



**UNIVERSIDAD TÉCNICA PARTICULAR DE LOJA**

La Universidad Católica de Loja

**TITULACIÓN DE ECONOMÍA**

**MODALIDAD DE ESTUDIOS A DISTANCIA**

**“FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN COMO ALTERNATIVA  
DE FINANCIAMIENTO A LARGO PLAZO EN EL ECUADOR”**

**Trabajo de investigación previo la obtención del título de Economista**

**AUTOR:**

**NAVARRETE ORTEGA MARIA EUGENIA**

**DIRECTOR:**

**VELEZ NUÑEZ FRANZ**

**GUAYAQUIL-ECUADOR**

**2012**

**VELEZ NUÑEZ FRANZ**

**DIRECTOR DE TESIS**

**CERTIFICO:**

**Que el presente trabajo de investigación, realizado por la Egresada Maria Eugenia Navarrete Ortega, ha sido cuidadosamente orientado por la señora durante su ejecución, por lo que autorizo su presentación.**

**Lo certifico.- Loja, 01 de abril de 2012**

**DIRECTOR**

## **AGRADECIMIENTOS**

***A Dios por darme la fortaleza para llevar una vida en base a sus principios y enseñanzas, a mi Esposo, Hijos y Madre, por su incondicional apoyo, a mi Director de Tesis y a la Universidad Técnica Particular de Loja por todos los conocimientos que inculco en mi persona.***

## **DEDICATORIA**

***Esta Tesis se la dedico a Dios por haberme permitido entrar en su Sendero de Vida.***

## ***AUTORIA***

***Las ideas, conceptos y resultados vertidos en el presente trabajo, son de exclusiva responsabilidad del autor.***

***María Eugenia Navarrete Ortega***

## **CESION DE DERECHOS**

**“Yo, Maria Eugenia Navarrete Ortega, declaro ser autor (a) del presente trabajo y eximo expresamente a la Universidad Técnica Particular de Loja, y a sus representantes legales de posibles reclamos o acciones legales.**

**Adicionalmente declaro conocer y aceptar la disposición del Artículo 67 del Estatuto Orgánico de la Universidad Técnica Particular de Loja que en su parte pertinente textualmente dice:”Forman parte del patrimonio de la Universidad la propiedad intelectual de investigaciones, trabajos científicos o técnicos de tesis de grado que se realicen a través, o con el apoyo financiero, académico o institucional (operativo) de la Universidad”**

**F:.....  
Maria Eugenia Navarrete Ortega**

# ÍNDICE

<b>Introducción</b>	<b>1</b>
<b>Capitulo I. La Teoría de los Fideicomisos de Titularización</b>	
<b>1.1 Aspectos Generales de La Titularización</b>	<b>3</b>
<b>1.2 La titularización en Ecuador</b>	<b>4</b>
<b>1.3 Ventajas y Desventajas del Proceso de Titularización</b>	<b>6</b>
<b>1.4 La Desintermediación</b>	<b>8</b>
<b>1.5 Elementos que intervienen en un Proceso de Titularización</b>	<b>9</b>
<b>1.6 Activos que se pueden titularizar</b>	<b>12</b>
<b>1.7 Mecanismos de Garantías</b>	<b>13</b>
<b>1.8 Diferentes clases de emisiones</b>	<b>15</b>
<b>1.9 Clases de títulos emitidos</b>	<b>16</b>
<b>1.10 Estructura básica y etapas del proceso de Titularización</b>	<b>17</b>
<b>1.11 Costos del Proceso de Titularización</b>	<b>18</b>
<b>1.12 Efectos de la Titularización sobre el Balance General</b>	<b>21</b>
<b>1.13 Tratamiento tributario aplicable a procesos de Titularización</b>	<b>25</b>
<b>1.14 Derechos y Obligaciones de los Elementos que intervienen en el Proceso de Titularización.</b>	<b>26</b>
<b>1.15 Descripción detallada de los mecanismos de garantía utilizados en el proceso de Titularización.</b>	<b>29</b>
<b>1.16 Causales de Terminación del Fideicomiso</b>	<b>31</b>

## **Capitulo II. Fideicomiso de Titularización: Su desarrollo en el Ecuador**

<b>2.1 Sistema Financiero en el Ecuador</b>	<b>32</b>
<b>2.2 Calificadoras de Riesgos en el Ecuador</b>	<b>35</b>
<b>2.3 Administradoras de Fondos y Fideicomisos en el Ecuador</b>	<b>37</b>
<b>2.4 La Titularización en el Ecuador</b>	<b>40</b>
<b>2.2.1 Análisis Estructurado de las emisiones por sector económico: Público y privado en el Ecuador.</b>	<b>40</b>
<b>2.5 Normativa Legal en el Ecuador</b>	<b>45</b>

## **Capitulo III. Aplicación practica como “Mecanismo alternativo de Financiamiento bajo un estudio de Caso”**

<b>3.1 Fideicomiso Mercantil de Primera Titularización de Flujos Futuros de Fondos ABC.</b>	<b>47</b>
<b>3.1.1 Denominación y características de la emisión</b>	<b>48</b>
<b>3.1.2 Información general del Originador.</b>	<b>48</b>
<b>3.2 Situación Financiera Actual de la Empresa ABC.Cia.Ltda</b>	<b>49</b>
<b>3.3 Situación Financiera de la Empresa ABC.Cia.Ltda con el Financiamiento a través del esquema del Fideicomiso de Titularización.</b>	<b>55</b>
<b>3.3.1 Efectos de la Titularización sobre el Balance General</b>	<b>55</b>
<b>3.4 Evaluación Financiera del Proceso de Titularización de la Empresa ABC.Cia.Ltda. Versus un Financiamiento con un crédito tradicional.</b>	<b>62</b>
<b>3.4.1 Análisis del Cuadro Comparativo del Balance General en el Periodo 2010.</b>	<b>62</b>
<b>3.4.2 Análisis del Cuadro Comparativo del Estado de Pérdidas y Ganancias en el Periodo 2010.</b>	<b>64</b>



<b>3.4.3</b>	<b>Análisis del Cuadro comparativo de los Indicadores Financieros en el periodo 2010</b>	<b>66</b>
<b>3.4.4</b>	<b>Análisis de la tasa Interna de Retorno</b>	<b>66</b>
<b>3.4.4.1</b>	<b>Cálculo de la Tasa Interna de Retorno, (TIR) para la alternativa de financiamiento con un Financiamiento de US\$10'000.000 a través de un Fideicomiso de Titularización.</b>	<b>67</b>
<b>3.4.4.2</b>	<b>Cálculo de la Tasa Interna de Retorno, TIR con un Financiamiento a través de un Crédito tradicional en una Institución financiera.</b>	<b>68</b>
<b>3.4.4.3</b>	<b>Cuadro Comparativo de la Tasa Interna de Retorno, TIR entre un financiamiento a través de un Proceso de Titularización y un financiamiento de un Crédito tradicional.</b>	<b>69</b>
<b>CONCLUSIONES</b>		<b>70</b>
<b>RECOMENDACIONES</b>		<b>71</b>
<b>BIBLIOGRAFÍA</b>		<b>72</b>

## RESUMEN

En la presente Tesis que consta de tres capítulos, se investigo sobre el desarrollo del **Fideicomiso de Titularización como un mecanismo alternativo de financiamiento a largo plazo en el Ecuador**, determinando que es totalmente viable su implementación para aquellas empresas que deseen expandir su negocio, permitiendo obtener recursos financieros que ayudara a la empresa a desarrollar sus actividades con recursos de costos mas bajos y plazos mas largos, haciendo la comparación si estas mismas empresas adquirieran operaciones de créditos con los productos tradicionales que ofrecen las diferentes Instituciones del Sistema Financiero Ecuatoriano.

Este Fideicomiso de Titularización da oportunidad a las empresas de mejorar su liquidez, ingresos y optimizar el capital, a través de la utilización de activos, pues no requiere de patrimonio, facilitando el desarrollo de nuevos proyectos. A través de un caso practico que denomino "EMPRESA ABC CIA. LTDA", realizo la relación entre un crédito tradicional versus el Fideicomiso de Titularización, llegando a determinar que mediante el segundo mecanismo se obtiene una mejor Tasa Interna de Retorno, que incide en forma favorable en la rentabilidad y en la estructura de sus Estados Financieros.

# INTRODUCCIÓN

Si bien en nuestro país existe la cultura y la creencia de que para conseguir recursos de financiación para la ejecución de un proyecto solo existe la posibilidad de endeudarse con entidades financieras con costos muy altos. Sin embargo en la actualidad esta presente otra alternativa de financiamiento para que las empresas desarrollen sus actividades a bajos costos, y se conoce como Fideicomiso de Titularización de activos.

Con este antecedente se puede manifestar que la titularización es un mecanismo alternativo de financiación que le ofrece a las empresas obtener recursos y múltiples beneficios económicos.

En el desarrollo de la presente tesis se analiza un caso en el que una Empresa (ABC CIA.LTDA.) pueda conseguir un financiamiento a través de la alternativa de constituir un fideicomiso de Titularización; que le permita tener una serie de ventajas, entre los que podría mencionar los siguientes:

Lograr que el financiamiento que requiere la empresa sea a tasas mas bajas que la que debería pagar si recurriese a los bancos en demanda de crédito.

Le otorgara liquidez a un activo de la empresa que no era endosable o transable en el mercado secundario, dándole un valor de mercado de valor activo que tradicionalmente no lo tenía.

Se ha considerado conveniente manifestar en este trabajo algunos de los beneficios del Fideicomiso de la Titularización en el desarrollo del mercado de capitales en el Ecuador; como:

Aumenta la capacidad de negocios; provocando un efecto multiplicador en la economía.

En términos de riesgos de liquidez, elimina el descalce financiero que se produce cuando las entidades toman fondos a corto plazo y financian a plazos más largos.

Permite generar una nueva área de actividades para los operadores tradicionales, como agentes de mercado, compañías aseguradoras, consultoras financieras.

Esta figura permite suministrar nuevos títulos a la oferta pública, empleando capacidad y diversidad de las carteras de inversión de los grandes inversionistas como los institucionales (fondos de inversión, fondo de pensión.)

Por lo manifestado en los párrafos anteriores, la base de la Hipótesis que planteo en esta tesis es que un Fideicomiso de Titularización, es un mecanismo alternativo de financiamiento que permitirá obtener recursos públicos como privados que ayudara a la empresa desarrollar sus actividades con costos bajos.

Con esta hipótesis, este estudio pretende cumplir con los siguientes objetivos generales y específicos:

### **Objetivo General**

Analizar el proceso del Fideicomiso de titularización como un mecanismo alternativo de financiación en el Ecuador en el largo plazo.

### **Objetivos Específicos**

- Establecer propuestas para el financiamiento como mejor opción, a tasas de interés más bajas que las que debería pagar la empresa si recurriera a bancos en demanda de créditos.
- Mostrar una alternativa de financiamiento por medio de la venta de activos inmovilizados.
- Mostrar una alternativa para lograr una reducción del costo en el financiamiento, debido a que al aislarle el crédito disminuye el riesgo del negocio.
- Analizar un procedimiento que en este proceso no afecte la relación deuda-patrimonio y de esta forma no afecta los márgenes de endeudamiento de la empresa.
- Establecer una posible alternativa de metodología que le permita a la Empresa sacar de sus balances sus activos.

A lo largo de este estudio se dará a conocer el esquema Legal en el Ecuador de los procesos de Titularización que se sujetaran a las normas de Ley de Mercado de Valores en lo que le fueren aplicables.

Se concluye que la empresa que utiliza este mecanismo de financiamiento de Titularización aumenta la capacidad de crecimiento de la Empresa, pues no requiere de patrimonio o inversión adicional, facilitando el desarrollo de nuevos proyectos.

# CAPITULO I

## LA TEORÌA DE LOS FIDEICOMISOS DE TITULARIZACION

### 1.1 Aspectos Generales de La Titularización

Llamada también Titulización o Securitización, con lo cual se podría definir su contenido manifestando que se trata de un proceso tendiente a transformar activos generadores de dinero en títulos a ser adquiridos por inversores.

Se la puede definir también como la reunión de un conjunto de activos que son reagrupados para que sirvan de respaldo a la emisión de títulos – valores o participaciones que son colocadas entre inversores. Es una fuente alternativa de financiamiento que permite la movilización de activos de los balances. Estos procesos de la estructuración de una Titularización se concretan a través de la figura de un Fideicomiso Financiero, que se implementa a través de un contrato de fideicomiso; en el cual el fiduciario es una entidad financiera y los beneficiarios son los titulares de certificados de participación o de títulos de deuda garantizados por los bienes fideicomitivos y en consecuencia por el flujo de fondos que ellos produzcan.

Se ha manifestado que la Titularización ha revolucionado los mercados de valores de diversos países del mundo, fenómeno que trasciende las fronteras y que actúa en los procesos de globalización e integración de los mercados nacionales e internacionales. Estos procesos de inculcable importancia, impulsan la transformación de nuevos instrumentos en las economías nacionales, así como el vigoroso crecimiento del mercado de capitales como alternativa más económica de acceso a fuentes de financiamiento.

Las fuentes alternativas de financiamiento mediante los recursos que suministra el mercado de capitales alimentado por la inversión en títulos-valores resultante de los procesos de Titularización llevan paulatinamente a la ansiada reducción de costos financieros en una economía cada vez más abierta y competitiva. El

inversor en estos títulos, ya sea el institucional como los fondos de pensión o el simple ahorrista, tiene la posibilidad de obtener mayor rentabilidad y mayor diversidad para armar sus portafolios de colocaciones. Todos en el proceso, en definitiva, se benefician.

Considerando que la desintermediación bancaria consiste en el proceso por el cual las empresas acceden a financiamiento directamente de parte de los inversionistas, sin utilizar a los bancos u otras instituciones del Sistema Financiero, puedo manifestar que es un instrumento clave la desintermediación bancaria para la obtención de financiamiento a mediano y largo plazo.

Muchas veces, especialmente en nuestro país, los procesos de Titularización de activos constituyen para las empresas una manera de financiarse a través del mercado de capitales y no mediante préstamos bancarios, dado el alto costo financiero que esta última alternativa pueda conllevar. En los países, el éxito que han demostrado los procesos de Titularización están directamente relacionados con los esfuerzos realizados para desarrollar y estabilizar un mercado secundario capaz de responder a los requerimientos del titular de estos títulos suscritos por los inversores originales y que deseen recuperar anticipadamente su inversión.

En párrafos anteriores se ha manifestado que la Titularización de activos conlleva claras ventajas frente a otras fuentes de financiamiento. Estas afirmaciones resultan válidas en cuanto que el volumen de los activos a titularizar torne conveniente la operación, lo que no ocurre si se trata de pequeñas carteras, ya que los costos fijos involucrados en el proceso pueden hacer excesivamente onerosa la operación.

La Titularización permite acceder a la financiación si contraer deudas adicionales. Esta posibilidad puede resultar ventajosa cuando la empresa no desea mostrar un mayor endeudamiento en sus balances o cuando mantiene compromisos contractuales que le impidan acceder a nuevos créditos sin la autorización previa de los acreedores otorgantes de financiaciones precedentes, sin que existan las mismas restricciones para disponer de activos. Esto se produce cuando se titularizan activos financieros, ya que tales activos serán vendidos al mercado de capitales a través de un proceso mediante el cual los inversores-acreedores tendrán un recurso limitado contra dicha cartera.

## **1.2 La Titularización en Ecuador**

La palabra Titularización, tuvo su origen en los Estados Unidos en los procesos de movimiento de activos provenientes de créditos hipotecarios. Este mecanismo que fue propiciado con la creación de una entidad gubernamental, tiene como propósito la mayor oferta de créditos hipotecarios a través de la recuperación de fondos y facilitarlos nuevamente al mercado de compradores de vivienda.

En nuestro país, la Titularización está considerada como una operación jurídica-financiera en la que se movilizan los activos provenientes de obligaciones hipotecarias o prendarias, con vencimientos mayores a un año, contados a partir

de la fecha de titularización, cuya emisión de valores responderá a obligaciones de la misma especie y serán negociados en el Mercado de Valores.

Con la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero, publicada en el Registro Oficial del 24 de junio de 1994, se norma en el Ecuador esta operación Jurídico- Financiera e indica en el Artículo 1 de esta Ley que las compañías de titularización se sujetarán a las normas que dicte la Superintendencia de Bancos<sup>(1)</sup>. De esta forma se dictaron las normas para la constitución, organización, funcionamiento y operaciones de las compañías de titularización, así como de las normas para la titularización de activos.

Por otra parte, el Consejo Nacional de Valores dictó el reglamento de emisión de Certificados de Derechos Fiduciarios (CDFs), que recogió las nociones teóricas de la titularización.

Es decir, en lo que a la reglamentación de la titularización se refiere, nuestro país tuvo dos resoluciones dictadas por cada uno de los órganos, que hasta 1998 controlaban la actividad fiduciaria de los distintos fiduciarios mercantiles.

Las dos resoluciones que durante determinado tiempo constituyeron el régimen aplicable para la titularización fueron las siguientes:

1.- La No. JB-97-017, dictada por la Junta Bancaria, publicada en el Registro Oficial del 11 de Agosto de 1997, que contenía las normas de titularización de activos;

2.- La No. CNV-98-001 dictada por el Consejo Nacional de Valores (R.O. 242, 23-I-98) que contenía el reglamento para la emisión de los certificados de Derechos Fiduciarios, la cual derogó además la resolución CNV-97-003 publicada en el Registro Oficial del 30 de Julio de 1997 por el mismo organismo porque sus disposiciones "no cumplen de manera adecuada la emisión de los valores indicados".

Con la vigencia de la Ley de Mercado de Valores desde el 23 de Julio de 1998, el marco legal rector de la titularización de activos viene dado en la actualidad por el título XVI del mencionado cuerpo legal, destacándose además que los literales a) y b) del numeral 1 del Art. 237 de la Ley de Mercado de Valores derogaron la existencia de las compañías de titularización, incorporando en la legislación a las corporaciones de desarrollo del mercado secundario de hipotecas.

A la luz de la actual legislación, la titularización es un proceso que requiere de la aprobación correspondiente por parte del órgano de control, todo con base a las disposiciones generales y de la periodicidad de la información, las que serán fijadas por el Consejo Nacional de Valores (No. 11 del Art. 9 y Art. 149 de la Ley de Mercado de Valores).

Con la introducción de la figura de la Titularización en el Ecuador se permitió que se desarrollen dos aspectos importantes dentro de la economía del país:

(1) General de Instituciones del Sistema Financiero, Art. 1

El primero que permite la desintermediación financiera y el segundo que incentiva la movilización de cartera; componentes que son considerables para canalizar de mejor manera el ahorro nacional.

Estos dos temas que han sido incorporados por la nueva legislación del Mercado de Valores, y que si son aplicados correctamente, tendrán una gran utilidad tanto para inversionistas como para empresarios; pues es un mecanismo idóneo de financiamiento.

En concordancia con lo anotado en las líneas precedentes, puedo indicar que la desintermediación financiera tiene como principal objetivo el abaratar el costo del financiamiento operativo. En un país como el nuestro donde existe una gran diferencia entre la tasa activa y pasiva, inversionistas y empresarios deben recibir este proceso de Titularización como una alternativa vital para el negocio.

### **1.3 Ventajas y Desventajas del Proceso de Titularización**

Considerando que en el ámbito competitivo en el cual se desenvuelven las empresas en la actualidad se ha impulsado la búsqueda de nuevas fuentes de financiamiento, que les permita obtener una ventaja competitiva frente a sus similares, trabajo que le consentirá consolidarse en el mercado y lograr el crecimiento, la titularización permite realizar emisiones de valores con cargo a un patrimonio autónomo, y ha sido utilizado de manera progresiva por parte de los emisores de los distintos sectores del mercado ecuatoriano.

De la necesidad de crecer y mantenerse en el mercado nace y se desarrollan nuevas alternativas posibles, para conseguir mejores recursos que le permitan a las empresas cumplir con los objetivos trazados, dichas alternativas se encuentran dentro del Mercado de Valores, que ofrece mecanismos y alternativas novedosas con facilidad y bajos costos, tanto para las empresas emisoras así como también ofrece beneficios a los inversionistas, es así como se hace indispensable demostrarlo mediante un análisis comparativo de los costos y rendimientos alcanzados en el proceso de titularización con el sistema financiero nacional.

La titularización de activos presenta algunas ventajas frente a otras formas de financiamiento. Estas ventajas serán positivas de acuerdo al volumen de los activos a titularizar y que los montos se tornen convenientes para la operación; pues si se trata de pequeñas carteras, los costos fijos involucrados en este proceso pueden ser excesivamente onerosos. Dentro de este proceso es inherente la posibilidad de hacer coincidir los plazos de vencimiento de los flujos provenientes de los activos transferidos al fiduciario financiero, respecto de las fechas de pago de los bonos por éste emitidos según las condiciones de emisión. De esta forma, el flujo entrante servirá para hacer frente en tiempo debido a los compromisos resultantes de los bonos colocados en el mercado, lo que no siempre se logra cuando se recurre al sistema financiero en demanda de créditos.



Entre las ventajas que se pueden observar en el proceso de titularización es que también permiten obtener financiamiento a tasa de interés más bajas de la que debería pagar la empresa si recurriese a los bancos en demanda de crédito. Por ejemplo; si una empresa con cierto grado de endeudamiento desea tomar un crédito en el sistema, es posible que al otorgar el crédito se lo haga a una tasa de interés más alta, para justificar el mayor riesgo asumido. En cambio, si logra aislar del patrimonio general un activo generador de flujo de fondos en efectivo predecible, el mismo que por sus características represente una mejor calificación crediticia, podrá ofrecerle al mercado de capitales a través de un fideicomiso financiero. Y los inversionistas que suscriban los bonos emitidos por el fiduciario estarán dispuestos a hacerlo por una tasa de interés más baja, de acuerdo con la calificación de riesgo que puedan merecer. Por consiguiente, la calidad de los activos separados permitirá a la empresa acceder a un financiamiento pagando menores costos financieros, si se los compara con lo que debería afrontar si actuara el mismo como sujeto de crédito.

Otra ventaja que se debe considerar en la Titularización, es que permite acceder a la financiación sin contraer deudas adicionales. Esta posibilidad puede resultar ventajosa cuando la empresa no desea mostrar un mayor endeudamiento en sus balances, o cuando la empresa tenga compromisos contractuales que le impidan acceder a nuevos créditos sin autorización previa de los acreedores otorgantes de financiaciones precedentes, sin que existan las mismas restricciones para disponer de activos. Esta situación se produce cuando se titularizan activos financieros, ya que tales activos serán vendidos al mercado de capitales a través de un proceso mediante el cual los inversionistas-acreedores tendrán recursos limitados contra dicha cartera. Con la finalidad de aclarar esta ventaja; propongo el siguiente ejemplo: Supongamos que una empresa separa activos bien calificados para incorporarlos a un fideicomiso financiero. Supóngase, además, que esa cartera tiene un valor de \$ 1.000, este valor, respalda la emisión de títulos por \$ 1.000. Tomando en consideración la situación patrimonial antes de realizarse la cesión del activo al fiduciario, si la empresa tenía activos varios por \$ 1.000 y créditos por igual suma, sin que en el pasivo existiesen deudas, tendríamos que su patrimonio neto ascendería a \$ 2.000. Luego de colocados en el mercado los valores negociables emitidos por el fiduciario financiero, la empresa mostraría en sus estados contables el siguiente cuadro:

En el activo la suma de \$ 1.000 correspondiente a bienes varios y también la suma de \$ 1.000 correspondiente a caja o banco (dinero que proviene de la colocación de los valores en el mercado), ya no tendría la cartera de créditos, de cuya propiedad se desprendiera, pero su patrimonio neto seguiría siendo de \$ 2.000 sin mostrar endeudamiento.

Ahora bien si en lugar de separar la empresa su cartera de créditos, tomara un crédito bancario, el efecto sería el siguiente: En el activo tendría \$ 1.000, suma correspondiente a bienes varios, más \$ 1.000 correspondientes a la cartera que conservaría para sí, más \$ 1.000 en la cuenta de caja (dinero proveniente del crédito). Activos totales: \$ 3.000. Pero en el pasivo debe registrar la deuda con la institución que le concedió el crédito, que también valuamos en \$ 1.000. Por lo cual el patrimonio neto seguirá siendo de \$ 2.000 pero ahora mostrando un endeudamiento de \$ 1.000.

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

1.- La complejidad de las transacciones y requerimientos de organización, ya que la puesta en marcha de un proceso de titularización importa la actuación de un equipo interdisciplinario, lo que acarrea costos y gastos asociados al desarrollo de la estructura.

2.- El marco normativo no siempre es completa, no abarca todos los aspectos en detalle de la estructuración del proceso, a pesar de que en el Ecuador ha ido profundizándose en el aspecto legal en los últimos años.

## **1.4 La Desintermediación**

La Titularización ha revolucionado los mercados de valores de diversas partes del mundo, este fenómeno actúa en los procesos de globalización e integración de los mercados nacionales e internacionales. Estos procesos de gran importancia impulsan la transformación e incorporación de nuevos instrumentos en las economías nacionales, así como el vigoroso crecimiento del mercado de capitales como alternativa más económica de acceso a fuentes de financiamiento y desde la perspectiva de la producción, como impulso a la propensión al ahorro para estabilizar la oferta y la demanda en el mercado de valores.

Considerando esto, la desintermediación financiera, reside en la diversificación de instrumentos de inversión al alcance de los inversores. En otras palabras este proceso se presenta cuando una empresa al necesitar financiamiento, opta por la emisión de bonos; papeles comerciales y acciones directamente en el mercado. Con ello se genera progresivamente un cambio en el rol tradicional en la banca local, en lo que al monopolio de la financiación respecta. Las fuentes alternativas de financiamiento, mediante los recursos que suministra el mercado de capitales alimentado por la inversión en Títulos-Valores resultantes de los procesos de titularización llevan paulatinamente a la ansiada reducción de costos financieros, en una economía cada vez más abierta y competitiva. El inversor de estos títulos, ya sea el institucional como los fondos de pensión o el simple ahorrista tiene la posibilidad de obtener mayor rentabilidad y mayor diversidad para armar su portafolio de colocaciones. Todos, en definitiva se benefician. El originador de los activos a titularizar consigue por medio del proceso sustituir en su balance activo de baja liquidez e inmovilizado por activos disponibles y líquidos.

En definitiva es un proceso clave en la desintermediación bancaria y en la obtención de financiamiento a mediano y largo plazo.

Para su desarrollo requiere un marco normativo adecuado, desarrollo de cartera o activos estandarizados, con buenas características crediticias, crecimiento de los inversores institucionales y diversidad de financiamientos (Hipotecas, leasing, etc.) privados o provenientes de organismos multinacionales.

## 1.5 Elementos que intervienen en un Proceso de Titularización

De acuerdo a la necesidad de su intervención, los participantes en el proceso de Titularización, pueden dividirse en primarios o necesarios y secundarios o contingentes. Los segundos pueden no aparecer en el proceso de la Titularización dependiendo de la complejidad de la operación.

- a) **Son considerados necesarios:** originante o constituyente, el emisor, el agente de manejo, entidad colocadora de los títulos-valores y el inversionista.
- b) **Se consideran contingentes o secundarios:** el administrador de la cartera, el depositario de los instrumentos transmitidos, el garante.

### El originante o constituyente:

Es quien toma la iniciativa para transferir a un fiduciario financiero bienes homogéneos capaces de generar recursos en efectivo de manera previsible, contra la expectativa de obtener su valor presente mediante la colocación en el mercado de capitales de los títulos que se emitan, garantizados por dichos activos.

**De acuerdo a la Ley de Mercado de Valores, en su ART.139, indica: El Originador consiste en una o más personas naturales o jurídicas, de derecho público o privado, públicas, privadas o mixtas, de derecho privado con finalidad social o pública, nacionales o extranjeras, o entidades dotadas de personalidad jurídica, propietarios de activos o derechos sobre flujos susceptibles de ser titularizados.**

El originante o potenciales originantes, deben reunir en función del proceso de titularización las siguientes características:

- a) Que transmitan o se respalden en créditos documentados por pagares, letras, créditos susceptibles de transmisión no compleja.
- b) Que tengan un volumen significativo de transacciones y una cartera de relativa importancia con características de homogeneidad, en el sentido de está dirigida a un mercado específico y objetivo de características similares, con posibilidades de someterla al análisis estadístico. Una cartera atípica conspira contra el proceso de Titularización, ya que hace difícil y sumamente costoso el análisis de la calidad de los activos, desde el punto de vista financiero y jurídico. El análisis deficiente, genera un riesgo de la inversión en títulos respaldado por activos poco transparentes.
- c) Que hayan agotado el acceso al crédito por vías convencionales, ya sea por mantener al máximo su capacidad crediticia o por carecer de ella

## **El Emisor:**

Dentro del proceso de titularización el emisor es quien desempeña el papel más visible de todos aquellos que intervienen en este proceso. En nuestro medio el emisor más corriente es fiduciario financiero. Debido a que el fideicomiso financiero se caracteriza por la persona que ejercerá el cargo de fiduciario, porque los beneficiarios deberán ser tenedores de deudas o certificados de participación.

Suelen actuar dos tipos de fiduciarios; el fiduciario emisor, que es por cierto el más visible y el fiduciario que se limita a sostener la propiedad de los activos en beneficio de los inversionistas. En este caso debido a que el rol es eminentemente más pasivo, suele percibir honorarios más reducidos. En nuestro país, la segunda figura no se justifica.

## **El Agente de Manejo:**

De acuerdo a la Ley de Mercado de Valores: Será una sociedad administradora de fondos y fideicomisos que tenga a su cargo, además de las funciones consagradas, en el contrato de fideicomiso mercantil, las siguientes funciones:

- a.-** Obtener las autorizaciones que se requieren para procesos de titularización en los cuales los valores a emitirse vayan a ser colocados mediante oferta pública, conforme las disposiciones de la presente Ley;
- b.-** Recibir del originador y en representación del patrimonio de propósito exclusivo, los activos a ser titularizados;
- c.-** Emitir valores respaldados con el patrimonio de propósito exclusivo;
- d.-** Colocar los valores emitidos, mediante oferta pública, conforme con las disposiciones de la presente Ley;
- e.-** Administrar los activos integrados en el Patrimonio de propósito exclusivo, teniendo a la obtención de los flujos futuros, sea de fondos, sea de derecho de contenido económico; y,
- f.-** Distribuir entre los inversionistas los resultados obtenidos.

Las funciones señaladas en los literales a), b) y c) son indelegables. La delegación de las funciones restantes deberá indicarse expresamente en el contrato de Fideicomiso Mercantil. El agente de manejo será siempre responsable de todas las actuaciones de terceros que desempeñen las funciones así delegadas.

En todo caso, la responsabilidad del agente de manejo alcanza únicamente a la buena administración del proceso de titularización, por lo que no responderá por los resultados obtenidos, a menos que dicho proceso arroje pérdidas causadas por dolo o culpa leve en las actuaciones del agente de manejo, declaradas como

tales en sentencia ejecutoriadas, en cuyo caso responderá por dolo o hasta culpa leve.

### **Entidad Administradora:**

Es la entidad encargada de la administración, custodia y conservación de los activos o bienes objetos de la titularización, así el recaudo y transferencia al agente de manejo de los flujos provenientes de dichos activos o bienes. Ello implica mantener el flujo de fondos subyacentes realizando los actos que una actuación diligente impone, registrar e informar sobre los pagos recibidos, disponer las medidas que se aconsejen contra los deudores morosos de los activos administrados y, si correspondiere, mantener la vigencia y cumplimiento de las pólizas de seguros que pudiesen haberse contratado en resguardo de los activos.

Los honorarios del administrador están generalmente vinculados a las cobranzas efectuadas o al monto de los bienes pendientes de cobro o realización y limitados en su monto y subordinados al derecho de los tenedores de bonos a recibir sus rentas y amortizaciones.

Generalmente, la figura del Administrador será de gran trascendencia en estos procesos, pues de su confiabilidad y actuación diligente dependerá en buena medida la seguridad de cobro perseguida por los inversionistas.

Puede actuar como administrador el originador, el agente de manejo o una entidad diferente.

### **Agente Colocador (Underwriter) o Entidad Colocadora:**

Son los que tienen a su cargo lograr la suscripción de los títulos emitidos, que puede resultar pública o privada según la naturaleza de la operación. Si el colocador asume a su vez el rol de Underwriter (colocador) se comprometerá a suscribir toda o parte de la emisión, para recolocarla en el mercado secundario. Puede obligarse a suscribir los bonos que no resulten colocados en un tiempo determinado, es decir, el remanente de la emisión, o bien asumir el compromiso de hacerlo directamente por la totalidad. Su actuación permite flexibilizar el negocio a través del análisis del mercado y de su disposición para absorber los bonos emitidos, a la vez que asegura al originante el pronto ingreso de los fondos esperados al encarar el proyecto financiero. Por su puesto, deberá otorgarse el contrato respectivo, indicando la retribución de este agente y estableciendo las obligaciones que adquiere con respecto al ingreso de los fondos, resultando la no necesidad de esperar hasta la colocación de la emisión en el mercado.

Su existencia no es esencial en los procesos de Titularización, debido a que la emisión puede ser colocada por el agente de manejo.

### **Inversionistas:**

De acuerdo a la Ley del Mercado de Valores: "Son aquellos que adquieren e invierten en valores emitidos como consecuencia de procesos de titularización".

### **El Depositario:**

El originante puede convertirse en depositario de los instrumentos que documenten la existencia del crédito, de lo contrario podrá ser un tercero el que cumpla la función (un banco o casa de valores), o el mismo vehículo que se utilice para aislar los activos.

### **El Garante:**

Son bancos o compañías de seguros que otorgan garantías adicionales a las que representan los mismos activos titularizados, disminuyendo los niveles de riesgo o mejorando la calificación del título.

## **1.6 Activos que se pueden titularizar**

Podrán desarrollarse procesos de titularización a partir de toda clase de derechos de crédito y de cobro, presentes o futuros con o sin garantía real, siempre que generen un flujo predecible y periódico de rentas. Adicionalmente, no podrá pesar sobre tales activos ninguna clase de gravámenes, limitaciones al dominio, condiciones suspensivas o resolutorias ni deberá estar pendiente de pago impuesto, tasa o contribución alguna.

Los activos susceptibles de titularizar son los siguientes:

- a.-** Valores representativos de la deuda pública;
- b.-** Valores inscritos en el mercado de valores;
- c.-** Cartera de crédito;
- d.-** Activos y proyectos inmobiliarios; y,
- e.-** Activos o proyectos susceptibles de generar flujos futuros determinables con base en estadística de los últimos tres años o en proyecciones de por lo menos tres años consecutivos, según corresponda.

No obstante de lo anterior, la Superintendencia de Compañías, previa norma expedida por el Consejo Nacional de Valores, podrá autorizar la estructuración de procesos con bienes o activos diferentes de lo anteriormente señalado.

En resumen las características ideales de los activos a titularizar son:

- a.- Clara configuración de los créditos.
- b.- Patrones de pago de los créditos bien definidos.
- c.- Flujos de fondos matemática o estadísticamente predecibles.
- d.- Bajos niveles o probabilidades históricas de incumplimiento.
- e.- Amortización total de los créditos a su vencimiento.
- f.- Diversidad de deudores.
- g.- Alta liquidez.
- h.- Retorno superiores a los activos titularizados.
- i.- Preferencia por cartera de activos con características de homogeneidad entre sí.

Según lo manifestado, los créditos o préstamos demasiado grandes, o con estructura de relaciones o instrumentación muy complejas no son lo más aptos para la titularización. El crédito hipotecario es el que mejores características presenta para la titularización, porque sus tasas de morosidad e incobrabilidad suelen ser bajas.

Los llamados préstamos de consumo como por ejemplo:

- a.- Los préstamos o valores de deuda por compra – venta de automotores,
- b.- Prendas de embarcaciones,
- c.- Créditos proveniente del consumo en cuotas por medio de tarjetas de coedito; y,
- d.- Flujo de caja de diversas especies, por ejemplo, ingreso por peaje de autopistas, llamadas telefónicas, pasajes aéreos, etc. Demuestran buena actitud para ser objeto de titularización.

## **1.7 Mecanismos de Garantías**

En nuestro país, la Ley considera que de acuerdo a las características de cada proceso de titularización, se deben incorporar mecanismos de seguridad o constituir al menos uno de los mecanismos de garantía señalados a continuación:

### **1.- Subordinación de la emisión.-**

Implica que la emisión de títulos; contempla una parte denominada subordinada que en caso de siniestro o faltante de activos, se imputará hasta agotarla,

mientras que la serie no subordinada se destinará a los flujos requeridos prioritariamente para los intereses y el capital.

## **2.- Sobrecolateralización.-**

Consiste en que el monto de los activos fideicomitidos o entregados al fiduciario, exceda el valor de los títulos emitidos en tal forma que cubra el índice de siniestralidad, a la porción excedente se imputarán los siniestros o faltante de activos.

## **3.- Exceso de flujo de fondos.-**

Este mecanismo es posible siempre que el flujo de fondos generado por los activos titularizados sea superior a los derechos reconocidos en los valores emitidos, con dicho exceso se forma un fondo que cubrirá el índice de siniestralidad en el mínimo establecido.

## **4.- Sustitución de activos.-**

Se entiende como la sustitución de los activos que han producido desviaciones o distorsiones en el flujo, a fin de incorporar al patrimonio de propósito exclusivo, en lugar de los activos que han producido las desviaciones o distorsiones, otros activos de mejores características.

## **5.- Contrato de aperturas de crédito.-**

Mediante este mecanismo se dispone, por cuenta del originador y a favor del patrimonio de propósito exclusivo, de líneas de crédito para atender las necesidades de liquidez, las cuales deberán ser atendidas por una institución del sistema financiero a pedido del agente de manejo.

## **6.- Garantía o aval.-**

Son garantías generales o específicas conferidas por instituciones financieras y aseguradoras, que se comprometen a cumplir total o parcialmente con los derechos reconocidos a favor de los inversionistas.

## **7.- Garantías bancarias o pólizas de seguros.-**

Son las contrataciones de garantías bancarias o pólizas de seguros, las cuales serán ejecutadas en caso de producirse siniestro garantizado o asegurado, cumpliendo con los derechos reconocidos en favor de los inversionistas.



## **8.- Fideicomiso de garantía.-**

Es la constitución de patrimonios independientes que garantizan el cumplimiento de los derechos reconocidos de los inversionistas.

## **1.8 Diferentes clases de emisiones**

Se entiende por Mercado de Valores como el sitio donde se realizan una serie de transacciones que recaen sobre instrumentos representativos de valores disponibles, que son negociables. Dentro de este entorno podemos manifestar los objetivos de las diferentes clases de emisiones:

### **1.- Capitalizar la Empresa.-**

Consiste en aumentar el patrimonio de una Empresa por medio de la colocación y venta de acciones de diferentes tipos como:

Acciones ordinarias.- que son acciones mediante la cual la empresa se financia sin incurrir en costos financieros. A medida que aumenta el número de acciones de la sociedad por lo general aumenta el número de accionistas. Estas acciones ordinarias representan una parte del patrimonio de la sociedad y otorgan a su dueño tener presencia en las asambleas generales de accionistas y votar sobre las decisiones más relevantes de la empresa.

Acciones con dividendo mínimo preferencial y sin derecho a voto. Son las acciones que le permiten a su propietario recibir un dividendo previamente establecido por la sociedad. Los accionistas que las posean, no tienen voto en la toma de decisiones, permitiendo al empresario mantener más independencia en el manejo de la empresa.

Acciones privilegiadas.- son aquellas que buscan atraer inversionistas mediante el ofrecimiento de beneficios económicos a quienes las adquieran, con los mismos derechos de las acciones ordinarias.

### **2.- Endeudar a la Empresa.-**

Tanto las personas como las empresas, requieren endeudarse para cumplir con metas que se proyectan hacia el futuro. Con este objetivo las sociedades recurren a la emisión de títulos valores que en el mercado de valores se llaman Obligaciones Ordinarias, Papeles Comerciales y Obligaciones Convertibles en Acciones.

Obligaciones Ordinarias.- Con la emisión de esta clase de títulos, las empresas buscan en el mercado de valores, que los inversionistas se conviertan en prestamistas de esta sociedad, obligándose ésta a cumplir por el objeto por el cual se endeudó y devolviendo a los inversionistas, mediante las utilidades

recibidas el valor del préstamo más intereses pagaderos en el plazo con la tasa preestablecida por ella misma. Estas obligaciones permiten obtener recursos por periodos superiores a un año.

**Papeles Comerciales.-** Se denomina de esta manera a las obligaciones ordinarias con endeudamiento a corto plazo, es decir menores a un año.

**Obligaciones Convertibles en Acciones.-** Consiste en emitir obligaciones de endeudamiento que se pagarán, otorgándole a su propietario el derecho de convertirse en accionista de la empresa.

### **3.- Darle liquidez a los activos.-**

Con el proceso de titularización se puede obtener liquidez convirtiendo los activos de la compañía en títulos que se puedan negociar en el mercado de valores.

## **1.9 Clases de títulos emitidos**

Los valores que se emiten como consecuentes de un proceso de titularización pueden asumir cualquiera de las tres modalidades indicadas a continuación:

**Valores de contenido crediticio.-** son aquellos en los cuales el inversionista adquiere el derecho a percibir la restitución del capital invertido sumándole el rendimiento financiero correspondiente, estos activos son respaldados por los activos que integran el patrimonio de propósito exclusivo, correspondiéndole al agente de manejo adoptar las medidas necesarias para obtener el recaudo de los flujos requeridos para cumplir con las obligaciones contenidas en los valores emitidos.

Estos se clasifican en: cheques, pagares, bonos y los títulos que se emitan como resultado de los procesos de titularización.

**Valores de participación.-** en estos valores los inversionistas adquieren una alícuota en el patrimonio de propósito exclusivo, con lo cual participa de las utilidades, sea perdidas que arroje dicho patrimonio respecto del proceso de titularización.

Con el siguiente ejemplo se puede aclarar lo anotado con anterioridad: el caso más simple es una acción de una sociedad, que generan derechos de índole económica y político. Donde la parte económica se obtiene por la participación en el capital de la sociedad y la parte política es por se traduce por el derecho a votar y a ser considerado en algún puesto de dirección de la sociedad.

**Valores mixtos.-** Los inversionistas adquieren valores que combinan las características de valores de contenido crediticio y valores de participación, según los términos y condiciones de cada proceso de titularización. Cabe recalcar:

Que un mismo patrimonio de propósito exclusivo podrá respaldar la emisión de distintos tipos de valores.

Cada valor podrá estar formado por varias series.

Los valores que le corresponden a cada tipo o serie deberán reconocer iguales derechos a los inversionistas.

Cualquier sea el tipo de valores emitidos, de producirse situaciones que impidan la generación de flujos futuros de fondos, una vez agotados los recursos de propósitos exclusivos, los inversionistas deben asumir las pérdidas que se produzcan a consecuencia de tales situaciones.

El monto máximo de emisión de cualquier proceso de titularización será determinado mediante norma de carácter general por el Consejo Nacional de Valores.

## **1.10 Estructura básica y etapas del proceso de Titularización**

Para llevar a cabo el proceso de titularización, deben cumplir con varias etapas, las cuales dependerán del tipo de activo que se quiere titularizar, debido a que no todos los activos son de la misma naturaleza. Este proceso requiere que se cumplan ciertos requisitos de manera ordenada, los cuales se presentan a continuación:

**1.- Estudio previo.-** debe llevarse a cabo un estudio con la finalidad de seleccionar el modelo que mejor se adapte a las necesidades del caso particular. Esto es debido a la naturaleza del activo a titularizar.

**2.- Bursatilización.-** transformar el activo en título – valor de tal manera que se pueda transar en la bolsa de valores, con lo que se le otorga liquidez en interés comercial al bien. Para llevar a cabo esta transformación se necesita trasladar el activo a un patrimonio autónomo fiduciario, para que éste lo convierta en unidades bursátiles.

**3.- Estudio de la Superintendencia de Valores.-** una vez consignados los estudios financieros, jurídicos y económicos, y todos los documentos contemplados en las normas legales, se realiza un estudio que puede durar hasta sesenta días, con la posibilidad que se soliciten aclaraciones referentes a la información presentadas en los estudios, luego que se realice la aclamación de todos los aspectos, la Superintendencia deberá ordenar la inscripción en el Registro Nacional de Valores, mediante resolución, y autorizar la oferta pública de los títulos.

**4.- Calificación de riesgo.-** consiste en examinar el activo con la finalidad de conocer su calidad y expectativas de valorización, ubicación y riesgo futuro. Es decir todos los valores que se emitan como resultado del proceso de titularización, deberán poseer al menos una calificación emitida por una de las calificadoras de riesgo legalmente establecidas y autorizadas.

También lleva a cabo un análisis de la estructura del sistema de titularización para determinar si el que ha sido empleado es el más adecuado, también analiza la calidad del emisor y del arrendatario, los flujos futuros, etc.

Con toda esta información la calificadora clasificará el título según el nivel de riesgo establecido en el estudio.

**5.- Emisión.-** una vez que los títulos han sido autorizados y calificados, se puede llevar a cabo la emisión, para lo cual se inscriben en la bolsa de valores y se hace la oferta pública. De esta forma el título quedará inscrito en el mercado primario y podrá llevarse a cabo el proceso de promoción y colocación en el mercado secundario, quien es el que le va a otorgar la mayor liquidez al título.

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

**7.- Plazo.-** El tiempo de redención final de los títulos no será inferior a un año, no obstante podrán efectuarse amortizaciones parciales a término inferior de un año, siempre que la sumatoria de las mismas no supere el 30% del valor capital del título. La Superintendencia de Valores podrá autorizar títulos con redención inferior o con amortización parcial que superen el porcentaje mencionado cuando las condiciones particulares del proceso así lo requieran. El plazo máximo de redención de los títulos no podrá superar el plazo del contrato que dio origen a la conformación del patrimonio o del fondo de valores.

## **1.11 Costos del Proceso de Titularización**

Los costos de operación de un proceso de titularización son variados y no todos fácilmente cuantificables, entre los que podemos indicar:

Los PASIVOS CON TERCEROS, estarán cubiertos con los recursos existentes en el FONDO ROTATIVO, y en caso de no tener los recursos suficientes en el Fondo, se tomarán los recursos existentes en el FIDEICOMISO, siempre que no sea afectada la prelación de pagos que tienen LOS INVERSIONISTAS.

Constituyen PASIVOS CON TERCEROS DISTINTOS DE LOS INVERSIONISTAS, que deben ser pagados por el FIDEICOMISO, con cargo al FONDO ROTATIVO, los siguientes:

**1.-** Honorarios de la Fiduciaria por la gestión de Agente de Manejo.

**2.-** Honorario del Agente Pagador.

**3.-** Honorario de la Empresa Calificadora de Riesgos con la actualización requerida a la calificación de riesgo inicial.

- 4.-** El costo de las publicaciones y notificaciones que la fiduciaria deba realizar a las partes, como consecuencia de su gestión en el presente proceso de Titularización.
- 5.-** Los gastos que se deriven de la celebración de las Asambleas y de los Comités de Vigilancia.
- 6.-** Los gastos que demanden la colocación de los valores que se emitan como consecuencia de la Titularización.
- 7.-** Los gastos que demanden del Fideicomiso en el Registro de Mercado de Valores y Bolsas de Valores del país y su mantenimiento.
- 8.-** Los gastos que genere el pago por consignación judicial, en caso de requerirse.
- 9.-** El pago de las obligaciones tributarias que sean aplicables conforme a la legislación vigente, incluyendo las retenciones de impuestos a que hubiere lugar.
- 10.-** Los gastos que se generen por la terminación y liquidación del Fideicomiso.
- 11.-** Cualquier otro gasto necesario para el desarrollo del proceso de titularización, y que esté previamente autorizado por el Comité de Vigilancia.

En el cuadro siguiente detallo los costos aproximados dentro de un Proceso de Titularización.

<b>COSTOS DEL FIDEICOMISO</b>	
<b>COSTOS ESTIMADOS DE ARRANQUE</b>	<b>PORCENTAJE</b>
Estructuración Legal	0,3% del Valor del Fideicomiso
Emisión de Prospectos y Títulos	Valor Fijo
Estructuración Financiera	0,05% del Valor del Fideicomiso
Colocación de Valores	0,2% del Valor del Fideicomiso
Publicaciones en Diarios, Promoción en Mercado (Aprox.)	Valor Fijo
Calificadora de Riesgo	0,02% del Valor del Fideicomiso
Inscripción en Registro de Mercado de Valores (Aprox.)	Valor Fijo
Inscripción Bolsa de Valores (Aprox.)	Valor Fijo
Gastos Notariales (Aprox.)	0,01% del Valor del Fideicomiso

<b>COSTOS DE MANTENIMIENTO ANUAL</b>	<b>PORCENTAJE</b>
Administración del Fideicomiso	0,05% del Valor del Fideicomiso
Mantenimiento en Bolsa de Valores (Aprox.)	Valor Fijo
Mantenimiento en Registro de Mercado de Valores (Aprox.)	Valor Fijo
Auditoria Externa (Aprox.)	0,01% del Valor del Fideicomiso
Agente Pagador	0,01% del Valor del Fideicomiso
Mantenimiento de la Calificación de Riesgo	0,01% del Valor del Fideicomiso

## 1.12 Efectos de la Titularización sobre el Balance General

Es muy importante conocer qué produce la titularización en el balance de una empresa. Una empresa en su balance tiene un equilibrio entre sus activos y sus pasivos, como se observa en el siguiente cuadro No. 1 de ejemplo:

<b>Cuadro No. 1</b>			
<b>Compañía ABC</b>			
<b>Balance General ( en Millones US\$)</b>			
<b>A1 dd/mm/aa</b>			
<b>ACTIVO</b>		<b>PASIVO</b>	
Efectivo	50,00	Obligaciones Bancarias	400,00
Cartera	500,00	Bonos	150,00
Inmuebles	1500,00	Largo Plazo	600,00
		<b>PATRIMONIO</b>	
		Capital Accionistas	900,00
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>2050,00</b>	<b>TOTAL PASIVOS MAS PATRIMONIO</b>	<b>2050,00</b>

Los activos son la parte con que cuenta la empresa para funcionar y sus pasivos son los compromisos. Cuando una empresa requiere de liquidez en su caja puede hacerlo en varias formas: lo común es que la empresa vaya a una entidad financiera y solicite un crédito, para lo cual, hipoteca y compromete alguno de sus activos y en su balance ocurre tanto en la parte activa como pasiva.

La empresa recibe un dinero en efectivo, pero al mismo tiempo crea un pasivo con una entidad financiera, es decir ha movido su activo pero también ha castigado su pasivo.

Esta acción se entiende como una acción dentro del balance de la empresa, por eso, los expertos americanos la llaman "ON BALANCE", es decir, tal como se ve en el cuadro No.2.

<b>Cuadro No. 2</b> <b>Compañía ABC</b> <b>Balance General ( en Millones US\$)</b> <b>A1 dd/mm/aa</b>			
<b>ACTIVO</b>		<b>PASIVO</b>	
Efectivo	550,00	Obligaciones Bancarias	900,00
Cartera	500,00	Bonos	150,00
Inmuebles	1500,00	Largo Plazo	600,00
		<b>PATRIMONIO</b>	
		Capital Accionistas	900,00
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>2550,00</b>	<b>TOTAL PASIVOS MAS PATRIMONIO</b>	<b>2550,00</b>

Este mismo fenómeno podría ocurrir si la compañía resuelve, por ejemplo, emitir unos bonos con lo cual también crea un pasivo, sale al mercado de capitales, consigue dinero, aumenta su activo en caja pero al mismo tiempo crea un pasivo con terceros, como se puede observar en el cuadro No.3.

<b>Cuadro No. 3</b> <b>Compañía ABC</b> <b>Balance General ( en Millones US\$)</b> <b>A1 dd/mm/aa</b>			
<b>ACTIVO</b>		<b>PASIVO</b>	
Efectivo	550,00	Obligaciones Bancarias	400,00
Cartera	500,00	Bonos	650,00
Inmuebles	1500,00	Largo Plazo	600,00
		<b>PATRIMONIO</b>	
		Capital Accionistas	900,00
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>2550,00</b>	<b>TOTAL PASIVOS MAS PATRIMONIO</b>	<b>2550,00</b>

En la misma forma pudiera hacerse si la compañía resuelve más bien aumentar su capital, es decir exigirle a los socios que aporten dinero. En este caso se ha



afectado la parte de capital o aporte de socios y también ha incluido en su caja un efectivo. Cuadro No. 4.

<b>Cuadro No. 4</b> <b>Compañía ABC</b> <b>Balance General ( en Millones US\$)</b> <b>A1 dd/mm/aa</b>			
<b>ACTIVO</b>		<b>PASIVO</b>	
Efectivo	550,00	Obligaciones Bancarias	400,00
Cartera	500,00	Bonos	150,00
Inmuebles	1500,00	Largo Plazo	600,00
		<b>PATRIMONIO</b>	
		Capital Accionistas	1400,00
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>2550,00</b>	<b>TOTAL PASIVOS MAS PATRIMONIO</b>	<b>2550,00</b>

Todas estas funciones están hechas ON BALANCE. Por lo tanto afectaron el balance en ambas columnas, tanto activo como pasivo, situación diferente ocurre si se hace una titularización ya sea inmobiliaria o de cartera.

En una titularización todo el proceso ocurre en el activo; el pasivo no tiene ninguna afectación y por lo tanto la compañía no se debilita ni les exige a los socios ninguna inversión. La compañía solamente traslada dentro del activo una partida de un lugar a otro, pero su pasivo y su resultado final quedan idénticos.

En el momento en que una compañía resuelve titularizar, como por ejemplo sus inmuebles, lo que hace es trasladar dentro del mismo activo de un renglón a otro.

En el cuadro No. 5, se observa como se ha trasladado del renglón Inmuebles al renglón Derecho Fiduciarios.

<b>Cuadro No. 5</b>			
<b>Compañía ABC</b>			
<b>Balance General ( en Millones US\$)</b>			
<b>A1 dd/mm/aa</b>			
<b>ACTIVO</b>		<b>PASIVO</b>	
Efectivo	50,00	Obligaciones Bancarias	400,00
Cartera	500,00	Bonos	150,00
Derechos	500	Largo Plazo	600,00
Inmuebles	1000,00		
		<b>PATRIMONIO</b>	
		Capital Accionistas	900,00
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>2050,00</b>	<b>TOTAL PASIVOS MAS PATRIMONIO</b>	<b>2050,00</b>

En el momento que los derechos fiduciarios o títulos pasan al mercado y se convierten en dinero, está pasando del renglón derecho fiduciarios al renglón caja, todo ha ocurrido en el activo, cuadro No. 6.

<b>Cuadro No. 6</b>			
<b>Compañía ABC</b>			
<b>Balance General ( en Millones US\$)</b>			
<b>A1 dd/mm/aa</b>			
<b>ACTIVO</b>		<b>PASIVO</b>	
Efectivo	550,00	Obligaciones Bancarias	400,00
Cartera	500,00	Bonos	150,00
Inmuebles	1000,00	Largo Plazo	600,00
		<b>PATRIMONIO</b>	
		Capital Accionistas	900,00
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>2050,00</b>	<b>TOTAL PASIVOS MAS PATRIMONIO</b>	<b>2050,00</b>

Esta es la razón por la cual, es tan importante y favorable la titularización para una empresa, pues no afecta el balance sino que por el contrario lo mejora, es lo que se llama entonces "OFF BALANCE".

Todos los índices de la empresa han permanecido fuertes, incluso se han mejorado, la empresa no se ha endeudado, no ha creado pasivos, no le ha exigido a los socios aumento de capital. Gracias a que se ha hecho todo en un patrimonio autónomo que saca el proceso del balance, es decir OFF BALANCE.

En el balance solamente se ha hecho un traslado de inmuebles a caja. Este fenómeno es de gran importancia para el sector real, debido a que le permite incrementar el flujo de caja, mejorar su liquidez, fortalecerse comercialmente sin necesidad de recurrir a terceros ni de crear pasivos a la empresa. La titularización inmobiliaria es una inyección de liquidez que obviamente ocurre fuera de cualquier castigo al balance.

No se podría argumentar que da igual resultado el haber vendido el inmueble a un tercero porque al titularizar, la empresa puede mantener su uso y su disposición, sin despojarse definitivamente del bien.

### **1.13 Tratamiento tributario aplicable a procesos de Titularización**

Considero necesario dar a conocer el aspecto tributario aplicable en todo proceso de titularización:

a.- Todo lo que sea transferencia de dominio de activos, sin tomar en cuenta su naturaleza y que sea realizada con el fin de desarrollar procesos de titularización, deberán ser exentas de impuestos, tasas y contribuciones, así como de impuestos indirectos que gravan las transferencia de bienes.

En el caso de la transferencia de dominios de bienes inmuebles realizadas con el fin antes mencionado, estas exentas y no sujetas del pago de impuestos de alcabalas, registro e inscripción, y los correspondientes adicionales a tales impuestos, así como del impuesto a la utilidad en la compra – venta de predios urbanos y plusvalía de los mismos.

En cuanto de la transferencia de dominio de bienes muebles cuyo fin esta enunciado en el párrafo anterior, están exentas y no sujetas al pago de impuestos al Impuestos al Valor Agregado u otros impuestos indirectos.

b. Los ingresos que perciba el patrimonio de propósito exclusivo estarán sujetos a tributación en él, de acuerdo con la naturaleza propia de tales rentas y el régimen tributario aplicable a ellas.

En la práctica entre los aspectos tributarios que se deben considerar de acuerdo a la Ley Orgánica de Régimen Tributario Interno, el Fideicomiso distribuirá los beneficios gravables a los beneficiarios, debiendo, en caso de que el ingreso constituya renta para ellos, declarar el respectivo impuesto a la renta. El Fideicomiso se limitara a presentar anualmente una declaración del impuesto a la renta informativa, en la que deberá constar el Estado de Situación del Fideicomiso, pero no liquidará, ni pagará el Impuesto a la Renta ni anticipos a

éstos. Respecto a otras obligaciones tributarias, el Fideicomiso cumplirá dichas obligaciones, según le corresponda.

## **1.14 Derechos y Obligaciones de los Elementos que intervienen en el Proceso de Titularización.**

### **Derechos:**

- 1.- Recibir puntualmente en la fecha de vencimiento correspondiente, el pago de sus inversiones (capital e intereses), de conformidad con los valores emitidos.
- 2.- Asistir a las asambleas de inversionistas, personalmente o por medio de apoderado.
- 3.- Elegir y ser elegido como Miembro del Comité de Vigilancia, salvo los casos que la Ley lo impida.
- 4.- Negociar libremente los Valores, cumpliendo los requisitos de Ley.
- 5.- Recibir semestralmente, el informe de la Fiduciaria sobre su gestión.
- 6.- Exigir al Agente de Manejo el cumplimiento de sus obligaciones.

### **Obligaciones:**

- 1.- Acudir a las oficinas del Agente Pagador a cobrar los rendimientos que causen los valores, así como para que se proceda al pago de la parte proporcional de capital de los valores hasta su definitiva cancelación. Para ello, los inversionistas deberán acreditar a satisfacción del Agente Pagador, el derecho a reclamar tales importes.
- 2.- Avisar oportunamente al Agente de Manejo el extravío, hurto o destrucción total de algún valor.
- 3.- Participar con voz y voto en la Asamblea General de Inversionistas, pudiendo ser elegidos como miembros del Comité de Vigilancia.
- 4.- Recibir de los recursos del Fideicomiso, la devolución oportuna de capital y de los intereses estipulados en los valores.

## **Derechos y Obligaciones de la Fiduciaria**

### **Derechos:**

- 1.- Cobrar los honorarios que le correspondan, pactados en el Fideicomiso.
- 2.- Presentar su renuncia en el caso del no pago oportuno de sus honorarios.

**3.-** Los demás derechos establecidos a su favor en el Fideicomiso, en los valores y en la legislación aplicable.

### **Obligaciones:**

**1.-** Actuar como representante legal del Fideicomiso.

**2.-** Administrar prudente y diligentemente los bienes fideicomitidos en la fecha de constitución del Fideicomiso, así como aquellos que, por distinto motivo, se incorporen a futuro al patrimonio autónomo del Fideicomiso.

**3.-** Si por cualquier causa los Flujos no son suficientes para honrar los VALORES, la Fiduciaria únicamente ejecutará los MECANISMOS DE GARANTIA. En tal sentido, la Fiduciaria ni por sí misma, ni en representación del Fideicomiso, demandará el cobro de los documentos que respalda las ventas a crédito efectuadas por el ORIGINADOR, toda vez que esa obligación le corresponderá exclusivamente al AGENTE DE RECAUDACION.

**4.-** Mantener los bienes que integran los patrimonios autónomo del Fideicomiso, separados de los demás bienes de la Fiduciaria y de los otros negocios fiduciarios respecto de los cuales actúa como fiduciaria. En consecuencia, la Fiduciaria no podrá considerar como suyos, ni emplear en sus propios negocios los bienes recibidos en negocios fiduciarios irrevocables. Los bienes del Fideicomiso tampoco formarán parte de la garantía general de los acreedores de la FIDUCIARIA, del ORIGINADOR, o LOS INVERSIONISTAS.

**5.-** Proceder con el pago de los PASIVOS CON INVERSIONISTAS a través del AGENTE PAGADOR y directamente con los PASIVOS CON TERCEROS, siempre que existan en el FIDEICOMISO recursos líquidos y disponibles.

**6.-** Siempre que existan recursos líquidos y disponibles en el Fideicomiso, distribuir los beneficios a LOS INVERSIONISTAS en los términos y condiciones constantes en el Fideicomiso, en los VALORES y en la legislación aplicable.

**7.-** Restituir al ORIGINADOR mensualmente los excedentes de FLUJOS FUTUROS DE FONDOS una vez que se hubieren realizado los pagos y provisiones. Debiéndose entender como excedentes el monto de las recaudaciones mensuales que superen el 36% del próximo dividendo trimestral, o una vez pagado el respectivo dividendo, cualquier valor sobrante.

**8.-** Llevar la contabilidad del Fideicomiso, preparar la información financiera, y ponerla a disposición de los participantes de los procesos de TITULARIZACION, en los términos exigidos por la Superintendencia de Compañías y demás normativas aplicables.

**9.-** Realizado el pago de la totalidad de PASIVOS DEL FIDEICOMISO, entregar al ORIGINADOR a título de restitución:

**a.-** El derecho de cobro de los FLUJOS FUTUROS DE FONDOS;

**b.-** Los recursos dinerarios, así como cualquier otro bien remanente en el FIDEICOMISO.

**10.-** Realizar todos los actos y celebrar todos los contratos que considere necesarios para el cumplimiento de la finalidad del FIDEICOMISO, de tal manera que no sea la falta de instrucciones expresas, la que impida dicho cumplimiento.

**11.-** Exigir al ORIGINADOR y a los INVERSIONISTAS el cumplimiento de sus obligaciones, conforme lo dispuesto en el FIDEICOMISO, en los valores y en la legislación aplicable.

**12.-** Las demás obligaciones establecidas para la FIDUCIARIA en el FIDEICOMISO, en los VALORES y en la legislación aplicable.

La FIDUCIARIA no podrá establecer gravámenes ni limitaciones al dominio sobre los FLUJOS FUTUROS DE FONDOS aportados, así como tampoco sobre los demás bienes que integren el FIDEICOMISO.

## **Derechos y Obligaciones del Originador**

### **Derechos:**

**1.-** Recibir el producto neto de la colocación de los VALORES, previa la deducción del monto requerido para la conformación de FONDO DE RESERVA y las comisiones de colocación de la Bolsa de Valores y la Casa de Valores.

**2.-** Cumplido los pagos de los PASIVOS CON INVERSIONISTAS y efectuada todas las provisiones, inclusive, recibir mensualmente los excedentes de FLUJOS DE FONDOS recaudados y recibidos por el FIDEICOMISO. Se entenderán como excedentes el monto de las recaudaciones mensuales que superen el 36% del próximo dividendo trimestral, o una vez pagado el respectivo dividendo, cualquier valor sobrante.

**3.-** Realizar el pago de la totalidad de PASIVOS del FIDEICOMISO, recibir una restitución:

**a.-** El derecho de cobro del FLUJO FUTURO DE FONDOS.

**b.-** Los recursos dinerarios así como cualquier otro bien remanente en el FIDEICOMISO.

**4.-** Los demás derechos determinados en el FIDEICOMISO, y demás normativas aplicables.

## **Obligaciones:**

- 1.- En su calidad de AGENTE DE RECAUDACION entregar diariamente a la cuenta del FIDEICOMISO los recursos dinerarios obtenidos en la gestión de recaudación y cobro de los FLUJOS FUTUROS DE FONDOS aportados al FIDEICOMISO.
- 2.- Proveer a la FIDUCIARIA y al CONTRALOR FIDUCIARIO semanalmente el listado de recaudación de las ventas a crédito y adicionalmente, al CONTRALOR FIDUCIARIO con la misma periodicidad el Balance de Comprobación de las Ventas.
- 3.- Poner en conocimiento oportunamente a la FIDUCIARIA y al CONTRALOR FIDUCIARIO de cualquier información que pudiese ser relevante o afectare al desarrollo de la presente TITULARIZACION, el FIDEICOMISO o los INVERSIONISTAS.
- 4.- Proveer a LA FIDUCIARIA de información oportuna, veraz, completa que sea requerida para el proceso de TITULARIZACION, así como cualquier información adicional que, a solo criterio de LA FIDUCIARIA sea necesario para cumplir con la finalidad del FIDEICOMISO.
- 5.- Proporcionar al FIDEICOMISO de los recursos necesarios para llevar a cabo el proceso de TITULARIZACION.
- 6.- Las demás obligaciones determinadas en el FIDEICOMISO y demás normativa aplicable.

### **1.15 Descripción detallada de los mecanismos de garantía utilizados en el proceso de Titularización**

Los mecanismos de garantía de la Titularización son dos:

**FONDO DE GARANTIA:** Este mecanismo se activa en primer lugar, toda vez que la FIDUCIARIA hubiese determinado con 30 días de anticipación a la fecha del siguiente vencimiento de pago del dividendo de capital e intereses, que el FIDEICOMISO no cuenta con recursos líquidos y disponibles suficientes para cubrir al menos el 75% de dicho pago, en cuyo caso, la FIDUCIARIA notificara al ORIGINADOR su obligación de incrementar provisionalmente dichos flujos, con flujos futuros de fondos correspondiente a la totalidad de las ventas a crédito recaudadas. De igual forma, la FIDUCIARIA NOTIFICARÁ de esta situación al CONTRALOR FIDUCIARIO a fin de que se verifique que se de inicio a la aportación de las recaudaciones de los flujos futuros de fondos correspondientes a la totalidad de las ventas a crédito recaudadas, estos flujos solo podrán ser devueltos al ORIGINADOR cuando se haya cumplido con los pagos y provisiones.

Si por cualquier razón lo recursos existentes en el FONDO DE GARANTIA no fueren suficientes para cubrir los pagos a LOS INVERSIONISTAS, la

FIDUCIARIA, deberá proceder a la ejecución del segundo mecanismo de garantía que es el FONDO DE RESERVA.

**FONDO DE RESERVA:** Constituye el segundo mecanismo de garantía que será aplicado por la FIDUCIARIA al verificarse que no existen otros recursos en el FIDEICOMISO para honrar LOS PASIVOS CON INVERSIONISTAS o si los recursos existentes no son suficientes para realizar los pagos respectivos a LOS INVERSIONISTAS.

Para la creación del FONDO DE RESERVA, el AGENTE DE MANEJO deberá tomar de los recursos provenientes de la colocación de los VALORES VENTA CARTERA – EMPRESA ABC CIA.LTDA., como una suma correspondiente al 75% del próximo dividendo del capital a pagar, el mismo que se mantendrá vigente mientras la sumatoria de las recaudaciones de los últimos doce meses sean mayores o iguales al monto de veinte millones de dólares. Este fondo de reserva, no podrá ser mayor en ningún momento al 25% del saldo insoluto de la TITULARIZACION y deberá mantenerse mientras se encuentre vigente este Fideicomiso de Titularización.

En caso de que se deba tomar recursos de este FONDO DE RESERVA, el Agente de Manejo deberá ajustar los montos correspondientes, esto es, todos aquellos recursos que hagan falta para completar el 75% del próximo capital a pagar, o en su defecto el 100% del próximo dividendo de capital e intereses a pagar, aprovisionándolos mensualmente.

En caso de que la sumatoria de las recaudaciones de los últimos doce meses no alcance el monto, el Agente de Manejo deberá, retener de los ingresos diarios el rubro necesario para alcanzar el equivalente al 100% del próximo dividendo de capital e intereses a pagar, sin perjuicio de la provisión normal requerida para el próximo pago.

En caso de que no existieren los recursos suficientes en el Fideicomiso, para reponer el Fondo de Reserva, éste debela ser restituido inmediatamente por el Originador. Si por cualquier razón los recursos existentes en el FONDO DE RESERVA no fueren suficientes para cubrir los pagos a LOS INVERSIONISTAS el FIDEICOMISO, deberá solicitar la ejecución del Fideicomiso de Garantía, que es el tercer mecanismo de garantía de esta Titularización y una vez que reciba dichos recursos procederá al pago de los Pasivos.

Los recursos líquidos que integran el FONDO DE RESERVA, permanecerán dentro del FIDEICOMISO hasta cuándo:

- a.- Deba ser utilizados según lo dispuesto en el presente numeral; o,
- b.- Tengan que ser restituidos al ORIGINADOR debido a que no fue necesario ampliarlos.

**FIDEICOMISO DE GARANTIA:** Es el tercer mecanismo de garantía del proceso de TITULARIZACION, que se constituye de acuerdo a lo previsto en el artículo



150 de la Ley de Mercado de valores. Este mecanismo permite cubrir el índice de desviación calculado por la Titularización.

Consiste en un Fideicomiso en Garantía, cuyo Constituyente es el Originador, designando como beneficiario al FIDEICOMISO MERCANTIL DE PRIMERA TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS DE FONDOS DE LA EMPRESA ABC CIA. LTDA. El Patrimonio de este Fideicomiso en Garantía, podrá estar constituido ya sea por CARTERA de la Empresa ABC CIA. Ltda..., que se encuentre libre de todo gravamen o prohibición, por inventarios o por una Garantía Bancaria o un CASH COLLATERAL, o por el conjunto de todos estos valores, cuyo valor actual descontado con la tasa de las obligaciones del Fideicomiso, debe ser equivalente al saldo insoluto de la Titularización menos el Valor del Fondo de Reserva del Fideicomiso de Titularización.

Por ser el tercer mecanismo de garantía, en el orden de prelación, su ejecución solo se realizará en el caso de que habiéndose agotado los dos primeros mecanismos de garantía el Fideicomiso de Titularización, no cuenten con otros recursos o los recursos existentes no sean suficientes para realizar los pagos respectivos a LOS INVERSIONISTAS

## **1.16 Causales de Terminación del Fideicomiso**

Se consideran como causales de Terminación del Fideicomiso, los siguientes:

- 1.- Si el Originador no ha provisto al Fideicomiso de los recursos necesarios a efecto de gestionar la obtención de información, documentación y autorizaciones requeridas del proceso de Titularización o para el lanzamiento de la Titularización.
- 2.- Si se han satisfecho la totalidad de los Pasivos.
- 3.- Si se ha procedido con el pago de todos los valores colocados.
- 4.- Si se ha cumplido plenamente con el objeto del Fideicomiso.
- 5.- Por sentencia ejecutoria que así lo disponga.
- 6.- Por mutuo acuerdo entre la Fiduciaria y el Originador, hasta antes de la colocación de los valores; y entre la Fiduciaria, el Originador y la Totalidad de los Inversionistas, una vez colocados los valores.
- 7.- Por las demás causales establecidas en la legislación aplicable

# CAPÍTULO II

## FIDEICOMISO DE TITULARIZACION: DESARROLLO EN EL ECUADOR

### 2.1 Sistema Financiero en el Ecuador

En el Ecuador el Sistema Financiero esta conformado por las Instituciones del:

- Sistema Financiero Privado
- Sistema Financiero Publico

Las instituciones que pertenecen al Sistema Financiero Ecuatoriano se desglosan en el siguiente mapa:

### Mapa del Sistema Financiero Ecuatoriano

INSTITUCIONES	CANTIDAD
Bancos	25
Cooperativas de Ahorro y Crédito	42
Sociedades Financieras	10
Mutualistas	4
Entidades Financieras Publicas	7
Otras instituciones	29
Almaceneras	4
Tarjetas de Crédito	2
Casas de Cambio	2
Compañía de Titularización Hipotecaria	1
Entidades Operativas de Bancos Nacionales en el Exterior	7

<b>Total de Instituciones:</b>	<b>113</b>
--------------------------------	------------

Fuente: Informe de Transparencia y Rendición de Cuentas, año2009 de la Súper Intendencia de Bancos del Ecuador

## **1.- Instituciones del Sistema Financiero Privado**

En un inicio el Sistema Financiero Privado estuvo conformado por un número reducido de bancos privados y a medida que transcurrieron los años el sistema fue ampliándose en número con la incorporación de bancos nacionales y extranjeros, las mutualistas, cooperativas de ahorro y crédito, las compañías financieras, hasta constituir el sistema actual.

Las instituciones del sistema financiero se clasifican en: financieras, de servicios financieros y de servicios auxiliares.

**Las Instituciones Financieras.-** comprenden los bancos, las sociedades financieras o las corporaciones de inversión y desarrollo; también se consideran a las mutualistas de ahorro y crédito para la vivienda que están controladas por la Superintendencia de Bancos y Seguros.

Las cooperativas de ahorro y crédito que realizan intermediación financiera con el público son reguladas por la Superintendencia de Compañías.

**Las Instituciones de Servicios Financieros.-** dentro de este grupo se encuentran los almacenes de depósitos, administradoras de tarjeta de crédito, compañías de arrendamiento mercantil, casas de cambio, corporaciones de garantía y retrogarantía y las corporaciones de desarrollo del mercado secundario de hipotecas.

Las mencionadas instituciones están obligadas a realizar sus actividades de acuerdo a su razón social y no pueden captar recursos monetarios del público, con la excepción de que sea a través de una emisión de obligaciones. Su organismo de control es la Superintendencia de Bancos y Seguros.

**Instituciones de Servicio Auxiliares.-** que comprenden a las instituciones de servicios de cobranzas, de cajeros automáticos, servicios de computación, fomento a las exportaciones, servicios contables, inmobiliarios propietarios de bienes destinados a uso de oficinas de una sociedad controladora o Institución Financiera, y otras consideradas por la Superintendencia de Bancos y Seguros.

## **2.- Instituciones del Sistema Financiero Público**

Son las formadas por las Instituciones del Sector Público y regidas por leyes basadas en su creación, actividad, funcionamiento y organización, estando sujetas también a la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero con respecto a la aplicación de normas de solvencia y prudencia financiera, así como al control de la Superintendencia de Bancos y Seguros.

Estas instituciones son:

**Banco Central del Ecuador.-** tiene como funciones principales:

1.- Emitir Moneda Fraccionaria

2.- Monitorear y Analizar la evolución de la economía ecuatoriana y la economía internacional con el fin de definir y recomendar políticas y estrategias.

3.- Monitorear y analizar el funcionamiento del sistema monetario vigente en las áreas de crecimiento, balanza de pagos, financiera, fiscal, precios y reformas estructurales.

4.- Regular y administrar el sistema de pagos y prestar servicios bancarios nacionales.

5.- Actuar como depositario oficial de los fondos públicos y del encaje bancario y agente financiero del Estado Ecuatoriano.

6.- Aprobar los presupuestos de las instituciones del Sistema Financiero Nacional Publico.

7.- Otras.

**Banco del Estado.-** el objetivo del Banco del Estado es financiar estudios, programas, proyectos, obras y servicios, dirigidos a dar servicios públicos, con responsabilidad del Estado, sea que la prestación se realice directamente o a través de empresas mixtas, las mismas que tienen que estar contempladas en la actual Constitución del Ecuador.

Además, el banco puede financiar programas del sector público, calificados por el Directorio del Banco como proyectos que contribuyan al desarrollo socioeconómico nacional y prestar servicios bancarios - financieros facultados por la ley.

**Banco Ecuatoriano de la Vivienda.-** Es el eje financiero de la Política de Desarrollo Habitacional del Ecuador, realiza una gestión profesional y eficiente liderando la colocación de productos y servicios, para satisfacer las necesidades del mercado hipotecario y financiero a fin de cubrir la demanda de viviendas de interés social.

**El Banco Nacional de Fomento.-** Cuyo papel dentro del Sistema Financiero, es actuar como una Banca de Desarrollo contribuyendo al crecimiento socio-económico del país, estableciendo como objetivo principal, el brindar tanto productos como servicios financieros competitivos; intervenir como ejecutor de la política de gobierno con la finalidad de apoyar a los sectores productivos y a sus organizaciones.

**La Corporación Financiera Nacional.-** Es una institución financiera cuya misión la cumple a través de la provisión de productos financieros y no financieros alineados al Plan Nacional del Buen Vivir, a fin de servir a los sectores productivos del país. Tiene como principios básicos:

- 1.- Servicios del Cliente
- 2.- Confidencialidad
- 3.- Espíritu de equipo
- 4.- Mejora Continua
- 5.- Capacidad de Innovación
- 6.- Profesionalismo

## 2.2 Calificadoras de Riesgos en el Ecuador

**Concepto:** La calificación de riesgo es el proceso de evaluación que una entidad especializada realiza sobre la solvencia y probabilidad de pago de un emisor de valores, a fin de determinar su capacidad para responder frente a los compromisos derivados de sus valores que se ofertan públicamente. (Art. 185 LMV).<sup>(2)</sup>

### Calificadoras de Riesgos:

**Objeto Social:** Las calificadoras de riesgos son sociedades anónimas o de responsabilidad limitada, autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías, que tienen por objeto principal la calificación del riesgo de los valores y emisores. Estas sociedades podrán efectuar, además, las actividades complementarias con su objeto principal. (Art.176, inc. 1 LMV).<sup>(3)</sup>

**Capital:** Las sociedades calificadoras se constituirán con un capital pagado no inferior a treinta y nueve mil, cuatrocientos treinta y tres 50/100 (39.433,50) dólares de los Estados Unidos de América.

**Facultades:** Las compañías calificadoras de riesgo tienen las siguientes facultades (Art.177 LMV).<sup>(4)</sup>

1. Realizar la calificación de riesgo de los emisores y valores que estén autorizados a efectuar;
2. Explorar su tecnología; y,
3. Las demás actividades que autorice el Consejo Nacional de Valores, en consideración al desarrollo del Mercado de Valores.

**Obligaciones:** Entre las principales obligaciones de estas compañías se encuentran las siguientes (Art.181 LMV).<sup>(5)</sup>

<sup>(2)</sup> Ley de Mercado de Valores, Art. 185

<sup>(3)</sup> Ley de Mercado de Valores, Art. 176, inc. 1

<sup>(4)</sup> Ley de Mercado de Valores, Art. 177

<sup>(5)</sup> Ley de Mercado de Valores, Art. 181

1. Hacer públicas sus calificaciones en la forma y periodicidad que determine el Consejo Nacional de Valores;
2. Revisar las calificaciones que efectúen, con la periodicidad que establezca el Consejo Nacional de Valores;
3. Mantener la información que reciban en calidad de reservada y confidencial, excepto la que considere como información pública;
4. Proporcionar a la Superintendencia de Compañías la información o antecedentes relacionados con la actividad que desempeñan y los métodos utilizados para la calificación, cuando el órgano de control así lo requiera.

**Prohibiciones:** Las calificadoras de riesgo no podrán realizar las siguientes actividades (Art.178 LMV).<sup>(6)</sup>

1. Asesorar la realización de una determinada emisión de acciones o cualquier tipo de valor;
2. Ser socio o accionista de administradoras de fondos, casas de valores y demás entidades reguladas por la Ley de Mercado de Valores.
3. Participar en la estructuración financiera, adquisición, fusiones y escisiones de compañías, a cualquier título; y, realizar las actividades expresamente asignadas a otras entidades reguladas por la Ley de Mercado de Valores o la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero.

En la actualidad se encuentran vigentes en el Ecuador seis Calificadoras de Riesgo, las cuales son:

1. RISKWATCH CALIFICADORA DE RIESGO S.A.
2. MICROFINANZA CALIFICADORA DE RIESGO S.A. MICRORIESG
3. CALIFICADORA DE RIESGOS PACIFIC CREDIT RATING S.A.
4. ECUABILITY S.A. CALIFICADORA DE RIESGO
5. CALIFICADORA DE RIESGO HUMPHREYS SOCIEDAD ANONIMA
6. CALIFICADORA DE RIESGOS BANKWATH RATINGS DEL ECUADOR S.A.

<sup>(6)</sup> Ley de Mercado de Valores, Art. 178

### **2.3 Administradoras de Fondos y Fideicomisos en el Ecuador**

En el Ecuador, las administradoras de fondos y fideicomisos deben constituirse bajo la forma de compañías o sociedades anónimas. Su objeto social esta limitado a:

- a.-** Administrar Fondos de Inversión;
- b.-** Administrar Negocios Fiduciarios, definidos en la Ley de Mercado de Valores;
- c.-** Actuar como emisores de procesos de titularización; y,
- d.-** Representar fondos internacionales de inversión.

Para ejercer la actividad de administradoras de negocios fiduciarios y actuar como emisoras en proceso de titularización, deberán sujetarse a las disposiciones relativas a fideicomisos mercantiles y titularización que consta en el Artículo 97 de la Ley de Mercado de Valores.<sup>(7)</sup>

Las administradoras de fondos y fideicomisos deberán cumplir los parámetros, índices, relaciones y demás normas de solvencia y prudencia financiera y controles que determine el Consejo Nacional de Valores, tomando en consideración el desarrollo del mercado de valores y la situación económica del País.

El incumplimiento de estas disposiciones reglamentarias será comunicado por las administradoras de fondos y fideicomisos a la Superintendencia de Compañías, dentro del termino de cinco días de ocurrido el hecho y, deberá ser subsanado en el plazo y la forma que determine dicho organismo de control.

Podrán administrar fondos de inversión cuyo patrimonio en conjunto no exceda el equivalente a cincuenta veces el patrimonio contable de la administradora de fondos. El Consejo Nacional de Valores determinará los casos en que el negocio fiduciario requiera de garantías adicionales. Las administradoras o sus empresas vinculadas no podrán tener en su conjunto más del treinta por ciento de inversión en las cuotas de fondos colectivos, Art. 99 de la Ley de Mercado de Valores.<sup>(8)</sup>

<sup>(7)</sup> Ley de Mercado de Valores, Art. 97

<sup>(8)</sup> Ley de Mercado de Valores, Art. 99

**Responsabilidades:** de acuerdo al artículo 102 de la Ley de Mercado de Valores:

1.- La administradora deberá mantener invertido al menos el cincuenta por ciento de su capital pagado en unidades o cuotas de los fondos que administre, sin exceder el treinta por ciento del patrimonio neto de cada fondo.

2.- La administradora gestionará cada fondo, atendiendo exclusivamente a la mejor conveniencia de éste.

3.- La administradora está obligada a proporcionar a los fondos los servicios administrativos que estos requieran.

4.- Sin perjuicio de las responsabilidades penales, son infracciones administrativas las operaciones realizadas con los activos del fondo para obtener beneficios indebidos, directos o indirectos para la administradora, sus directores o administradores y las personas relacionadas a empresas vinculadas.

**Obligaciones:** citando dos disposiciones del artículo 103 de la Ley de Mercado de Valores:

1.- Administrar prudente y diligentemente los bienes transferidos en fideicomiso mercantil, y los bienes administrados a través de encargo fiduciario.

2.- Mantener el fideicomiso mercantil y el encargo fiduciario separados de sus propios patrimonios y de los demás fideicomisos mercantiles y encargo fiduciarios separados de su propio patrimonio y de los demás fideicomisos mercantiles y encargos fiduciarios que mantenga, llevando para el efecto una contabilidad independiente para cada uno de estos.

**Prohibiciones:** citando dos disposiciones del artículo 105 de la Ley de Mercado de Valores:

1.- Adquirir, enajenar o mezclar activos de un fondo con los suyos propios;

2.- Ser accionistas de una casa de valores, administradora de fondos de inversión o fideicomisos, calificador de riesgos, auditoras externas y demás empresas vinculadas a la propia administradora de fondos de inversión.

En la actualidad se encuentran vigentes en el Ecuador treinta y tres Administradoras de Fondos y fideicomisos, las cuales son:

1.- LAUDE S.A. LAUDESA ADMINISTRADORA DE FONDOS

2.- AMAZONAS CAPITAL MANAGEMENT ADMINISTRADORA DE FONDOS S.A. AMAFON

3.- ZION ADMINISTRADORA DE FONDOS Y FIDEICOMISOS S.A

4.- UNIFIDA S.A. ADMINISTRADORA DE FONDOS Y FIDEICOMISOS



- 5.- BANCO NACIONAL DE FOMENTO
- 6.- NCF GROUP S.A. ADMINISTRADORA DE FONDOS Y FIDEICOMISOS
- 7.- ADM DE FONDOS ADMUNIFONDOS S.A. (ADM MUNICIPAL DE FONDOS Y FIDEICOMISOS S.A.)
- 8.- BANCO CENTRAL DEL ECUADOR
- 9.- CORPORACION DE DESARROLLO DE MERCADO SECUNDARIO DE HIPOTECAS CTH S.A.
- 10.- MORGAN Y MORGAN, FIDUCIARY & TRUST CORPORATION S.A. "FIDUCIARIA ECUADOR"
- 11.- INTEGRA S.A. ADMINISTRADORA DE FIDEICOMISO "INTEGRASA"
- 12.- TRUST FIDUCIARIA ADMINISTRADORA DE FONDOS Y FIDEICOMISO S.A.
- 13.- ANALYTICAFUNDS MANAGEMENT C.A. ADMINISTRADORA DE FONDOS Y FIDEICOMISOS
- 14.- FIDES TRUST, ADMINISTRADORA DE NEGOCIOS FIDUCIARIOS FITURST S.A.
- 15.- BOLIVARIANO ADMINISTRADORA DE FONDOS Y FIDEICOMISOS AFFB S.A.
- 16.- FIDUCIARIA ECUADOR FIDUECUADOR S.A. ADMINISTRADORA DE FONDOS Y FIDEICOMISOS.
- 17.- CORPORACION FINANCIERA NACIONAL.
- 18.- FIDEVAL S.A. ADMINISTRADORA DE FONDOS Y FIDEICOMISOS.
- 19.- FIDUCIA S.A. ADMINISTRADORA DE FONDOS Y FIDEICOMISOS MERCANTILES.
- 20.- EUROASSETS. ADMINISTRADORA DE FONDOS Y FIDUCIA S.A.
- 21.- INTERFONDOS ADMINISTRADORA DE FONDOS Y FIDEICOMISOS S.A.
- 22.- ADMINISTRADORA DE FONDOS PREVIFONDOS S.A.
- 23.- AFP GENESIS ADMINISTRADORA DE FONDOS Y FIDEICOMISOS S.A.
- 24.- FIDUNEGOCIOS S.A. ADMINISTRADORA DE FONDOS Y FIDEICOMISOS.

25.- ENLACE NEGOCIOS FIDUCIARIOS S.A. ADMINISTRADORA DE FONDOS Y FIDEICOMISOS.

26.- ADMINISTRADORA DE FONDOS FODEVA S.A. "FODEVASA"

27.- AFP. ADMINISTRADORA DE FONDOS Y FIDUCIARIA S.A.

28.- FIDUCIARIA DEL PACIFICO S.A. FIDUPACIFICO

29.- ADMINISTRADORA DE FONDOS Y FIDEICOMISOS PRODUFONDOS S.A.

30.- ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION Y FIDEICOMISO DEL PACIFICO (ASPACIFIC S.A.)

31.- LATINTRUST S.A. ADMINISTRADORA DE FONDOS Y FIDEICOMISOS.

32.- ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION Y FIDEICOMISOS BG S.A.

33.- ADMINISTRADORA DE FONDOS DEL PICHINCHA FONDOS PICHINCHA S.A.

## **2.4 La Titularización en el Ecuador**

En el Ecuador se ha definido a la titularización como el proceso mediante el cual se emiten valores que podrán ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil, emitidos con cargo a un patrimonio autónomo.

Es preciso conocer que no se puede promocionar o realizar oferta pública de derechos fiduciarios sin que cumplan los requisitos establecidos por la Ley de Mercado de Valores.

### **2.4.1 Análisis Estructurado de las emisiones por sector económico: Público y privado en el Ecuador.**

De acuerdo a información de la Bolsas de Valores de Guayaquil y Quito , desde el año 2004 hasta el 2010 se han realizados emisiones de titularización por un total de un mil novecientos sesenta y cinco millones cuatrocientos siete mil trescientos dos dólares de los Estados Unidos de América (USD 1.965.407.302).

De esta cifra el Sector privado realizó emisiones por un valor de un mil doscientos cincuenta y ocho millones trescientos noventa y dos mil dólares de los Estados Unidos de América (\$1.836.407.300), que equivale a un porcentaje aproximado del 93,43%.

El Sector Público realizó emisiones por un valor de ciento once millones setecientos mil dólares de los Estados Unidos de América (\$129'000.000) que equivale al 6,57%.

Haciendo una segmentación del total de emisiones de titularización realizadas en este periodo por Sectores Económicos, podemos manifestar la siguiente participación en términos relativos.

## SECTORES ECONOMICOS

Periodo: Año 2004-2010

FINANCIERO	57,9%
COMERCIAL	32,2%
INDUSTRIAL	7,9%
INMOBILIARIO	2,0%
TOTAL	100,0%

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil  
Bolsa de Valores de Quito

En el Ecuador la Ley de Mercado de Valores permite los siguientes procesos de titularización:

**1.- Proceso de titularización de cartera:** Para realizar este proceso el agente de manejo deberá cumplir con las siguientes normas especiales:

**a.-** Establecer matemática, estadística o actuarialmente los flujos futuros que han sido proyectados y se esperan sean generados por la cartera a titularizar.

**b.-** El monto de los valores emitidos será el fijado por el Consejo Nacional de Valores, del valor de mercado de la cartera.

**c.-** Se debe determinar el índice de siniestralidad con respecto a la generación de los flujos proyectados de la cartera a titularizar, siguiendo las normas determinadas por el Consejo Nacional de Valores.

**d.-** Constituir al menos uno de los mecanismos de garantía (que pueden ser de garantía bancaria o póliza de seguro, fideicomiso de garantía), en los porcentajes de cobertura que determine el Consejo Nacional de Valores.

**e.-** Contar con una certificación del representante legal del constituyente de que la cartera no se encuentre dada en colateral.

**f.-** Hallar el punto de equilibrio en el cual se inicia el proceso de titularización, cuyas características constaran en el reglamento de gestión.

**g.-** Cumplir las demás normas de carácter general que determine el Consejo Nacional de Valores.

**2.- Procesos de titularización de inmuebles:** El objetivo de este proceso de titularización es transferir un activo inmobiliario con el propósito de efectuar una transformación en valor inmobiliario.

Dicho activo inmobiliario deberá estar libre de gravámenes, limitaciones de dominio, prohibiciones de enajenar o condiciones resolutorias, no tener pendiente de pago los impuestos, tasas y contribuciones.

Debemos recalcar que además de cumplir las normas generales antes mencionadas, este tipo de titularización deberá someterse a las siguientes normas especiales:

**a.-** Establecer matemática, estadística o actuarialmente los flujos futuros que han sido proyectados y se esperan sean generados por el inmueble a titularizar.

**b.-** El monto de los valores emitidos será hasta por el valor fijado por el Consejo Nacional de Valores.

**c.-** Determinar el índice de desviación en los flujos proyectados siguiendo las normas que determine el Consejo Nacional de Valores.

**d.-** Constituir al menos uno de los mecanismos de garantía (que pueden ser de garantía bancaria o póliza de seguro, fideicomiso de garantía), en los porcentajes de cobertura que determine el Consejo Nacional de Valores.

**e.-** Tener una póliza de seguro contra todo riesgo sobre el inmueble, hasta tres meses posteriores al vencimiento del plazo de los valores que se obtienen de la titularización, o al prepago de los valores establecidos en esta Ley.

**f.-** Obtener la certificación del Registro de la Propiedad de que el inmueble que se va a titularizar, no tiene ningún gravamen durante la vigencia del contrato de fiducia mercantil.

**g.-** Tener dos avalúos actualizados, dichos avalúos deben haber sido hecho dentro de los seis meses anteriores al inicio del trámite de autorización de la titularización.

**h.-** Cumplir las demás normas de carácter general que determine el Consejo Nacional de Valores.

**3.- Procesos de titularización de Proyectos Inmobiliarios:** Esta consiste en la emisión de títulos mixtos o de participación que incorporen derechos alícuotas o porcentuales sobre un patrimonio de propósito exclusivo.

El patrimonio de propósito exclusivo puede constituirse por:

**a.-** Sumas de dinero cuyo fin sea la adquisición de un bien que puede ser un lote o a la ejecución del proyecto.

**b.-** Los diseños.

**c.-** Los estudios técnicos y de prefactibilidad económica.

**d.-** Programación de obra y presupuesto necesario para desarrollar un proyecto que sea objeto de titularización.

Cabe indicar que el activo inmobiliario, sobre el cual se desarrollara el proyecto objeto de la titularización deberá estar libre de gravámenes, limitaciones de dominio, condiciones resolutorias y no tener pendiente el pago de impuestos, tasas y contribuciones.

Además del cumplimiento de las antes enunciadas, la titularización de proyectos inmobiliarios estará sometida a las siguientes normas especiales:

**a.-** Emitir solamente valores de participación o valores mixtos.

**b.-** Establecer matemática, estadística o actuarialmente los flujos futuros que han sido proyectados y se esperan sean generados por el proyecto inmobiliario a titularizar.

**c.-** El monto de los valores emitidos será hasta por el valor fijado por el Consejo Nacional de Valores.

**d.-** Determinar el índice de desviación en los flujos proyectados siguiendo las normas que determine el Consejo Nacional de Valores.

**e.-** Constituir al menos uno de los mecanismos de garantía (que pueden ser de garantía bancaria o póliza de seguro, fideicomiso de garantía).

**f.-** Tener dos avalúos actualizados, dichos avalúos debelan haber sido hecho dentro de los seis meses anteriores al inicio del trámite de autorización de la titularización.

**g.-** Obtener la certificación del Registro de la Propiedad de que el inmueble que se va a titularizar, no tiene ningún gravamen.

**h.-** Presentar un estudio técnico – económico del proyecto.

**i.-** Presentar un estudio de prefactibilidad del proyecto.

**j.-** Presentar la programación de la obra.

**k.-** Presentar el presupuesto de la obra.

**l.-** Tener una certificación de los constructores que les acrediten experiencia en proyectos similares.

**m.-** La obra debela contar con un fiscalizador.

**n.-** Hallar el punto de equilibrio en el cual se inicia el proceso de titularización, cuyas características constaran en el reglamento de gestión.

**o.-** Tener una póliza de seguro contra todo riesgo sobre el inmueble, hasta tres meses posteriores al vencimiento del plazo de los valores que se obtienen de la titularización, o al prepago de los valores establecidos en esta Ley.

**p.-** Cumplir las demás normas de carácter general que determine el Consejo Nacional de Valores.

Cabe recalcar que este tipo de titularización podrá efectuarse por la totalidad o por un segmento del respectivo proyecto por el monto que fije el Consejo Nacional de Valores.

**4.- Proceso de Titularización de Flujo de Fondos en General:** Para este proceso el fiduciario deberá cumplir con las normas especiales; que se mencionan a continuación:

**a.-** Establecer matemática, estadística o actuarialmente los flujos futuros que han sido proyectados y se esperan sean generados por los activos o proyectos a titularizar.

**b.-** El monto de los valores emitidos será hasta por el valor fijado por el Consejo Nacional de Valores.

**c.-** Determinar el índice de desviación en los flujos proyectados siguiendo las normas que determine el Consejo Nacional de Valores.

**d.-** Constituir al menos uno de los mecanismos de garantía (que pueden ser de garantía bancaria o póliza de seguro, fideicomiso de garantía; de modo que se cubra el índice de desviación de flujos en el porcentaje que determine el Consejo Nacional de Valores.

**e.-** Tener dos avalúos actualizados, dichos avalúos deben haber sido hechos dentro de los seis meses anteriores al inicio del trámite de autorización de la titularización.

**f.-** Obtener la certificación del Registro de la Propiedad de que el inmueble que se va a titularizar, no tiene ningún gravamen.

**g.-** Presentar un estudio técnico – económico del proyecto.

**h.-** Presentar un estudio de factibilidad del proyecto.

**i.-** Hallar el punto de equilibrio en el cual se inicia el proceso de titularización, cuyas características constaran en el reglamento de gestión.

**j.-** Cumplir las demás normas de carácter general que determine el Consejo Nacional de Valores.

La emisión de estos títulos con cargo a flujos general se podrá efectuar por la totalidad o por un segmento del respectivo flujo; el monto de dicha emisión deberá estar de acuerdo por el fijado por el Consejo Nacional de Valores.

## 2.5 Normativa Legal en el Ecuador

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 Compañía, 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.

**Entidades de Depósito y Custodia.-** son las entidades que reciben en custodia y deposito los títulos valores, estas se encargan de buen cuidado y manejo de los activos autónomos, por lo tanto son los responsables de dichos activos y deben responder por ellos hasta la finalización del contrato.



# **CAPÍTULO III**

## **APLICACIÓN PRÁCTICA COMO MECANISMO ALTERNATIVO DE FINANCIAMIENTO BAJO UN ESTUDIO DE CASO**

### **3.1 Fideicomiso Mercantil de Primera Titularización de Flujos Futuros de Fondos de la Empresa ABC CIA LTDA.**

Para el desarrollo de la Tesis, se ha tomado una empresa cuya actividad dentro del Ecuador se enmarque en el sector comercial, la cual se la ha denominado “Empresa ABC CIA.LTDA”, dedicada a la fabricación, exportación y comercialización de toda clase de bienes muebles y de artículos para el hogar y la oficina, como electrodomésticos, cámaras, equipos de videos, teléfonos, computadoras, etc.

Para lo cual se presentan estados financieros: Balance General y Estado de Resultados al 31 de Diciembre del 2010, que reflejan unos indicadores financieros positivos, de tal manera que se puede considerar un crecimiento o expansión para este negocio con un financiamiento en el mediano plazo, a través de un Fideicomiso de Titularización, que es versátil ya que se estructura de acuerdo a la necesidades de la Empresa y a sus flujos de ingresos y egresos, así como permitirá que el capital de los inversionistas llegue directamente a la empresa sin intermediarios, a una tasa de interés conveniente tanto como para el inversionista como la empresa que recibe el financiamiento.

También se presentan un Estado de Resultados proyectado para el periodo 2011-2015.

Determinar que la mejor opción de financiamiento para lograr el crecimiento de esta Empresa es a través de la Titularización y no a través del crédito tradicional bancario, es el objetivo de estudio de esta tesis.

Esta operación de financiamiento la realizará la Empresa a partir del año 2011, por un monto de US\$ 10.000.000 y cuyas características se detallan a continuación.

### 3.1.1 Denominación y características de la emisión

<b>Denominación:</b>	Empresa ABC CIA. LTDA.
<b>Monto de la emisión:</b>	USD 10'000.000
<b>Plazo:</b>	4 años
<b>Tasa de interés:</b>	Tasa Pasiva Referencial publicada por el Banco Central del Ecuador vigente en la fecha de emisión de los valores mas un margen de 3 puntos porcentuales (6.50%)
<b>Amortización de capital:</b>	Cada 90 días
<b>Pago de interés</b>	Cada 90 días
<b>Monto nominal mínimo:</b>	USD 10.000
<b>Calificación de Riesgo</b>	"AAA"

### 3.1.2 Información general del Originador

Para el desarrollo de esta operación por US\$ 10'000.000 a través del Fideicomiso de Titularización se requiere conocer a la Empresa o también llamada El Originador.

**Denominación Social:** Empresa ABC CIA. LTDA.

**Objeto Social:** Es la fabricación, exportación e importación y comercialización de toda clase de muebles y de artículos para el hogar o la oficina.

**Descripción de la actividad económica como producto y participación en el mercado:**

- Cadena comercial de electrodomésticos que opera en todo el Ecuador
- 75% de las ventas se realizan a crédito con un plazo máximo de 24 meses.
- Las líneas que comercializa la empresa ABC son:
  - Línea Marrón: Equipos de Sonido; Televisores, LCD's, etc.
  - Línea Blanca: Cocinas, Refrigeradoras, etc.
- Cuenta con 80 tiendas a nivel nacional.

**Finalidad de la Titularización:** La presente Titularización que el Originador implementa a través del Fideicomiso tiene como finalidad llevar a cabo un proceso de Titularización por el cual se emitan Valores que negocien en el mercado bursátil, los cuales estarán respaldados por los activos que integran su patrimonio. Los fondos que se obtengan en la colocación de estos Valores serán

entregados al Originador para que este los emplee para disminuir los costos de la financiación de su cartera para mejorar su rentabilidad.

### 3.2 Situación Financiera Actual de la Empresa ABC CIA.LTDA

Para este caso se ha realizado el estudio del Balance General y Estado de Resultado de empresas afines al giro negocio de distribución y comercialización de productos para el hogar; con el fin de poder simular cifras para estructurar el Balance General y el Estado de Resultados a Diciembre de 2010 de la Empresa ABC CIA. LTDA, los cuales se presentan a continuación:

**EMPRESA ABC CIA. LTDA.  
BALANCE GENERAL  
Al 31 de Diciembre del 2010**

DESCRIPCIÓN	2010
<b>ACTIVOS</b>	
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>	
Caja y bancos	\$2.010.000
Inversiones	\$260.000
Cuentas por cobrar (Cartera)	\$15.000.000
Inventarios	\$3.100.000
<b>Total activo corriente</b>	<b>\$20.370.000</b>
Instalaciones, mobiliario y equipos	\$2.445.000
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>\$22.815.000</b>
<b>PASIVOS Y PATRIMONIO</b>	
<b>PASIVO CORRIENTE</b>	
Cuentas por pagar	\$10.370.000
Documentos por pagar	\$1.050.000
<b>Total Pasivos corrientes</b>	<b>\$11.420.000</b>
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>\$11.420.000</b>
<b>PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS</b>	<b>\$11.395.000</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS</b>	<b>\$22.815.000</b>

**EMPRESA ABC CIA. LTDA.**  
**ANALISIS VERTICAL DEL BALANCE GENERAL**  
**Al 31 de Diciembre del 2010**

DESCRIPCIÓN	2010
<b>ACTIVOS</b>	
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>	
Caja y bancos	8,81%
Inversiones	1,14%
Cuentas por cobrar (Cartera)	65,75%
Inventarios	13,59%
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>89,28%</b>
Instalaciones, mobiliario y equipos	10,72%
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>100,00%</b>
<b>PASIVOS Y PATRIMONIO</b>	
<b>PASIVO CORRIENTE</b>	
Cuentas por pagar	45,45%
Documentos por pagar	4,60%
<b>TOTAL PASIVOS CORRIENTES</b>	<b>50,05%</b>
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>50,05%</b>
<b>PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS</b>	<b>49,95%</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS</b>	<b>100,00%</b>

**Análisis Vertical del Balance General:**

Al 31 de Diciembre del 2010, los activos corrientes de la Empresa ABC CIA.LTDA. Corresponden al 89,28% de los activos totales, de los cuales el 65,75% corresponde a las cuentas por cobrar, y el 13,59% a Inventarios.

El 49,95% de los activos totales de la empresa se financian con Patrimonio de los accionistas.

La empresa mantiene un endeudamiento del 50,05% de los cuales el 45,45% corresponde a Cuentas por Pagar a Proveedores.

**EMPRESA ABC CIA. LTDA.  
ESTADO DE PERDIDAS Y GANANCIAS  
Al 31 de Diciembre del 2010**

DESCRIPCIÓN	Estado de Resultados Original
<b>Ingresos:</b>	\$ 54.000.500
Ventas Netas	\$ 54.000.500
(-) Costos de Ventas	\$ 32.900.000
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>\$ 21.100.500</b>
(-) Gastos de operación	\$ 18.900.000
<b>Utilidad en operación</b>	<b>\$ 2.200.500</b>
Ingresos Financieros	\$ 90.800
(-) Gastos Financieros	\$ 84.000
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>\$ 2.207.300</b>
<b>15% TRAB.- 25% IMPTO. A LA RENTA</b>	<b>\$ 882.920</b>
<b>Utilidad neta</b>	<b>\$ 1.324.380</b>

**EMPRESA ABC CIA. LTDA.**  
**ANALISIS VERTICAL DEL ESTADO DE PERDIDAS Y GANANCIAS**  
**Al 31 de Diciembre del 2010**

DESCRIPCIÓN	Estado de Resultados Original
<b>Ingresos:</b>	100,00%
Ventas Netas	100,00%
(-) Costos de Ventas	60,93%
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>39,07%</b>
(-) Gastos de operación	35,00%
<b>Utilidad en operación</b>	<b>4,07%</b>
Ingresos Financieros	0,17%
(-) Gastos Financieros	0,16%
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>4,09%</b>
15% TRAB.- 25% IMPTO. A LA RENTA	1,64%
<b>Utilidad neta</b>	<b>2,45%</b>

**Análisis Vertical del Estado de Pérdidas y Ganancias:**

Al 31 de Diciembre del 2010 los ingresos generados por la Empresa ABC CIA. LTDA. Suman un total de US\$ 65'800.500.

El Costo de Ventas a la misma fecha suma un total de US\$ 32.900.250, que representa el 60.93% de los ingresos. Los Gastos de Operación representan el 35%.

**EMPRESA ABC CIA. LTDA.  
INDICADORES FINANCIEROS  
Al 31 de Diciembre del 2010**

DESCRIPCIÓN	2010
Liquidez	1,78
Prueba Acida	1,51
Endeudamiento	0,50
Pasivos totales /Activos Totales	0,50
Días de Rotación del Inventario	34,39
Días de Rotación de Cuentas por cobrar	83,21
Utilidad Neta / Activos Totales	5,80%
Utilidad Neta / Patrimonio	11,62%
Utilidad Neta / Ventas Netas	2,45%

**Análisis de los indicadores Financieros de la Empresa ABC.CIA.LTDA.**

El Indicador de Liquidez de la Empresa ABC es de 1,78; lo que nos demuestra la capacidad que tiene para cumplir con sus obligaciones a tiempo.

En cuanto al indicador de la Prueba Acida, este es de 1,51; tiene una mayor rapidez para atender sus obligaciones a corto plazo.

En el de Endeudamiento, es satisfactorio puesto que la proporción del activo que se financia por Deuda es del 50%.

En cuanto a los días de Rotación del Inventario, es aproximadamente de 34 días lo que nos dice cada cuanto renovamos el Stock, que en este caso representa al mas de un mes para la venta del monto total de su inventario.

En términos generales, el índice de rotación del inventario nos esta indicando cuantas veces los inventarios se renuevan en un año, cuanto mayor sea la rotación mas eficiente será el mismo por parte de la empresa, además de ser mas fresco y liquido. Sin embargo en ocasiones una rotación elevada supone bajas existencias para uso inmediato sin previsión. Por lo tanto, quizás también podría ser síntoma de que se mantiene inventario reducido, que se incurre en agotamiento (insuficiencia de artículo en el inventario para atender un pedido).

Muchas veces la rotación relativamente baja del inventario es signo de un exceso de artículos, de lento movimiento u obsolescencia de los mismos.

Pero en cuanto a los días de rotación de cuentas por cobrar, es de aproximadamente de 100 días, esto quiere decir que no hay efectividad con la cual la Empresa ABC.CIA.LTDA. maneja la recuperación en la cuentas por cobrar.

El rendimiento sobre el activo es de 5,80%, es un margen de utilidad aceptable en proporción de los activos de la Empresa.

El rendimiento sobre el patrimonio es de 11,62%, es un margen de utilidad muy aceptable.

Analizando el rendimiento sobre el capital, que es mayor sobre el rendimiento de los activos, podemos concluir que la empresa es saludable financieramente.

El Margen de Utilidad Neta es de 2,45%, que se considera que la Empresa obtiene después de pagar todos los gastos incluido el costo de venta.

Se ha realizado la proyección del Estado de Resultados en el periodo 2011-2014; con el objetivo de establecer las metas de la Empresa, bajo las siguientes consideraciones de crecimiento en porcentajes:

<b>CUENTAS</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
INGRESO TOTAL	5,85%	9,39%	9,00%	8,60%
COSTO DE VENTAS	2,50%	9,11%	8,99%	8,11%
<b>UTILIDAD BRUTA</b>	9,20%	9,65%	9,01%	9,05%
<b>GASTOS DE OPERACIÓN</b>	0,00%	7,20%	7,45%	6,45%
<b>UTILIDAD EN OPERACIÓN</b>	21,63%	12,37%	10,67%	11,73%
<b>INGRESOS &amp; EGRESOS FINANCIEROS</b>	85,00%	73,27%	61,70%	49,01%
INGRESOS FINANCIEROS	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%
EGRESOS FINANCIEROS	10,00%	8,00%	6,00%	5,00%
<b>UTILIDAD ANTES 15% TRAB.-25% IMPTO. A LA RENTA</b>	21,66%	12,41%	10,72%	11,79%



**Proyección del Estado de Resultados de la Empresa ABC CIA. LTDA.  
Expresado en valores nominales.**

**EMPRESA ABC CIA. LTDA.  
ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO 2011-2014  
En miles de dólares de los Estados Unidos de América**

<b>CUENTAS</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
INGRESO TOTAL	57.851	63.281	68.977	90.187
COSTO DE VENTAS	33.723	36.794	40.101	43.354
<b>UTILIDAD BRUTA</b>	<b>24.128</b>	<b>26.544</b>	<b>28.941</b>	<b>31.736</b>
<b>GASTOS DE OPERACIÓN</b>	<b>18.900</b>	<b>20.260</b>	<b>21.770</b>	<b>23.174</b>
<b>UTILIDAD EN OPERACIÓN</b>	<b>5.228</b>	<b>6.251</b>	<b>7.171</b>	<b>8.561</b>
<b>INGRESOS &amp; EGRESOS FINANCIEROS</b>	<b>18</b>	<b>24</b>	<b>29</b>	<b>32</b>
INGRESOS FINANCIEROS	58	66	76	84
EGRESOS FINANCIEROS	39	39	43	47
<b>UTILIDAD ANTES 15% TRAB.-25% IMPTO. A LA RENTA</b>	<b>5.246</b>	<b>6.275</b>	<b>7.199</b>	<b>8.593</b>
<b>UTILIDAD NETA (DESPUES DE IMPUESTO)</b>	<b>3148</b>	<b>3765</b>	<b>4320</b>	<b>5156</b>

### **Cálculo de la Tasa Interna de Retorno, TIR**

Inversión Inicial: Se ha asumido una inversión inicial de US\$10'000.000

Tasa de Interés: Se ha considerado una tasa de interés del 15% para descontar a valor presente cada uno de los flujos netos durante el periodo 2011 – 2014.

Con los parámetros indicados, la TIR que presenta la Empresa ABC CIA. LTDA., es del 21,08%.

### **3.3 Situación Financiera de la Empresa ABC.CIA.LTDA. con el Financiamiento a través del esquema del Fideicomiso de Titularización**

#### **3.3.1 Efectos de la Titularización sobre el Balance General**

Con la finalidad de analizar los efectos que tendría sobre los estados financieros de la Empresa ABC CIA. LTDA. con el Fideicomiso de Titularización por el valor de USD10'000.000, se ha realizado este análisis con las cifras del Balance General y el Estado de Resultado al 31 de Diciembre del 2010.

### Costos del Proceso de Titularización:

Se están considerando los gastos en que la Empresa ABC CIA. LTDA. tiene que incurrir en el Fideicomiso de Titularización por el plazo de 4 años.

### Costos del Proceso de Titularización

<b>VALOR TITULARIZACIÓN</b>	\$10'000.000
<b>TIEMPO (AÑOS)</b>	4
<b>TASA DE INTERES</b>	6.50%

<b>COSTOS ESTIMADOS DE ARRANQUE</b>		
<b>COSTOS DE ARRANQUE</b>	<b>VALOR</b>	<b>PORCENTAJE</b>
Estructuración Legal	\$ 30.000	0,30%
Emisión de Prospectos y Títulos	\$ 500	0,00%
Estructuración Financiera	\$ 5.000	0,05%
Colocación de Valores	\$ 20.000	0,20%
Publicaciones en Diarios, Promoción en Mercado (Aprox.)	\$ 400	0,00%
Calificadora de Riesgo	\$ 2.000	0,02%
Inscripción en Registro de Mercado de Valores (Aprox.)	\$ 1.000	0,00%
Inscripción Bolsa de Valores (Aprox.)	\$ 1.000	0,00%
Gastos Notariales (Aprox.)	\$ 1.000	0,01%
<b>TOTAL COSTOS DE ARRANQUE</b>	<b>\$ 60.900</b>	<b>0,58%</b>

<b>COSTOS ESTIMADOS DE MANTENIMIENTO ANUAL</b>		
<b>COSTOS DE MANTENIMIENTO ANUAL</b>	<b>VALOR</b>	<b>PORCENTAJE</b>
Administración del Fideicomiso	\$ 5.000	0,05%
Mantenimiento en Bolsa de Valores (Aprox.)	\$ 1.000	0,00%
Mantenimiento en Registro de Mercado de Valores (Aprox.)	\$ 1.000	0,00%
Auditoria Externa (Aprox.)	\$ 1.000	0,01%
Agente Pagador	\$ 1.000	0,01%
Mantenimiento de la Calificación de Riesgo	\$ 1.000	0,01%
<b>TOTAL COSTOS DE MANTENIMIENTO ANUAL</b>	<b>\$ 10.000</b>	<b>0,08%</b>

COSTO TOTAL DE ARRANQUE ANUALIZADO	\$ 15.225
COSTO TOTAL DE MANTENIMIENTO ANUAL	\$ 10.000
<b>COSTO TOTAL POR CUATRO AÑOS</b>	<b>\$ 25.225</b>
<b>COSTO ANUAL</b>	<b>0,10%</b>

En el Balance General siguiente se observa que todo el cambio que ocurre producto de la Titularización es en el activo, para este caso se crea una nueva cuenta contable llamada “**DERECHOS FIDUCIARIOS**” cuyo monto es el valor a titularizar que en este caso es por USD10'000.000 y se rebaja este valor de la cuenta contable “**CARTERA**”; el pasivo no tiene ninguna afectación y por lo tanto la Empresa no se debilita ni les exige a los socios inversión alguna.

**EMPRESA ABC CIA. LTDA.**  
**BALANCE GENERAL**  
 Al 31 de Diciembre del 2010

DESCRIPCIÓN	2010
<b>ACTIVOS</b>	
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>	
Caja y bancos	\$ 1.984.775
Inversiones	\$ 260.000
Cuentas por cobrar (Cartera)	\$ 5.000.000
<b>Derechos Fiduciarios</b>	<b>\$ 10.000.000</b>
Gastos pagados por anticipados	\$ 25.225
Inventarios	\$ 3.100.000
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>\$ 20.370.000</b>
Instalaciones, mobiliario y equipos	\$ 2.445.000
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>\$ 22.815.000</b>
<b>PASIVOS Y PATRIMONIO</b>	
<b>PASIVO CORRIENTE</b>	
Prestamos Bancarios	\$ 520.000
Cuentas por pagar	\$ 10.370.000
Documentos por pagar	\$ 530.000
<b>TOTAL PASIVOS CORRIENTES</b>	<b>\$ 11.420.000</b>
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>\$ 11.420.000</b>
<b>PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS</b>	<b>\$ 11.395.000</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS</b>	<b>\$ 22.815.000</b>

En el momento de la venta de los títulos o derechos fiduciarios, es decir que estos valores se convierten en dinero, pasarán de la cuenta contable de "DERECHOS FIDUCIARIOS" a la cuenta contable "CAJA", como se puede observar en el Balance General siguiente:

**EMPRESA ABC CIA. LTDA.**  
**BALANCE GENERAL**  
**Al 31 de Diciembre del 2010**

DESCRIPCIÓN	Financiamient o de US\$10'000.000 con Titularización	Balance General Original	Variación
<b>ACTIVOS</b>			
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>			
Caja y bancos	\$ 11.984.775	\$ 2.010.000	\$ 9.974.775
Inversiones	\$ 260.000	\$ 260.000	\$ 0
Cuentas por cobrar (Cartera)	\$ 5.000.000	\$ 15.000.000	-\$ 10.000.000
Gastos pagados por anticipados	\$ 25.225	\$ 0	\$ 25.225
Inventarios	\$ 3.100.000	\$ 3.100.000	\$ 0
<b>Total activo corriente</b>	<b>\$ 20.370.000</b>	<b>\$ 20.370.000</b>	<b>\$ 0</b>
Instalaciones, mobiliario y equipos	\$ 2.445.000	\$ 2.445.000	\$ 0
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>\$ 22.815.000</b>	<b>\$ 22.815.000</b>	<b>\$ 0</b>
<b>PASIVOS Y PATRIMONIO</b>			
<b>PASIVO CORRIENTE</b>			
Prestamos Bancarios	\$ 520.000	\$ 520.000	\$ 0
Cuentas por pagar	\$ 10.370.000	\$ 10.370.000	\$ 0
Documentos por pagar	\$ 530.000	\$ 530.000	\$ 0
<b>Total Pasivos corrientes</b>	<b>\$ 11.420.000</b>	<b>\$ 11.420.000</b>	<b>\$ 0</b>
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>\$ 11.420.000</b>	<b>\$ 11.420.000</b>	<b>\$ 0</b>
<b>PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS</b>	<b>\$ 11.395.000</b>	<b>\$ 11.395.000</b>	<b>\$ 0</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS</b>	<b>\$ 22.815.000</b>	<b>\$ 22.815.000</b>	<b>\$ 0</b>

Haciendo la comparación de los cambios realizados en el Balance General de la Empresa, luego de la venta de los títulos valores como resultado del proceso de Titularización, se observa que se da la variación por US\$ 9'974.775 en incremento en la cuenta de **Caja y Bancos** y disminución en las **Cuentas por cobrar** de US\$10'000.000; aparece la Cuenta gastos pagados por anticipados correspondiente al pago del primer año por gastos de constitución del Fideicomiso de Titularización por el valor US\$ 25.225.

**EMPRESA ABC CIA. LTDA.**  
**ESTADO DE PERDIDAS Y GANANCIAS**  
**Al 31 de Diciembre del 2010**

DESCRIPCIÓN	Estado de Resultados Original	Financiamiento de US\$10'000.000 con Titularización	Variación con el Financiamiento de Titularización
<b>Ingresos:</b>	\$ 54.000.500	\$ 54.000.500	\$ 0
Ventas Netas	\$ 54.000.500	\$ 54.000.500	\$ 0
(-) Costos de Ventas	\$ 32.900.000	\$ 32.900.000	\$ 0
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>\$ 21.100.500</b>	<b>\$ 21.100.500</b>	<b>\$ 0</b>
(-) Gastos de operación	\$ 18.900.000	\$ 18.900.000	\$ 0
<b>Utilidad en operación</b>	<b>\$ 2.200.500</b>	<b>\$ 2.200.500</b>	<b>\$ 0</b>
Ingresos Financieros	\$ 90.800	\$ 90.800	\$ 0
(-) Gastos Financieros	\$ 84.000	\$ 109.225	\$ 25.225
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>\$ 2.207.300</b>	<b>\$ 2.182.075</b>	<b>-\$ 25.225</b>
<b>15% TRAB.- 25% IMPTO. A LA RENTA</b>	<b>\$ 882.920</b>	<b>\$ 872.830</b>	<b>-\$ 10.090</b>
<b>Utilidad neta</b>	<b>\$ 1.324.380</b>	<b>\$ 1.309.245</b>	<b>-\$ 15.135</b>

Haciendo la comparación de las variaciones en el Estado de Resultados entre el Estado financiero original y con el proceso de Titularización al cierre del año

2010, cuando se constituye el Fideicomiso de Titularización se observa un ligero cambio en la Utilidad Neta de USD -15.135, básicamente porque en este periodo se considera solo los costos del proceso de Titularización, y **no** se esta considerando los beneficios que va a obtener el ingreso de los US\$10'000.000 en la actividad de la Empresa ABC CIA. LTDA.

**EMPRESA ABC CIA. LTDA.  
INDICADORES FINANCIEROS  
Al 31 de Diciembre del 2010**

DESCRIPCION	Indicadores Financieros Originales	Financiamiento de US\$10'000.000 con Titularización	Variación con el Financiamiento de Titularización
Liquidez	1,78	1,78	0,00
Prueba Acida	1,51	1,51	0,00
Endeudamiento	0,50	0,50	0,00
Días de Rotación del Inventario	34,39	34,39	0,00
Días de Rotación de Cuentas por cobrar	83,21	27,74	-55,47
Utilidad Neta / Activos Totales	5,80%	5,74%	-0,06%
Utilidad Neta / Patrimonio ROE	11,62%	11,49%	-0,13%
Utilidad Neta / Ventas Netas	2,45%	2,42%	-0,03%

**Análisis de los Indicadores Financieros durante el periodo del año 2010.**

Haciendo un análisis de los Indicadores Financieros después que la Empresa ABC CIA. LTDA. Concluyó el proceso de Titularización, se puede manifestar lo siguiente:

El Indicador de Liquidez se mantiene en 1,78; a pesar de que la cuenta Caja y Bancos se incrementó en US\$ 9'974.775.

De la misma forma se mantiene el indicador de la Prueba Acida, esto es de 1,51 veces.

En términos positivos se reflejan los días de rotación de las cuentas por cobrar, que mejoran de 83 a 27,74 días, esto quiere decir que la Empresa es más eficiente en 56 días para la recuperación de este rubro.

Los indicadores Utilidad Neta / Activos Totales, Utilidad Neta / Patrimonio ROE y el indicador Utilidad Neta /Ventas Netas ROA se ven ligeramente disminuidos porque en este periodo del año 2010 solo se han considerado los gastos del proceso de Titularización y no los beneficios, los mismos que se observarán en las proyecciones desde el 2011 al 2014.

### **3.4 Evaluación Financiera del Proceso de Titularización de la Empresa ABC.CIA.LTDA. Versus un Financiamiento con un crédito tradicional.**

Denominación y características de la operación de Crédito

<b>Denominación:</b>	Empresa ABC CIA.LTDA
<b>Monto del Crédito:</b>	USD 10'000.000
<b>Plazo:</b>	4años
<b>Tasa de Interés:</b>	12 % anual
<b>Tipo de Interés:</b>	Variable cada 90 días.
<b>Amortización de Capital:</b>	Cada 90 días.
<b>Pago de Interés:</b>	Cada 90 días.
<b>Garantía:</b>	Hipotecaria US\$ 5.500

#### **3.4.1 Análisis del Cuadro Comparativo del Balance General en el Periodo 2010.**

1. Balance General Original
2. Balance General con el Proceso de Titularización
3. Balance General con un Crédito Tradicional a través de una Institución Financiera.



**EMPRESA ABC CIA. LTDA.**  
**BALANCE GENERAL**  
**Al 31 de Diciembre del 2010**

DESCRIPCION	Balance General Original	Financiamiento de US\$10'000.000 con Titularización	Financiamiento de US\$10'000.000 con Crédito Tradicional de la Banca Ecuatoriana	Variación con el Financiamiento de Titularización	Variación con el Financiamiento de Crédito Tradicional de la Banca Ecuatoriana
<b>ACTIVOS</b>					
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>					
Caja y bancos	\$ 2.010.000	\$ 11.984.775	\$ 12.004.500	\$ 9.974.775	\$ 9.994.500
Inversiones	\$ 260.000	\$ 260.000	\$ 260.000	\$ 0	\$ 0
Cuentas por cobrar (Cartera)	\$ 15.000.000	\$ 5.000.000	\$ 15.000.000	-\$ 10.000.000	\$ 0
Gastos pagados por anticipados	\$ 0	\$ 25.225	\$ 5.500	\$ 25.225	-\$ 5.500
Inventarios	\$ 3.100.000	\$ 3.100.000	\$ 3.100.000	\$ 0	\$ 0
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	\$ 20.370.000	\$ 20.370.000	\$ 30.370.000	\$ 0	\$ 10.000.000
Instalaciones, mobiliario y equipos	\$ 2.445.000	\$ 2.445.000	\$ 2.445.000	\$ 0	\$ 0
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	\$ 22.815.000	\$ 22.815.000	\$ 32.815.000	\$ 0	\$ 10.000.000
<b>PASIVOS Y PATRIMONIO</b>					
<b>PASIVO CORRIENTE</b>					
Prestamos Bancarios	\$ 520.000	\$ 520.000	\$ 10.520.000	\$ 0	\$ 10.000.000
Cuentas por pagar	\$ 10.370.000	\$ 10.370.000	\$ 10.370.000	\$ 0	\$ 0
Documentos por pagar	\$ 530.000	\$ 530.000	\$ 530.000	\$ 0	\$ 0
<b>TOTAL PASIVOS CORRIENTES</b>	\$ 11.420.000	\$ 11.420.000	\$ 21.420.000	\$ 0	\$ 10.000.000
<b>TOTAL PASIVOS</b>	\$ 11.420.000	\$ 11.420.000	\$ 21.420.000	\$ 0	\$ 10.000.000
<b>PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS</b>	\$ 11.395.000	\$ 11.395.000	\$ 11.395.000	\$ 0	\$ 0
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS</b>	\$ 22.815.000	\$ 22.815.000	\$ 32.815.000	\$ 0	\$ 10.000.000

Realizando un análisis de las variaciones en algunas cuentas del Balance General Original tanto con el Fideicomiso de Titularización y con el Crédito tradicional de la Banca; se puede indicar lo siguiente:

**Caja y Bancos:** con el Proceso de Titularización se observa un incremento de US\$ 9.974.775 mientras que con crédito tradicional el incremento es de US\$ 9.994.500.

**Cuentas por Cobrar:** el valor se disminuye en US\$10'000.000 con el Proceso de Titularización, y el monto se mantiene con el proceso a través de crédito tradicional.

**Gastos Pagados por Anticipados:** se incrementa los gastos en US\$ 25.225 con el Proceso de Titularización (Costo del proceso de Titularización) mientras que un Crédito Tradicional crece en US\$ 5.500 (Costos legales de la constitución de la Hipoteca).

**Prestamos Bancarios:** En el proceso de Titularización el valor se mantiene, pero con un crédito tradicional hay un incremento de US\$ 10'000.000.

### **3.4.2 Análisis del Cuadro Comparativo del Estado de Pérdidas y Ganancias en el Periodo 2010.**

1. Estado de Pérdidas y Ganancias Original
2. Estado de Pérdidas y Ganancias con el Proceso de Titularización
3. Estado de Pérdidas y Ganancias con un Crédito Tradicional a través de una Institución Financiera.

**EMPRESA ABC CIA. LTDA.**  
**ESTADO DE PERDIDAS Y GANANCIAS**  
**Al 31 de Diciembre del 2010**

DESCRIPCIÓN	Estado de Resultados Original	Financiamiento de US\$10'000.000 con Titularización	Financiamiento de US\$10'000.000 con Crédito Tradicional de la Banca Ecuatoriana	Variación con el Financiamiento de Titularización	Variación con el Financiamiento de Crédito Tradicional de la Banca Ecuatoriana
<b>Ingresos:</b>	\$ 54.000.500	\$ 54.000.500	\$ 54.000.500	\$ 0	\$ 0
Ventas Netas	\$ 54.000.500	\$ 54.000.500	\$ 54.000.500	\$ 0	\$ 0
(-) Costos de Ventas	\$ 32.900.000	\$ 32.900.000	\$ 32.900.000	\$ 0	\$ 0
<b>Utilidad Bruta</b>	\$ 21.100.500	\$ 21.100.500	\$ 21.100.500	\$ 0	\$ 0
(-) Gastos de operación	\$ 18.900.000	\$ 18.900.000	\$ 18.900.000	\$ 0	\$ 0
<b>Utilidad en operación</b>	\$ 2.200.500	\$ 2.200.500	\$ 2.200.500	\$ 0	\$ 0
Ingresos Financieros	\$ 90.800	\$ 90.800	\$ 90.800	\$ 0	\$ 0
(-) Gastos Financieros	\$ 84.000	\$ 109.225	\$ 89.500	\$ 25.225	\$ 5.500
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	\$ 2.207.300	\$ 2.182.075	\$ 2.201.800	-\$25.500	-\$ 5.500
<b>15% TRAB.- 25% IMPTO. A LA RENTA</b>	\$ 882.920	\$ 872.830	\$ 880.720	-\$ 10.090	-\$ 2.200
<b>Utilidad neta</b>	\$ 1.324.380	\$ 1.309.245	\$ 1.321.080	-\$ 15.135	-\$ 3.300

En la cuenta de Gastos Financieros la variación es por US\$ 25.225 por el pago correspondiente al primer año de los costos del Proceso de Titularización, mientras que con crédito tradicional los Gastos Financieros son US\$ 5.500 por motivo de los costos de constitución de hipoteca. La Utilidad Neta tiene una ligera disminución de US\$ 15.135 con el proceso de Titularización, mientras que con un Crédito Tradicional se disminuye en US\$ 3.300.

### 3.4.3 Análisis del Cuadro Comparativo de los Indicadores Financieros en el Periodo 2010.

1. Indicadores Financieros Originales.
2. Indicadores Financieros con el Proceso de Titularización
3. Indicadores Financieros con un Crédito Tradicional a través de una Institución Financiera.

**EMPRESA ABC CIA. LTDA.  
INDICADORES FINANCIEROS  
Al 31 de Diciembre del 2010**

DESCRIPCIÓN	Indicadores Financieros Originales	Financiamiento de US\$10'000.000 con Titularización	Financiamiento de US\$10'000.000 con Crédito Tradicional de la Banca Ecuatoriana	Variación con el Financiamiento de Titularización	Variación con el Financiamiento de Crédito Tradicional de la Banca Ecuatoriana
Liquidez	1,78	1,78	1,41	0,00	-0,37
Prueba Acida	1,51	1,51	1,27	0,00	-0,24
Endeudamiento	0,50	0,50	0,65	0,00	0,15
Días de Rotación del Inventario	34,39	34,39	34,39	0,00	0,00
Días de Rotación de Cuentas por cobrar	83,21	27,74	83,21	-55,47	0,00
Utilidad Neta / Activos Totales	5,80%	5,74%	4,02%	-0,06%	-1,78%
Utilidad Neta / Patrimonio (ROE)	11,62%	11,49%	11,59%	-0,13%	-0,03%
Utilidad Neta / Ventas Netas	2,45%	2,42%	2,42%	-0,03%	-0,03%

### 3.4.4 Análisis de la Tasa Interna de Retorno

Considerando que a través del cálculo de la Tasa Interna de Retorno (TIR), que consiste en utilizar el método de flujos de efectivos descontado son una base efectiva para evaluar y seleccionar proyectos de inversión, se procede a calcular el TIR para determinar que alternativa de financiamiento es más rentable para la Empresa ABC CIA. LTDA.; las alternativas son las siguientes:

- a.- Financiamiento de USD10'000.000 con un Fideicomiso de Titularización, o,
- b.- Financiamiento de USD10'000.000 con un Crédito tradicional de la Banca.

Para el cálculo de la TIR en las dos alternativas se ha realizado un cuadro del Estado de Perdidas y Ganancias proyectado para el periodo 2011 – 2014.

### 3.4.4.1 Cálculo de la Tasa Interna de Retorno, (TIR) para la alternativa de financiamiento con un Financiamiento de US\$10'000.000 a través de un Fideicomiso de Titularización.

**EMPRESA ABC CIA. LTDA.**  
**ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO 2011-2014**  
 En miles de dólares de los Estados Unidos de América  
 Con Titularización

<b>CUENTAS</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
INGRESO TOTAL	57149	62513	68140	89093
COSTO DE VENTAS	33723	36794	40101	43354
<b>UTILIDAD BRUTA</b>	23426	25719	28038	45739
<b>GASTOS DE OPERACIÓN</b>	18900	20260	21770	23174
<b>UTILIDAD EN OPERACIÓN</b>	4526	5459	6269	22565
<b>INGRESOS &amp; EGRESOS FINANCIEROS</b>	126	250	397	569
INGRESOS FINANCIEROS	896	1030	1185	1362
EGRESOS FINANCIEROS	770	780	788	794
<b>UTILIDAD ANTES 15% TRAB.- 25% IMPTO. A LA RENTA</b>	4652	5709	6666	23133
<b>UTILIDAD NETA (DESPUES DE IMPUESTO)</b>	2791	3425	4000	13880

### Cálculo de la Tasa Interna de Retorno, TIR con un financiamiento a través de un Fideicomiso de Titularización.

Inversión Inicial: US\$10'000.000, valor considerado en el Fideicomiso de Titularización.

Tasa de Interés: Se ha considerado una tasa de interés del 15% para descontar a valor presente cada uno de los flujos netos durante el periodo 2011 – 2014.

Con los parámetros indicados la TIR que presenta la Empresa ABC CIA. LTDA., una vez concluido el proceso de Titularización y vendido los títulos, es del 33%.

**EMPRESA ABC CIA. LTDA.**  
**ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO 2011-2014**  
**En miles de dólares de los Estados Unidos de América**  
**Con Crédito Bancario Tradicional**

CUENTAS	2011	2012	2013	2014
INGRESO TOTAL	57149	62513	68140	89093
COSTO DE VENTAS	33723	36794	40101	43354
<b>UTILIDAD BRUTA</b>	<b>23426</b>	<b>25719</b>	<b>28038</b>	<b>45739</b>
<b>GASTOS DE OPERACIÓN</b>	<b>18900</b>	<b>20260</b>	<b>21770</b>	<b>23174</b>
<b>UTILIDAD EN OPERACIÓN</b>	<b>4526</b>	<b>5459</b>	<b>6269</b>	<b>22565</b>
<b>INGRESOS &amp; EGRESOS FINANCIEROS</b>	<b>-402</b>	<b>-372</b>	<b>-301</b>	<b>-199</b>
INGRESOS FINANCIEROS	896	1030	1185	1362
EGRESOS FINANCIEROS	1298	1402	1486	1561
<b>UTILIDAD ANTES 15% TRAB.- 25% IMPTO. A LA RENTA</b>	<b>4.124</b>	<b>5086</b>	<b>5968</b>	<b>22366</b>
<b>UTILIDAD NETA (DESPUES DE IMPUESTO)</b>	<b>2475</b>	<b>3052</b>	<b>3581</b>	<b>13420</b>

**3.4.4.2 Cálculo de la Tasa Interna de Retorno, TIR con un Financiamiento a través de un Crédito tradicional en una Institución financiera.**

Inversión Inicial: US\$10'000.000 valor considerado con una operación de Crédito Tradicional a través de una Institución Financiera, con una tasa de interés del 11%.

Tasa de Interés: Se ha considerado una tasa de interés del 15% para descontar a valor presente cada uno de los flujos netos durante el periodo 2011 – 2014.

Con los parámetros indicados la TIR que presenta la Empresa ABC CIA. LTDA., una vez concluido el proceso de la Operación de Crédito es del 30%.

### 3.4.4.3 Cuadro Comparativo de la Tasa Interna de Retorno, TIR entre un financiamiento a través de un Proceso de Titularización y un financiamiento de un Crédito tradicional.

DESCRIPCIÓN	Tasa Interna de Retorno, TIR (Original)	TIR: Con Financiamiento de US\$10'000.000 con Titularización	TIR: Con Financiamiento de US\$10'000.000 con Crédito Tradicional de la Banca Ecuatoriana
Tasa Interna de Retorno, TIR	21.08%	33%	30%

Una vez realizados los cálculos de la Tasa Interna de Retorno, TIR de la Empresa ABC CIA., LTDA. se puede concluir que le resulta mas rentable a la Empresa recibir un financiamiento a través de un Fideicomiso de Titularización, pues obtiene una TIR del 33 % en comparación con el 30% de un Crédito tradicional.

## CONCLUSIONES

En el desarrollo de los tres capítulos de mi Tesis de Grado, he abordado temas tales como el proceso de Titularización en sí mismo, así como también la normativa legal que respalda todo este proceso en nuestro país; y a través de un caso práctico presentado de la Empresa ABC CIA Ltda., pude demostrar que la Titularización tiene mayores ventajas como alternativa de financiamiento.

El enfoque que he querido abordar principalmente es que el desarrollo del Fideicomiso de Titularización como una alternativa de Financiamiento a Largo Plazo es totalmente viable en su implementación para las empresas en el Ecuador, y por este motivo llego a las siguientes conclusiones:

El Fideicomiso de Titularización ofrece a las empresas la oportunidad de mejorar su liquidez, ingresos y optimizar la utilización del capital; a través de la utilización de activos improductivos que antes de conocer este mecanismo financiero, lo único que generaban eran gastos. Es decir que en la actualidad con la Titularización de activos se pueden obtener recurso de activos improductivos.

La Empresa que aplica financiamiento a través de este mecanismo logra el desarrollo de un sistema de recursos financieros más eficiente y profundo, pues dicha empresa consigue el crédito a un costo menor de lo que lo conseguiría en cualquiera de las instituciones financieras del sistema a través de los créditos tradicionales.

En relación al Endeudamiento de las empresas concluyo que no existen restricciones ante entidades crediticias, pues las condiciones de financiamiento encajan a los flujos de la empresa, mejorando las condiciones de endeudamiento.

La empresa que utiliza este mecanismo de financiamiento de Titularización aumenta la capacidad de crecimiento de la Empresa, pues no requiere de patrimonio o inversión adicional, facilitando el desarrollo de nuevos proyectos.

Como lo demuestro en el Capítulo 3, a lo largo del desarrollo práctico de la Empresa ABC CIA.LTDA., he realizado la comparación entre un crédito Tradicional vs el Financiamiento de Titularización, llegando a determinar que mediante el segundo mecanismo se obtiene una mejor Tasa Interna de Retorno, que incide favorablemente en la Rentabilidad y en la estructura de sus Estados Financieros.



## RECOMENDACIONES

Considerando que el mecanismo financiero del Fideicomiso de Titularización es una alternativa para obtener financiamiento para las Empresas; recomiendo:

Manejar esta figura Jurídica para evitar que en medio de una economía globalizada, las actividades y proyectos económicas se vean limitados; o por la carencia de Créditos tradicionales o por tasas de interés muy elevadas.

Que se difunda este mecanismo a través de los Gremios: Cámaras de Comercio; Cámaras de la Construcción; Cámaras de la Producción como la mejor alternativa de obtener financiamiento para lograr que hay expansión en los negocios

El Estado Ecuatoriano debería utilizar la Titularización como un Mecanismo Alternativo para desarrollar proyectos de las diferentes entidades públicas y de esta manera evitar que se incremente el déficit fiscal.

Establecer alianzas estratégicas entre las Empresas Privadas y Públicas para que conjuntamente logren desarrollar proyectos de infraestructura y que por falta de financiamiento se encuentran detenidas.

Que los organismos de control tanto para las fiduciarias, en este caso la Superintendencia de Bancos, como quien autoriza la Titularización, que es la Superintendencia de Compañías, sean muy cuidadosos y prolijos en sus revisiones y controles para que esta figura sea confiable en el mercado financiero ecuatoriano.

.

## BIBLIOGRAFÍA

- Carregal Mario Alberto Abg. (2008). Fideicomiso. Buenos Aires: Heliasta.
- Kiper Claudio M. (2004). Tratado de Fideicomiso. Buenos Aires: Desalma.
- Lisoprawki Silvio V. (2004). Tratado de Fideicomiso. Buenos Aires: Desalma.
- Kozlik Adolf (). El Capitalismo Popular. : Siglo XXI.
- Cevallos Vásquez Víctor (). Mercado de Valores y Controles, II Tomo. Quito: Jurídica del Ecuador.
- Emery Douglas R., Finnerty John D. y Stowe John D. (2000). Fundamentos de Administración Financiera (1ra ed). México.
- Ortiz Gustavo Rogelio (). Finanzas II: Guía Didáctica de la Universidad Técnica Particular de Loja. Ecuador: Loja
- CORPORACIÓN DE ESTUDIOS Y PUBLICACIONES (2010). Ley de Mercado de Valores, Reglamento, Legislación Conexa. Ecuador: Quito.
- Van Horne James C. y Wachowicz John M. Jr. (2002). Fundamentos de Administración Financiera (11ma ed). México.
- Zapata Sánchez Pedro (2005). Contabilidad General (5ta ed). México: D.F.
- Ramírez Solano Ernesto (2001). Moneda, banca y mercados financieros (1ra ed). México.
- Baca Urbina Gabriel (2001). Evaluación de Proyectos (5ta ed). México: D.F.
- Vanegas V. Medardo A. (2008). Proyectos II: Guía Didáctica de la Universidad Técnica Particular de Loja. Ecuador: Loja
- Levi Maurice D. (). Finanzas Internacionales (3ra ed). México.
- Obando Sánchez Maria Elena (2006). Finanzas Internacionales: Guía Didáctica de la Universidad Técnica Particular de Loja. Ecuador: Loja
- Miranda Miranda Juan José (2005). Gestión de Proyectos (5ta ed). Colombia: Bogota
- Muñoz Angel Econ. (2006). Matemáticas Financieras: Guía Didáctica de la Universidad Técnica Particular de Loja. Ecuador: Loja
- Díaz Mata Alfredo y Aguilera Gómez Víctor M. (2008). Matemáticas Financieras (4ta ed). México

-CORPORACIÓN DE ESTUDIOS Y PUBLICACIONES (2010). Legislación Monetaria y Bancaria. Ecuador: Quito

## **FUENTES DE CONSULTA DE INTERNET**

La titularización gana terreno en el Ecuador.[En línea]. Disponible en:  
<http://www.expreso.ec/ediciones/2009/09/...titularizacion...ecuador>

Securitization in Ecuador.[En línea]. Disponible en:  
<http://www.vinodkothari.com/sececuad.htm>

BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL- Pagina inicial.[En línea]. Disponible en:  
<http://www.mundobvg.com/>

SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS DEL ECUADOR.[En línea]. Disponible en: <http://www.supercias.gov.ec/>  
Codificación de resoluciones del Consejo Nacional de Valores.[En línea].  
Disponible en: [openlibrary.org/b/OL16963094M](http://openlibrary.org/b/OL16963094M)