro y crédito que hagan intermediación financiera con el

público, las compañías de seguros y reaseguros, las corporaciones de garantía y retro garantía, las sociedades administradoras de fondos y fideicomisos, con el fin de que el giro principal de aquellas sea la realización de inversiones en valores u otros bienes y que el volumen de las transacciones u otras particularidades posibiliten calificar de significativa su participación en el mercado.

La casa de valores es por donde operan en el mercado bursátil los inversionistas, cuando fuere el caso, y en el mercado extrabursátil a través de operadores, bajo responsabilidad solidaria, los mismos que tendrán que ser notificados en el Registro de Mercado de Valores (Banco Central Ecuador dpto. inv.)

3.3.6 Mercado privado

Son negociaciones hechas directamente entre el comprador y el vendedor, sin la participación de intermediarios de valores o inversionistas institucionales, sobre valores inscritos, son producto de transferencias de acciones originadas en fusiones, escisiones, herencias, legados, donaciones y liquidaciones conyugales o de hecho.

2.3.6 ESTRUCTURA DE MERCADO DE VALORES ECUATORIANO



FUENTE: SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS

FECHA: DIC 2011

ELABORADO POR: SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS

3.3.7 Rol de las bolsas de valores en la economía

Es muy importante saber de las bolsas de valores para estudiar la titularización ya que es donde se negocian los títulos valores, en el Ecuador Las Bolsas de Valores nos llevan a conocer al capitalismo puro, a pesar de esto no solo está implicada en el ámbito material sino también en el social, tiene varias funciones, por ejemplo:

Función de inversión.- Siendo parte del Mercado Financiero concede canalizar directamente el ahorro hacia la inversión productiva, proponiendo a las empresas una opción de financiamiento y a los ahorristas una oportunidad de inversión.

Función de Liquidez.- Las bolsas posibilitan a los ahorristas a conformar el desarrollo económico mediante la participación en la gestión de las empresas, ya que al adquirir acciones se transforman en socios de ellas.

Función de valoración.- Aprueban de manera eficiente, ágil y confiable, de valorar los activos de una entidad a precios de mercado; es decir, exhibe el valor de las compañías según sus rendimientos.

Función informativa.- Las bolsas de valores son consideradas como el barómetro de toda situación económica y social. Estas dan a conocer de manera ágil y eficaz el rendimiento de las empresas, también demuestran la eficacia de sus directivos y rinde como control entre los accionistas y el público en general.

Función de protección del ahorro frente a la inflación.- Esta función posibilita a la Bolsa de Valores que al momento de que el ahorrista se transforme en accionista, mantenga su ahorro frente a la inflación, y esto sucede debido a que en una eventual inflación, la empresa acrecentara sus flujos, por ende el valor de sus acciones también aumentan.

Función de creación de capital.- Admite el desencadenamiento y el crecimiento de las empresas al conectarlas directamente con los inversionistas.

Función de Circulación.- ayuda a una fácil circulación y movilidad de la riqueza mobiliaria, es considerada de suma importancia en la actualidad. Gracias a la emisión de títulos, la inversión de bienes mobiliarios que es muy utilizada en las economías subdesarrolladas, se ha transformado en inmobiliaria en los países más desarrollados.

Para entenderlo de mejor manera, es necesario conocer lo que es un Mercado Financiero, un Mercado Financiero es el lugar donde los fondos, es decir el dinero, se transfiere de manera directa productos financieros y a quienes tienen disponibilidad hacia quienes lo necesitan a través de varios mecanismos. Podemos definir una estructuración del mercado financiero:

- Mercado de deuda mediante la emisión de bonos, como los certificados de tesorería que realiza el Ministerio de Finanzas.
- Mercado de Acciones con la emisión de acciones, tiene la finalidad de capitalizar a las empresas, citando ejemplos claros tenemos las acciones que pone a la venta la Cervecería Nacional y La Favorita.
- Mercados Primarios, se encarga de emitir o crear documentos negociables nuevos, como las acciones y bonos.
- Mercados Secundarios, lugar de intercambio de documentos preexistentes, es decir que se pone en venta los documentos ya existentes, mas no lo existe la creación de ellos.
- Mercado de Dinero, es decir que los documentos valorados poseen un límite de vencimiento inferior a un año.
- Mercado de Capitales, es decir que los documentos valorados posees un plazo de vencimientos superior a un año.

Enfocarse en la Bolsa de Valores y en Mercados financieros resulta una temática muy amplia y compleja, pero sin lugar a dudas es esencial y decisiva, para que sea conocido como Política de Estado, es porque si nuestro país realizaría un plan estratégico con el objetivo de salir del Subdesarrollo, esta actividad se transformaría en una de muchas alternativas para el crecimiento y desarrollo de la producción, y esto lo determinamos ya que no solo generaría crecimiento empresarial y económico sino también fuentes de empleo en el área productiva. Es por esto que sería recomendable que nuestro país tenga prioridades en su desarrollo, y que haga a través de medios de comunicación, incentivando el estudio práctico de este tema en los colegios y universidades, planificando la ejecución de cursos y seminarios a todas las empresas, ya sean grandes, medianas o pequeñas para que de esta manera dominen e inviertan en el mercado financiero y desarrollen la bolsa de valores uso de juegos financiero y alcanzar una mayor liquidez de la que ofrecen otras alternativas. En la actualidad, la globalización financiera ha avanzado, es decir, hoy en día podemos observar que no

existe una traba en el mercado por la distancia o la moneda con la que se trabaje, ya que el adelanto tecnológico ha logrado entrar en el mercado y tener acceso a dichos problemas del pasado, es por esto que podemos observar la transformación de los servicios financieros, por la integración creciente de los mercados financieros locales al mercado global.

Un gran avance hemos observado, ya que en el pasado las instituciones de crédito eran las encargadas de realizar la mayoría de operaciones financieras, mediante la captación de depósitos y el otorgamiento de créditos, pero en la actualidad es más común y frecuente que el ahorro y el crédito se lleven a cabo a través de instrumentos del mercado de valores, el cual se lo alcanza a través de un acceso tecnológico desde cualquier parte del mundo.

La bolsa de valores es una de las incidencias más utilizadas que tenemos en el área virtual, debido a que su procedimiento se realiza casi el 90% gracias a la tecnología, esto hace que los inversionistas o quienes emiten títulos estén pendientes a cada segundo de su inversión realizada en la bolsa de valores, este es uno de los grandes mecanismos que el mercado financiero ofrece al inversionista.

Debemos enfatizar que el uso de la emisión de títulos no solo lo utilizan las empresas, sino también las alcaldías a través de los municipios, para citar un ejemplo podemos mencionar que en San Salvador se colocó un monto total de \$10.5 millones, a través de la bolsa de valores de El Salvador, dicha emisión atrajo a dos inversionistas privados, por lo que más del 20% de la emisión fue comprada por inversionistas extranjeros, beneficiando a las futuras emisiones, ya que se espera colocar títulos de al menos tres municipios más en el 2013. (Eduardo Alfaro, gerente general de Hencorp Valores 23 de Febrero 2013 revista el Mundo).

Si sucediera lo anterior mencionado en nuestro país, las políticas económicas que existen de la salida de divisas, si un municipio emitiera títulos y las empresas que tienen liquidez para invertir, al ver esta posibilidad aprovecharían ya que no solo gana el municipio al contar con el

debido respaldo de financiamiento para una obra, también gana la sociedad y la empresa que compra dichos títulos, esto se debe a la mejor tasa de interés que la bolsa ofrece.

3.4 Etapas del proceso a seguir en el Ecuador

Para llevar a cabo una titularización es necesario conocer los siguientes pasos:

3.4.1 Etapa I

Ilustración del proceso al originador: Es el periodo preliminar donde un agente estructurador, es decir la titularizadora, es elegida por el originador, y es en esta etapa donde el originador conocerá de toda las intervenciones del proceso, también es necesario que dicho agente de a conocer las ventajas y desventajas que suceden durante el proceso, sumándose a esto la documentación requerida en el mismo.

3.4.2 Etapa II

A través de una simulación de rentabilidad se efectúa una evaluación financiera para el inversionista, y con la conclusión de esta estimación se adquiere una propuesta inicial de estructuración. En el ámbito judicial, también se procede a realizar una evaluación jurídica donde se considera de acuerdo a la legislación vigente las condiciones legales del proceso y la factibilidad de titularizar.

En las titularizaciones inmobiliarias es necesario examinar el bien inmueble con la finalidad de decretar su potencial de valorización, el objeto al que se va a destinar y por ultimo las ventajas y desventajas de su ubicación.

Por lo tanto los resultados de los análisis realizados anteriormente decretan la factibilidad de titularizar el activo y además el interés que exhibe el originador y el estructurador durante el proceso.

3.4.3 Etapa III

Durante esta etapa, luego de haber conciliado ambas partes, y de realizar los análisis mencionados, comienzan las funciones del estructurador y originador, las que podríamos ramificar en las siguientes etapas:

- El diseño, emisión, patrimonio autónomo son estructurados.
- La preparación de los documentos.
- Elección fiduciaria y trato con firmas comisionistas de bolsa
- Análisis del mercado
- Destinación de documentos a la superintendencia de compañía de valores, calificadora, bolsa.

3.4.4 Etapa IV

Las entidades supervisoras y calificadoras se encargan de dar su juicio mediante observaciones al proceso, esto sucede luego de que la documentación solicitada sea presentada ante las entidades. Las observaciones del proceso serán de conveniencia para el estructurador ya que podrá realizar los cambios necesarios y también para que realice la negociación cuando ya se haya aprobado la oferta pública.

3.4.5 Etapa V

Luego del aviso de la oferta pública se procede a la Emisión de títulos y por último la colocación del mismo.

Es necesario que las cinco etapas anteriores se realicen en orden cronológico para alcanzar el desarrollo de los procesos de titularización.

Realizando un resumen del proceso determinamos que:

Los activos de un patrimonio autónomo son trasladados mediante una cesión a favor de la administradora de fondos y fideicomisos por el originador. Dependiendo de la clase y la calificación de riesgo la fiduciaria valora la cartera de crédito respaldada por una calificador de riesgos que es quien emite los análisis y son otorgados por el originador, además han sido desarrollados basados en las reglas decretadas por la Superintendencia de Bancos y Seguros.

Luego de haber obtenido dichos informes, la fiduciaria o agente de manejo realice un estudio detallado del índice de siniestridad general de la cartera de crédito, con el objetivo de adquirir la autorización para la emisión. Es necesario que el análisis realizado sea un trabajo muy bien preparado y que destelle:

- De la cartera total, es necesario que se emita un estimado de cartera castigada de los últimos tres años, aislando a la cartera recuperada, debemos mencionar que según el artículo 95 del inciso quinto del Código de Procedimiento Civil, que establece en asuntos de cesión para procesos de titularización, que no se solicita de aviso a los deudores de la cartera de créditos titulizada, ya que se transmiten de pleno derecho los activos y garantías, sin tramites complementarios.
- Porcentaje de 30, 60 ó 90 días de los últimos tres años de la cartera total morosa.
- Distribución de cartera, en lo que respecta a montos y plazos tomando en cuenta las particularidades a continuación: tipos de garantía, relación entre el monto del crédito, tasa de interés y el monto de garantía.
- Considerar las garantías y coberturas que respalden los créditos, también como la capacidad y exigencia de las mismas.
- Diagnosticar durante un periodo que será igual al del plazo de la emisión de los valores derivados de la titularización, los flujos próximos que resultaran de la cartera.

- Componentes requeridos para otorgar el crédito originador de la cartera, como lo es el tiempo de asociación del cliente con la entidad.
- Desarrollo de un análisis de variación de los flujos próximos de la cartera, determinando en qué posición se encuentra, sean estos pesimistas, moderado, optimista, y mostrando las posibilidades de entrar en dichas posiciones.

Según el artículo 14 del Capítulo V de la titularización, del Título III de la Oferta Pública de Valores, de la codificación de resoluciones del CNV, establece que para evaluar el índice de siniestralidad se debe distinguir la cartera nueva de aquella que tiene tres años y más.

El representante legal del agente de manejo se encarga de pedir por escrito a la Superintendencia de Compañías que otorgue la oferta pública y el registro en el Mercado de Valores que corresponde, esto sucede luego de haber determinado el análisis de la cartera que se intenta titularizar, junto a su rentabilidad. Es obligación anexar los documentos de información general establecidos en el Reglamento de Procesos de titularización imputable a originadores de derecho privado, entre ellos están:

- Prospecto de Oferta Pública.- Abarca contenidos generales de la emisión como el nombre del agente de manejo, el originador, calificación de riesgo de la emisión, y más establecidos en el artículo 11 del reglamento ya antes mencionado, el que tiene como objetivo dar a conocer a los inversionistas las particularidades necesarias para que decidan en invertir en este proceso.
- Puntualización de los próximos flujos que generara la cartera a titularizarse.
- Ofrecer garantías que establezcan 1.5 veces el índice de siniestralidad.

- Afirmación juramentada sobre la veracidad del contenido en el prospecto de oferta pública por parte del Agente de Manejo.

En todo proceso de titularización se debe mostrar estos documentos. Sin embargo, existen otros más específicos para la titularización de cartera de instituciones del sistema financiero, y son: señalamiento de la cantidad de la emisión que no puede sobrepasar del 100% del valor de la cartera, Acreditación sobre la cartera, mostrando el índice de siniestralidad de los flujos y legitimación del originador.

La Superintendencia de Compañías recibe la solicitud con toda documentación, y esta emite un dictamen que afirma o niega la emisión y su inscripción.

Es importante mencionar que ni la Superintendencia de Compañías ni el Consejo Nacional de Valores recomiendan alguna suscripción o adquisición de valores, ya que en el artículo 15 de la Ley de Mercado de Valores determina que las solicitudes de oferta pública tienen que tener la autorización conferida por las entidades antes mencionadas mas no tienen que poseer algún tipo de recomendación por parte de ellas y peor aún algún pronunciamiento en sentido alguno de su precio. Pero entonces ¿Cómo impedir un “aval” de la emisión?

Una vez que se haya obtenido la autorización se procede a la inscripción del Registro de Mercado de Valores, para poder intervenir en el mercado bursátil se necesita como requisito que dar a conocer a los inversionistas la información que le sea requerida por el ente regulador del mercado bursátil.

Después de la autorización e inscripción continua la emisión de títulos de valores, los cuales pueden ser nominativos o a la orden, solamente negociables con la bolsa de valores, y que son de tres tipos, según el artículo 147 de la Ley de Mercado de Valores.

- **Valores de Titularización de contenido de renta fija o crediticio:** Es el capital que se invirtió más una utilidad pactada y son entregados a los inversionistas.
- **Valores de titularización de participación o valor de renta variable:** Es la prorrata de la inversión sobre el patrimonio autónomo que el inversionista tiene.
- **Valores de titularización Mixtos:** Es la combinación de los dos anteriores.

El agente de manejo o el originador son los encargados de garantizar a los inversionistas el proceso de titularización, por lo que ellos sentirán respaldo ante los siniestros o distorsiones en los flujos que impiden ejercer los derechos a su favor. En base a los parámetros del Consejo Nacional de Valores los índices de siniestralidad y de desviación pueden ser calculados.

En el artículo 150 de la Ley de Mercado de Valores podemos encontrar los mecanismos de garantías y sus funciones, como lo es cubrir los riesgos de emisión y esto a su vez mejora la calificación de riesgo junto al precio y la colocación de la emisión, entre otros como:

- Subordinación a la emisión, el que realiza dos emisiones simultáneas: es una de las principales, en donde los títulos- valores son senior o títulos- valores privilegiados y se le tiene que pagar puntualmente el capital e intereses ofrecidos. Por su parte una emisión de títulos-valores juniors o subordinados cubren la siniestralidad o el riesgo de liquidez de los senior, y se pagan cuando ya se ha concluido con los privilegiados. Los títulos subordinados son solicitados por el originador o inversionistas.
- Sobrecolateralización, se basa en la transferencia al fideicomiso, una cantidad superior a la suma total de los activos a titularizarse, que pase en 1.5 veces el índice de siniestralidad.

- Exceso de flujos de fondos, a través de este se constituye un fondo de garantía que puede ser la diferencia entre el porcentaje ofrecido al inversionista y el rendimiento recibido de los activos transferidos al fideicomiso o con dinero en efectivo que lo puede concurrir el originador. Según el Artículo 150 de la ley de Mercado de Valores junto al artículo 8 del Reglamento sobre procesos de titularización.
- Sustitución de activos, esto sucede cuando los activos fideicomitados padece un desgaste, debido a esto nuevos activos sustituirán los de mala calidad, el originador se verá obligado a realizar estos cambios que le son restituidos y continúan su administración.
- Contratos de apertura de crédito, al patrimonio de propósito exclusivo se le concede una línea de crédito por parte de una institución financiera, esto será de uso si es que existe un pobre rendimiento de los flujos de los activos acorde a lo ofrecido a los inversionistas.
- Garantía o aval, una garantía a favor del patrimonio con propósito exclusivo es otorgada por una institución financiera o un tercero, esta se realiza si es que llega a existir una falla en los pagos de los valores titularizados.
- Garantía bancaria o póliza de seguro, son realizadas con el propósito de respaldar el patrimonio de propósito exclusivo al ejecutarse el siniestro que se garantiza o asegura.
- Fideicomiso en garantía, si es que llega a darse situaciones de siniestralidad establecidos en el contrato de constitución de fideicomiso el originador compone otro fideicomiso a donde se trasladan los activos que garantizarán los pagos a los inversionistas.

3.4.6 Inscripción en registro de mercado de valores

Una oferta pública puede ser efectuada siempre y cuando haya cumplido con la presentación a la Superintendencia de Compañías de la información que se dará a conocer a continuación, la cual el agente de manejo deberá realizar un estudio, análisis y verificación.

La información requerida para todo tipo de titularización se detalla a continuación:

- Solicitud de autorización de oferta pública y de inscripción en el Registro de Mercado de Valores, las que tienen que ser respaldada por el representante legal de la administradora de fondos y fideicomisos y firmada por el abogado patrocinador, incluyendo el monto solicitado de autorización de la emisión.
- Prospecto de oferta pública
- Documento que especifique los montos y la manera en que se han establecidos los flujos futuros de fondos que se generaran, tiene que tener el tiempo de vigencia de los valores emitidos en el proceso de titularización.
- Facsímile del valor, si es que llegase a emitirse títulos en el proceso de titularización.
- Escritura pública que incluya el mecanismo utilizado en el proceso de titularización.
- La Superintendencia de Bancos emite criterio positivo sobre el proceso de titularización, siempre y cuando el originador sea parte de una institución sometida a su control.
- Estatutos de gestión que deberá servir como documento encargado de la escritura pública del mecanismo de titularización.

- Proclamación juramentada del representante legal del agente de manejo sobre la autenticidad del contenido en el prospecto de oferta pública.

Los documentos anteriormente mencionados son fundamentales para realizar la autorización de la emisión y de la oferta pública de la titularización, y para la inscripción de los valores en el Registro del Mercado de Valores.

3.5 Aspecto Legal

3.5.1 Reglamentación nacional e internacional

Según Eugenia Correa la regulación se define como el grupo de leyes y normas establecidas por las autoridades gubernamentales para estabilizar los intermediarios financieros y sus operaciones, con la finalidad de eludir las crisis financieras y económicas.

Por su parte la desregulación, es la amplia distancia que existe entre las autoridades financieras del intermediario y sus operaciones, otorgando una independencia en sus acciones.

El Ecuador ha tenido su primera fase para llegar a la globalización financiera, se ha catalogado de esta manera ya que las leyes y regulaciones económicas y financieras se han alineado con la concepción de desregulación financiera, interfiriendo en la internacionalización financiera.

Ramón Sánchez Tabares, manifiesta que un desorden en los mercados financieros es lo que ha provocado la globalización financiera y que ha impulsado las pérdidas de control de las autoridades nacionales frente a las operaciones financieras desarrolladas en un contexto internacional desregulado y la carencia de una autoridad universal reconocida.

Existe una gran diferencia entre la internacionalización y la globalización económica-financiera, puesto que la internacionalización conserva la soberanía económica, por su parte la soberanía de globalización

económica-financiera se ve comprometida, ya que no es posible la intervención de los gobiernos con sus políticas al haber accedido la liberación, apertura y desregulación financiera total.

3.5.2 Ley general de instituciones del sistema financiero

La ley General de Bancos fue sustituida en el año de 1994 por la vigente Ley General de Instituciones del Sistema Financiero, abarcando el proyecto de modernización del país y respecto a las recetas financieras internacionales.

Algunos aspectos de esta nueva ley son los siguientes:

- Introducción del concepto de banca universal, lugar que ha logrado que varias actividades de intermediación financiera se concentren en una misma institución.
- Regulación de la apertura y cierre de entidades, lo que favorece a la competencia.
- Da origen a la inversión extranjera.
- Determinación de más requisitos y normas que obliguen la supervisión y control.
- Reduce el costo social, permitiendo el cierre de entidades financieras en quiebra.

En el año 1999 la crisis en el Ecuador dio a conocer la urgente necesidad de una ley que se dirija hacia la nueva arquitectura financiera, gestionando un adecuado sistema de supervisión y control, que mediante el caso del cierre inesperado del Banco de los Andes en el 2007, puede apreciarse como deficiente.

La ley mencionada anteriormente al referirse a la participación de la banca en el mercado de valores, hace alusión a la Ley de Mercado de Valores y así lo declara el artículo 1:

Artículo 1 (Insiso6).- La Superintendencia de Bancos será la supervisora del cumplimiento de las normas de la ley de Mercado de Valores que la sociedad controladora de un grupo financiero y las entidades financieras realice en las ofertas públicas de valores y su registro.

Cabe recalcar que entre las asignaciones de control de la banca, en los aspectos de estructuración, administración y operación, el control lo hace la Superintendencia de Bancos y la Junta bancaria pero entre estos no se localiza alguna sobre procesos de titularización.

La ley General de Instituciones del Sistema Financiero dictamina la autorización legal que los bancos tienen que obtener para que se les posibilite involucrarse en el Mercado de Valores. Sin embargo una vez ya dentro, se deben regir a la Ley de Mercado de Valores y las regulaciones del Consejo Nacional de Valores. Según el artículo 4 del Reglamento General a la Ley de Mercado de Valores, las disposiciones son reglas que todos los participantes en el Mercado de Valores deben cumplir.

Sumándose a esto, aparte de regirse a la Ley de Mercado de valores, el sistema financiero es normalizado a estándares internacionales impuestos por el Comité de Basilea, que son agrupados por la Junta Bancaria en sus disposiciones. Así lo dictamina el artículo 47 de la ley.

Artículo 47.- Las instituciones del sistema financiero tiene la responsabilidad de conservar el conjunto de relaciones técnicas que constituya la Junta Bancaria mediante los estándares internacionales, especialmente el del Comité de Basilea, con la finalidad de mantener su solvencia.

Los bancos con actividad internacional son los principales implicados en las normas emitidas por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea al menciona el artículo 47, debido a su índole de tratado internacional, el cual tiene como prioridad la supervisión para resguardar la seguridad del depositante. Basilea II también decreta normas para regular los procesos de titularización en donde el emisor es la banca privada y se designa como posición de titularización.

Es fundamental que los bancos soliciten información a los supervisores para que de esta manera no surjan inconvenientes en la calificación de otras operaciones como los procesos de titularización, lo cual concuerda con el artículo 143 último inciso de la Ley de Mercado de Valores que posibilita la autorización de procesos de titularización de activos por parte del Consejo Nacional de Valores y la Superintendencia de Compañías.

Según Basilea II, la titularización puede estar compuesta de distintas formas, demostrando los principales componentes; como la forma común que demuestra que el pago a los inversionistas varía según los flujos de capital y los resultados que se obtengan de los mismos, y no están sujetos al proceder del emisor, lo que refleja que en una titularización de cartera de la banca conformada por títulos de la misma banca como acreedora. Ejemplo: Algún acuerdo de una negociación con reserva de dominio y pago de cuotas mensuales por 3 años desde el día de hoy. El valor que se paga en un futuro a los inversionistas se deriva de los pagos que los deudores realicen a la cartera.

La otra forma de estructuración es la sintética en la que actúan dos partes, la primera es un principal y el otro un colateral. Para cubrir el riesgo del crédito es vital contar con una garantía.

En el artículo 51 de la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero se menciona que la banca privada podrá intervenir en el mercado de valores solo mediante las siguientes condiciones y operaciones:

- En la emisión de obligaciones y cédulas que se encuentren avaladas por sus activos y patrimonios, las obligaciones que posean emisión propia deberán ser reglamentadas por lo descrito en la Ley de Mercado de Valores.
- Cuando hayan negociaciones de letras de cambio, pagarés y otros documentos que conlleven a la obligación de pagos por créditos derivados de alguna venta, también cuando exista un anticipo de fondo y posea los documentos mencionados

- En las negociaciones de documentos derivados de transacciones del exterior.
- En la negociación de títulos, valores en los cuales se debe deducir las letras documentarias acerca del exterior o anticipos de las mismas.
- Cuando exista la conservación , adquisición o enajenación de valores de renta fija por cuenta propia según lo dispuesto por la Ley de Mercado de Valores , además de otros títulos de crédito que estén establecidos en el Código de Comercio , como los valores que son representativos de derechos sobre los mismos, incluso contratos fijos u opciones de compra-venta, se podrá también realizar transacciones derivadas del mercado de dinero; podrán intervenir en las negociaciones del mercado de valores extrabursátil siempre y cuando se conserven los valores contenidos en la letra y en las operaciones derivadas.

Cuando existan operaciones realizadas a nombre de terceros, o en una venta y distribución a la gente en general de los valores, se deberán realizar mediante una casa de valores o por medio de una transacción extrabursátil

- En la emisión de obligaciones que estén respaldadas por la cartera de crédito hipotecaria siempre y cuando estén derivadas de operaciones activas con respecto al crédito
- Responsabilizarse por la colocación o emisión de acciones u obligaciones.

Créditos para el consumo, comerciales o hipotecarios son cedidos por parte del banco que interviene como intermediario financiero, en el mercado extrabursátil. Los títulos que abarcan tales prestamos u obligaciones de pago son las letras, pagares, contratos, entre otros, los que pueden ser emitidos por la misma institución financiera o adquirida a través de factoring, cesiones o endoso, y son colocados en el mercado bursátil mediante la negociación de la bolsa de valores. Los documentos

anteriormente mencionados son agrupados de acuerdo a sus particularidades en un pool o portafolio y transferidos a un fideicomiso y calificados por la calificadora de riesgo autorizada, también registrados en el Consejo Nacional de Valores, concluyendo son transformados en títulos-valores negociables en el mercado, consiguiendo así los bancos liquidez en forma rápida, a cambio de dichos títulos, esta liquidez se restablece en nuevos créditos.

Dicho proceso está regulado por la ya mencionada Ley de Mercado de Valores sus normas y resoluciones difundidas por el Consejo Nacional de Valores, por lo que es necesario analizarlos.

3.5.3 Ley de mercado de valores

Recapitemos al mercado de valores como el segmento del mercado de capitales que posibilita canalizar los recursos del sector público hacia sectores productivos, conocido también como mercado bursátil.

Anteriormente, el mercado bursátil se encontraba controlado por la ley 111 emitida en 1969, pese a esto no existía un próspero desarrollo en el mercado de capitales. Luego de un considerable tiempo, se envió el último proyecto de ley en la Ley de Mercado de Valores con carácter económico urgente al congreso, y fue aprobada para regir hasta el año 1998 sin convertirse en un respaldo tomado para el desarrollo del mercado, llevando al Ecuador a una dificultad respecto al desenvolvimiento bursátil comparado con el resto de América Latina.

Ya en 1998 el Congreso Nacional tomando en cuenta la pasada experiencia con la aplicación de la Ley de Mercado de Valores de 1993 y analizando que era “necesario actualizar y sustituir sus normas para facilitar el cumplimiento de los objetivos para los cuales fue expedida” decreto la nueva Ley de Mercado de Valores que tiene 238 artículos más las disposiciones transitorias y que se encuentran en vigencia actualmente.

A partir del año 2000 fue creada dicha ley debido a que la crisis provocada por el congelamiento de todas las cuentas de bancos generó una desconfianza en el sector financiero, por lo que no era fácil conseguir los

recursos de los cuenta ahorristas ni cuenta correntistas, y ni mencionar a los inversionistas mayores. Debido esto se empezó a emitir títulos de valores con respaldo de la cartera crediticia que la banca tenía a su haber.

Como vimos anteriormente la titularización es un proceso de modificación de activos, que resulta complejo negociar libremente, en títulos-valores, los cuales con facilidad adquieren la oferta pública en el mercado de valores para generar liquidez a su originador a cambio de ellos y son respaldados por el fideicomiso o patrimonio autónomo elaborado exclusivamente para este fin.

Según el artículo 140 de la Ley de Mercado de Valores en el reglamento sobre procesos de titularización, decreta que hay dos mecanismos para dicho proceso: Fondos colectivos de inversión y Fideicomiso Mercantil.

Es decir que no podría existir una titularización si no hay la asistencia de los títulos-valores emitidos a un fondo colectivo de inversión o a un fideicomiso mercantil o patrimonio autónomo según Basilea II, la cual tiene como objetivo aislar el riesgo de crédito del emisor, ubicando a este fideicomiso fuera del efecto de los acreedores del originador. De esta manera se encuentra atraído el inversionista con las garantías de estabilidad ofrecidas, por lo que el aporte al fideicomiso, es un requisito para las titularizaciones.

Los activos susceptibles de titularizarse, se encuentran establecidos en el artículo 143 de la LMV, y son:

- Valores representativos de deuda pública;
- Valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores;
- Cartera de crédito;
- Activos y proyectos inmobiliarios; y,
- Activos o proyectos susceptibles de generar flujos futuros determinables con base en estadísticas de los últimos tres años o en

proyecciones de por lo menos tres años consecutivos, según corresponda.

Reglamento General a la Ley Mercado de Valores.- Son operadores de valores bursátiles las personas naturales que actúan en el mercado por cuenta de las respectivas casas de valores 39La banca privada, e instituciones del sistema financiero titulariza cartera de crédito.

Estos activos deben reunir, las características siguientes:

- ser de propiedad del originador
- no encontrarse limitados en su dominio ni poseer gravamen alguno
- existir o que se espera que existan
- que conlleven la expectativa de generar flujos futuros de fondos o de derechos económicos.

Como se observa en el aspecto legal se debe de tomar en cuenta indiscutiblemente a la ley de mercados de valores y a la constitución de la República, son los parámetros que se debe considerar ya que son los entes reguladores, controladores y que básicamente rigen al mercado de valores y por ende a los procesos de titularización.

Los inversionistas necesitan tener nuevas opciones de financiamiento en el mercado, nuevas oportunidades de cómo sacar adelante su negocio y tener las herramientas adecuadas para generar un bien común en la comunidad, todo esto lleva un riesgo, una buena administración y normas muy estrictas que cumplir para lograr una mejora en la liquidez de la empresa.

La ley Mercado Valores tiene por objeto promover un mercado de valores organizado, integrado, eficaz y transparente, en el que la intermediación de valores sea competitiva, ordenada, equitativa y continua, como resultado de una información veraz, completa y oportuna.(Art 138 LMV)

En el Ecuador los procesos de Titularización se sujetan a las normas de Ley de Mercado de Valores en lo que le fueren aplicables. De acuerdo al

artículo 138 de la LMV, define que es el proceso mediante el cual se emiten valores susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil, emitidos con cargo a un patrimonio autónomo. Los valores que se emiten como consecuencia de proceso de titularización constituyen valores en los términos de la presente Ley.

No se podrán promocionar o realizar ofertas públicas de derechos fiduciarios sin haber cumplido previamente los requisitos establecidos por esta Ley para los procesos de Titularización.

El Organismo de Control del Mercado de Valores es la Superintendencia de Compañías, que por las funciones establecidas por la Ley de Compañías tiene entre sus atribuciones controlar los procesos del Fideicomiso de Titularización. Además del organismo de Control, existen otras entidades que intervienen en el proceso de titularización, como:

Bolsa de Valores se puede definir como los mercados organizados y especializados, en los que se realizan transacciones con títulos valores por medio de intermediarios autorizados, conocidos como Casa de Bolsa o Puestos de Bolsa. Las bolsas ofrecen al público y a sus miembros las facilidades, mecanismos e instrumentos técnicos que faciliten la negociación de títulos valores susceptibles de oferta pública, a precios determinados mediante subasta.

Calificadora de Riesgo es la Entidad que le imprime al título una gran seguridad, de manera que el inversionista pueda adquirirlo con la certeza de que los riesgos de su inversión han sido plenamente estudiados. Cuando se emite la calificación de riesgo, deberá indicarse que factores se consideraron para otorgarla y adicionalmente deberá referirse a la legalidad y forma de transferencia de los activos al patrimonio autónomo. Cabe recalcar que en la calificación de riesgos no se considera la solvencia del originador, del agente de manejo o de cualquier tercero. Sociedad 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 por la Superintendencia de Compañías.

3.5.4 Autorización para la emisión

Para obtener la autorización para la emisión de valores derivados de un proceso de titularización, se deberá entregar la siguiente información a la Superintendencia de Compañías:

- Solicitud de autorización de: oferta pública y la inscripción en el Registro de Mercado de Valores, debidamente suscrita por el representante legal de la Administradora de Fondos y con firma de abogado;
- Prospecto de oferta pública;
- Documento en el que se indique, los montos y la forma en que se han establecido los flujos futuros de fondos que se generarán, el cual deberá contemplar una proyección de por lo menos el tiempo de vigencia de los valores emitidos en el proceso de titularización;
- Indicar el o los mecanismos de garantía constituidos por el originador o por el agente La titularización en el Ecuador
- En caso de que en el proceso de titularización se emitan títulos, facsímil del título que contenga al menos lo siguiente:
 1. Nombre y domicilio de la Administradora de Fondos y Fideicomisos.
 2. Derechos incorporados en el título y las condiciones financieras del mismo.
 3. Fecha de expedición y plazo del título.
 4. Indicación si los valores serán nominativos o a la orden.
 5. Garantías de la titularización.
 6. Valor nominal de cada título.
 7. Indicación del rendimiento financiero, de ser el caso.
 8. Forma y término de redención y procedimiento para la liquidación, indicando los sitios en los que se cancelará.

9. Firma del representante legal de la Administradora de Fondos y Fideicomisos.
10. Nombre, dirección domiciliaria y de correo electrónico, teléfono y fax del Agente Pagador de tenerlo.
11. Indicación de que la gestión del Agente de Manejo es de medio y no de resultado.
12. Indicación de que el patrimonio autónomo constituido es el que respalda los valores emitidos.
13. Número secuencial y cantidad de valores que representan el título.
14. Fecha y número de resolución de inscripción del fideicomiso mercantil y del valor.
15. Calificación inicial de riesgo. La calificación de riesgo de los títulos será objeto de actualizaciones periódicas por parte de la compañía calificadora de riesgo, conforme a la ley, la cual podrá ser conocida por el inversionista a través del Registro del Mercado de Valores y de las publicaciones en la prensa escrita indicando el diario o diarios escogidos que de acuerdo con la Ley de Mercado de Valores y el reglamento de Calificación de Riesgo debe efectuar la compañía Calificadora de Riesgo.
16. El contrato de fideicomiso mercantil que da origen al proceso de emisión de valores derivados de una titularización.
 - Declaración juramentada del representante legal del Agente de Manejo acerca de la veracidad de la información contenida en el prospecto de oferta pública.
 - Los demás requisitos establecidos para cada proceso de titularización en particular, La titularización en el Ecuador

La presentación de la documentación servirá para la autorización de la oferta pública de la titularización, para los efectos de inscripciones de la emisión y de los valores en el Registro de Mercado de Valores.

No se podrán promocionar o realizar ofertas públicas de derechos fiduciarios sin haber cumplido previamente los requisitos establecidos por la LMV para los procesos de titularización. (Art. 138 inc. 3 LMV)

Los procesos de titularización quedarán autorizados solamente cuando, luego de expedida la correspondiente resolución aprobatoria por parte de la Superintendencia de Compañías, se haya dado cumplimiento íntegro a lo que ella ordene. (Art. 13 RT)

3.6 ¿Qué se necesita para titularizar?

3.6.1 Escritura Pública del Fideicomiso Mercantil de Titularización

Todo contrato de fideicomiso mercantil debe otorgarse por escritura pública y deberá reunir los requisitos establecidos en la Ley.

El contrato de fideicomiso mercantil deberá contener por lo menos lo siguiente:

3.6.2 Requisitos mínimos

- La identificación del o los constituyentes y del o los beneficiarios;
- Una declaración juramentada del constituyente de que los dineros o bienes transferidos tienen procedencia legítima; que el contrato no adolece de causa u objeto ilícito y, que no irroga perjuicios a acreedores del constituyente o a terceros;
- La transferencia de los bienes en fideicomiso mercantil y la entrega o no cuando se trate de encargos fiduciarios;
- Los derechos y obligaciones a cargo del constituyente, de los constituyentes adherentes, en caso de haberse previsto su adhesión, del fiduciario y del beneficiario;
- Las remuneraciones a las que tenga derecho el fiduciario por la aceptación y desempeño de su gestión;
- La denominación del patrimonio autónomo que surge como efecto propio del contrato;
- Las causales y forma de terminación del fideicomiso mercantil;

- Las causales de sustitución del fiduciario y el procedimiento que se adoptará para tal efecto; y,
- Las condiciones generales o específicas para el manejo, entrega de los bienes, frutos, rendimientos y liquidación del fideicomiso mercantil.

3.7 Objetivos del proceso de Titularización

Los principales objetivos perseguidos de acuerdo a la Ley de Mercado de Valores Ecuatoriano son:

- 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 y sobre todo sin crearle valores que le signifiquen obligaciones o cuya solución represente cargo al patrimonio contable.
- Constituirse en un mecanismo orientado a la disminución del costo del dinero en el mercado.
- Posibilitar la disminución del costo del endeudamiento para la adquisición de vivienda e inmuebles, siempre que, además, se vayan creando otras condiciones que deben combinarse.
- Contribuir al desarrollo del mercado de capitales

3.7.1 Alcance de los objetivos

- Profundizar el mercado de capitales, a través de:
 1. Nuevos títulos
 2. Nuevos participantes

- Brindar una nueva alternativa de financiamiento a las empresas y como tal:

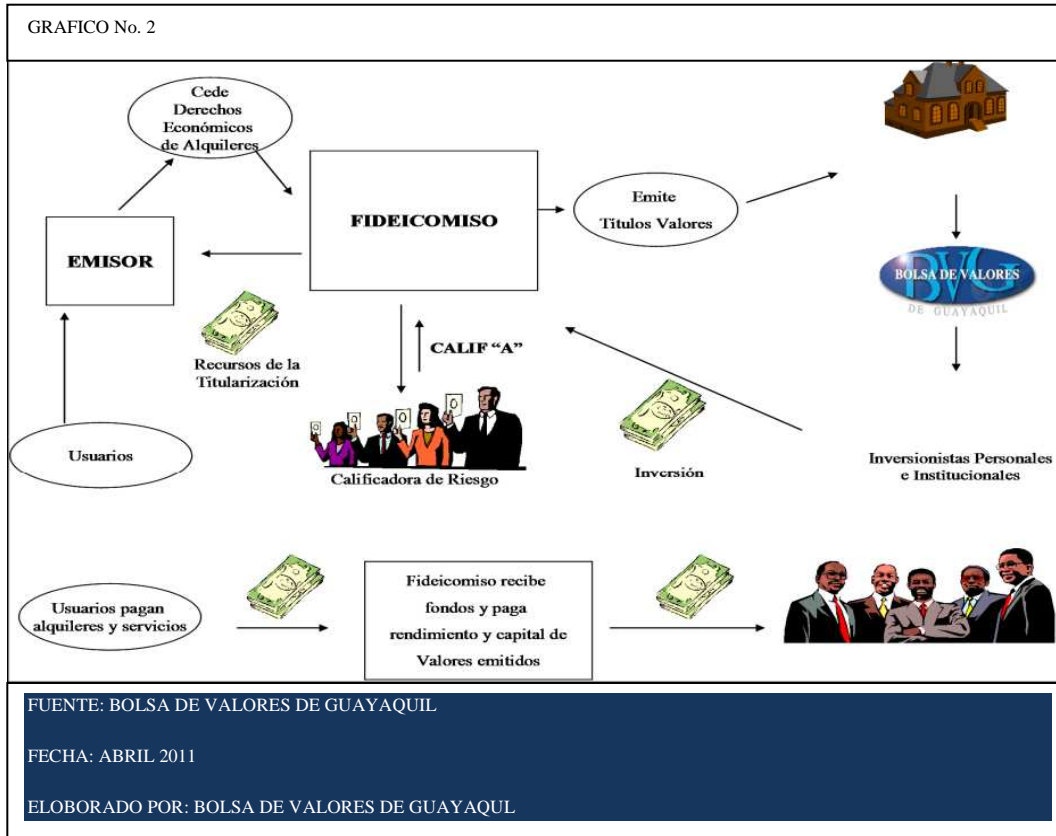
1. Potencia crecimiento de las empresas

2. Facilita ejecución de proyectos

3.8 Participantes de un proceso de Titularización

En el proceso de Titularización participan varios jugadores o participantes, cada uno con una función específica, que garantiza la realización de todo el proceso de acuerdo a lo estipulado en los contratos originados entre las partes y proporciona confianza a los futuros inversionistas.

Para diseñar un proceso de titularización hay que entender y distinguir las partes necesarias que deben intervenir en dicho proceso, las que se pueden observar en el gráfico:



3.9 Riesgo al participar en un proceso de Titularización

Tenemos que tener claro que en toda inversión existe un riesgo, la teoría nos dice que mientras mayor rentabilidad nos ofrezcan, mayor es el riesgo, el riesgo está asociado con lo que sucede en el ambiente macroeconómico, el sistema o el mercado y afecta a todos los valores de dicho ambiente, por lo tanto no puede ser controlado, eliminado o diversificado dentro de la misma atmósfera dado que depende de del manejo general del entorno.

El riesgo tiene su origen en factores que afectan en forma sistemática a la mayoría de empresas, como guerras, inflación, recesión y altas tasas de interés.

Por lo que se entiende por riesgo de mercado a la pérdida que puede presentar un portafolio, un activo o un título en particular, originada por cambios y/o movimientos adversos en los factores de riesgo que afectan su precio o valor final; lo cual puede significar una disminución del patrimonio que puede afectar la viabilidad financiera de la Empresas y la percepción que tiene el mercado sobre su estabilidad. Es decir, es la parte del riesgo de un valor que no puede eliminarse mediante diversificación porque se encuentran asociados a la Economía.

Otra manera de tener riesgo al invertir es cuando otras influencias en los resultados de las empresas que provienen de asuntos propios y únicos de la sociedad, del sector industrial al que pertenece, o de sus competidores cercanos, este riesgo no proviene del predominio del sistema económico o del mercado.

Los pleitos legales, huelgas, programas de comercialización exitosos o no exitosos, la obtención o la perdida de contratos de importancia mayor, y otros eventos exclusivos de una empresa en particular, debido a que los resultados reales de estos eventos son esencialmente aleatorios sus efectos se puede eliminar de una cartera si ésta se diversifica.

El riesgo propio o específico depende de las características específicas de la entidad o empresa emisora, de la naturaleza de sus actividades productivas, competencia de la gerencia, solvencia financiera.

Cuando un inversor compra títulos en el mercado de valores con el fin de reducir el riesgo, tiene sentido la diversificación si las rentabilidades de los diferentes títulos adquiridos no están correlacionados, o tienen distinto grado de correlación con el índice del mercado. En consecuencia, riesgo resulta irrelevante para el accionista, debido a que no aporta mayor rentabilidad esperada y puede ser eliminado fácilmente.

La Ley de Mercado de Valores del Ecuador, en sus artículos 139 al 159, señala claramente la posibilidad de que, tanto el sector público como el sector privado, puedan realizar procesos de titularización de activos, así como de su normativa general. La Ley da paso a que en el Ecuador se fomente un proceso de desintermediación financiera, en el que las diferentes iniciativas públicas y privadas, puedan atraer a inversores (ahorristas) nacionales e internacionales.

Para el caso del sector público, el Consejo Nacional de Valores expidió el “Reglamento para la Participación del Sector Público en el Mercado de Valores”, publicado en el Registro Oficial No. 296 del 30 de marzo de 2001.

El Título IV del Reglamento, referente a los “Negocios Fiduciarios”, señala la posibilidad de que entidades y organismos del sector público puedan constituir negocios fiduciarios, fideicomiso mercantil o encargo fiduciario. De igual manera, en el Título V del mismo Reglamento, “Disposiciones Especiales”, en su artículo 21, se indica que los contratos de fideicomiso mercantil podrán realizarse, entre otros, por el siguiente motivo:

“Titularización de activos de propiedad de la entidad pública constituyente, a través del fideicomiso mercantil o fondo colectivo, siempre y cuando se trate de activos cuyo dominio pueda ser transferido, de conformidad con la ley, por la entidad pública originadora y que genere o sean susceptibles de generar flujos de caja”.

Para el caso del sector privado, el Consejo Nacional de Valores expidió el “Reglamento sobre Procesos de Titularización Aplicable a Originadores de Derecho Privado”, publicado en el Registro Oficial No. 238 del 5 de enero de 2001. La Ley de Mercado de Valores, así como el Reglamento, en su artículo primero, define tres tipos de valores de titularización:

3.10 Tipos de valores de Titularización

3.10.1 Valores de contenido crediticio

En este caso, los inversionistas adquieren el derecho a percibir el capital invertido más el rendimiento financiero correspondiente, según los términos y condiciones de los valores emitidos. Los pagos de estas obligaciones se realizan con los recursos provenientes de los activos cedidos en el fideicomiso mercantil.

3.10.2 Valores de participación

En este caso, los inversionistas adquieren participaciones (alícuotas) del patrimonio de propósito exclusivo, lo que les hace partícipes de los resultados positivos o negativos que arroje dicho patrimonio respecto del proceso de titularización; y,

3.10.3 Valores mixtos

En este caso, los inversionistas adquieren valores que combinan las dos modalidades anteriores, valores de contenido crediticio y valores de participación.

Asimismo, señala que los originadores deberán acreditar la propiedad de los activos transferidos al patrimonio autónomo, así como, la justificación de las rentas, derechos de contenido económico o flujos futuros que el activo va a generar. Y la obligatoriedad de que exista una auditoría externa y una calificación de riesgo en todo proceso de titularización.

Según el Reglamento, para poder realizar la oferta pública de valores, el ente que hace de vehículo en el proceso de titularización puede ser un fondo colectivo de inversión o un fideicomiso mercantil. Estas dos figuras están amparadas bajo la Ley de Mercado de Valores.

Para el monto de la emisión, el Reglamento señala que:

- Para titularización de cartera, la emisión no podrá exceder del 100% del valor de la cartera transferida a la fecha de emisión de los valores.
- Para titularización de inmuebles generadores de flujos de caja, la emisión no podrá exceder el 90% del valor presente de los flujos futuros proyectados, descontado a una tasa no inferior a la tasa activa referencial publicada por del Banco Central del Ecuador.
- Para titularización de proyectos inmobiliarios generadores de flujo de caja, la emisión no podrá exceder el 100% del presupuesto del proyecto inmobiliario, incluido los costos asociados al proceso de titularización.
- Para titularización de proyectos inmobiliarios generadores de derechos de contenido económico, la emisión no podrá exceder el 100% del presupuesto del proyecto inmobiliario, incluido los costos asociados al proceso de titularización o avalúo del inmueble.
- Para titularización de flujos de fondos, la emisión no podrá exceder el 90% del valor presente de los flujos futuros proyectados, descontado a una tasa no inferior a la tasa activa referencial publicada por del Banco Central del Ecuador.

La Ley de Mercado de Valores señala que los valores que se emitan en un proceso de titularización, podrán ser nominativos o a la orden, y podrán estar compuestos por cupones que reconozcan un rendimiento financiero fijo o variable. Asimismo, estos valores podrán estar representados por títulos o por anotaciones en cuenta. Cuando se emitan títulos, éstos podrán representar uno o más valores. En el país, desde la promulgación de la Ley y Reglamentos que enmarcan la titularización de activos, hasta el momento

la única emisión de bonos bajo este esquema es la realizada por MasterCard del Ecuador, en marzo del 2002 "Es el proceso mediante el cual se emiten valores susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil, emitidos con cargo a un patrimonio autónomo. Los valores que se emitan como consecuencia de procesos de titularización constituyen valores en los términos de la Ley. No se podrán promocionar o realizar ofertas públicas de derechos fiduciarios sin haber cumplido previamente los requisitos establecidos por Ley para los procesos de titularización".

"Es un proceso financiero que permite vender activos (no líquidos o de lenta realización) en el mercado de valores, generando para el vendedor de los activos, negocios y financiamiento alternativos a los tradicionales".

En el Ecuador, esta figura se encuentra jurídicamente amparada en la norma que expidió el Consejo Nacional de Valores, en la Ley de Instituciones Financieras, en la cual se define dos formas de efectuar Titularización: La primera es aquella que los activos se encuentra respaldados por créditos hipotecarios, y la otra mediante créditos prendarios, cuyo vencimiento sea mayor a un año.

La titularización es una forma de financiamiento en la que se garantiza los valores con activos, este mecanismo se encuentra disponible para los prestatarios empresariales; sin embargo se recurre a esta opción como última instancia al no existir otra posibilidad en el mercado de capitales, ya que este afecta a la flexibilidad para el endeudamiento futuro.

3.11 Finalidades de la Titularización

Típicamente se pueden identificar las razones que usualmente motivan a los participantes, especialmente los originadores, llevar a cabo procesos de titularización. Entre las principales podemos citar las siguientes:

3.11.1 Rotación de Activos

Es la rotación de activos de escasa o nula liquidez. Se utiliza típicamente para activos que se recaudan en un término de más de dos años. La titularización permite anticipar al presente, flujos cuya recuperación natural solo se espera en periodos futuros.

Identificación de una alternativa de fondeo menos costosa que la captación o endeudamiento tradicional.

La titularización es una forma de conseguir financiamiento por la vía de la transformación del activo y no del incremento del pasivo.

3.11.2 Potenciación del Patrimonio del Originador

Las entidades pueden acceder a financiamiento sin necesidades de aumentar patrimonio para mejorar el índice de endeudamiento. Esta es una de las finalidades más importantes de la titularización, por cuanto le permite un mayor crecimiento, sin el costo de capital asociado.

3.11.3 Equilibrio de Estructura de Balance

La titularización se puede usar sencillamente para lograr equilibrar la estructura del balance tanto en tasas, como en plazos, como en monedas. Así por ejemplo, al obtener activos más líquidos permite atender obligaciones de vencimiento más próximo.

3.12 Principios fundamentales de la titularización

3.12.1 La Desintermediación

El proceso de desintermediación se presenta cuando una empresa con necesidades de financiamiento, opta por la emisión de bonos, acciones y papeles comerciales directamente en el mercado, en lugar de adquirir créditos bancarios. Esto promueve la reducción de los gastos financieros de la empresa emisora de los títulos, ya que el costo de este financiamiento es inferior a las tasas de interés de los créditos bancarios y genera

rendimientos mayores a los obtenidos por los instrumentos de ahorro tradicionales.

3.12.2 La Movilización del Activo

Permite utilizar la riqueza acumulada como fuente de liquidez y de liberación de recursos para atender nuevos proyectos productivos

De acuerdo a lo investigado y estudiado se puede determinar que la Titularización constituye uno de los mecanismos utilizados por empresas en todo el mundo para acelerar su crecimiento e invertir en nuevos proyectos. A través del cual se hace posible que activos diferentes y con poca liquidez en el mercado se conviertan en activos financieros que generen importantes flujos de recursos para el financiamiento de actividades operativas de una empresa. Éste mecanismo utiliza la emisión de títulos valores respaldados por la cartera de activos cedidos. Es decir, se lleva al Mercado de Capitales las operaciones que en la actualidad no se negocian a través de éste, ya que por su naturaleza original no pertenecen al mercado bursátil.

Basado en lo investigado se establece que los activos que generalmente han sido utilizados para el desarrollo de los esquemas de Titularización se encuentran las cuentas por cobrar, las carteras de crédito hipotecarias, los contratos de arrendamiento, las prendas sobre vehículos entre otros.

3.13 Tipos de Titularización

Los tipos de titularización que existen en el Ecuador son:

3.13.1 Titularización de cartera

La titularización de cartera consiste en la venta a inversionistas de la cartera que han colocado los intermediarios financieros. Vender una cartera significa ceder los derechos al pago del principal y de los rendimientos a los inversionistas que la compra.

El proceso de titularización de cartera solo se podrá estructurar con carteras de la misma clase; no se aceptarán mezclas ni combinaciones de carteras.

El monto máximo de la emisión, no podrá exceder del cien por ciento del capital insoluto de la cartera transferida al patrimonio autónomo, a la fecha de transferencia de la cartera, que deberá ser realizada en forma previa a la autorización de la oferta pública.

Únicamente en la titularización de cartera se podrán establecer procesos de emisión y colocación por tramos, dentro de un plazo de oferta pública que no podrá exceder de 18 meses calendario.

El monto total de emisión será fijado por el originador acorde a lo establecido en este artículo y deberá constar en la solicitud de autorización del proceso y de la oferta pública del primer tramo, sujetándose a las siguientes condiciones:

- Por ninguna circunstancia la suma de los montos de los tramos, podrán sobrepasar el monto de emisión aprobada;
- Para la autorización de la emisión y oferta pública de cada uno de los tramos, el agente de manejo deberá sujetarse a lo establecido en el Título XVI de la Ley de Mercado de Valores y al Capítulo V, del Subtítulo I del Título III de esta codificación, en lo que fuere aplicable a titularización de cartera;
- Para solicitar la autorización de la emisión y oferta pública de un nuevo tramo, deberá haberse colocado en su totalidad el último tramo autorizado; y,
- En el caso de que el originador sea una institución del sistema financiero, se requerirá el criterio positivo, otorgado por la Superintendencia de Bancos y Seguros, por la totalidad del proceso de emisión o por cada tramo.

3.13.2 Titularización de inmuebles

La Titularización de inmuebles se perfecciona mediante un contrato de fiducia mercantil irrevocable de garantía o de administración, el originador transfiere a un patrimonio autónomo uno o varios bienes inmuebles de baja rotación, con cargo al cual la sociedad fiduciaria emite los títulos.

Los recursos captados mediante la colocación de los títulos son trasladados por el agente de manejo al agente originador.

En ningún caso, el valor de la emisión excederá el noventa por ciento del valor presente de los flujos futuros proyectados que generará el inmueble, durante el plazo de la emisión de valores de titularización, descontados a una tasa que no podrá ser inferior a la tasa activa referencial señalada, por el Banco Central del Ecuador, para la semana inmediata anterior a aquella en la cual se efectúe el cálculo correspondiente. La tasa resultante del cálculo tendrá vigencia de hasta treinta días.

3.13.3 Titularización de proyectos inmobiliarios

La titularización de proyectos inmobiliarios consiste en la emisión de títulos mixtos o de participación que incorporen derechos alícuotas o porcentuales sobre un patrimonio de propósito exclusivo constituido con un bien inmueble, los diseños, estudios técnicos y de pre factibilidad económica, programación de obra y presupuestos necesarios para desarrollar un proyecto inmobiliario objeto de titularización.

El patrimonio de propósito exclusivo también puede constituirse con sumas de dinero destinadas a la adquisición del lote o a la ejecución del proyecto.

El activo inmobiliario, sobre el cual se desarrollará el proyecto objeto de la titularización deberá estar libre de gravámenes, limitaciones de dominio, prohibiciones de enajenar o condiciones resolutorias y no tener pendiente de pago los impuestos, tasas y contribuciones.

El inversionista es partícipe del proyecto en su conjunto, obteniendo una rentabilidad derivada de la valoración del inmueble, de la enajenación de unidades de construcción o, en general, del beneficio obtenido en el desarrollo del proyecto.

El monto de la emisión, en ningún caso podrá exceder el cien por ciento del presupuesto total del proyecto inmobiliario, incluidos aquellos asociados con el desarrollo del proceso de titularización o del avalúo del inmueble, según lo que corresponda.

3.13.4 Titularización de flujos de fondos en general

La titularización de flujos de fondos consiste en el traspaso al patrimonio autónomo del derecho de cobro de los flujos de efectivo previsible en el futuro.

Se podrán estructurar procesos de titularización a partir de la transferencia al patrimonio autónomo del derecho de cobro de flujos futuros de fondos determinables con base en información histórica de al menos los últimos tres años y en proyecciones de por lo menos tres años consecutivos, según corresponda, por el plazo y la vigencia de los valores a emitirse.

Se deberá acreditar documentadamente la relación jurídica en virtud de la cual el originador tiene el derecho de cobro sobre los flujos futuros de fondos, o la relación comercial en virtud de la cual se proyectaron los flujos futuros.

Para el caso de proyectos que no cumplan con la información histórica mínima requerida, se tomará en consideración el desenvolvimiento financiero y económico proyectado de acuerdo a los estudios de estructuración.

En ningún caso, el valor de la emisión excederá el noventa por ciento del valor presente de los flujos requeridos de acuerdo al presupuesto, estudio o documento que se presente durante el plazo de emisión, descontados a una tasa que no podrá ser inferior a la Tasa Activa Efectiva Referencial del

segmento productivo corporativo señalada por el Banco Central del Ecuador, para la semana inmediata anterior a aquella en la cual se efectúe el cálculo correspondiente. La tasa resultante del cálculo tendrá vigencia de hasta treinta días. El mismo porcentaje y procedimiento se aplicarán para el caso de que la titularización se realice por un segmento del proyecto.

En el caso de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan, el valor de la emisión no excederá del cincuenta por ciento del valor presente de los flujos requeridos, descontados a una tasa que no podrá ser inferior a la Tasa Activa Efectiva Referencial para el segmento productivo corporativo señalada por el Banco Central del Ecuador, para la semana inmediata anterior a aquella en la cual se efectúe el cálculo correspondiente. La tasa resultante del cálculo tendrá vigencia de hasta treinta días. De igual manera no podrá exceder del ochenta por ciento de los activos libres de gravamen del originador.

Para el cálculo de los activos libres de gravamen del originador se deberá disminuir el saldo insoluto de los valores de deuda emitido o avalado por el mismo, así como los valores de titularización en circulación de los procesos en los que haya actuado como originador y los activos en litigio. Esta relación deberá mantenerse durante la vigencia de los valores emitidos.

3.14 Ventajas de un proceso de Titularización

La pregunta clave es ¿Qué ventajas se obtienen del proceso de titularización?, a continuación se detallan estas desde varios puntos de vista, analizando desde el originador o emisor, de lado de los inversionistas, y por supuesto para la sociedad ecuatoriana:

3.14.1 Ventajas para el emisor

- La rentabilidad puede ser predeterminada y asegurada: ya que en el contrato de constitución del fideicomiso, se deja plasmado el rendimiento de la titularización, es decir, un inversionistas antes de comprometer sus recursos, ya sabe cuánto obtendrá por

rendimiento, según la tasa de interés de la titularización en la que invierta.

- Elimina el riesgo de descalce: Por cuanto el banco requiere dinero a corto plazo pero sus créditos los da a largo plazo, la titularización permite que el vencimiento de sus activos encaje con el fondeo y trasladar el riesgo al emisor, incluso de la pre cancelación o prepago.
- Mejora el resultado financiero, pues la diferencia de la tasa de interés del crédito con la titularización (spread) es menor en la securitización, y refleja parcialmente el ingreso por servicio de préstamo y la conversión para el emisor.
- Diversifica las fuentes de financiación, al constituir la securitización una nueva forma de financiación para financieras y no financieras, ya que todos pueden invertir en títulos valores.
- Posibilidad de recompra de las obligaciones del emisor, lo que le permite mantener un nivel de endeudamiento, pues al sustituir activos ilíquidos por otros líquidos, mejora los índices financieros.
- Puede generar efectivo inmediatamente sin tener que esperar a la maduración del activo: por lo general en el Ecuador, el inversionista recibe pagos trimestralmente, es decir, no tiene que esperar hasta el último día para liquidar su inversión y obtener los recursos, sino que trimestralmente va recibiendo los pagos pertinentes según la inversión y la tabla de amortización de acuerdo a los términos del fideicomiso.
- Menor costo en la obtención de fondos, pues es directamente proporcional a la calificación del riesgo de la capacidad de repago de los títulos de la empresa deudora y su garantía: a mejor calificación mejor tasa de financiación. (a diferencia de la calificación de la deuda común, no tiene que ver con el riesgo comercial de la empresa emisora o su reputación crediticia)
- Uso más eficiente del capital y manejo del crecimiento de la cartera: las instituciones financieras pueden sacar de sus balances los créditos que se titularizan aumentando su capacidad de préstamo y

mejorando su situación para cumplir con las obligaciones legales de capital y otros. Adicionalmente, recibe una comisión por la gestión de cobro de lo titularizado.

- Se puede disminuir el riesgo por cambios en las tasas de interés.
- Se puede mejorar el balance al excluir activos y exigibilidades del mismo.
- Se puede mejorar futuros resultados de activos y cartera vendidos.

3.14.2 Ventajas para el inversionista

- Nivel de riesgo relativamente bajo.
- Más alta rentabilidad que otros activos de bajo riesgo.
- Reducción del riesgo crediticio, pues existe suficiente garantía en un pool de créditos para los títulos valores. En Estados Unidos, incluso existe una garantía estatal para ciertos títulos valores emitidos por créditos hipotecarios.
- Mejora el retorno en relación al riesgo asumido, al obtener tasas de rendimiento mejores que aquéllas ofrecidas por el sistema financiero.
- Los tomadores de fondos o prestatarios adquieren un activo más líquido que puede ser libremente enajenado si se requiere mejorar el capital.

3.14.3 Ventaja sociedad Ecuatoriana

- Mayor rentabilidad para inversionistas
- Nueva alternativa para la obtención de recursos
- Reactiva el mercado público de valores
- Nueva fuente de financiamiento
- Permite movilizar créditos
- Reducción de riesgo

CAPITULO IV: La Titularización frente a otras fuentes de Financiamiento en el Ecuador

La titularización en su forma pura presenta una figura de financiamiento totalmente revolucionaria, porque lo que se encuentra establecido en las finanzas es que una empresa en su estado de situación financiera se puede financiar tanto por el pasivo (crédito bancario) o por su patrimonio (aporte de accionistas), la titularización permite financiarse por el activo, es decir se quita una cuenta por cobrar e ingresa liquidez, que es aportada por inversionistas por medio del fideicomiso mercantil

4.1 Crecimiento de la Titularización desde el 2002 al 2011

Como se ha mencionado, la titularización obtiene un mayor protagonismo en el Ecuador desde la ley de mercado de valores expedida y reformada en el año 1998, se forma la figura de una opción real a tener en cuenta y coincide en tiempos con la grave crisis financiera que azotó directamente al que en este trabajo se le denomina como el principal competidor si es que le podemos decir así de la titularización, que es la Banca Privada mediante el servicio de crédito bancario, totalmente debilitado en esa época, a raíz de esto se debió tomar decisiones de nuevas fuentes de financiamiento por parte de las empresas, los gerentes de tesorería y financieros, bueno alguno de ellos encontraron una nueva opción, es ahí donde se descubre a la titularización y pasa hasta el año 2002 en donde la primera empresa (Pacifcard S.A.) emite títulos valores mediante un fideicomiso denominado Primera Titularización Pacifcard MasterCard / Flujos del Exterior, y le da surgimiento a este fenómeno que año a año ha ido obteniendo mayor acogida, según se detalla a continuación.

Como se ha revisado, en el Ecuador existen dos entidades donde se negocian los títulos valores, que son las Bolsas de Valores de Guayaquil y Quito, para continuar con el trabajo se ha decidido trabajar con datos de valores de título de crédito negociados en la bolsa de valores de Quito, por motivos de existencia de información.

4.1.1 Evolución de la Titularización en el Ecuador

TABLA No. 1

VTC Negociadas en la Bolsa de Valores de Quito		
AÑO	Valor total efectivo negociado	Índice de crecimiento
2002	3.142.258,00	-
2003	14.422.190,00	358,98%
2004	19.759.311,00	37,01%
2005	72.764.309,00	268,25%
2006	265.847.004,00	265,35%
2007	166.838.330,00	-37,24%
2008	330.280.297,00	97,96%
2009	374.236.133,00	13,31%
2010	314.234.781,00	-16,03%
2011	622.730.673,00	98,17%
PROMEDIO		120,64%
FUENTE: BOLSA DE VALORES DE QUITO		
FECHA: 12 DE ENERO DEL 2013		
ELABORADO POR: JULIO MORAN Y ALLISTER QUIROZ		

En este cuadro se puede evidenciar el índice de crecimiento anual de los valores en títulos negociados en la bolsa de valores de Quito, es decir los títulos vendidos por las casas de valores encargadas por parte de las fiduciarias o agentes de manejo y comprados por inversionistas que según lo revisado anteriormente pueden ser personas naturales o jurídicas, desde el año 2002 al 2011 según los datos recogidos en la Bolsa de Valores de Quito, como podemos observar del año 2002 al 2003 se dio un incremento muy notable en activos titularizados, significando un incremento del 358,98% de un año para el otro, para el 2004 también evidenciamos un crecimiento respecto al año 2003, en esta ocasión un tanto menor representando el mencionado crecimiento el 37,01%, para el 2005 otra vez

se dispara el valor efectivo total negociado significando un incremento del 268,25% en relación al año 2004, en el 2006 crece nuevamente de una manera considerada en un 265,35% en comparación al año anterior, para el 2007 vemos una caída por primera vez en el crecimiento continuo que venía teniendo el valor de efectivo negociado en la títulos, esta disminución fue del 37.24%, al siguiente año se levanta nuevamente el valor y crece casi al doble de lo que fue en el 2007, para el 2009 podemos observar que casi fue el mismo valor que en el 2008, así mismo en el 2010, si bien es cierto el valor es menor, podemos decir que en esos 3 años se mantuvo estable el valor y no fue menor a \$300'000.000, en el 2011, se afirman las titularizaciones y es el reflejo de la realidad, de lo que ha ido sucediendo con este tipo de negocio a lo largo de los últimos 3 años, poco a poco las empresas al parecer han ido descubriendo esta alternativa, que definitivamente se puede dar cuenta que ha ido creciendo a lo largo de los años. Resulta sorprendente, el crecimiento desde el 2002 al 2011, el porcentaje es demasiado elevado para decir que estamos hablando de crecimiento cualquiera sea el objeto de estudio, se menciona esto ya que el porcentaje de crecimiento en esos 9 años es de 19717,94%, algo que sin lugar a duda demuestra la utilización de esta herramienta por las empresas.

Se puede observar en el mismo cuadro que el crecimiento promedio anual en valores titularizados es del 120,64%, de año a año, valor que es muy significativo, si se quiere proyectar este valor se obtendrá que para el 2012 se habrá negociado \$751'261.864,14 según la tasa de crecimiento promedio como se lo detalla a continuación:

TABLA No. 2

PROYECCION DE RESULTADO		
AÑO	VALOR EFECTIVO TOTAL NEGOCIADO	índice de crecimiento promedio
2011	622.730.673,00	
2012 (proyección)	751.262.283,91	120,64%
PROMEDIO		120,64%
FUENTE: BOLSA DE VALORES DE QUITO FECHA: ENERO 2012 ELABORADO POR: JULIO MORAN Y ALLISTER QUIROZ		

Otro método que se puede utilizar para proyectar el valor para el 2012 es el de promedios móviles, en donde se asocia las proyecciones con los errores móviles para con la proyección del siguiente año, obtener un valor máximo o un valor mínimo según el promedio del error absoluto, a continuación se detalla este método de promedios móviles:

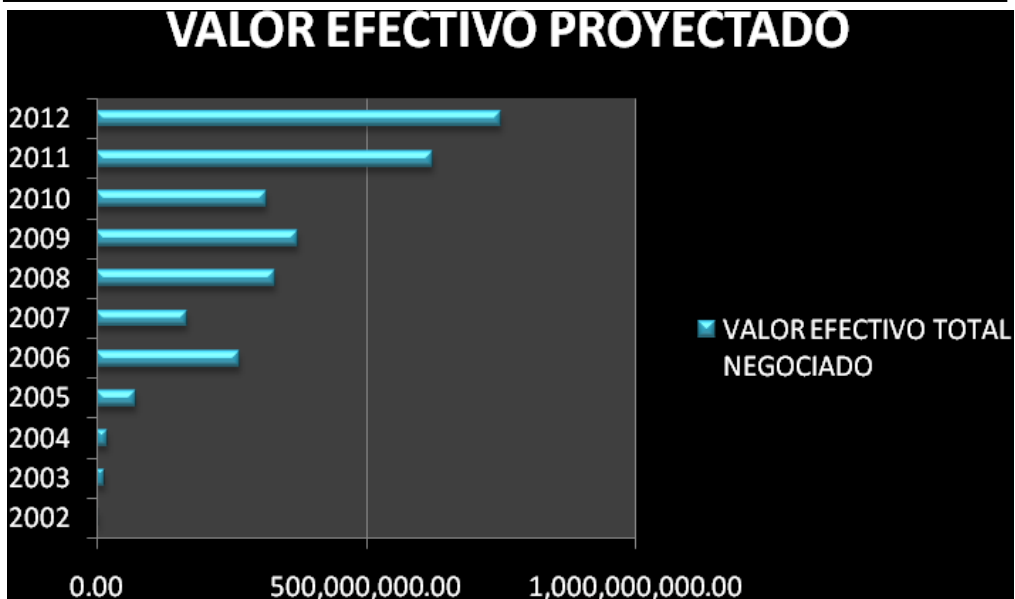
TABLA No. 3

METODO DE PROYECCION - PROMEDIO MOVILES			
AÑO	VALOR EFECTIVO TOTAL NEGOCIADO	PROYECCIONES	ERROR ABSOLUTO
2002	3.142.258,00	-	
2003	14.422.190,00	3.790.817,93	10.631.372,07
2004	19.759.311,00	17.398.920,29	2.360.390,71
2005	72.764.309,00	23.837.619,47	48.926.689,53
2006	265.847.004,00	87.782.813,33	178.064.190,67
2007	166.838.330,00	320.717.646,43	-153.879.316,43
2008	330.280.297,00	201.273.648,85	129.006.648,15
2009	374.236.133,00	398.449.927,67	-24.213.794,67
2010	314.234.781,00	451.478.218,59	-137.243.437,59
2011	622.730.673,00	379.092.627,98	243.638.045,02
2012	751.261.864,14	751.261.864,14	
ERROR ABSOLUTO PROMEDIO			33.032.309,72
FUENTE: BOLSA DE VALORES DE QUITO			
FECHA: ENERO 2012			
ELABORADO POR: JULIO MORAN Y ALLISTER QUIROZ			

Como se puede observar este método nos da un rango de posibilidad en donde se puede ubicar el valor del próximo año, en este caso el del 2012 según el valor proyectado, se obtiene un límite inferior de \$718'229.554,42 y un límite superior \$784'294.173,86 respecto a la proyección esperada para el años 2012, según el error promedio móvil arrojado en el cálculo del método utilizado, se utilizó este método de proyección ya que el intervalo que ofrece da la confianza de resultado esperado, de acuerdo a un error calculado según las proyecciones y los resultados reales.

A continuación se evidencia un gráfico con el valor que se espera obtener para el año 2012, que según la proyección calculada sería mayor que el obtenido en el 2011.

GRAFICO No 3



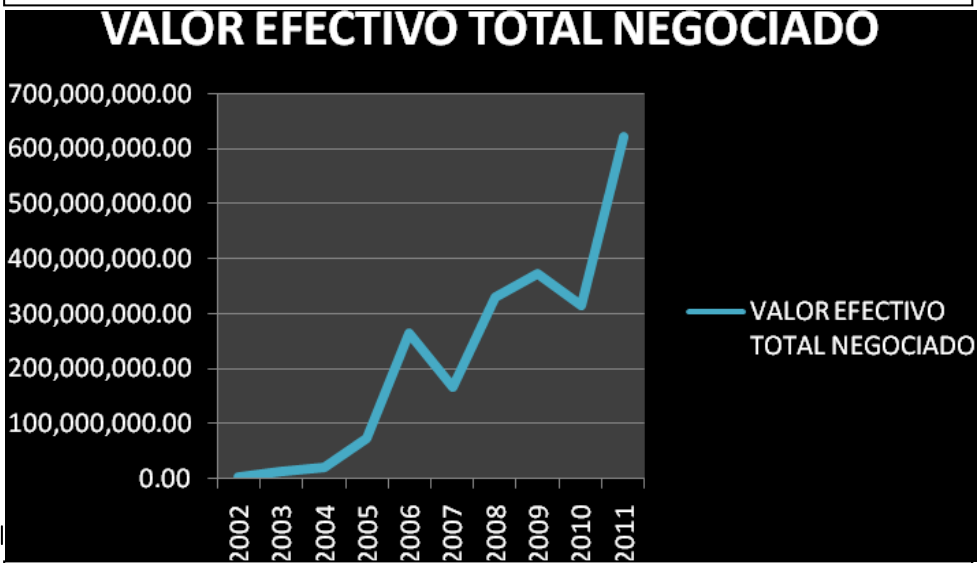
FUENTE: BOLSA DE VALORES DE QUITO

FECHA: ENERO 2012

ELABORADO POR: JULIO MORAN Y ALLISTER QUIROZ

A continuación se ilustra el comportamiento del crecimiento de los valores negociados en titularización del 2002 al 2011:

GRAFICO No 4



FUENTE: BOLSA DE VALORES DE QUITO

FECHA: ENERO 2012

ELABORADO POR: JULIO MORAN Y ALLISTER QUIROZ

Como lo describe la curva, y según lo detallado anteriormente con la tasa de crecimiento, se puede observar muy claramente de la pendiente positiva, y por ende del crecimiento en el comportamiento de la variable estudiada, en este caso los títulos negociados en la Bolsa de Valores de Quito.

4.2 Comparación de la Titularización con otras fuentes de financiamiento

En este trabajo se intenta descubrir el fenómeno mediático llamado titularización y sus ventajas frente a otras herramientas de financiamiento, más específicamente frente al crédito bancario que es el común, es decir, es el que más se conoce, por ende el que más se utiliza, la explicación empírica que se le da al asunto es que esto se debe específicamente al desconocimiento de las empresas de la existencia de esta herramienta llamada titularización. A continuación se detalla una breve comparación de características de la titularización con otras fuentes de financiamiento:

4.2.1 Comparación en el Factoring

El Factoring se define como un contrato por el que una sociedad se encarga de comprar las deudas comerciales de sus empresas clientes con sus compradores y el cobro de las mismas, debiendo reunir las características de financiación, gestión de cartera de deudores, cobro de deudas y protección frente al riesgo de crédito, características que le hacen asemejarse a los procesos de titularización.

El riesgo de morosidad y de insolvencia corren de cuenta del factor, que es quien paga a la empresa cliente un promedio del 80% del monto total de las deudas por cobrar compradas, facilitándole mayor fluidez de capital. El factor realiza un pago anticipado de las deudas por cobrar, adquiriendo su dominio a través de una cesión de créditos, pudiendo brindar adicionalmente un servicio de gestión de cobro y de contabilización de los créditos transferidos. En cambio, en los procesos de titularización, el mandatario no es un factor que asume el riesgo sino la casa de valores que simplemente asesora al inversionista y cumple con sus órdenes, pero a

cuenta y riesgo de inversor. La gestión de cobro puede ser asumida por el mismo emisor de la titularización, pero no la cumple la casa de valores (mandatario).

Marré dice que el empresario que vende bienes o servicios a plazos está sujeto a circunstancias que le llevan a contratar un factoring, y que son:

1. Altos costos de gestión por cobro y contabilización de créditos, que se reducen al tener como único deudor al factor, a través de las cesiones de los créditos.
2. Alto riesgo por falta de garantía del pago de los deudores.
3. Aumento de iliquidez de la empresa, por no cumplirse los plazos para el cobro.

Tanto la titularización como el factoring se realizan a través de una cesión de derechos, pero la titularización se aporta, en el Ecuador al menos, a un fideicomiso y el factoring no pasa a constituir un patrimonio autónomo. Algo singular es que los créditos cedidos en factoring, pueden después también ser titularizados por el nuevo acreedor, y así, quien dio liquidez o financiamiento a una empresa cliente, adquiere para sí nuevo financiamiento en el mercado de valores a través de la titularización, para nuevas inversiones.

4.2.2 Comparación con la colocación de obligaciones

Al tratar sobre la Colocación de Obligaciones (debentures o bonos corporativos), debemos primero decir que es otra forma de financiamiento, donde las emisoras de estos valores son las compañías anónimas, sucursales de compañías extranjeras, organismos seccionales y las mutualistas y cooperativas de ahorro y crédito regidas por la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero. La emisora crea deudas contra sí, las mismas que están respaldadas por el patrimonio de la compañía, por sus utilidades futuras o por prendas o hipotecas; a diferencia de la titularización que no es una deuda contra la emisora, sino que es cartera

constituida por deudas de terceras personas, que se pueden haber obligado con el emisor o con un acreedor anterior.

A semejanza de la cartera titularizada, los títulos constituidos por estas obligaciones son títulos ejecutivos exigibles, de los que se espera el pago de un capital y de sus intereses a un plazo determinado. Los títulos que vencen en menos de 360 días son conocidos como papel comercial y los de vencimiento superior son conocidos como obligaciones, simplemente; éstas a su vez tienen dos opciones para el inversionista: que se paguen al final del plazo establecido o que sean convertidas en acciones del capital social.

La Superintendencia de Compañías debe aprobar la colocación de estas obligaciones en la bolsa de valores, además de que deben ser registradas y calificadas y su valor se cotiza de conformidad con la valorización de la acciones de la compañía, no así en la titularización de cartera, en que no se cotiza a la emisora (que también es una sociedad, pues los bancos son sociedad anónima), sino al valor de la cartera y su riesgo.

La emisión de obligaciones tiene una figura en lo financiero similar a la titularización, pero la que emite directamente es la empresa, una desventaja de la emisión de obligaciones frente a la titularización es la garantía específica, por lo general es muy elevada en relación a la garantía fijada para una titularización, según lo establece la Ley de mercado de valores, además, al ser la misma empresa la que emite las obligaciones desvía la actividad de sus empleados a una función que en la titularización lo realiza directamente la fiduciaria.

4.2.3 Comparación con crédito o préstamo bancario

Los préstamos bancarios, pueden ser a largo plazo, esto se menciona ya que en eso si es comparable con la titularización. A nivel local puede ser que no se encuentre el prestamista que disponga de todo el capital que el prestatario requiere, y no es fácil conseguir que varias entidades le presten a un solo deudor una suma alta, pues sus garantías pueden no ser suficientes y las tasas de interés, comisiones y costos pueden ser más

altos, además de que el préstamo en sí pasa a formar parte de los pasivos del prestatario.

En la titularización se puede conseguir una diversidad de inversionistas que conjugados sumen el capital total que se requiere, y al ser la cartera la titularizada, en lugar de aumentar los pasivos, estos disminuyen, mejorando los balances de la empresa.

Los costos para el financiamiento bajan por ser menores las tasas y comisiones.

Más adelante se realiza un estudio entre opciones de préstamos bancarios y procesos de titularización existentes para ampliar esta comparación.

4.2.3.1 Factor tasa de interés

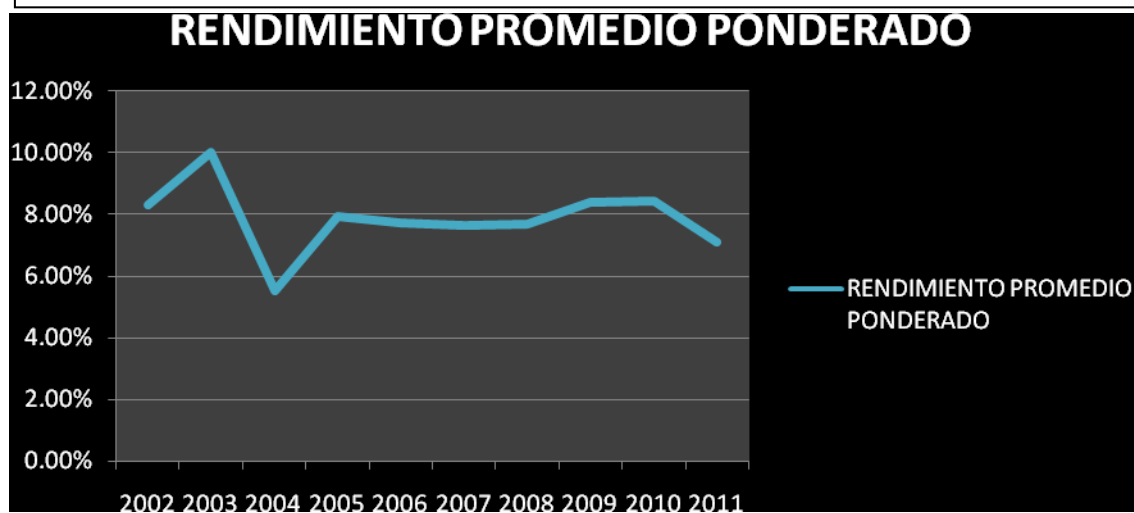
El factor clave a tratar al momento de analizar y comparar financieramente a la titularización frente por ejemplo al crédito bancario, es sin lugar a dudas la tasa de interés, a continuación un detalle del comportamiento de la tasa de interés promedio o rendimiento promedio ponderado pagada por las emisoras de títulos y a su vez cobradas por los inversionistas según los contratos de los fideicomisos y sus estructuraciones financieras:

TABLA No. 4

AÑO	RENDIMIENTO PROMEDIO PONDERADO
2002	8,30%
2003	9,99%
2004	5,52%
2005	7,91%
2006	7,70%
2007	7,63%
2008	7,66%
2009	8,36%
2010	8,42%
2011	7,08%

FUENTE: BOLSA DE VALORES DE QUITO
FECHA: ENERO 2012
ELABORADO POR: JULIO MORAN Y ALLISTER QUIROZ

Ahora se detalla un gráfico con el comportamiento de la tasa de interés promedio anual vigente en los procesos de titularización de los años 2002 al 2011 por año:



FUENTE: BOLSA DE VALORES DE QUITO

FECHA: ENERO 2012

ELABORADO POR : JULIO MORAN Y ALLISTER QUIROZ

En cuanto al comportamiento del rendimiento que ofrecen en promedio las titularizaciones se puede observar un asentamiento constante según la gráfica, hay que recordar que esta tasa en base es establecida por el informe de estructuración financiera según los libros de la empresa que a su vez depende de la calificación de riesgos inicial que se obtenga del proceso de titularización a llevar a cabo.

En cuanto al comportamiento del rendimiento que ofrece el proceso de titularización en su valor promedio es del 7,86% anual según los valores negociados en la Bolsa de Valores de Quito, este valor debe ser observado y analizado tanto por los inversionistas, personas naturales o jurídicas que tenga fondos disponibles y quieran invertir dichos fondos, como por las empresas o entidades que serían los originadores del proceso de titularización, ya que en definitiva esta tasa representa el costo financiero que tendrán que asumir al momento de cancelar los valores adeudados a los inversionistas, para realizar una especie de comparación con el sistema financiero, concretamente con la banca, se debe tomar en cuenta esta tasa de rendimiento promedio del proceso de titularización y la tasa pasiva y activa referencial de los bancos, la primera es la que se paga a las inversiones realizadas en estas instituciones financieras y la segunda es el

costo referencial que cobra un banco al momento de en este caso una empresa solicitar un crédito en la mayoría de casos corporativo.

Un factor a tomar en cuenta también es el riesgo, según la teoría económica revisada, sabemos que se dice que mientras mayor rentabilidad ofrece una inversión, mayor es el riesgo, pero en este caso la rentabilidad viene dada mediante un estudio minucioso financiero, que se lo da a través de la calificación de riesgos, según parámetros de la regulación de las calificaciones, es decir la estabilidad de la empresa y su comportamiento histórico son los que deciden cual es la rentabilidad que debe ofrecer el proceso de titularización.

A continuación se realizará una comparación en el tiempo entre la emisión de títulos o un crédito bancario tomando como referencia específicamente a la tasa de interés.

4.2.3.2 Puntos a favor de la titularización frente al crédito bancario

- El principal punto a favor de la titularización es el costo financiero, es decir, la tasa de interés, es relativamente más baja que la que cobraría un banco por un préstamo, un análisis más detallado se lo realiza más adelante, lo anterior viéndolo desde el punto de vista de la empresa, del lado del inversionista no es diferente la situación ya que también les resulta rentable frente a otras posibilidades en este caso frente a una inversión en un banco, con una particularidad, que es que en la titularización son pagos trimestrales de capital e interés y los saldos se van amortizando según la estructuración financiera.
- Otro punto a favor de la titularización es la garantía que se necesita para poder emitir títulos, ya que la misma no es muy elevada, el valor a emitir depende de los activos de la empresa, la emisión será por un 50% de los activos totales, y una garantía que será de acuerdo al índice de siniestralidad o de desviación según el tipo de titularización, en ambos casos, no es tan elevado el valor, es decir, no representa un gran porcentaje del valor total a emitir, por su parte

la garantía solicitada por los bancos es muy elevada, llegando a ser un 140% del valor prestado, esto según el Banco Central del Ecuador, esta garantía depende de la categoría en la que se encuentre la empresa según los datos manejados por el mismo banco.

- También se considera la reputación como algo a evaluar ya que una empresa que emite títulos es participante del mercado de valores, en primer lugar no cualquier empresa reúne los requisitos para participar en el mercado de valores, lo cierto es que, al participar en un proceso de titularización demuestra que mantiene una salud financiera estable ya que como se revisó anteriormente prácticamente la empresa originadora abre sus libros para ser revisados y estudiados para ver la capacidad de pronto pago, por los entes de control, ya sea la Superintendencia de Compañías o las mismas Bolsas de Valores.
- Otro punto a favor es la modalidad de pagos a inversionistas, ya que en los procesos de titularización esta es trimestral, una titularización puede durar por ejemplo tres años pero los inversionistas van recibiendo sus pagos de manera trimestral, tanto capital como el interés según la tabla de amortización aplicada al proceso, en cambio en una inversión en el banco, si uno abre una póliza de acumulación a un año tendrá que esperar todo el año para recibir su capital con los intereses generados según la tasa pactada.

4.2.3.3 Puntos en contra de la Titularización frente al crédito bancario

Un punto en contra de la titularización frente al crédito bancario sin lugar a dudas tiene que ver a tiempos, anteriormente se explicó el proceso que se tiene que seguir para emitir títulos, todos los pasos a seguir, pues el tiempo que tiene que pasar desde que tienes la intención de comenzar una titularización como originador, es decir, como empresa es indefinido, no se sabe a ciencia cierta cuánto tiempo puede pasar, existen empresas que ya

conocen de memoria los pasos a seguir y no demoran tanto, a su vez existen asesores legales que se encargan de recopilar la información para el ingreso a la Superintendencia de Compañías para la respectiva aprobación de emisión y registro, pero en fin, se conoce del caso de un fideicomiso que se constituyó en Noviembre del 2011 y obtuvo recién su autorización en marzo del 2013, hay casos y casos pero sin duda que esto representa una desventaja más si la empresa requiere de fondos con urgencia, por otro lado el banco, lo que hace una vez obtenida la garantía, es revisar el historial de la empresa y toma la decisión, no es muy demorado el asunto.

- Otro punto en contra son los gastos que se generan en el proceso, pueden resultar tediosos ya que en realidad son muchos, estos gastos incluyen pago a calificadora de riesgos, comisiones de bolsas y de operadores de valores, custodia física, pago al agente pagador, pago al agente de manejo o fiduciaria, notaría por escrituras públicas, pago por inscripción en el registro de mercado de valores, publicaciones en diarios, si bien es cierto la gestión para la cancelación de estos pagos lo realiza la fiduciaria, la empresa como originadora no debe quedar distante al tema porque en definitiva es dinero de ellos, la empresa debe dar seguimiento a lo que se hace con sus fondos, en el lado del crédito bancario no existe este tipo de inconvenientes.

4.2.3.4 Crédito Bancario: Tasas de Interés

Las tasas de interés a las que se deben de acoger los bancos, son fijadas por el banco central, para un crédito bancario, el banco central fija un máximo a cobrar subdividido en categorías, estas categorías son productivo corporativo, productivo empresarial, productivo PYMES, consumo, vivienda y microcrédito, para continuar con el análisis debemos de prestar atención a lo que son la tasa pasiva referencial y la tasa activa referencial, que son básicamente las de la categoría corporativo.

4.2.3.5 ¿A qué corresponde la tasa activa referencial?

Tasa Activa Referencial es igual al promedio ponderado semanal de las tasas de operaciones de crédito, otorgadas por todos los bancos privados, al sector corporativo, dicho de otra manera, es la tasa que tiene que pagar el prestamista al banco, en este caso, la empresa.

4.2.3.6 ¿A qué corresponde la tasa pasiva referencial?

Tasa Pasiva Referencial, igual a la tasa nominal promedio ponderada semanal de todos los depósitos a plazo de los bancos privados, captados a plazos, es decir la tasa promedio que pagan los bancos a inversiones o certificados de depósitos a plazo.

A continuación se detalla el comportamiento tanto de la tasa activa referencial como de la pasiva en nuestro periodo de análisis:

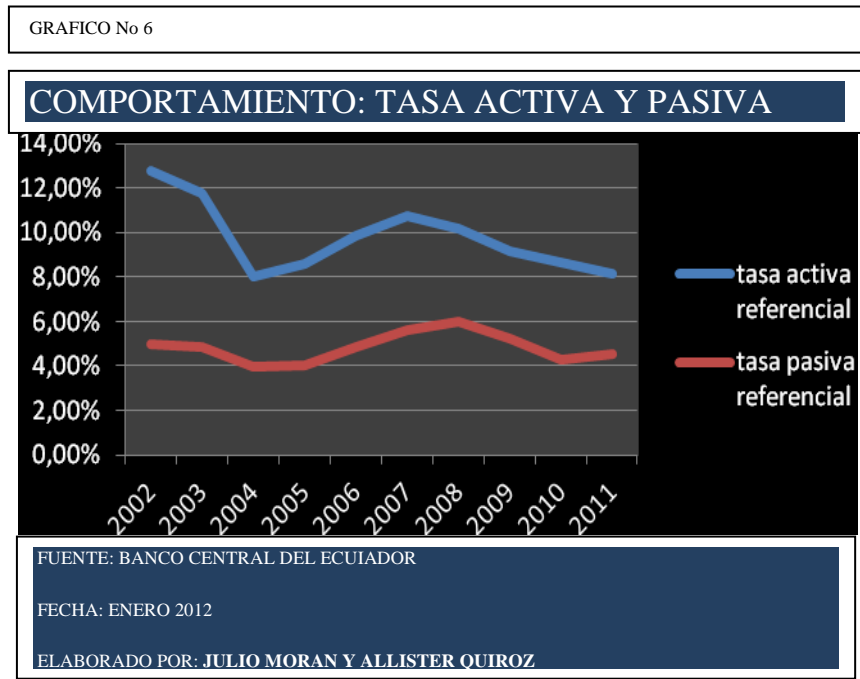
TABLA No 5

TASAS REFERENCIALES		
año	tasa activa referencial	tasa pasiva referencial
2002	12,77%	4,97%
2003	11,73%	4,83%
2004	8,03%	3,97%
2005	8,58%	4,06%
2006	9,86%	4,87%
2007	10,72%	5,64%
2008	10,17%	5,97%
2009	9,19%	5,24%
2010	8,68%	4,28%
2011	8,17%	4,53%

FUENTE: BANCO CENTRAL DEL ECUADOR
FECHA: ENERO 2012
ELABORADO POR: JULIO MORAN Y ALLISTER QUIROZ

Estos datos fueron recogidos de la página del banco central del Ecuador, y detallan el comportamiento de estas tasas desde el 2002 hasta el 2011 que

es nuestro periodo de análisis, en cuanto a tendencia observamos que desde el 2004 se maneja una tendencia constante en ambas tasas, siendo el promedio de la tasa activa referencial 9.18% mientras que de la tasa pasiva referencial fue de 4.82% desde el 2004 al 2011.



Para realizar nuestra comparación de tasas entre el crédito bancario y la titularización se debe separar primero una de las dos, es decir, la tasa activa referencial o la pasiva referencial, cada uno comparada con el rendimiento promedio de la titularización desde el 2002 al 2011.

4.2.3.7 Tasa activa referencial Vs Costo financiero asumido por la empresa mediante la Titularización desde 2002 al 2011

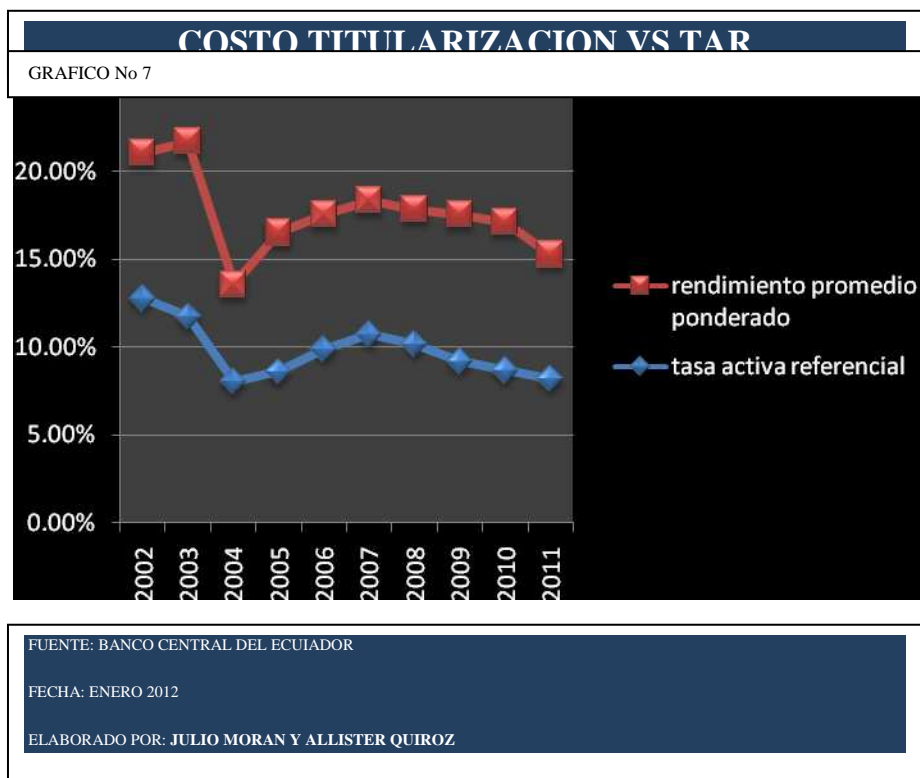
Como trataremos de la tasa activa referencial, el actor principal a prestar atención a este análisis es la empresa, ya que se demostrará cuál de las dos herramientas de financiamiento ha ofrecido un menor costo financiero a través del tiempo, debemos de comparar esta tasa frente al rendimiento promedio de los procesos de titularización que al mismo tiempo es el costo

financiero que deben asumir las empresas originadoras de las emisiones de valores.

TABLA No. 6

TASA ACTIVA REFERENCIAL VS TASA DE TITULARIZACION		
Año	tasa activa referencial	Rendimiento promedio ponderado
2002	12,77%	8,30%
2003	11,73%	9,99%
2004	8,03%	5,52%
2005	8,58%	7,91%
2006	9,86%	7,70%
2007	10,72%	7,63%
2008	10,17%	7,66%
2009	9,19%	8,36%
2010	8,68%	8,42%
2011	8,17%	7,08%
PROMEDIO	9,79%	7,86%
FUENTE: BOLSA DE VALORES DE QUITO Y BANCO CENTRAL DEL ECUADOR FECHA: ENERO 2012 ELABORADO POR: JULIO MORAN Y ALLISTER QUIROZ		

Como se puede comprender en este caso obtiene una ventaja, la herramienta de financiamiento que ofrece un menor costo financiero a las empresas, en las siguientes curvas se observará cual se mantiene por debajo. Según la teoría económica desarrollada y revisada se obtiene que mientras menor sea el costo financiero que deban asumir las empresas, en mayor estándar se ubicará la fuente de financiamiento, entonces se llega a la conclusión desde el punto de vista de este análisis que involucra a la tasa activa referencial y a la tasa de interés que paga una titularización según los datos de la bolsa de valores de Quito y el Banco Central del Ecuador que el proceso de titularización desde el punto de vista del originador, es decir la empresa, es mejor fuente de financiamiento que el crédito bancario que es el más utilizado en el Ecuador.



Como se observa la tasa a pagar por una empresa en un proceso de titularización mediante la constitución de un fideicomiso en promedio desde el 2002 hasta el 2011 según los datos de la bolsa de valores de Quito se encuentra por debajo de la tasa activa referencial cobrada por los bancos según los datos del Banco Central del Ecuador, debemos dejar muy en claro de esta tasa es un promedio realizado o calculado por el banco central según las operaciones o registros de crédito entregados por los bancos a la categoría de corporativo según sus bases de datos, de ahí se expresa que pueden existir datos atípicos que arrastren a este promedio a niveles no reales, es decir, pueden existir bancos que ofrezcan un mayor o menor costo dependiendo de su políticas de créditos y de riesgos, por esta situación más adelante de este análisis de titularización versus crédito bancario, compararemos las situaciones actuales de los bancos más conocidos a nivel local con procesos de titularización vigentes a la fecha para tener más claro el panorama.

4.2.3.8 Tasa Pasiva referencial Vs Rendimiento promedio de la Titularización desde 2002 al 2011

Como trataremos de la tasa pasiva referencial, el actor principal a prestar atención a este análisis son los inversionistas, se demostrará ahora que es más beneficioso para una persona natural o jurídica que tenga un excedente y lo quiera invertir, si poner ese excedente en una póliza de acumulación o en un certificado de depósito a plazo fijo en un banco o invertirlo en el mercado de valores que es donde se oferta este producto también de rendimiento financiero llamado titularización.

Las inversiones en el proceso de titularización como ya se revisó, pueden ser por personas naturales o jurídicas que compren títulos valores en las bolsas de valores de Guayaquil o Quito, a cambio del capital que entregan como inversión y para financiar el objetivo de cualquier fideicomiso de titularización, obtienen un rendimiento a través de la tasa de interés del proceso en el que inviertan que será según el informe de estructuración financiera del proceso de titularización y su informe de calificación de riesgos inicial.

Algo a tomar también en cuenta por los inversionistas, que no es de carácter financiero pero si influye de alguna manera en la toma de decisión, son los múltiples requisitos por parte de la Superintendencia de Compañías y las bolsas de valores para los inversionistas, la mayoría de ellos tienen que ver con el tema de licitud de fondos y lavados de activos, es decir se trata de indagar de donde ha obtenido los fondos los inversionistas.

En la tabla de a continuación se detalla el comportamiento de la tasa pasiva referencial y el rendimiento promedio obtenido en procesos de titularización desde el 2002 al 2011 según la bolsa de valores de Quito y el Banco Central del Ecuador:

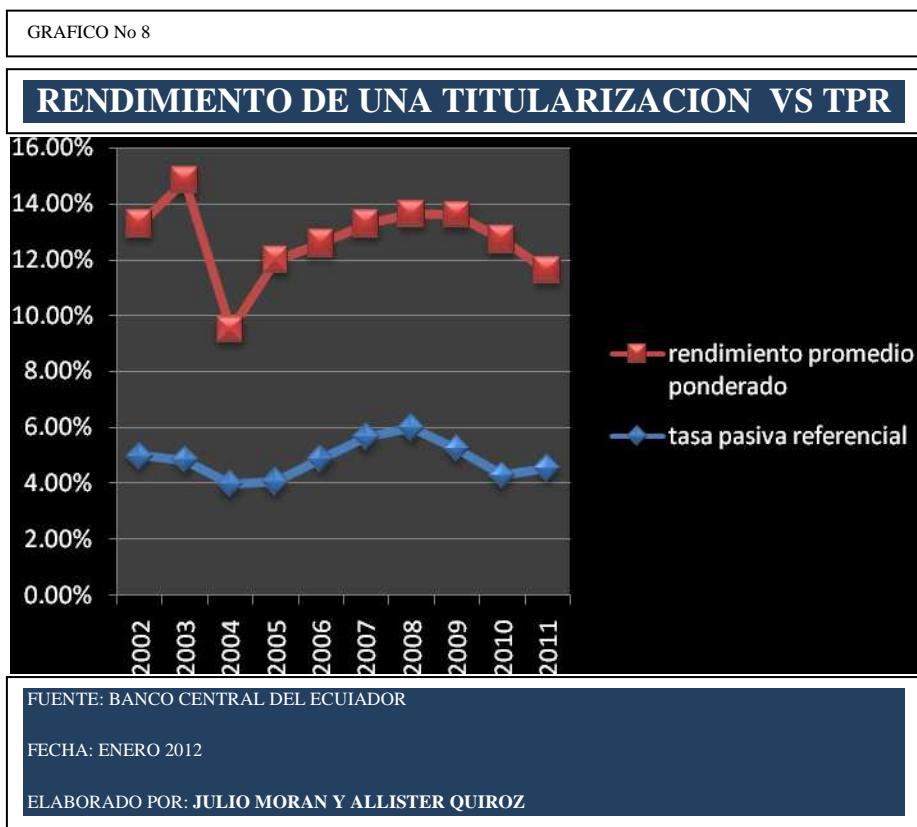
TABLA No. 7

TASA PASIVA REFERENCIAL VS RENDIMIENTO DE TITULARIZACION		
año	tasa pasiva referencial	rendimiento promedio ponderado
2002	4.97%	8.30%
2003	4.83%	9.99%
2004	3.97%	5.52%
2005	4.06%	7.91%
2006	4.87%	7.70%
2007	5.64%	7.63%
2008	5.97%	7.66%
2009	5.24%	8.36%
2010	4.28%	8.42%
2011	4.53%	7.08%
<p>FUENTE: BOLSA DE VALORES DE QUITO, BANCO CENTRAL DEL ECUADOR FECHA: ENERO 2012 ELABORADO POR: JULIO MORAN Y ALLISTER QUIROZ</p>		

En esta ocasión debemos de fijarnos cual es mayor, ya que la variable a tratar es el rendimiento que ofrecen ambas opciones a los inversionistas, y como se sabe, mientras mayor rendimiento mejor para el inversionista, a pesar del riesgo pero como se analizó anteriormente, el riesgo no depende de volatilidades de un mercado sino más bien de la operación de la empresa y su capacidad de recaudación según la actividad que realice, esto se lo determina en el informe de estructuración financiera del fideicomiso que se quiere comenzar.

En el Ecuador se da un fenómeno muy particular que es que la mayoría de inversionistas o los que más invierten, son las instituciones públicas como la Corporación Financiera Nacional, el BIESS, el Banco Nacional del Fomento, etc., es decir que se puede llegar a la conclusión que estas empresas del sector privado que comienzan como emisoras en los procesos de titularización mediante un fideicomiso administrado por una

fiduciaria o administradora de fondos, son básicamente financiadas indirectamente por instituciones públicas, y a su vez el estado recibe parte de las ganancias de la operación de las empresas de acuerdo a la tasa de interés que se establece que se pagará a los inversionistas.



En este gráfico se nota claramente que el rendimiento promedio anual desde el año 2002 al año 2011 es mayor que la tasa pasiva referencial pagada por los bancos en cada uno de los años, por ende a primera vista se puede decir que el proceso de titularización ofrece una mayor rentabilidad para los inversionistas pero así mismo como se analizó con la tasa activa referencial, debemos tener en cuenta que los resultados aquí analizados son promedios, en cuanto a la titularización es más confiable por lo que la mayoría de ellas ofrecen casi el mismo rendimiento pero en cuanto a los bancos, depende siempre de los momentos y de sus políticas de inversión y captación de dinero, y el riesgo al momento de realizar el análisis en cuanto a inversiones si se aplica el enunciado que nos dice que a mayor tasa, mayor riesgo porque la experiencia empírica así lo dice, hace unos días pasó con el banco Territorial, pues se cita a este caso por que

las tasas que ofrecían tanto para pólizas de acumulación y para certificados de depósitos fijo (ambas formas de inversión) eran demasiado altas en comparación al promedio del mercado, entonces la conclusión sería que ofrecían pagar una tasa alta por que el banco estaba tenía problemas y la captación de dinero era urgente, entonces su decisión fue ofrecer tasas elevadas para captar inversiones, en ese caso ya depende netamente de las personas en fijarse en esos detalles, en fin, por lo anterior expuesto, se decidió realizar un análisis comparativo entre fideicomisos de titularización vigentes y tasas pagadas por los bancos según información publicada por los mismos bancos.

4.2.3.9 Análisis financiero de un Fideicomiso de Titularización vigente frente a la Banca privada

Para el análisis que realizaremos a continuación utilizaremos la información facilitada por un banco ecuatoriano, en cuanto a tasas de interés pasivas y activas, así mismo para el caso de las titularizaciones, tomaremos los datos de un fideicomiso administrado por la fiduciaria MMG Trust Ecuador S.A. estos fideicomisos de titularización son, uno de flujos y otro de cartera comercial.

4.2.3.9.1 Banco Guayaquil Vs Primera Titularización de flujos BIRA

Se analizará los resultados según las condiciones de ambas figuras, tanto desde el punto de vista del emisor o empresa como de los inversionistas y los rendimientos a recibir.

Las tasas que cobra el banco de Guayaquil están publicadas en la página oficial del mencionado banco, según el siguiente detalle:

GRAFICO No 9					
I. DETERMINACION DE CARGOS ASOCIADOS Y OTROS POR TIPO DE CREDITO					
I.1 TASAS DE INTERES					
TASAS DE INTERES ACTIVAS EFECTIVAS					PLAN DE PAGOS
COMERCIAL	Amort. Dólares, Ofic. y Locales Comerciales, Leasing	CORPORATIVO	PYME	EMPRESARIAL	Reaj. Trim. Con pagos mensuales
	Préstamos Firmas y Distribuidores, Crédito Distribuidores, Confirming	9.33%	11.83%	10.21%	Reaj. Trim. Con pagos al vencimiento
	Sobregiro	Tasa Activa Efectiva Máxima del segmento consumo			Reaj. Trim. Con pagos al vencimiento
CONSUMO	C.Nómina, Factoring Vehículos, Multicrédito, Prestamos firmas	16.30%			Reaj. Trim. Con pagos mensuales
	Sobregiro	Tasa Activa Efectiva Máxima del segmento consumo			
	Crédito Educativo	8.16%			
VIVIENDA	Hipotecario Casa Fácil	11.33%			Reaj. Trim. Con pagos mensuales
MICROCRÉDITO	Microfácil	MINORISTA	ACUM. SIMPLE	ACUM.AMPLIADA	Reaj. Trim. Con pagos mensuales
		30.5%	27.5%	25.5%	
TASA DE MORA	Fecha de aplicación	Después del vencimiento			
	% Adicional de interés	Tasa vigente de la operación x 0.1			
TARJETAS DE CRÉDITO	Crédito Rotativo y Diferido (2 - 3 - 6 - 9 - 12 - 24 meses)	Tasa máxima convencional según el segmento			
	No se considera cargos de interés	Cuando el pago es total antes de la fecha tope de pago (pago de contado)			
	Se considera cargos de interés	Cuando el pago es parcial antes de la fecha tope de pago o si el pago es parcial o total después de fecha tope de pago			
	% de cargo	Tasa máxima convencional según el segmento			
FUENTE: BANCO GUAYAQUIL					
FECHA: 30 NOV 2012					
ELABORADO POR: BANCO GUAYAQUIL					

De la tasa que nos tenemos que fijar en este cuadro es en la tasa de corporativo, como se puede observar, ésta es de 9.33%, la emisión de títulos del fideicomiso con el que vamos a comparar, es decir de la primera titularización de flujos Bira, es de 14 millones de dólares, con pagos trimestrales a los inversionistas a un plazo de 5 años, para realizar un análisis más objetivo, igualaremos las condiciones y supondremos que el banco también adopta la postura de cobrar trimestralmente pagos de interés y capital a la empresa por un préstamo de 14 millones, para ello tendremos que armar una tabla de amortización del préstamo, se debe dejar claro que la modalidad de pagos las establecen los bancos, depende de la negociación que llegue a existir entre las partes, es decir, los pagos podrían ser mensuales, bimensuales, trimestrales, etc. depende de cada banco, en cambio en las titularizaciones, en la gran mayoría de ellas, los pagos son de manera trimestral.

A continuación detallamos la tabla de amortización del préstamo de una empresa por 14 millones al banco de Guayaquil:

TABLA No. 8

TABLA DE AMORTIZACION - BANCO GUAYAQUIL				
PERIODO	INTERES	CAPITAL	VALOR CUOTA	SALDO
0				14.000.000,00
1	326.550,00	557.361,97	\$ 883.911,97	13.442.638,03
2	313.549,53	570.362,44	\$ 883.911,97	12.872.275,59
3	300.245,83	583.666,14	\$ 883.911,97	12.288.609,45
4	286.631,82	597.280,15	\$ 883.911,97	11.691.329,30
5	272.700,26	611.211,71	\$ 883.911,97	11.080.117,59
6	258.443,74	625.468,23	\$ 883.911,97	10.454.649,36
7	243.854,70	640.057,27	\$ 883.911,97	9.814.592,09
8	228.925,36	654.986,61	\$ 883.911,97	9.159.605,48
9	213.647,80	670.264,17	\$ 883.911,97	8.489.341,31
10	198.013,89	685.898,08	\$ 883.911,97	7.803.443,22
11	182.015,31	701.896,66	\$ 883.911,97	7.101.546,57
12	165.643,57	718.268,40	\$ 883.911,97	6.383.278,17
13	148.889,96	735.022,01	\$ 883.911,97	5.648.256,16
14	131.745,58	752.166,39	\$ 883.911,97	4.896.089,77
15	114.201,29	769.710,68	\$ 883.911,97	4.126.379,10
16	96.247,79	787.664,18	\$ 883.911,97	3.338.714,92
17	77.875,53	806.036,44	\$ 883.911,97	2.532.678,47
18	59.074,73	824.837,24	\$ 883.911,97	1.707.841,23
19	39.835,40	844.076,57	\$ 883.911,97	863.764,66
20	20.147,31	863.764,66	\$ 883.911,97	0,00
Total	3.678.239,38	14.000.000,00	17.678.239,38	
FUENTE: BANCO DE GUAYAQUIL				
FECHA: FEBRERO 2013				
ELABORADO POR: JULIO MORAN Y ALLISTER QUIROZ				

Las condiciones para armar la tabla de amortización son las siguientes:

Plazo: 5 años, al ser pagos trimestrales serían 20 trimestres.

Tasa de interés: según los datos recogidos del banco de Guayaquil, la tasa de interés a cobrar por el prestamos sería del 9.33%.

Pagos: calculado con la fórmula de anualidad.

Según refleja el resultado obtenido, se observa que el valor de interés a pagar en total en cada uno de los pagos trimestrales es de \$3'678.239,38, lo cual representa el 26.27% de la deuda de capital adquirida, es decir, los 14 millones, ahora para la comparación tenemos la tabla de amortización del fideicomiso primera titularización de flujos Bira, que en su informe de estructuración financiera dice que la tasa a pagar la empresa u originador en este caso Bira Bienes Raíces S.A. a los inversionistas es del 8.50%:

TABLA**No. 9**

TABLA DE AMORTIZACION PRIMERA TITULARIZACION DE FLUJOS BIRA				
PERIODO	INTERES	CAPITAL	VALOR CUOTA	SALDO
0				14.000.000,00
1	297.500,00	569.056,90	\$ 866.556,90	13.430.943,10
2	285.407,54	581.149,36	\$ 866.556,90	12.849.793,74
3	273.058,12	593.498,78	\$ 866.556,90	12.256.294,96
4	260.446,27	606.110,63	\$ 866.556,90	11.650.184,32
5	247.566,42	618.990,48	\$ 866.556,90	11.031.193,84
6	234.412,87	632.144,03	\$ 866.556,90	10.399.049,81
7	220.979,81	645.577,09	\$ 866.556,90	9.753.472,71
8	207.261,30	659.295,61	\$ 866.556,90	9.094.177,11
9	193.251,26	673.305,64	\$ 866.556,90	8.420.871,47
10	178.943,52	687.613,38	\$ 866.556,90	7.733.258,09
11	164.331,73	702.225,17	\$ 866.556,90	7.031.032,92
12	149.409,45	717.147,45	\$ 866.556,90	6.313.885,47
13	134.170,07	732.386,83	\$ 866.556,90	5.581.498,64
14	118.606,85	747.950,05	\$ 866.556,90	4.833.548,58
15	102.712,91	763.843,99	\$ 866.556,90	4.069.704,59
16	86.481,22	780.075,68	\$ 866.556,90	3.289.628,91
17	69.904,61	796.652,29	\$ 866.556,90	2.492.976,62
18	52.975,75	813.581,15	\$ 866.556,90	1.679.395,48
19	35.687,15	830.869,75	\$ 866.556,90	848.525,73
20	18.031,17	848.525,73	\$ 866.556,90	0,00
Total	3.331.138,02	14.000.000,00	17.331.138,02	
FUENTE: MMG TRUST ECUADOR S.A.				
FECHA: 26 DE MARZO DEL 2012				
ELABORADO POR: MMG TRUST ECUADOR S.A.				

Como se puede observar el valor a pagar por intereses a favor de los inversionistas es de \$3'331.138,02 en los 5 años de vigencia de la titularización, una diferencia de \$347.101,37 con lo que pagaría por un crédito bancario, mediante la titularización la empresa terminaría pagando menos según las tablas de amortización elaboradas, aclarando que para igualar las condiciones, en el crédito bancario asumimos que la modalidad de pago del crédito es trimestral al igual que el proceso de titularización, este mismo valor de intereses a pagar sería el que recibirían los inversionistas, se ha decidido por realizar la comparación de una inversión por la gran cantidad de supuestos que se deberían de implementar que alejarían de la realidad al resultado, en todo caso para dejarlo como referencia el banco de Guayaquil por una inversión de 14 millones pagaría una tasa de 5,25% anual la cual es superada por la tasa de rendimiento de la titularización que es de 8.50%.

Conclusiones y Recomendaciones

Conclusiones

En el capítulo I se realizó la cadena que según nosotros envuelve al proceso de titularización según la apreciación teórica con aportaciones de varios pensadores económicos, partimos revisando teorías de empresa, del empresario, luego entramos a lo que es el financiamiento, seguimos con teorías de dinero y crédito e inversión y finalmente con lo que es la rentabilidad a partir del riesgo financiero.

En el capítulo II se revisaron conceptos básicos que son claves que giran alrededor del proceso de titularización, importantes para entender cuando se trata del tema

En el capítulo III se exploró a la titularización en el Ecuador, cuáles son sus etapas, sus objetivos, su origen, su historia, sus formas, etc.

En el capítulo IV nos dimos cuenta que la titularización presenta ventajas considerables frente a otras fuentes de financiamiento, especialmente frente al crédito bancario que es la fuente mayormente utilizada hoy en día por las empresas.

En conclusión según los resultados obtenidos, damos por válida la hipótesis planteada.

Recomendaciones

En el Ecuador se debería de incentivar la participación en el mercado de valores, principalmente en procesos de titularización, esta herramienta de financiamiento según nuestro análisis financiero comparativo contra el crédito bancario nos deja claro que la titularización ofrece un menor costo para las empresas lo que nos lleva a decir que es la mejor fuente de financiamiento hoy en día para las empresas según la fundamentación teoría que nos dice que mientras menor sea el costo financiero a asumir, mejor es la fuente de financiamiento, notamos que al ser varios inversionistas que pueden haber en un solo proceso de titularización, se le

da movimiento a la economía, ya que serán algunos los que se beneficien con la operación de las empresas y no solo los bancos, ya que en un crédito bancario, el único beneficiado del interés pagado por el préstamo, es el mismo banco.

Después de analizar la curva de crecimiento y de comportamiento de los títulos emitidos en la bolsa de valores de Quito, concordamos que la titularización ha crecido de manera notable en el Ecuador, esto se debe a su efectividad, alta rentabilidad, bajo costo financiero, el que la pendiente sea positiva y que año a año se ve una mayor participación en estos procesos nos dice que desde la primera vez que se emitió títulos valores en el Ecuador (año 2002) los procesos de titularización han venido creciendo, solo falta por parte de las empresas adquirir ese interés por participar, y mayor promoción por las bolsas de valores y por las mismas administradores de fondos.

La titularización es una muy buena fuente de financiamiento si se la utiliza responsablemente, de no hacérselo de esta manera las consecuencias pueden ser lamentables, como por ejemplo lo que pasó con la crisis financiera del 2008 en Estados Unidos.

En las universidades se debería enseñar mucho más lo que respecta a mercado secundarios como el mercado de valores, ya que consideramos que es un mercado en surgimiento en el Ecuador y cada vez tiene más acogida en la sociedad.

Por parte del Estado particularmente por medio de la Superintendencia de Compañías, se debería de buscar la alternativa de agilizar los proceso en cuanto a lo que titularización se refiere ya que en algunas ocasiones se vuelve un tanto exagerado el tiempo el que toma aprobar un proceso de titularización.

Referencias Bibliográficas

Calva, J. L. (2007). *Macroeconomía del Crecimiento Sostenido, Volumen 4*. Mexico: UNAM, 2007.

Diario Hoy. (7 de Enero de 2003). Titularización: una opción para financiar empresas. *Titularización: una opción para financiar empresas* , pág. 1.

Ecuador, B. C. (Febrero de 2013). *Tasas de Interés* . Obtenido de <http://www.bce.fin.ec/docs.php?path=documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indice.htm>

Gitman. (1996). *Fuentes de Financiamiento*. Mexico.

Guillermo Ejea, A. G. (2008). Mercado de valores, crisis y nuevos circuitos financieros en México, 1970-1990. Estados Unidos.

Madura, J. (2008). *Mercado e Instituciones Financieras*. California: South Western / Cengage Learning .

Rosero, L. (1 de octubre de 2010). El desarrollo del mercado de valores en el Ecuador: una aproximación. *La Hora Nacional* , pág. 2.

Reglamento General de la Ley de Mercado de Valores (1998) “*conceptos*” recuperado por:

<http://www.bolsadequito.info/normativa/mercado-de-valores/ley-de-mercado-de-valores/>

Historia “*antecedentes de la titularización en ecuador*” recuperado por:

<http://www.supercias.gob.ec/home.php?blue=c4ca4238a0b923820dcc50=0&ubcmercadodevalores=antecedente#>

Reglamento General de la Ley de Mercado de Valores (1998) “*mercado de valores*” recuperado por:

<http://www.bolsadequito.info/normativa/mercado-de-valores/ley-de-mercado-de-valores/>

Reglamento General de la Ley de Mercado de Valores (1998) “*Titularización*” recuperado por:

<http://www.bolsadequito.info/normativa/mercado-de-valores/ley-de-mercado-de-valores/>

Reglamento General de la Ley de Mercado de Valores (1998) “*Principios*” recuperado por:

<http://www.bolsadequito.info/normativa/mercado-de-valores/ley-de-mercado-de-valores/>

Reglamento General de la Ley de Mercado de Valores (1998) “*etapas de un Proceso Titularización*” recuperado por:

<http://www.bolsadequito.info/normativa/mercado-de-valores/ley-de-mercado-de-valores/>

Reglamento General de la Ley de Mercado de Valores (1998) “*Aspectos Generales de la Titularización*” recuperado por:

<http://www.bolsadequito.info/normativa/mercado-de-valores/ley-de-mercado-de-valores/>

Código Civil “*El Art.2126 crédito*” recuperado por:

www.abogadosdecuador.com/codigo-civil.htm

Claudio Kiper E (2000) “*la Titularización*” recuperado por:
<https://www.llyaso.com/...-tratado-de-fideic>.

Roberto González Torrez E (1999). *El fideicomiso* recuperado por:
http://www.revistajuridicaonline.com/images/stories/revistas/1999/13-tomo-2/13b_el_fideicomiso_publico.pdf

Lawrence Gitman E (2000) pág. 202 “*principios de administración financiera*” recuperada por:

<http://www.mundobvg.com/institucion.asp>

ANEXOS

ANEXO 1

ASPECTOS LEGALES

NORMATIVA LEGAL

La normativa legal del sistema financiero ha regido en esta materia:

- La Ley General de Bancos promulgada en 1899, tuvo vigencia en una época de grave crisis económica en el país, fue concebida bajo el régimen del patrón oro y sin la consideración de que los bancos necesitaban un control.
- La “Revolución Juliana” de 1925 produjo un cambio sustancial en el tema, al fundarse en 1927 el Banco Central y en 1928 la Superintendencia de Bancos y el Banco Hipotecario del Ecuador.
- Posteriormente a la crisis de los años 30 y para adecuarse a las políticas del Fondo Monetario Internacional, la Ley General de Bancos y la Ley de Régimen Monetario sufrieron modificaciones mediante las reformas de 1948.
- En el año 1974 se promulga la codificación de la Ley General de Bancos.
- En el año 1994 se derogó la Ley General de Bancos de 1987 por la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero.
- En el año 2001 se expide la Codificación de la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero, constituye la normativa vigente actual, y ha sufrido algunas modificaciones como.
- Se cambia la denominación de la Superintendencia de Bancos por Superintendencia de Bancos y Seguros de acuerdo a lo dispuesto por la Ley de Seguridad Social.
- Se hacen reformas a las Asociaciones mutualistas de ahorro y crédito para la vivienda y entre otros temas se establece que estas entidades son instituciones de derecho privado con finalidad social y sin fines de lucro.
- Se modifican aspectos relacionados con las Instituciones Financieras en cuanto a mejorar los mecanismos a seguir en una liquidación forzosa, forma de pago de los depósitos garantizados por la AGD, así como el procedimiento a seguir en caso de existir indicios de fraude bancario o financiero.

REGIMEN LEGAL VIGENTE

La Ley general de Instituciones del Sistema Financiero regula la creación, organización, actividades, funcionamiento y extinción de las Instituciones del Sistema Financiero Privado, además la Ley contiene disposiciones para que la Superintendencia de Bancos y seguros ejerza control y vigilancia sobre éstas Instituciones;

El panorama normativo se amplía con el Reglamento General a la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero, adicionalmente la Superintendencia de Bancos y Seguros y la Junta Bancaria como máximos organismos de control del Sistema Financiero Privado, reglamentan ese control mediante resoluciones de carácter obligatorio para las instituciones sujetas a su vigilancia. Igualmente el Director del Banco Central en el ámbito de sus atribuciones expide regulaciones que tiene directa relación con el funcionamiento del sistema financiero,

Como normativa supletoria, se menciona a la Ley de Compañías en lo relativo a constitución y organización de las instituciones del sistema financiero privado; debiendo tomarse en cuenta que las atribuciones que esta Ley concede al Superintendente de Compañías se entiende aplicables al Superintendente de Bancos y Seguros.

Anexo 2

TITULARIZACIONES REALIZADAS EN ECUADOR

ORIGINADOR	TIPO DE TITULARIZACION	TOTAL EMITIDO	TOTAL COLOCADO	FECHA EMISION	TASA
FIDEICOMISO GM HOTEL	Flujos de Proyectos Inmobiliarios	20,000,000.00	265,000.00	May-08	RENTA VARIABLE
FIDEICOMISO MERCANTIL CTH4	Cartera Hipotecaria	13,288,167.37	13,287,702.37	May-08	7.30
TIT.FLUJOS TARJETA DE CREDITO DE PRATI	Flujos futuros de tarjeta de Crédito	5,000,000.00	5,000,000.00	Abr-08	8.50
FID MERC BCO GENERAL RUMINAHUI	Cartera de Crédito	51,480,628.56	51,480,628.56	Mar-08	7.67
Segunda Titularización Pacificard Mastercard Flujos del Exterior	Flujos futuros de tarjeta de Crédito	43,000,000.00	28,593,096.50	Dic-07	7.67
PRIMERA TIT.CARTERA COMERCIAL COMANDATO	Cartera Comercial	6,000,000.00	5,997,869.07	Nov-07	8.49
MUT.PICHINCHA FIDEICOMI MERCANTIL IV	Cartera Comercial	64,510,617.00	64,505,050.27	Dic-07	7.18
TITULARIZACION DE CARTERA DE CONSUMO BANCO TERRITORIAL	Cartera de Consumo	5,500,000.00	5,150,000.00	Dic-07	8.54
TERCERA TITULARIZACION CARTERA AUTOMOTRIZ AMAZONAS		40,000,000.00	13,666,434.41	Jun-06	8.86
PRIMER TRAMO	Cartera Hipotecaria	20,000,000.00	18,960,227.58	Jun-06	8.37
SEGUNDO TRAMO		5,000,000.00	4,370,000.00	Mar-07	9.22
TERCER TRAMO		15,000,000.00	13,666,434.41	Feb-08	8.98
PRIMERA TIT.CARTERA AUTOMOTRIZ GMAC ECUADOR	Cartera Automotriz	50,000,000.00	50,000,000.00	Sep-07	8.37
PRIMERA TIT.CARTERA COMERCIAL AMAZONAS	Cartera Comercial	10,000,000.00	8,459,999.98	Ago-07	8.90
TITULARIZACION DE CARTERA HIPOTECARIA VILLA MARINA	Cartera Hipotecaria	1,900,000.00	1,595,000.00	Jul-07	8.86
TIT.CARTERA HIPOTECARIA VOLARE	Cartera Hipotecaria	5,200,000.00	2,580,000.00	Jun-07	9.77
TIT.FLUJOS TASAS TERMINAL TERRESTRE DE GUAYAQUIL	Flujos de tasas terminal	10,000,000.00	10,000,000.00	Jun-07	8.61
TIT.FLUJOS CENTRAL HIDROELECTRICA MARCEL LANIADO	Flujos Central Hidroeléctrica	80,000,000.00	76,570,000.00	Oct-06	9.13
TITULARIZACION DE CARTERA CONSUMO BANCO TERRITORIAL	Cartera de Consumo	2,500,000.00	1,590,000.00	Oct-06	8.00
TITULARIZACION BURGER KING	Flujos futuros	1,250,000.00	1,250,000.00	Oct-06	10.00
MUT.PICHINCHA FIDEICOMISO MERCANTIL 3	Cartera de Crédito	35,000,000.00	33,611,537.35	Nov-06	8.12
FIDEICOMISO MERC BCO PICHINCHA	Cartera de Crédito	88,075,578.63	85,019,959.22	Jul-06	7.35
FIDEICOMISO MERCANTIL MUTUALISTA PICHINCHA 2	Cartera de Crédito	49,205,220.12	39,597,922.43	Jun-06	7.87
FIDEICOMISO TITULARIZACION DE CARTERA VIVIENDA GUAYAQUIL#1	Cartera Hipotecaria	1,020,000.00	920,000.00	Jun-06	7.81
TIT.CARTERA CONSUMO TERRITORIAL	Cartera de Consumo	3,000,000.00	3,000,000.00	Jun-06	8.00
TITULARIZACION DE CARTERA AUTOMOTRIZ CFC-UNO		6,000,000.00	6,000,000.00	Oct-06	6.31
PRIMER TRAMO	Cartera Automotriz	6,000,000.00	6,000,000.00	Jun-06	7.95
SEGUNDO TRAMO		6,000,000.00	6,000,000.00	Oct-06	6.31
Fideicomiso Titularización OMNI HOSPITAL	Flujos de Proyectos Inmobiliarios	16,800,000.00	16,800,000.00	Dic-05	RENTA VARIABLE
FIDEICOMISO MERCANTIL CTH3	Cartera Hipotecaria	22,200,000.00	21,449,846.32	Dic-05	8.02
SEGUNDA TITULARIZACION CARTERA DE CONSUMO UNIBANCO		20,000,000.00	20,000,000.00	Dic-05	7.25
PRIMER TRAMO	Cartera de Consumo	15,000,000.00	15,000,000.00	Dic-05	7.00
SEGUNDO TRAMO		5,000,000.00	5,000,000.00	Feb-06	7.50
FIDEICOMISO MERCANTIL TIT.AMAZONAS		25,000,000.00	13,114,501.00	Ene-05	9.80
PRIMER TRAMO	Cartera Automotriz	10,000,000.00	9,911,682.44	Ene-05	8.39
SEGUNDO TRAMO		7,500,000.00	7,440,000.00	Ago-05	9.09
TERCER TRAMO		7,500,000.00	5,674,501.23	Dic-05	11.92
MUT.PICHINCHA FIDEICOMISO MERCANTIL 1	Cartera de Crédito	31,050,181.51	28,358,459.98	Jun-05	8.02
TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS DE FONDOS ZOFRAGUA	Flujo Futuro de Proyecto	14,000,000.00	50,000.00	May-05	RENTA VARIABLE
FIDEICOMISO CTH 2 - CLASE A1	Cartera Hipotecaria	14,140,000.00	13,919,785.80	Dic-04	8.50
FIDEICOMISO TITULARIZACION CARTERA AUTOMOTRIZ AMAZONAS		15,000,000.00	15,000,000.00	Feb-04	9.04
PRIMER TRAMO	Cartera Automotriz	5,000,000.00	5,000,000.00	Feb-04	10.04
SEGUNDO TRAMO		5,000,000.00	5,000,000.00	Sep-04	8.55
TERCER TRAMO		5,000,000.00	5,000,000.00	Abr-05	8.53
CTH		18,278,828.11	17,689,007.00	Nov-03	11.27
PRIMER TRAMO	Cartera Hipotecaria	12,795,179.67	12,382,305.15	Nov-03	8.41
SEGUNDO TRAMO		2,741,824.22	2,653,351.10	Nov-03	10.47
TERCER TRAMO		2,741,824.22	2,653,351.11	Nov-03	14.92
FIDEICOMISO TITULARIZACION CARTERA DE CONSUMO - UNIBANCO	Cartera de Consumo	10,000,000.00	10,000,000.00	Oct-03	8.37
MASTERCARD	Flujos futuros de tarjeta de Crédito	8,000,000.00	8,000,000.00	Mar-02	8.33

Fuente: Bolsa de Valores Guayaquil y Quito

Elaborado por: Las autoras

ANEXO 3

CASOS DE TITULARIZACIÓN

FIDEICOMISO MERCANTIL “TITULARIZACIÓN MASTERCARD – FLUJOS DEL EXTERIOR”.

Se desarrolla en base al DERECHO DE COBRO, esto es la totalidad de las cuentas por cobrar que se generen, a partir de la fecha de constitución del FIDEICOMISO y mientras se encuentre vigente el FIDEICOMISO, las cuales deben ser pagadas por MASTERCARD INTERNATIONAL a favor del ORIGINADOR como consecuencia de:

- Los pagos efectuados por el ORIGINADOR, por cuenta de MASTERCARD INTERNATIONAL, a los establecimientos comerciales en los cuales los TARJETAHABIENTES hayan efectuado consumos en general.
- Los avances en efectivo en oficina (sea en oficinas del ORIGINADOR o en oficinas del Banco del Pacífico) otorgados por el ORIGINADOR, por cuenta de MASTERCARD INTERNATIONAL, a favor de los TARJETAHABIENTES;
- Los avances en efectivo a través de cajeros automáticos (red Cirrus – Banco del Pacífico) otorgados por el ORIGINADOR, por cuenta de MASTERCARD INTERNATIONAL, a favor de los TARJETAHABIENTES

Desde el año 2002 se han efectuado 2 TITULARIZACIONES de este tipo por lo cual se han emitido valores por un monto de USD \$ 51.000.000 de los cuales se han colocado aproximadamente 37'000.000 hasta mayo del 2008

ORIGINADOR o CONSTITUYENTE:	Pacificard S.A. Compañía Emisora y Administradora de Tarjetas de Crédito, Grupo Financiero Banco del Pacífico.
FIDUCIARIA, AGENTE DE MANEJO Y Fondos y AGENTE DE PAGO (1era TITULARIZACIÓN):	Fiducia S.A. Administradora de Fideicomisos mercantiles
FIDUCIARIA o AGENTE DE MANEJO: &Trust (2da TITULARIZACIÓN)	Morgan & Morgan, Fiduciary Corporation S.A. “Fiduciaria del Ecuador”
MONTO DE LA 1era EMISIÓN:	USD 8'000.000 No hay clases ni series

Plazo:	360 días
Tasa de Interés promedio:	8.33 %
Amortización de Capital:	Quincenal
Pago de Interés:	Quincenal
Mecanismo de garantía:	a) Exceso de Flujos que cubre el 1.5 del Índice de Desviación, y una b) Fianza Mercantil otorgada por Mastercard del Ecuador S. A
MONTO DE LA 2da EMISIÓN:	USD \$ 43'000.000 dividida en VALORES de la SERIE A y de la SERIE B.
Serie A:	HASTA USD \$ 10'000.000
Denominación:	VTC-SEGUNDA PACIFICARD-SERIE A
Plazo:	1.080 días
Tasa de Interés:	Reajutable cada 90 días
Tasa de Interés - 1º período:	8.00%
Tasa de Interés – períodos posteriores:	Tasa Pasiva Referencial del Banco Central del Ecuador + 2.50%
Amortización de Capital:	Trimestral
Pago de Interés:	Trimestral
Serie B:	VTC-SEGUNDA PACIFICARD-SERIE B
Denominación:	Hasta US\$ 33'000.000
Monto:	1.800 días
Plazo:	Reajutable cada 90 días
Tasa de Interés:	8.50%
Tasa de Interés – 1º período:	Tasa Pasiva Referencial del Banco Central del Ecuador + 3.00%
Tasa de Interés – períodos posteriores:	Trimestral
Amortización de Capital:	Trimestral
Pago de Interés:	Trimestral
CARACTERÍSTICAS DE LOS VALORES:	A la orden y Mixtos
DESTINATARIOS:	Inversionistas Institucionales, inversionistas particulares y público en general

ANEXO 4

FLUJO PARA ESCENARIO PROBABLE

13,50%

	Periodo 0	ene-09	feb-09	mar-09	abr-09	may-09	jun-09
Dividendos		\$ 1.433.310,44	\$ 1.433.310,44	\$ 1.433.310,44	\$ 1.433.310,44	\$ 1.433.310,44	\$ 1.433.310,44
Siniestralidad		15.900,18	15.900,18	15.900,18	15.900,18	15.900,18	15.900,18
Recuperacion esperado		\$ 1.417.410,26	\$ 1.417.410,26	\$ 1.417.410,26	\$ 1.417.410,26	\$ 1.417.410,26	\$ 1.417.410,26
Pago a inversionistas		\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00
Saldo		28.841.596,00	27.675.604,45	26.501.975,66	25.320.659,59	24.131.605,91	22.934.763,93
Interes		196.500,00	188.912,45	181.275,21	173.587,94	165.850,32	158.062,02
Capital		1.158.404,00	1.165.991,55	1.173.628,79	1.181.316,06	1.189.053,68	1.196.841,98
Diferencial		\$ 62.506,25	\$ 62.506,25	\$ 62.506,25	\$ 62.506,25	\$ 62.506,25	\$ 62.506,25
COSTOS RELACIONADOS AL PROCESO							
Calificadora de Riesgo	(7.500,00)						
Costos de estructuracion	(20.000,00)						
Agente de Manejo (Fiduciaria) (0,18%)		4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00
Agente Pagador (0,15%)		3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00
Inscripción en el RMV	(2.500,00)						
Mantenimiento anual de la Inscripción (0,01%)							
Inscripción y manito. Bolsa de Valores (0,02%)	(6.000,00)						
Colocacion de Valores Casa de Valores (0,3%)	(90.000,00)						
Colocacion en BVG (0,09%)	(27.000,00)						
Custodio y auditoria externa (0,025%)							
Prospectos y titulos	(2.000,00)						
Gastos notariales	(1.500,00)						
TOTAL COSTOS	(155.000,00)	8.250,00	8.250,00	8.250,00	8.250,00	8.250,00	8.250,00
FLUJO ESPERADO	(155.000,00)	54.256,25	54.256,25	54.256,25	54.256,25	54.256,25	54.256,25
FLUJO ACUMULADO	(155.000,00)	(\$ 100.743,75)	(\$ 46.487,49)	\$ 7.768,76	\$ 62.025,02	\$ 116.281,27	\$ 170.537,52

FLUJO PARA ESCENARIO PROBABLE

	jul-09	ago-09	sep-09	oct-09	nov-09	dic-09
Dividendos	\$ 1.433.310,44	\$ 1.433.310,44	\$ 1.433.310,44	\$ 1.433.310,44	\$ 1.433.310,44	\$ 1.433.310,44
Siniestralidad	15.900,18	15.900,18	15.900,18	15.900,18	15.900,18	15.900,18
Recuperacion esperado	\$ 1.417.410,26	\$ 1.417.410,26	\$ 1.417.410,26	\$ 1.417.410,26	\$ 1.417.410,26	\$ 1.417.410,26
Pago a inversionistas	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00
Saldo	21.730.082,63	20.517.510,67	19.296.996,36	18.068.487,68	16.831.932,27	15.587.277,43
Interes	150.222,70	142.332,04	134.389,69	126.395,33	118.348,59	110.249,16
Capital	1.204.681,30	1.212.571,96	1.220.514,31	1.228.508,68	1.236.555,41	1.244.654,85
Diferencial	\$ 62.506,25	\$ 62.506,25	\$ 62.506,25	\$ 62.506,25	\$ 62.506,25	\$ 62.506,25
COSTOS RELACIONADOS AL PROCESO						
Calificadora de Riesgo						
Costos de estructuracion						
Agente de Manejo (Fiduciaria) (0,18%)	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00
Agente Pagador (0,15%)	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00
Inscripción en el RMV						
Mantenimiento anual de la Inscripción (0,01%)						
Inscripción y manito. Bolsa de Valores (0,02%)						
Colocacion de Valores Casa de Valores (0,3%)						
Colocacion en BVG (0,09%)						
Custodio y auditoria externa (0,025%)						
Prospectos y titulos						
Gastos notariales						
TOTAL COSTOS	8.250,00	8.250,00	8.250,00	8.250,00	8.250,00	8.250,00
FLUJO ESPERADO	54.256,25	54.256,25	54.256,25	54.256,25	54.256,25	54.256,25
FLUJO ACUMULADO	\$ 224.793,78	\$ 279.050,03	\$ 333.306,29	\$ 387.562,54	\$ 441.818,80	\$ 496.075,05

FLUJO PARA ESCENARIO PROBABLE

	ene-10	feb-10	mar-10	abr-10	may-10	jun-10
Dividendos	\$ 1.433.310,44	\$ 1.433.310,44	\$ 1.433.310,44	\$ 1.433.310,44	\$ 1.433.310,44	\$ 1.433.310,44
Siniestralidad	15.900,18	15.900,18	15.900,18	15.900,18	15.900,18	15.900,18
Recuperacion esperado	\$ 1.417.410,26	\$ 1.417.410,26	\$ 1.417.410,26	\$ 1.417.410,26	\$ 1.417.410,26	\$ 1.417.410,26
Pago a inversionistas	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00
Saldo	14.334.470,09	13.073.456,87	11.804.184,01	10.526.597,41	9.240.642,62	7.946.264,83
Interes	102.096,67	93.890,78	85.631,14	77.317,41	68.949,21	60.526,21
Capital	1.252.807,34	1.261.013,22	1.269.272,86	1.277.586,60	1.285.954,79	1.294.377,79
Diferencial	\$ 62.506,25	\$ 62.506,25	\$ 62.506,25	\$ 62.506,25	\$ 62.506,25	\$ 62.506,25
COSTOS RELACIONADOS AL PROCESO						
Calificadora de Riesgo	1.500,00					
Costos de estructuracion						
Agente de Manejo (Fiduciaria) (0,18%)	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00
Agente Pagador (0,15%)	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00
Inscripción en el RMV						
Mantenimiento anual de la Inscripción (0.01%)	3.000,00					
Inscripción y mannto. Bolsa de Valores (0.02%)	6.000,00					
Colocacion de Valores Casa de Valores (0.3%)						
Colocacion en BVG (0.09%)						
Custodio y auditoria externa (0.025%)	7.500,00					
Prospectos y titulos						
Gastos notariales						
TOTAL COSTOS	26.250,00	8.250,00	8.250,00	8.250,00	8.250,00	8.250,00
FLUJO ESPERADO	36.256,25	54.256,25	54.256,25	54.256,25	54.256,25	54.256,25
FLUJO ACUMULADO	\$ 532.331,30	\$ 586.587,56	\$ 640.843,81	\$ 695.100,07	\$ 749.356,32	\$ 803.612,57

FLUJO PARA ESCENARIO PROBABLE

	jul-10	ago-10	sep-10	oct-10	nov-10	dic-10
Dividendos	\$ 1.433.310,44	\$ 1.433.310,44	\$ 1.433.310,44	\$ 1.433.310,44	\$ 1.433.310,44	\$ 1.433.310,44
Siniestralidad	15.900,18	15.900,18	15.900,18	15.900,18	15.900,18	15.900,18
Recuperacion esperado	\$ 1.417.410,26	\$ 1.417.410,26	\$ 1.417.410,26	\$ 1.417.410,26	\$ 1.417.410,26	\$ 1.417.410,26
Pago a inversionistas	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00
Saldo	6.643.408,86	5.332.019,19	4.012.039,91	2.683.414,77	1.346.087,13	0,00
Interes	52.048,03	43.514,33	34.924,73	26.278,86	17.576,37	8.816,87
Capital	1.302.855,97	1.311.389,67	1.319.979,28	1.328.625,14	1.337.327,64	1.346.087,13
Diferencial	\$ 62.506,25	\$ 62.506,25	\$ 62.506,25	\$ 62.506,25	\$ 62.506,25	\$ 62.506,25
COSTOS RELACIONADOS AL PROCESO						
Calificadora de Riesgo						1.500,00
Costos de estructuración						
Agente de Manejo (Fiduciaria) (0,18%)	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00
Agente Pagador (0,15%)	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00
Inscripción en el RMV						
Mantenimiento anual de la Inscripción (0,01%)						
Inscripción y mantto. Bolsa de Valores (0,02%)						
Colocacion de Valores Casa de Valores (0,3%)						
Colocacion en BVG (0,09%)						
Custodio y auditoria externa (0,025%)						
Prospectos y títulos						
Gastos notariales						
TOTAL COSTOS	8.250,00	8.250,00	8.250,00	8.250,00	8.250,00	9.750,00
FLUJO ESPERADO	54.256,25	54.256,25	54.256,25	54.256,25	54.256,25	52.756,25
FLUJO ACUMULADO	\$ 857.868,83	\$ 912.125,08	\$ 966.381,34	\$ 1.020.637,59	\$ 1.074.893,85	\$ 1.127.650,10

FLUJO PARA ESCENARIO OPTIMISTA

15,46%

	periodo 0	ene-09	feb-09	mar-09	abr-09	may-09	jun-09
Dividendos		\$ 1.461.164,58	\$ 1.461.164,58	\$ 1.461.164,58	\$ 1.461.164,58	\$ 1.461.164,58	\$ 1.461.164,58
Siniestralidad		7.225,08	7.225,08	7.225,08	7.225,08	7.225,08	7.225,08
Recuperacion esperado		\$ 1.453.939,50	1.453.939,50	1.453.939,50	1.453.939,50	1.453.939,50	1.453.939,50
Pago a inversionistas		\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00
Saldo		28.841.596,00	27.675.604,45	26.501.975,66	25.320.659,59	24.131.605,91	22.934.763,93
Interes		196.500,00	188.912,45	181.275,21	173.587,94	165.850,32	158.062,02
Capital		1.158.404,00	1.165.991,55	1.173.628,79	1.181.316,06	1.189.053,68	1.196.841,98
Diferencial		\$ 99.035,50	\$ 99.035,50	\$ 99.035,50	\$ 99.035,50	\$ 99.035,50	\$ 99.035,50
COSTOS RELACIONADOS AL PROCESO							
Calificadora de Riesgo	(7.500,00)						
Costos de estructuración	(20.000,00)						
Agente de Manejo (Fiduciaria) (0,18%)		4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00
Agente Pagador (0,15%)		3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00
Inscripción en el RMV	(2.500,00)						
Mantenimiento anual de la Inscripción (0,01%)							
Inscripción y mantto. Bolsa de Valores (0,02%)	(6.000,00)						
Colocacion de Valores Casa de Valores (0,3%)	(27.000,00)						
Colocacion en BVG (0,09%)	(90.000,00)						
Custodio y auditoria externa (0,025%)							
Prospectos y titulos	(2.000,00)						
Gastos notariales	(1.500,00)						
TOTAL COSTOS	(155.000,00)	8.250,00	8.250,00	8.250,00	8.250,00	8.250,00	8.250,00
FLUJO ESPERADO	(155.000,00)	90.785,50	90.785,50	90.785,50	90.785,50	90.785,50	90.785,50
FLUJO ACUMULADO	(155.000,00)	(\$ 64.214,50)	\$ 26.571,00	\$ 117.356,50	\$ 208.142,00	\$ 298.927,50	\$ 389.713,00

FLUJO PARA ESCENARIO OPTIMISTA

	jul-09	ago-09	sep-09	oct-09	nov-09	dic-09
Dividendos	\$ 1.461.164,58	\$ 1.461.164,58	\$ 1.461.164,58	\$ 1.461.164,58	\$ 1.461.164,58	\$ 1.461.164,58
Siniestralidad	7.225,08	7.225,08	7.225,08	7.225,08	7.225,08	7.225,08
Recuperacion esperado	1.453.939,50	1.453.939,50	1.453.939,50	1.453.939,50	1.453.939,50	1.453.939,50
Pago a inversionistas	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00
Saldo	21.730.082,63	20.517.510,67	19.296.996,36	18.068.487,68	16.831.932,27	15.587.277,43
Interes	150.222,70	142.332,04	134.389,69	126.395,33	118.348,59	110.249,16
Capital	1.204.681,30	1.212.571,96	1.220.514,31	1.228.508,68	1.236.555,41	1.244.654,85
Diferencial	\$ 99.035,50	\$ 99.035,50	\$ 99.035,50	\$ 99.035,50	\$ 99.035,50	\$ 99.035,50
COSTOS RELACIONADOS AL PROCESO						
Calificadora de Riesgo						
Costos de estructuracion						
Agente de Manejo (Fiduciaria) (0,18%)	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00
Agente Pagador (0,15%)	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00
Inscripción en el RMV						
Mantenimiento anual de la Inscripción (0.01%)						
Inscripción y mantto. Bolsa de Valores (0.02%)						
Colocacion de Valores Casa de Valores (0.3%)						
Colocacion en BVG (0.09%)						
Custodio y auditoria externa (0.025%)						
Prospectos y titulos						
Gastos notariales						
TOTAL COSTOS	8.250,00	8.250,00	8.250,00	8.250,00	8.250,00	8.250,00
FLUJO ESPERADO	90.785,50	90.785,50	90.785,50	90.785,50	90.785,50	90.785,50
FLUJO ACUMULADO	\$ 480.498,50	\$ 571.284,00	\$ 662.069,50	\$ 752.855,00	\$ 843.640,50	\$ 934.426,00

FLUJO PARA ESCENARIO OPTIMISTA

	ene-10	feb-10	mar-10	abr-10	may-10	jun-10
Dividendos	\$ 1.461.164,58	\$ 1.461.164,58	\$ 1.461.164,58	\$ 1.461.164,58	\$ 1.461.164,58	\$ 1.461.164,58
Siniestralidad	7.225,08	7.225,08	7.225,08	7.225,08	7.225,08	7.225,08
Recuperacion esperado	1.453.939,50	1.453.939,50	1.453.939,50	1.453.939,50	1.453.939,50	1.453.939,50
Pago a inversionistas	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00
Saldo	14.334.470,09	13.073.456,87	11.804.184,01	10.526.597,41	9.240.642,62	7.946.264,83
Interes	102.096,67	93.890,78	85.631,14	77.317,41	68.949,21	60.526,21
Capital	1.252.807,34	1.261.013,22	1.269.272,86	1.277.586,60	1.285.954,79	1.294.377,79
Diferencial	\$ 99.035,50	\$ 99.035,50	\$ 99.035,50	\$ 99.035,50	\$ 99.035,50	\$ 99.035,50
COSTOS RELACIONADOS AL PROCESO						
Calificadora de Riesgo	1.500,00					
Costos de estructuracion						
Agente de Manejo (Fiduciaria) (0,18%)	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00
Agente Pagador (0,15%)	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00
Inscripción en el RMV						
Mantenimiento anual de la Inscripción (0,01%)	3.000,00					
Inscripción y mantto. Bolsa de Valores (0,02%)	6.000,00					
Colocacion de Valores Casa de Valores (0,3%)						
Colocacion en BVG (0,09%)						
Custodio y auditoria externa (0,025%)	7.500,00					
Prospectos y títulos						
Gastos notariales						
TOTAL COSTOS	26.250,00	8.250,00	8.250,00	8.250,00	8.250,00	8.250,00
FLUJO ESPERADO	72.785,50	90.785,50	90.785,50	90.785,50	90.785,50	90.785,50
FLUJO ACUMULADO	\$ 1.007.211,50	\$ 1.097.997,00	\$ 1.188.782,49	\$ 1.279.567,99	\$ 1.370.353,49	\$ 1.461.138,99

FLUJO PARA ESCENARIO OPTIMISTA

	jul-10	ago-10	sep-10	oct-10	nov-10	dic-10
Dividendos	\$ 1.461.164,58	\$ 1.461.164,58	\$ 1.461.164,58	\$ 1.461.164,58	\$ 1.461.164,58	\$ 1.461.164,58
Siniestralidad	7.225,08	7.225,08	7.225,08	7.225,08	7.225,08	7.225,08
Recuperacion esperado	1.453.939,50	1.453.939,50	1.453.939,50	1.453.939,50	1.453.939,50	1.453.939,50
Pago a inversionistas	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00
Saldo	6.643.408,86	5.332.019,19	4.012.039,91	2.683.414,77	1.346.087,13	0,00
Interes	52.048,03	43.514,33	34.924,73	26.278,86	17.576,37	8.816,87
Capital	1.302.855,97	1.311.389,67	1.319.979,28	1.328.625,14	1.337.327,64	1.346.087,13
Diferencial	\$ 99.035,50	\$ 99.035,50	\$ 99.035,50	\$ 99.035,50	\$ 99.035,50	\$ 99.035,50
COSTOS RELACIONADOS AL PROCESO						
Calificadora de Riesgo						1.500,00
Costos de estructuracion						
Agente de Manejo (Fiduciaria) (0,18%)	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00
Agente Pagador (0,15%)	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00
Inscripción en el RMV						
Mantenimiento anual de la Inscripción (0,01%)						
Inscripción y mantto. Bolsa de Valores (0,02%)						
Colocacion de Valores Casa de Valores (0,3%)						
Colocacion en BVG (0,09%)						
Custodio y auditoria externa (0,025%)						
Prospectos y títulos						
Gastos notariales						
TOTAL COSTOS	8.250,00	8.250,00	8.250,00	8.250,00	8.250,00	9.750,00
FLUJO ESPERADO	90.785,50	90.785,50	90.785,50	90.785,50	90.785,50	89.285,50
FLUJO ACUMULADO	\$ 1.551.924,49	\$ 1.642.709,99	\$ 1.733.495,49	\$ 1.824.280,99	\$ 1.915.066,49	\$ 2.004.351,99

FLUJO PARA ESCENARIO PESIMISTA

11,54%

	periodo 0	ene-09	feb-09	mar-09	abr-09	may-09	jun-09
Dividendos		\$ 1.405.768,29	\$ 1.405.768,29	\$ 1.405.768,29	\$ 1.405.768,29	\$ 1.405.768,29	\$ 1.405.768,29
Siniestralidad		32.231,74	32.231,74	32.231,74	32.231,74	32.231,74	32.231,74
Recuperacion esperado		\$ 1.373.536,54	1.373.536,54	1.373.536,54	1.373.536,54	1.373.536,54	1.373.536,54
pago a inversionistas		\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00
Saldo		28.841.596,00	27.675.604,45	26.501.975,66	25.320.659,59	24.131.605,91	22.934.763,93
Interes		196.500,00	188.912,45	181.275,21	173.587,94	165.850,32	158.062,02
Capital		1.158.404,00	1.165.991,55	1.173.628,79	1.181.316,06	1.189.053,68	1.196.841,98
Diferencial		\$ 18.632,54	\$ 18.632,54	\$ 18.632,54	\$ 18.632,54	\$ 18.632,54	\$ 18.632,54
COSTOS RELACIONADOS AL PROCESO							
Calificadora de Riesgo	(7.500,00)						
Costos de estructuracion	(20.000,00)						
Agente de Manejo (Fiduciaria) (0,18%)		4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00
Agente Pagador (0,15%)		3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00
Inscripción en el RMV	(2.500,00)						
Mantenimiento anual de la Inscripción (0,01%)							
Inscripción y mantto. Bolsa de Valores (0,02%)	(6.000,00)						
Colocacion de Valores Casa de Valores (0,3%)	(90.000,00)						
Colocacion en BVG (0,09%)	(27.000,00)						
Custodio y auditoria externa (0,025%)							
Prospectos y titulos	(2.000,00)						
Gastos notariales	(1.500,00)						
TOTAL COSTOS	(155.000,00)	8.250,00	8.250,00	8.250,00	8.250,00	8.250,00	8.250,00
FLUJO ESPERADO	(155.000,00)	10.382,54	10.382,54	10.382,54	10.382,54	10.382,54	10.382,54
FLUJO ACUMULADO	(155.000,00)	(144.617,46)	(134.234,92)	(123.852,38)	(113.469,85)	(103.087,31)	(92.704,77)

FLUJO PARA ESCENARIO PESIMISTA

	jul-09	ago-09	sep-09	oct-09	nov-09	dic-09
Dividendos	\$ 1.405.768,29	\$ 1.405.768,29	\$ 1.405.768,29	\$ 1.405.768,29	\$ 1.405.768,29	\$ 1.405.768,29
Siniestralidad	32.231,74	32.231,74	32.231,74	32.231,74	32.231,74	32.231,74
Recuperacion esperado	1.373.536,54	1.373.536,54	1.373.536,54	1.373.536,54	1.373.536,54	1.373.536,54
pago a inversionistas	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00
Saldo	21.730.082,63	20.517.510,67	19.296.996,36	18.068.487,68	16.831.932,27	15.587.277,43
Interes	150.222,70	142.332,04	134.389,69	126.395,33	118.348,59	110.249,16
Capital	1.204.681,30	1.212.571,96	1.220.514,31	1.228.508,68	1.236.555,41	1.244.654,85
Diferencial	\$ 18.632,54	\$ 18.632,54	\$ 18.632,54	\$ 18.632,54	\$ 18.632,54	\$ 18.632,54
COSTOS RELACIONADOS AL PROCESO						
Calificadora de Riesgo						
Costos de estructuracion						
Agente de Manejo (Fiduciaria) (0,18%)	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00
Agente Pagador (0,15%)	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00
Inscripción en el RMV						
Mantenimiento anual de la Inscripción (0.01%)						
Inscripción y mantto. Bolsa de Valores (0.02%)						
Colocacion de Valores Casa de Valores (0.3%)						
Colocacion en BVG (0.09%)						
Custodio y auditoria externa (0.025%)						
Prospectos y titulos						
Gastos notariales						
TOTAL COSTOS	8.250,00	8.250,00	8.250,00	8.250,00	8.250,00	8.250,00
FLUJO ESPERADO	10.382,54	10.382,54	10.382,54	10.382,54	10.382,54	10.382,54
FLUJO ACUMULADO	(82.322,23)	(71.939,69)	(61.557,15)	(51.174,61)	(40.792,07)	(30.409,54)

FLUJO PARA ESCENARIO PESIMISTA

	ene-10	feb-10	mar-10	abr-10	may-10	jun-10
Dividendos	\$ 1.405.768,29	\$ 1.405.768,29	\$ 1.405.768,29	\$ 1.405.768,29	\$ 1.405.768,29	\$ 1.405.768,29
Siniestralidad	32.231,74	32.231,74	32.231,74	32.231,74	32.231,74	32.231,74
Recuperacion esperado	1.373.536,54	1.373.536,54	1.373.536,54	1.373.536,54	1.373.536,54	1.373.536,54
pago a inversionistas	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00
Saldo	14.334.470,09	13.073.456,87	11.804.184,01	10.526.597,41	9.240.642,62	7.946.264,83
Interes	102.096,67	93.890,78	85.631,14	77.317,41	68.949,21	60.526,21
Capital	1.252.807,34	1.261.013,22	1.269.272,86	1.277.586,60	1.285.954,79	1.294.377,79
Diferencial	\$ 18.632,54	\$ 18.632,54	\$ 18.632,54	\$ 18.632,54	\$ 18.632,54	\$ 18.632,54
COSTOS RELACIONADOS AL PROCESO						
Calificadora de Riesgo	1.500,00					
Costos de estructuracion						
Agente de Manejo (Fiduciaria) (0,18%)	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00
Agente Pagador (0,15%)	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00
Inscripción en el RMV						
Mantenimiento anual de la Inscripción (0.01%)	3.000,00					
Inscripción y mantto. Bolsa de Valores (0.02%)	6.000,00					
Colocacion de Valores Casa de Valores (0.3%)						
Colocacion en BVG (0.09%)						
Custodio y auditoria externa (0.025%)	7.500,00					
Prospectos y titulos						
Gastos notariales						
TOTAL COSTOS	26.250,00	8.250,00	8.250,00	8.250,00	8.250,00	8.250,00
FLUJO ESPERADO	(7.617,46)	10.382,54	10.382,54	10.382,54	10.382,54	10.382,54
FLUJO ACUMULADO	(38.027,00)	(27.644,46)	(17.261,92)	(6.879,38)	3.503,16	13.885,70

FLUJO PARA ESCENARIO PESIMISTA

	jul-10	ago-10	sep-10	oct-10	nov-10	dic-10
Dividendos	\$ 1.405.768,29	\$ 1.405.768,29	\$ 1.405.768,29	\$ 1.405.768,29	\$ 1.405.768,29	\$ 1.405.768,29
Siniestralidad	32.231,74	32.231,74	32.231,74	32.231,74	32.231,74	32.231,74
Recuperacion esperado	1.373.536,54	1.373.536,54	1.373.536,54	1.373.536,54	1.373.536,54	1.373.536,54
pago a inversionistas	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00
Saldo	6.643.408,86	5.332.019,19	4.012.039,91	2.683.414,77	1.346.087,13	0,00
Interes	52.048,03	43.514,33	34.924,73	26.278,86	17.576,37	8.816,87
Capital	1.302.855,97	1.311.389,67	1.319.979,28	1.328.625,14	1.337.327,64	1.346.087,13
Diferencial	\$ 18.632,54	\$ 18.632,54	\$ 18.632,54	\$ 18.632,54	\$ 18.632,54	\$ 18.632,54
COSTOS RELACIONADOS AL PROCESO						
Calificadora de Riesgo						1.500,00
Costos de estructuracion						
Agente de Manejo (Fiduciaria) (0,18%)	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00
Agente Pagador (0,15%)	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00
Inscripción en el RMV						
Mantenimiento anual de la Inscripción (0,01%)						
Inscripción y manito. Bolsa de Valores (0,02%)						
Colocacion de Valores Casa de Valores (0,3%)						
Colocacion en BVG (0,09%)						
Custodio y auditoria externa (0,025%)						
Prospectos y titulos						
Gastos notariales						
TOTAL COSTOS	8.250,00	8.250,00	8.250,00	8.250,00	8.250,00	9.750,00
FLUJO ESPERADO	10.382,54	10.382,54	10.382,54	10.382,54	10.382,54	8.882,54
FLUJO ACUMULADO	24.268,24	34.650,77	45.033,31	55.415,85	65.798,39	74.680,93

Anexo 5



BANCO CENTRAL DEL ECUADOR



Agosto 11 de 2013

Ayudas
Acceso Directo ▾
Contáctenos

El Banco Central	Estadística	Mercados Financieros	Servicios Bancarios	Publicaciones de Banca Central
Numismática	Bibliotecas	Comunicación y Medios	Certificación Electrónica	Comercio Exterior

Tasas de Interés			
AGOSTO 2013 (*)			
1. TASAS DE INTERÉS ACTIVAS EFECTIVAS VIGENTES			
Tasas Referenciales		Tasas Máximas	
Tasa Activa Efectiva Referencial para el segmento:	% anual	Tasa Activa Efectiva Máxima para el segmento:	% anual
Productivo Corporativo	8.17	Productivo Corporativo	9.33
Productivo Empresarial	9.53	Productivo Empresarial	10.21
Productivo PYMES	11.20	Productivo PYMES	11.83
Consumo	15.91	Consumo	16.30
Vivienda	10.64	Vivienda	11.33
Microcrédito Acumulación Ampliada	22.44	Microcrédito Acumulación Ampliada	25.50
Microcrédito Acumulación Simple	25.20	Microcrédito Acumulación Simple	27.50
Microcrédito Minorista	28.82	Microcrédito Minorista	30.50
2. TASAS DE INTERÉS PASIVAS EFECTIVAS PROMEDIO POR INSTRUMENTO			
Tasas Referenciales	% anual	Tasas Referenciales	% anual
Depósitos a plazo	4.53	Depósitos de Ahorro	1.41
Depósitos monetarios	0.60	Depósitos de Tarjetahabientes	0.63
Operaciones de Reporto	0.24		
3. TASAS DE INTERÉS PASIVAS EFECTIVAS REFERENCIALES POR PLAZO			
Tasas Referenciales	% anual	Tasas Referenciales	% anual
Plazo 30-60	3.89	Plazo 121-180	5.11
Plazo 61-90	3.67	Plazo 181-360	5.65
Plazo 91-120	4.93	Plazo 361 y más	5.35
4. TASAS DE INTERÉS PASIVAS EFECTIVAS MÁXIMAS PARA LAS INVERSIONES DEL SECTOR PÚBLICO (según regulación No. 009-2010)			
5. TASA BÁSICA DEL BANCO CENTRAL DEL ECUADOR			

TASAS DE INTERES ACTIVAS EFECTIVAS Y PARTICIPACIÓN EN EL VOLUMEN DE CREDITO POR INSTITUCION FINANCIERA Y POR SEGMENTO DE CREDITO

BANCOS PRIVADOS

Promedio ponderado del periodo

(operaciones efectuadas entre el 22 al 28 de diciembre de 2011)

ENTIDAD	Productivo Corporativo (1)		Productivo Empresarial		Productivo PYMES (2)		Vivienda (3)		Consumo (4)						Microcrédito acumulación ampliada (6)		Microcrédito acumulación simple (7)	
	Total		Operaciones Directas		Tarjeta de Crédito													
	TEA	% participación del volumen de crédito	TEA	% participación del volumen de crédito	TEA	% participación del volumen de crédito	TEA	% participación del volumen de crédito	TEA	% participación del volumen de crédito	TEA	% participación del volumen de crédito	TEA	% participación del volumen de crédito	TEA	% participación del volumen de crédito		
AMAZONAS	9.26	0.44	10.19	3.55	11.82	0.61	0.00	0.00	14.94	2.77	14.92	5.53	16.30	0.08	0.00	0.00	0.00	0.00
AUSTRO	9.33	0.81	9.80	3.45	11.74	0.85	11.21	1.96	16.04	10.30	16.07	17.30	16.30	3.30	0.00	0.00	21.26	0.04
BOLIVARIANO	8.57	15.05	9.85	10.13	11.36	4.36	11.08	16.25	15.20	3.87	14.92	6.20	16.24	1.64	0.00	0.00	0.00	0.00
CAPITAL	0.00	0.00	9.92	0.17	11.10	1.67	0.00	0.00	16.30	0.05	16.30	0.09	0.00	0.00	23.39	0.88	18.39	0.08
CITIBANK	7.69	11.17	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
COFIEC	0.00	0.00	10.07	1.91	11.83	0.03	10.36	0.17	16.30	0.02	16.30	0.04	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
COMERCIAL DE MANABI	0.00	0.00	10.16	1.36	11.67	0.81	0.00	0.00	15.61	0.09	15.43	0.15	16.19	0.05	25.06	0.42	27.20	0.18
COOPNACIONAL	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	16.14	0.05	16.14	0.09	0.00	0.00	24.73	1.06	26.37	0.65
DELBANK	0.00	0.00	0.00	0.00	11.83	0.09	11.24	0.49	16.29	0.01	16.29	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
D-MIRO S.A.	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	23.50	1.43	26.37	2.20
FINCA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	27.50	1.23
GUAYAQUIL	8.49	2.39	9.12	4.47	11.32	12.91	10.40	14.25	15.94	25.60	15.45	20.56	16.30	31.08	25.50	0.15	27.50	1.93
INTERNACIONAL	8.44	12.31	9.31	11.75	11.67	12.96	11.08	9.23	15.96	3.27	15.50	1.68	16.30	4.78	21.55	1.54	20.15	0.91
LITORAL	0.00	0.00	0.00	0.00	11.32	0.10	11.24	0.21	16.08	0.02	16.08	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	17.23	0.03
LLOYDS BANK	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
LOJA	0.00	0.00	10.21	1.32	11.54	2.12	11.33	8.15	16.21	2.95	16.20	5.21	16.30	0.77	21.78	2.40	25.63	2.21
MACHALA	9.14	0.03	10.13	3.75	11.60	9.51	0.00	0.00	14.15	3.57	14.92	3.64	15.36	2.31	25.28	1.32	27.36	0.15
PACIFICO	6.94	9.68	9.16	7.58	9.36	7.88	6.07	17.47	16.21	3.03	11.20	0.10	16.29	6.03	0.00	0.00	0.00	0.00
PICHINCHA	8.29	16.46	9.69	14.96	11.01	24.05	10.81	13.47	15.53	10.40	13.50	5.69	16.28	15.36	24.77	41.40	26.59	54.33
PROCREDIT	0.00	0.00	10.20	0.19	11.62	5.58	11.31	0.23	12.67	0.02	12.67	0.03	0.00	0.00	25.25	11.88	27.38	11.57
PRODUBANCO	8.21	27.42	9.96	17.95	11.31	13.35	11.27	5.26	15.98	8.77	15.92	12.35	16.30	5.22	21.28	0.74	22.08	0.55
PROMERICA	8.95	4.25	9.85	13.12	11.46	2.27	11.33	8.76	15.77	1.66	16.26	3.04	0.00	0.00	0.00	0.00	27.45	0.11
RUMINAHUI	0.00	0.00	10.14	2.38	11.81	0.65	11.21	2.13	16.26	4.06	16.26	7.75	16.28	0.49	19.56	0.23	0.00	0.00
SOLIDARIO	0.00	0.00	9.34	0.89	0.00	0.00	0.00	0.00	16.14	0.02	16.24	0.03	0.00	0.00	21.45	36.57	27.06	23.84
SUDAMERICANO	0.00	0.00	0.00	0.00	11.20	0.22	0.00	0.00	15.90	0.01	15.90	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
TERRITORIAL	0.00	0.00	10.21	1.07	0.00	0.00	0.00	0.00	15.07	0.68	7.97	0.20	16.30	1.17	0.00	0.00	0.00	0.00
UNIBANCO S.A.	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	16.20	18.78	16.20	10.23	16.20	27.72	0.00	0.00	0.00	0.00
TOTAL BANCOS	8.18	100.00	9.74	100.00	11.21	100.00	10.13	100.00	15.86	100.00	15.61	100.00	16.25	100.00	23.43	100.00	26.70	100.00
% PARTIC. EN TOTAL CREDITO		46.85		14.40		12.86		2.71				13.95				1.82		3.47

(1) Operaciones de crédito otorgadas a empresas cuyas ventas anuales sean iguales o superiores al nivel que conste en el Instructivo de Tasas de Interés, dependiendo del sector económico al que pertenezca.

(2) Operaciones de crédito dirigidas a pequeñas y medianas empresas cuyas ventas anuales sean iguales o superiores a USD 100.000 e inferiores a los niveles de ventas anuales mínimos del segmento comercial corporativo.

(3) Operaciones de crédito directo superiores a USD 600, otorgadas a personas naturales asalariadas, rentistas o trabajadores profesionales en libre ejercicio, para adquirir bienes de consumo o pago de servicios.

(4) Operaciones de crédito directo otorgadas a personas naturales asalariadas, rentistas o trabajadores profesionales en libre ejercicio, para adquirir bienes de consumo o pago de servicios, cuyo monto por operación y saldo adeudado a la institución financiera en crédito de consumo, sin incluir lo correspondiente a tarjetas de crédito no supere los USD 600.

(5) Operaciones de crédito superiores a USD 8.500, otorgadas a microempresarios y que registran un nivel de ventas anuales inferior a USD 100.000, a trabajadores por cuenta propia, o un grupo de prestatarios con garantía solidaria.

(6) Operaciones de crédito cuyo monto por operación y saldo adeudado en microcréditos a la institución financiera sea superior a USD 600 hasta USD 8.500, otorgadas a microempresarios que registran un nivel de ventas o ingresos anuales inferior a USD 100.000, a trabajadores por cuenta propia, o a un grupo de prestatarios con garantía solidaria.

(7) Operaciones de crédito cuyo monto por operación y saldo adeudado en microcréditos a la institución financiera sea menor o igual a USD 600, otorgadas a microempresarios que registran un nivel de ventas anual inferior a USD 100.000, a trabajadores por cuenta propia, o a un grupo de prestatarios con garantía solidaria.

(8) Operaciones de crédito otorgadas a personas naturales para la adquisición, construcción, reparación, remodelación y mejoramiento de vivienda propia.

Cuadro 1

TASAS MÁXIMAS DE LOS SEGMENTOS DE CRÉDITO

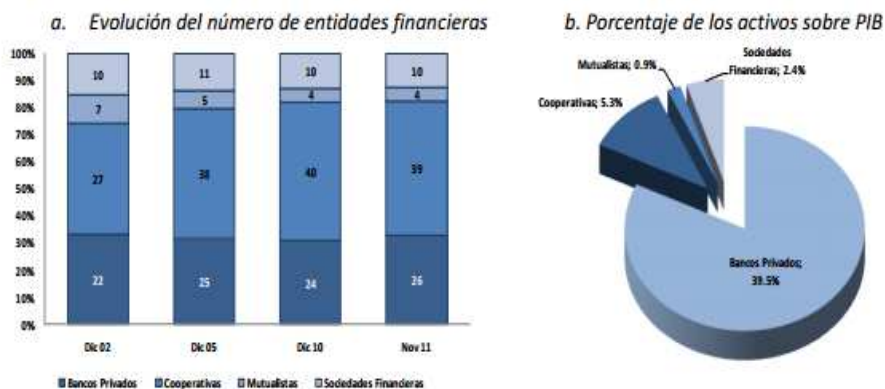
Segmento	Tasa Activa Efectiva Máxima				Tasa Referencial		Diferencia Sep-07 Ene - 12	
	sep-07	oct-08	jun-09	ene-12	sep-07	ene-12	Máxima	Ref.
Productivo Corporativo	14.03	9.33	9.33	9.33	10.82	8.17	- 4.70	- 2.65
Productivo Empresarial*	n.d.	n.d.	10.21	10.21	n.d.	9.53	-	-
Productivo PYMES	20.11	11.83	11.83	11.83	14.17	11.20	- 8.28	- 2.97
Consumo**	24.56	16.30	18.92	16.30	17.82	15.91	- 8.26	- 1.91
Consumo Minorista	37.27	21.24	-	-	25.92	-	-	-
Vivienda	14.77	11.33	11.33	11.33	11.50	10.64	- 3.44	- 0.86
Microcrédito Minorista	45.93	33.90	33.90	30.50	40.69	28.82	- 15.43	- 11.87
Microcrédito Acum. Simpl	43.85	33.30	33.30	27.50	31.41	25.20	- 16.35	- 6.21
Microcrédito Acum. Ampl	30.30	25.50	25.50	25.50	23.06	22.44	- 4.80	- 0.62

*Segmento creado a partir del 18 junio 2009.

**Segmento unificado con el segmento Consumo Minorista a partir del 18 junio 2009.

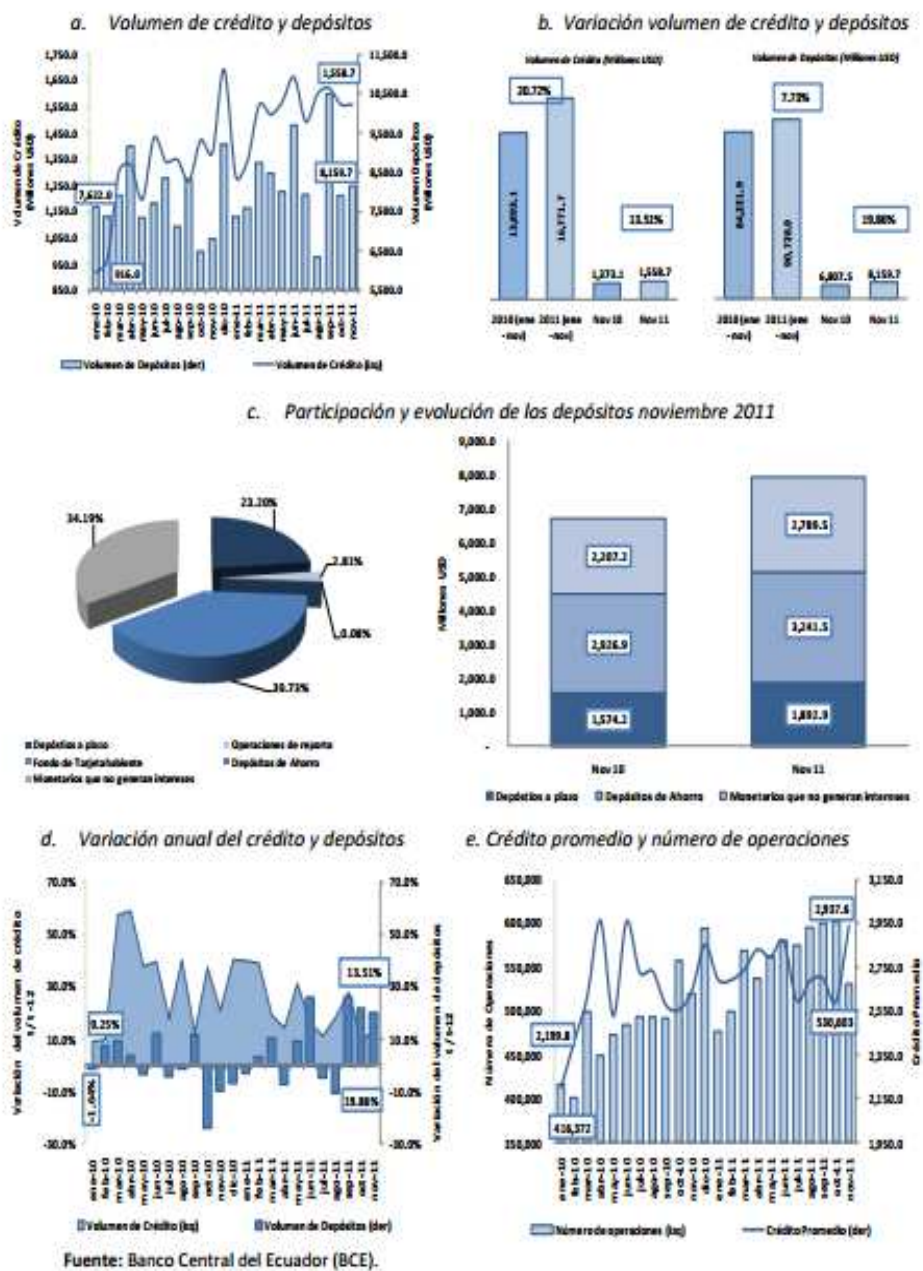
NÚMERO DE ENTIDADES FINANCIERAS PRIVADAS Y PORCENTAJE DE SUS ACTIVOS SOBRE PIB 2010

(Porcentajes, noviembre de 2011)



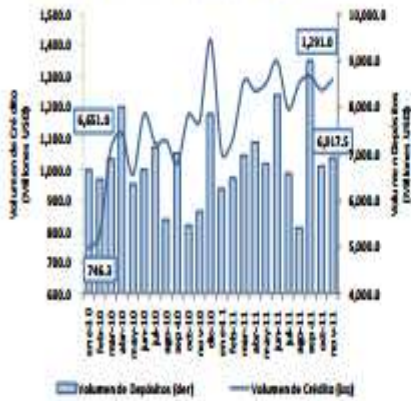
Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador (SBS) y Banco Central del Ecuador (BCE).

EVOLUCIÓN DEL VOLUMEN DE CRÉDITO, DEPÓSITOS, CRÉDITO PROMEDIO Y NÚMERO DE OPERACIONES DEL SISTEMA FINANCIERO PRIVADO

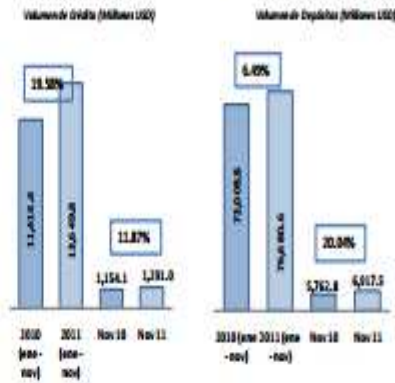


EVOLUCIÓN DEL VOLUMEN DE CRÉDITO, DEPÓSITOS, CRÉDITO PROMEDIO Y NÚMERO DE OPERACIONES DE LOS BANCOS

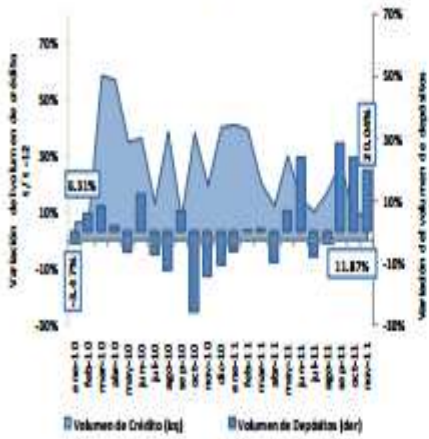
a. Volumen de crédito y depósitos



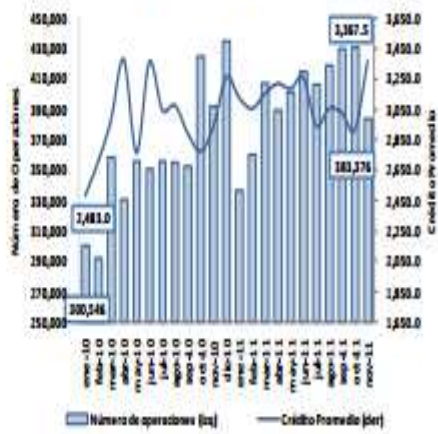
b. Variación volumen de crédito y depósitos



c. Variación anual del crédito y depósitos



d. Crédito promedio y número de operaciones



Fuente: Banco Central del Ecuador (BCE).