



UNIVERSIDAD TÉCNICA PARTICULAR DE LOJA
La Universidad Católica de Loja

ÁREA ADMINISTRATIVA

TÍTULO DE INGENIERO EN ADMINISTRACIÓN EN BANCA Y
FINANZAS

**La titularización de cartera en Ecuador como instrumento de
financiamiento para empresas comerciales**

TRABAJO DE TITULACIÓN

AUTORA: Zerega Recalde, Erika Pamela

DIRECTOR: Armas Herrera, Reinaldo, PhD

CENTRO UNIVERSITARIO GUAYAQUIL

2018



Esta versión digital, ha sido acreditada bajo la licencia Creative Commons 4.0, CC BY-NY-SA: Reconocimiento-No comercial-Compartir igual; la cual permite copiar, distribuir y comunicar públicamente la obra, mientras se reconozca la autoría original, no se utilice con fines comerciales y se permiten obras derivadas, siempre que mantenga la misma licencia al ser divulgada. <http://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/deed.es>

Septiembre, 2018

APROBACIÓN DE LA DIRECTOR DEL TRABAJO DE TITULACIÓN

PhD.

Reinaldo Armas Herrera.

DOCENTE DE LA TITULACIÓN

De mi consideración:

El presente trabajo de fin de titulación: **La Titularización de Cartera en Ecuador como instrumento de financiamiento para empresas comerciales**, realizado por **Erika Pamela Zerega Recalde**, ha sido orientado y revisado durante su ejecución, por cuanto se aprueba la presentación de este.

Loja, marzo de 2018

f)

DIRECTOR (A)

DECLARACIÓN DE AUTORÍA Y CESIÓN DE DERECHOS

Yo Erika Pamela Zerega Recalde declaro ser autor (a) del presente trabajo de titulación: **La titularización de cartera en Ecuador como instrumento de financiamiento para empresas comerciales**, de la Titulación de Ingeniería en Banca y Finanzas., siendo el **PhD. Reinaldo Armas Herrera** director del presente trabajo; y eximo expresamente a la Universidad Técnica Particular de Loja y a sus representantes legales de posibles reclamos o acciones legales. Además, certifico que las ideas, conceptos, procedimientos y resultados vertidos en el presente trabajo investigativo, son de mi exclusiva responsabilidad.

Adicionalmente declaro conocer y aceptar la disposición del Art. 88 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 y tesis de grado o trabajos de titulación que se realicen con el apoyo financiero, académico o institucional (operativo) de la Universidad”

f)

Autora: Zerega Recalde Erika Pamela

Cédula: 0913463360

DEDICATORIA

Dedico este trabajo de titulación con mucho cariño a mi madre la Lcda. Luz Recalde, porque me brindó su apoyo incondicional, fue el pilar fundamental para la obtención de este logro académico.

Erika Pamela Zerega Recalde

AGRADECIMIENTO

Agradezco a Dios por darme la oportunidad de alcanzar un objetivo más en mi campo académico, también agradezco a mi esposo e hijos por su apoyo, paciencia y fe en mí durante este proceso de titulación, extendiendo mis más sinceras gratitudes a mi director de tesis, porque fue importante para la culminación exitosa de este trabajo de titulación.

Erika Pamela Zerega Recalde

ÍNDICE DE CONTENIDOS

APROBACIÓN DE LA DIRECTOR DEL TRABAJO DE FIN DE TITULACIÓN.....	ii
DECLARACIÓN DE AUTORÍA Y CESIÓN DE DERECHOS	iii
DEDICATORIA	iv
AGRADECIMIENTO.....	v
ÍNDICE DE CONTENIDOS	vi
ÍNDICE DE TABLAS.....	x
ÍNDICE DE FIGURAS	xi
RESUMEN	1
ABSTRACT	2
INTRODUCCIÓN	3
CAPÍTULO I: MARCO TEÓRICO.....	5
1.1. Teorías generales.	6
1.1.1 Origen del Mercado de Valores.	6
1.1.2 Definición del Mercado de Valores.....	7
1.2 Coste de un crédito bancario vs. titularización.....	10
1.3 Alternativas de financiamiento en el Mercado de Valores.....	11

1.4 Titularización: concepto.....	12
1.5 Ventajas y desventajas de la titularización.....	13
1.6 Marco Legal	15
1.7 Constitución del fideicomiso de titularización y partes que intervienen.....	16
1.8 Clase de titularizaciones.....	18
1.9 Características de activos a titularizarse.....	19
1.10 Proceso de Titularización.....	20
1.11 Etapa y estructura del proceso de titularización	21
1.12 Finalidad de la Titularización.....	22
1.13 Costos de constitución y administración de una titularización.....	23
CAPITULO II: DISEÑO METODOLÓGICO	24
2.1 Metodología	25
2.1.1 Tipo de investigación	25
2.1.2 Enfoque de investigación.....	25
2.1.3 Técnicas de investigación.....	26
2.1.4 Empresa de estudio.....	27
CAPÍTULO III: CASO DE ESTUDIO PROPUESTO	28

3.1. Empresa a analizarse.....	29
3.2. Titularización.....	31
3.2.1. Selección de la cartera.....	31
3.2.2. Riesgos inherentes a la titularización.....	31
3.2.3. Costos referenciales.....	32
3.2.4. Efectos de la titularización sobre el balance general.....	33
3.2.5. Análisis de los flujos esperados de la cartera a titularizar.....	34
3.3. Crédito bancario.....	37
3.3.1. Selección de crédito.....	37
3.3.2. Riesgos inherentes al crédito bancario.....	37
3.3.3. Costos referenciales.....	38
3.3.4. Efectos del crédito sobre el balance general.....	39
3.3.5. Análisis de los flujos esperados del crédito bancario.....	39
3.4. Selección de alternativa.....	41
CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.....	42
Conclusiones.....	Error! Bookmark not defined.
Recomendaciones.....	Error! Bookmark not defined.

REFERENCIAS..... 45

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1.....	10
Tabla 2.....	23
Tabla 3.....	29
Tabla 4.....	30
Tabla 5.....	31
Tabla 6.....	32
Tabla 7.....	32
Tabla 8.....	33
Tabla 9.....	34
Tabla 10.....	35
Tabla 11.....	37
Tabla 12.....	37
Tabla 13.....	38
Tabla 14.....	39
Tabla 15.....	40

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1.....	8
Figura 2.....	9

RESUMEN

En la actualidad existe una alta demanda por parte de los empresarios por conseguir recursos productivos sin aumentar de manera exorbitante su nivel de obligaciones económicas. Es por ello que, entre varias de las alternativas existentes de financiamiento, en la presente investigación se abordará el tema de la titularización.

Lo que se busca con este trabajo de investigación es determinar las potencialidades de la titularización de cartera en Ecuador como instrumento de financiamiento para empresas comerciales. Existen muchas empresas que están contemplando en la titularización una alternativa real y recurrente para continuar con sus operaciones de trabajo y crecimiento de sus industrias, sin embargo, desconocen las ventajas de este recurso.

Para la metodología, se hará un análisis sobre las diferencias del crédito tradicional y la titularización, sus requisitos, lineamientos, entre otros. Este estudio permitirá demostrar de manera cuantitativa, cualitativa y comparativa los beneficios de una titularización frente a la obtención de un crédito. Se analizará las posibilidades para las empresas de calificar para este tipo de procesos, el impacto contable y el flujo de efectivo.

PALABRAS CLAVES: Bonos, crédito, financiación, inversión, hipotecas, bonos, titulización.

ABSTRACT

At present, there is a high demand on the part of entrepreneurs to obtain productive resources without increasing their level of economic obligations exorbitantly. That is why, among several of the existing financing alternatives, in the present investigation the topic of securitization will be addressed.

What is sought with this research work is to determine the potential of portfolio securitization in Ecuador as a financing instrument for commercial companies. There are many companies that are contemplating in the securitization a real and recurrent alternative to continue with their operations of work and growth of their industries, however, they do not know the advantages of this resource. For the methodology, an analysis will be made on the differences of traditional credit and securitization, its requirements, guidelines, among others. This study will allow demonstrating quantitatively, qualitatively and comparatively the benefits of securitization as opposed to obtaining a loan. The possibilities for companies to qualify for this type of process, the accounting impact and the cash flow will be analyzed.

KEYWORDS: bonds, credit, financing, investment, mortgages, bonds, securitization.

INTRODUCCIÓN

La presente investigación se refiere al tema de la titularización de cartera en Ecuador como instrumento de financiamiento para empresas comerciales en donde actualmente las empresas de Ecuador pasan momentos muy duros para continuar estables en el mercado debido a problemas financieros ocasionados por la recesión económica derivada de las salvaguardias, las políticas tributarias, cupos de importación, etc.

Esto ocasiona que apenas puedan mantener su planta de colaboradores y sus niveles de producción. Algunas de ellas necesitan liquidez y piensan que solo hay una vía, que es el endeudamiento con la banca tradicional. Por ello, es importante encontrar diferentes mecanismos de financiamiento y uno de ellos es la titularización, la cual consiste en transformar activos o bienes, actuales o futuros, en valores negociables en el Mercado de Valores, para que quien titularice pueda obtener financiamiento en condiciones competitivas de mercado, con la consecuente reducción de sus costos financieros.

El trabajo de investigación se compone por tres capítulos, las conclusiones y las recomendaciones. En el capítulo se podrá encontrar la fundamentación teórica del trabajo de investigación, en el capítulo dos, el diseño metodológico, en el capítulo tres, el caso de estudio con su respectivo análisis y finalmente las conclusiones y recomendaciones generadas de la investigación.

La importancia es dar a conocer y comprender por qué la titularización es un instrumento financiero que satisface las necesidades de capital para las empresas y cómo asegura una inversión atractiva para los inversionistas. Además, permitirá tener un alcance mucho más amplio en cuanto a una alternativa de financiamiento oportuna, para aquellos sectores comerciales que aún no se insertan a la adquisición de recursos por la vía de la inversión por medio de las Bolsas de Valores.

El problema de la investigación es conocer cuáles son las potencialidades de la titularización de cartera en Ecuador como instrumento de financiamiento para empresas comerciales, en donde al comparar las cifras de titularización contra el volumen de crédito se obtienen valores inferiores a los que maneja el sistema financiero privado y de la Economía Popular y Solidario.

Los objetivos de la investigación son determinar las potencialidades de la titularización de cartera en Ecuador como instrumento de financiamiento para empresas comerciales, en donde se describe las etapas y estructura del proceso de titularización en el Ecuador, conocer las ventajas y desventajas de la titularización además de los costos de constitución y administración de una titularización.

Se estudió los pros y los contras de utilizar la titularización como mecanismo de negociación para obtener capital para la empresa comercial. La información proviene de las Casas de Valores, de datos públicos y de encuestas a administradores fiduciarios.

CAPÍTULO I: MARCO TEÓRICO

1.1. Teorías generales.

Dentro de las teorías generales se desplegarán definiciones y conceptos acerca del objeto de estudio de este trabajo de titulación que es el Mercado de Valores.

1.1.1 Origen del Mercado de Valores.

El Mercado de Valores en el Ecuador es importante ya que este mecanismo de financiamiento en la actualidad aún es poco conocido en algunos empresarios. La Superintendencia de Compañías describe la fecha que dio origen al Mercado de Valores:

El origen del Mercado de Valores del Ecuador está sujeto a la historia de la Bolsa de Comercio como institución jurídica, la cual estaba regida por el Código de Comercio de 1906, normativa legal que no motivó lo suficiente el desarrollo del Mercado de Valores. Transcurrieron casi 30 años hasta que en 1935 se estableció en Guayaquil la denominada; Bolsa de Valores y Productos del Ecuador. (Superintendencia de Compañías, 2014)

Aunque las primeras Bolsas de Valores en el Ecuador fueron creadas en 1969, recién en el año de 1998 se estableció la Ley de Mercado de Valores LMV (Superintendencia de Compañías, 2014). La principal actividad del Mercado de Valores es orientar los recursos financieros a labores o acciones productivas por medio un trato o acuerdo que generará recursos económicos, convirtiéndose así en una alternativa para obtener beneficios para el ente que busca recursos y para el inversionista en una alternativa de rentabilidad.

De acuerdo con la clasificación que detalla Campos (2010), el Mercado de Valores es donde se negocian las acciones y bonos. El mismo se clasifica en:

- **Primario:** la primera venta o colocación de valores que hace el emisor con el fin de obtener recursos directamente.
- **Secundario:** Negociaciones correspondientes a negociaciones posteriores a la primera colocación de valores. Transacciones de compra y venta por Bolsa de Valores.

Así mismo de acuerdo con la naturaleza de las negociaciones estas pueden ser:

- **Público:** negociaciones con intermediación de una Casa de Valores autorizada.
- **Privado:** negociaciones directas entre comprador y vendedor, no interviene la Casa de Valores.

El Mercado de Valores tiene entre sus virtudes: transparencia, integridad, seguridad, estructura; su actividad de mediador es íntegra y organizada. Induce al ahorro que dimana en inversión, provocando una producción de flujos considerable y sostenida de recursos para el sostén en el mediano y largo plazo.

1.1.2 Definición del Mercado de Valores

En el Mercado de Capitales, como es conocido, se pueden negociar acciones, obligaciones bonos, etc.; es el punto de comercialización, es decir, donde se realiza la compra – venta de títulos.

A continuación, una breve explicación en la siguiente Figura 1, donde se detalla información correspondiente al comportamiento de este.

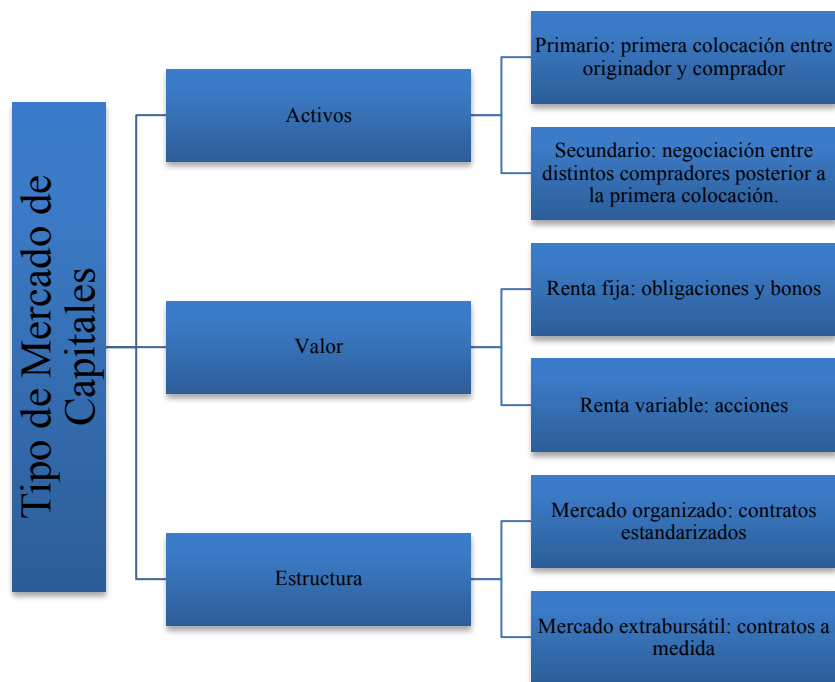


Figura 1
Tipos de mercados capitales
Elaboración propia

Los Mercados de Valores constituyen el mecanismo para comprar y vender valores, dónde se puede hacer la transferencia de acciones y bonos entre inversionistas. Este mecanismo surge en los Estados Unidos y representa uno de los pilares fundamentales del capitalismo. El Mercado de Valores es una fuente de liquidez para las empresas que tengan activos que puedan colocarlos en este mercado. (Ferrell, 2010, pág. 511)

Lo que se busca en este campo es encontrar instrumentos que permitan negociar de acuerdo con la necesidad de cada interviniente, es decir, como empresa financiero y como negociante invertir, así mismo según el tipo de participación que tengan dentro del mismo se obtienen derechos de participación en ganancias, dividendos, participación en acuerdos sociales o pagos por periodos para los inversionistas; y para el caso de los emisores estos obtienen recursos de quienes los tienen disponibles.

Localmente las entidades que controlan el Mercado de Valores son las que se detallan:

1.- Bolsa de Valores: contempla dentro de sus alcances emitir normas, reglamentos, controlar y sancionar.

2.- Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera: Es la institución que ejecuta la política general del mercado de valores y controla a los participantes del mercado.

3.- Superintendencia de Compañías: se encarga de hacer cumplir los mandatos del CNV.

La Figura 2 recoge la estructura del Mercado de Valores.

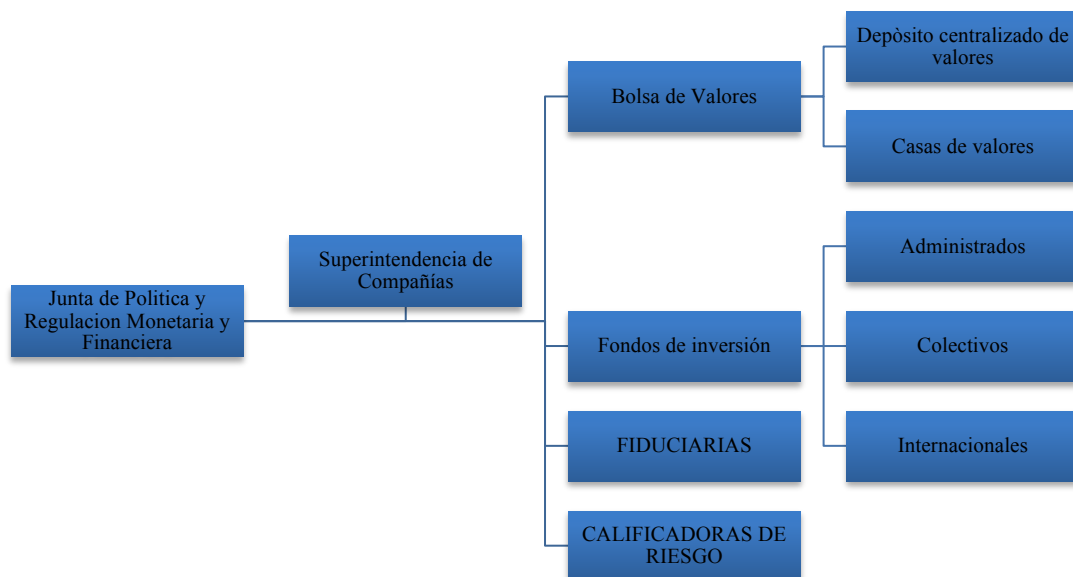


Figura 2.
Estructura del mercado de valores.
Fuente: Bolsa de Valores Quito
Elaboración propia

De acuerdo con lo que expresa el Diario el Comercio en una edición realizada en el año 2012; existen el papel comercial, las obligaciones, las notas promisorias. Todos estos documentos son de renta fija. Previamente se establece el rendimiento y no podrá ser objeto de cambio durante el periodo de vigencia de este. En la renta variable, los rendimientos de las acciones no están

definidos. En lo que respecta a titularizaciones los valores pueden ser renta variable o fija la condición para esto se deriva del activo que sea objeto de la emisión de esta. (Gallardo, 2012).

1.2 Coste de un crédito bancario vs. Titularización.

El proceso de titularización al generar ingresos diferidos por el rendimiento de los activos no genera gastos de interés a la empresa. Así también las empresas que aplicaron a créditos, gran parte de los recursos requeridos fueron utilizados como capital de trabajo, seguido de inversión o adquisición de activos y por último en la deuda. Un total de 60.72% de las operaciones crediticias fueron por medio de la banca privada, y el 39.28% por otros participantes del sistema financiero. (Banco Central del Ecuador, 2015) La Tabla 1 recoge las diferencias entre el crédito bancario y la titularización.

Tabla 1
Crédito bancario vs Titularización

Crédito bancario	Titularización
Menor documentación	Mas documentación
Menor tiempo	Mayor tiempo
Adquiere una deuda	No deuda
Dependiente	Independiente y semi-independiente
	Ingreso diferido
Relación financiera	Transacción financiera (compra – venta)

Fuente: Elaboración propia

1.3 Alternativas de financiamiento en el Mercado de Valores

Haremos una breve descripción considerando los criterios que recoge la Ley de Mercados de Valores, vigente en sus manuales de inscripción de valores (Bolsa de Valores de Quito, 2016):

Art. 60, Ley de Mercados de Valores:

- **Emisión de obligaciones:** indica que los valores pueden ser representados en depósitos centralizados de compensación, liquidación de valores o títulos emitidos por compañías anónimas, responsabilidad limitada, sucursales domiciliadas en el país de empresas extranjeras u organismos seccionales. Estas son emitidas para financiamiento del negocio u obtener recursos y pueden ser a largo plazo sin exceder los 360 días o a corto plazo.
- **Papel Comercial:** Emiten esta obligación las empresas inscritas en Registro de Mercado de Valores, vigencia a máxima de 720 días.
- **Acciones:** Pueden ofertar acciones las sociedades anónimas y de economía mixta con suscripción de acciones o que realicen aumento de capital. Representa una parte del capital social de la empresa.
- **Oferta pública de adquisición/ OPA:** Oferta en mercado secundario hecha por persona jurídica o natural.
- **Certificado de aportación:** Aportes que se hacen al patrimonio de una cooperativa.
- **Nota promisorio:** es un contrato una parte presta y la otra es la que recibe, algunas ocasiones se detalla leyenda “pagaré a la orden” (Bolsa de Valores Quito, 2016).

1.4 Titularización: concepto.

La Ley de Mercado de Valores define a la titularización como: “El proceso mediante el cual se emiten valores susceptibles a ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil, emitidos a cargo de un patrimonio autónomo” (Bolsa de Valores de Quito, 2016).

Los valores que se emiten como consecuencia de procesos de titularización constituyen valores en los términos de la presente ley. No se podrá promocionar o realizar ofertas públicas de derecho fiduciario sin haber cumplido previamente los requisitos establecidos por la ley.

Siendo así, se podría decir que la titularización es traer al presente valores que van a ser líquidos en el futuro. ¿Cómo se hace? Por medio de las negociaciones que se realizan a través del Mercado de Valores sean estos sobre los derechos de flujos o activos, estas negociaciones otorgan beneficio para los futuros inversionistas y para los emisores de la titularización.

La titularización, consigue que el ente que posee flujos de ingresos ya sea a corto, medianos o largo plazo puedan transformarlos en valores negociables dentro del mercado, ofertándolos en condiciones interesantes con relación a otro tipo de productos que ofrece el mismo mercado. En Ecuador el término conocido es “titularización”, otros países entre ellos Francia, Inglaterra, España, Estados Unidos de América, Colombia, Argentina; la denominan como titulización.

El fideicomiso radica en asignar claramente cuáles serían los flujos de caja que componen los activos, los mismos que van a ser el respaldo del proceso para la futura generación de títulos que se pretenderían colocar en el mercado a los posibles inversionistas.

Este tipo de fideicomisos abarca personas con conocimiento tanto contable, jurídico y financiero, ya que es necesario dominar temas legales por los muchos cambios que suelen darse a nivel de leyes, en el aspecto contable por los continuos cambios tributarios que existen y financieramente es necesario conocer el mercado de valores, tasas, productos, etc. Es por ello que las fiduciarias,

por lo general, siempre van de la mano de estructuradores legales en todos los aspectos operativos y de implementación que conlleva la ejecución de un fideicomiso.

Los títulos gozan de una calificación alta a nivel del mercado, son de bajo riesgo. En lo que respecta a la colocación, entre los inversores son bastante atractivos porque poseen excelente reputación en el mercado bursátil.

¿Qué se entiende por titularización? “Es la capacidad de emitir títulos avalados por el patrimonio autónomo del fideicomiso de titularización y que se pretende colocar en mercado de valores”. Los activos se traspasan al originador al constituir el patrimonio autónomo del fideicomiso. (Bolsa de Valores de Quito, 2016)

1.5 Ventajas y desventajas de la titularización.

Las ventajas de la titularización es que potencializa los activos para generar liquidez a la empresa, obedeciendo a una tasa de rendimiento, y el riesgo recae sobre el activo y no sobre la empresa.

El proceso de titularización no aumenta el valor de las cuentas de pagar, lo cual permite a la empresa control sobre su endeudamiento, dándose la oportunidad de ampliar su financiamiento.

En general se puede indicar que sus ventajas son entonces:

- Alternativa de financiación.
- Disminuye el riesgo.
- Reaviva el mercado valores.
- Mejor pago de tasa por las inversiones.
- Flujos de pagos constantes.

Entre las desventajas de la titularización se tiene:

- El proceso de titularización desde la perspectiva del originador, su operatividad y puesta en marcha conlleva actividades de todo un equipo especializado en ramas legales, tributarias, contables y operativas. Además, de tiempo hay que estar claros de los posibles gastos que implica.
- El proceso de titularización, desde la perspectiva del tenedor de los títulos (inversor), tiene posible alternativa de riesgo. Si se llegare a dar una incapacidad de pago por parte los deudores al patrimonio autónomo del fideicomiso (activo titularizado).

Así, en el proceso de titularización también se incurre en ciertos riesgos. Sánchez (2009) los dividió en 3 tipos y los explica a continuación:

- **Riesgo de prepago.** Los deudores pueden hacer el pago anticipado por la variación que sufren las tasas de interés.
- **Riesgo de crédito.** En titularizaciones es importante tener otros activos que garanticen el no pago de los inversionistas.
- **Riesgo de tasa de interés.** El proceso de titularización maneja dos tipos de tasas: la de activos y la del rendimiento de los valores de titularización, cuando existe un desequilibrio entre ambas, puede causar un aumento o disminución de las ganancias.

1.6 Marco Legal

En los últimos 16 años aproximadamente, el crecimiento de la titularización a nivel nacional se ha acelerado y se ha aplicado a diferentes ramas que van desde las empresas financieras, comerciales, promotores inmobiliarios, etc. Todos buscando un fin común, que es la ejecución de sus proyectos u objetivos de acuerdo con lo que indica el contrato de fideicomiso.

La comercialización de activos busca producir ingresos que contribuyan a la continuidad de las operaciones de la empresa, flujos futuros los cuales consisten en producir ingresos, derivándose un ingreso constante y seguro en un determinado plazo (tiempo).

Los activos, flujos o proyectos a titularizar pueden provenir de diferentes actividades económicas como: financieras, comerciales o servicios; tanto privadas como públicas. Independientemente del giro de negocio que posea, la finalidad del proceso de titularización es siempre la misma, inyectar liquidez a la empresa para continuar con el desarrollo y crecimiento de esta.

Los activos para titularizar pueden ser existentes o que se espera que existan por su capacidad de generar flujos futuros. Estos activos no deben tener, prohibiciones de enajenar, gravámenes o limitaciones de domino, así mismo no debe poseer pagos pendientes por concepto de contribuciones o impuestos.

De acuerdo con la Ley de Mercados de Valores, las emisiones no pueden sobrepasar el 90% del valor presente de los flujos necesarios, manteniendo conformidad con el plazo concedido para la de emisión. La tasa que se pacte no podrá ser inferior a la tasa activa efectiva referencial del segmento al que pertenezca. (Bolsa de Valores de Quito, 2016)

Los activos libres de gravamen del originador no pueden sobrepasar el 80% de los activos. Para realizar este cálculo se debe disminuir el saldo que aún no se ha pagado (saldo insoluto) de aquellos

valores de deuda en tránsito, así como los títulos ya en circulación de la titularización de aquel proceso en el que sea originador y los activos se encuentren en disputa legal. Esta relación deberá mantenerse durante la vigencia de los valores emitidos. (Bolsa de Valores de Quito, 2016)

1.7 Constitución del fideicomiso de titularización y partes que intervienen

De acuerdo con el art. 139 de la Ley de Mercado de Valores (Bolsa de Valores de Quito, 2016), los participantes que intervienen en un proceso de titularización son:

Originador.

Puede ser una persona natural o jurídica perteneciente al sector público, privado o mixto que entregó activos o derechos sobre flujos que se pretenden poseer. Al patrimonio autónomo del fideicomiso con el fin de emitir títulos para negociarlos con futuros inversionistas y que los efectivos que se obtenga de dichas colocaciones. (Bolsa de Valores de Quito, 2016)

Agente de Manejo.

El agente de manejo es la fiduciaria quien tiene la representación legal del fideicomiso. (Bolsa de Valores de Quito, 2016). Sus funciones principales son:

- Elaborar todas las documentaciones obligatorias y
- Cumplir con los requisitos que pide Superintendencia de Compañías y las leyes ecuatorianas que rigen el Mercado de Valores.

El agente de manejo será quien responda ante terceros sobre los pagos por concepto de intereses y capital. También es responsable del patrimonio autónomo. (Bolsa de Valores de Quito, 2016). En el contrato de fideicomiso se detallará en forma clara las responsabilidades y funciones. A la fiduciaria le corresponde:

- Realizar la gestión correspondiente para obtener las autorizaciones correspondientes previas a iniciar el proceso de colocación en mercado.
- Los activos por titularizar deben ser entregados (cedidos) con anticipación.
- Los valores para emitirse no pueden exceder el patrimonio autónomo del fideicomiso.
- Solo se pueden negociar los títulos mediante oferta pública.
- Los logros que se producen se distribuyen entre los inversionistas.

Las 5 actividades nombradas son de exclusividad para la fiduciaria, siendo las otras actividades delegables siempre que en contrato lo especifique.

Comité de Vigilancia.

Debe ser formado por tres miembros elegidos por los inversores, no deben tener vínculos con la fiduciaria (agente de manejo) o formar parte de empresas que estén relacionadas con ella.

El comité de vigilancia hará el proceso de observador, para que el agente de manejo practique las normas complementarias y reglamentos internos que se dispone en la Ley de Mercado de Valores; las no observaciones de estas deben ser notificadas en lapso de hasta 3 días a la Superintendencia de Compañías. (Bolsa de Valores de Quito, 2016)

Agente pagador.

La fiduciaria puede designar un agente pagador o dejar esa función para realizarla directamente.

Patrimonio exclusivo.

Es el patrimonio autónomo que se establece al momento de la constitución del fideicomiso y cuya función es exclusivamente ser el respaldo para los títulos que se van a colocar en el mercado.

Inversionistas.

Aquellos que adquieren (invierten) los valores o títulos que se emiten en el proceso titularización y se negocian en el mercado de valores.

1.8 Clase de titularizaciones

Las clases de titularizaciones que se pueden realizar en el Ecuador están reglamentadas en el art. 159 inciso 2 la Ley de Mercado de Valores. (Bolsa de Valores de Quito, 2016) Se podrán efectuar titularizaciones de las siguientes clases:

- **Titularización de inmuebles:** Comienza con la creación de un fideicomiso de administración donde se traslada el bien inmueble al patrimonio autónomo, para que la administradora fiduciaria ejecute labores legales y administrativas buscando desarrollar el proyecto inmobiliario que se persigue; beneficiando a las partes intervinientes que favorece el contrato de fideicomiso.

Este tipo de fideicomisos asegura a los posibles compradores de los inmuebles un avance sostenido del proyecto, al promotor una rentabilidad atractiva debido a dos causales: por tener cuotas (tablas de pago de los compradores) y cumplimiento de punto de equilibrio para inicio de construcción.

Para este tipo de titularizaciones, las emisiones no pueden ser superiores al 90% del estimado que pretende generar el inmueble por concepto de flujos futuros que se proyecta general con el inmueble, en el plazo de vigencia de los títulos. La tasa activa referencial publicada por el Banco Central del Ecuador será la considerada para el pago de los intereses que generen dichos títulos.

- **Titularización de cartera:** Es la venta a inversores de aquellos flujos que previamente se aportan al fideicomiso. Estas negociaciones se realizan por medio del mercado de valores. Se

responden los rendimientos a los inversores, a través los flujos que se obtienen de los pagos recibidos de aquellos flujos aportados.

Entre sus particularidades el proceso de titularización de cartera debe conformarse con carteras que obedezcan las mismas condiciones y de acuerdo con lo que indica el art. 152 inciso de la Ley de Mercado de Valores. Los valores máximos por emisión no pueden ser más altos al 100% del capital insoluto de lo transferido al patrimonio autónomo considerando la fecha de transferencia de la misma. (Bolsa de Valores de Quito, 2016)

- **Titularización de flujos de fondos en general:** Se constituye el proceso cuando una vez hecha la transferencia (aporte al patrimonio autónomo), con esta se realiza la cesión de derecho de recaudación de los flujos futuros, los mismo que deben de poseer información por lo menos de los 3 últimos años y las proyecciones en un estimado similar considerando la vigencia y el plazo de los valores a emitirse.
- **Titularización de proyectos inmobiliarios:** Cuando se negocian títulos de flujos que se obtienen por pagos de porcentuales o alícuotas sobre su propio patrimonio, que en este caso es el activo inmobiliario del cual se extenderá el proyecto que va a ser la esencia de la titularización. Este patrimonio debe ser libre de limitaciones de dominio, gravámenes, enajenación o cualquier otro tipo de condición que impida su libertad para poder disponer de este. Al inversionista, su beneficio depende del desarrollo del proyecto exclusivamente.

1.9 Características de activos a titularizarse

Entre las condiciones que deben de obedecer los activos, según la Ley de Mercado de Valores se encuentra: (Bolsa de Valores de Quito, 2016)

- Deudores con bajo índice de incumplimiento de pago: La calificadora de riesgos deberá revisar cuales son los limitantes exigidos para amparar el proceso de titularización., así como seleccionar la cartera, medir comportamiento de deudores y otorgar calificación al proyecto de titularización, respaldándose en las variables estudiadas conforme lo dispuesto en la LMV.
- Activo titularizado versus ingresos superiores: los valores que van a ser los que amparen (respalden) la emisión de los títulos deberá superar el monto que se va a titularizar, persiguiendo de ese modo resguardar cualquier situación desfavorable (siniestro) que se pudiere presentar de manera exógena.
- Flujos futuros: las ventas futuras que se proyecta poseer deben ser titularizadas. Estas proyecciones son avaladas por estudios de las ventas (proyecciones futuras y análisis de años anteriores). Los valores por recibir en un determinado tiempo son avalados con las facturas comerciales que la empresa emite.
- Esquema de pago definido: Cuando existen valores que se van a obtener por devolución de un capital o por pago intereses, mediante un detalle pormenorizado se le notifica al inversionista con antelación.

1.10 Proceso de Titularización

Los puntos importantes por considerar para el inicio de un proceso son:

- Elaborar el prospecto de oferta pública de los títulos valores.
- Obtener calificación de la calificadora de riesgo.
- El originador (emisor) emitirá sus obligaciones sólo por el monto permitido y otorgará garantías amparado en sus activos.

- Si el emisor faculta a un tercero (emisor) para la emisión de los títulos valores, los activos que sirven de garantía se trasladarán en venta a la fiduciaria con o sin acuerdo de recompra.
- Firmas de contratos entre, el fiduciario, la emisora, el depositario, el representante de los obligacionistas, los emisores primarios, y la institución financiera.

1.11 Etapa y estructura del proceso de titularización

Todo proceso de titularización debe pasar previamente revisiones por parte del staff involucrado desde el analista de riesgos, los consultores legales, los consultores tributarios y contables, así como también los administradores para poder visualizar y viabilizar el proceso de elaboración hasta llegar a la colocación de los títulos.

Para poder conocer con un poco más de detalles las etapas que se ven implícitas en un proceso de calificación para una titularización podemos citar el art. 164 de la Ley de Mercado de Valores (Bolsa de Valores de Quito, 2016). Algunos factores importantes tales como los que se describen a continuación:

1. **Factibilidad:** el bien o flujo que se pretende aportar para la formación del proceso.
2. **Emisión:** Títulos fundamentados por activos.
3. **Plazo:** Tiempo que se proyecta realizar las colocaciones de los títulos.
4. **Evaluación de riesgo:** Estudia el activo a titularizar de acuerdo con normas financieras.
5. **Emisión:** Inscripción del título en el mercado primario para continuar con la comercialización y negociación en el mercado secundario.
6. **Conformidad de Superintendencia de Valores:** Permite la oferta pública y el ingreso en el Registro Nacional de Valores.

7. **Culminación:** término de proceso de titularización, cuando se ha llegado a la cumplir el objetivo tanto de originador como de los inversionistas.

Adicionalmente se debe considerar algunos puntos relevantes como:

- Datos informativos de la Fiduciaria.
- Condiciones y los derechos debe estar detallada en el título.
- Detalle de emisión y el plazo de vigencia (oferta pública)
- Inscripción detallada de las condiciones del título, es decir, si es a la orden o nominal.
- Detalle de las garantías que posee el título.
- Los títulos deben detallar valor (costo nominativo).
- En ocasiones se detalla en rendimiento.
- Detalles en caso de redimir anticipadamente, así como, para la liquidación.
- Constará la firma por parte de la fiduciaria de su representante legal.
- Detalle en caso de tener un tercero que, actúe como agente pagador.
- Detalle sobre el respaldo de los títulos (patrimonio autónomo).
- El título debe poseer un número de secuencia y detallar claramente cantidad de valores que consta por título emitido.
- Debe constar detalles de inscripción en registro mercantil, superintendencia de bancos y seguros (Fecha y número resolución aprobatoria).
- Debe constar la calificación inicial de riesgo.

1.12 Finalidad de la Titularización

Entre los objetivos que persigue este tipo de fideicomisos podemos nombrar:

- Convertir activos que no están disponibles, en liquidez inmediata.
- Poseer balance equilibrado y mejoramiento de índices financieros.
- Fortalecer el patrimonio del constituyente.
- Conseguir financiamiento con impacto menor en índices de endeudamiento, así como de menor costo versus créditos bancarios.

1.13 Costos de constitución y administración de una titularización.

A continuación, una breve descripción de los puntos relevantes para la creación de un fideicomiso de titularización. (Tabla 2)

Tabla 2

Puntos para la creación de un Fideicomiso de titularización

Tipo	Estructuración	Manejo	Liquidación
	Revisión legal y financiera \$3000		
Titularización	Si requiere estructuración legal \$ 15000	Antes de colocar títulos \$ 500. Posterior colocación de títulos \$ 2000	\$1500

Fuente: Bolsa de Valores Quito (2015).
Elaboración propia

CAPÍTULO II: DISEÑO METODOLÓGICO

2.1 Metodología

2.1.1 Tipo de investigación

El tipo de investigación es descriptiva debido a que busca especificar las características de la titularización de cartera en el Ecuador como instrumento de financiamiento para empresas comerciales.

2.1.2 Enfoque de investigación

La investigación tendrá un enfoque cualitativo y cuantitativo. Este trabajo de investigación tendrá un enfoque cualitativo porque se realizará un análisis de las ventajas del proceso de titularización de cartera en el Ecuador como instrumento de financiamiento para empresas comerciales.

Mientras que el enfoque cuantitativo se enfocará en el análisis de información numérica para el estudio de caso de la empresa MERCO S.A. en la cual se realizará una comparación de los beneficios entre un préstamo bancario tradicional versus la colocación de títulos por bolsa de valores.

2.1.3 Instrumentos de recolección de datos

Lo datos que se usan en la presente investigación son recolectados de varias fuentes bibliográficas y base de datos que se encuentran en la web. Para llevar a cabo el presente estudio, se necesita tener en cuenta la información financiera de la empresa MERCO S.A.; por lo que, dichos datos financieros serán extraídos de la página de la Superintendencia de Compañías y Valores debido a que esta es una entidad de control en el Ecuador. Además, debido a que la investigación tiene como principal objetivo ver las ventajas de la titularización frente al crédito bancario como medio de financiamiento, la información correspondiente al mercado de Valores, también se la podrá

obtener de la entidad de control antes mencionada y de las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil; estas últimas serán de vital importancia debido a que son los principales intermediarios en el mercado bursátil en el país. Finalmente, la página del Banco Central del Ecuador será otra de las fuentes principales para la recolección de datos debido a que se puede encontrar información del sector bancario y financiero. Sin embargo, cabe mencionar que también se realiza el uso de fuentes bibliográficas como investigaciones anteriores para la elaboración del presente estudio de forma que permita validar las conclusiones a las que se vayan a llegar.

Además, se hará el uso de fórmulas de proyecciones que posee el software Excel, el cual va a realizar las estimaciones de las cuentas en el futuro con el fin de determinar el efecto de la titularización en los estados financieros de la empresa. De esta forma, las proyecciones serán calculadas mediante el uso de información histórica para poder identificar una tendencia que permitan pronosticar el valor de las cuentas de la empresa.

Además, mediante el uso de los procesos de titularización, se tomará la decisión del monto en cuestión a emitir, es decir, mediante los procesos detallados anteriormente: Evaluación de la capacidad de la empresa para emitirlos, identificar el monto objetivo y sus reglamentos y el cumplimiento de los contratos con sus beneficiarios, se puede determinar el efecto de esta política en los estados o salud financiera de la empresa conjunto a los beneficios que pueden significar hacer uso del mercado bursátil para el financiamiento de esta.

2.1.4 Técnicas de investigación

El método de observación científica permitirá conocer de forma detallada la operación de los fideicomisos observando algunos procesos de Titularización que ya han sido inscritos en la Bolsa De Valores y colocados al 100%. Permittiéndonos analizar su contrato, calificación de riesgo,

balances, rendiciones de cuentas, manejo del proyecto (costos, plazos) y demás detalles necesarios que se necesiten para complementar nuestro estudio. Gracias a este proceso conoceremos la real situación, a partir de esta información detallaremos las alternativas necesarias para su implementación y manejo.

El método analítico permitirá examinar los beneficios que obtienen las empresas, reflejados en cuadros comparativos de informes de Bolsa de Valores y Casas de Valores, así como también analizaremos los parámetros exigidos por las Calificadoras de Riesgo y las mismas leyes del Mercado de Valores.

2.1.5 Empresa de estudio

La empresa donde se realizará el estudio de caso será MERCO S.A. la cual se encuentra ubicada en el Parque Industrial El Sauce Km 11.5 Vía Daule, dedicada a actividades de elaboración de productos alimenticios.

CAPÍTULO III: CASO DE ESTUDIO PROPUESTO

3.1. Empresa por analizarse

La empresa MERCO S.A. requiere mayor liquidez en su caja de \$9.000.000,00 dólares, por lo tanto, quiere acaparar recursos económicos. Las opciones disponibles son:

- a) Titularización de la cartera.
- b) Solicitar crédito a una entidad financiera.

El balance actual de la empresa MERCO S.A. para el año 2017 se presenta en la Tabla 3. La empresa MERCO S.A. en su balance tiene un equilibrio entre sus activos y sus pasivos. Los activos son la parte con que cuenta la empresa para funcionar y sus pasivos son los compromisos, ya sea con terceros o con sus propios socios.

Tabla 3
Balance general MERCO S.A.

Compañía MERCO S.A.			
Balance General 2017			
Activo		Patrimonio	
Efectivo	\$50.000.000,00	Capital accionistas	\$69.513.768,54
Cartera	\$50.000.000,00	Utilidad	\$169.836.231,46
Inmuebles	\$150.000.000,00	Total	\$239.350.000,00
Total	\$250.000.000,00		
Pasivo			
Obligaciones Bancarias	\$500.000,00		
Bonos	\$150.000,00		
Largo plazo	\$10.000.000,00		
Total	\$10.650.000,00		
Total activos	\$250.000.000,00		
Total pasivo + patrimonio	\$250.000.000,00		

Fuente: Elaboración propia

Tabla 4*Flujo de caja de MERCO S.A. 2017*

	Periodo 0	ene-17	feb-17	mar-17	abr-17	may-17	jun-17
Activos Fijos	-150.000.000						
Activos diferidos	-250.000						
Capital de trabajo	-25.000						
Ingresos							
Ingresos en efectivo		4.166.667	4.833.333	5.606.667	6.503.733	7.544.331	8.751.424
Ingresos cartera		4.166.667	4.833.333	5.606.667	6.503.733	7.544.331	8.751.424
Total de ingresos		8.333.333	9.666.667	11.213.333	13.007.467	15.088.661	17.502.847
Costos							
Costos directos		-20.000	-20.800	-21.632	-22.497	-23.397	-24.333
Costos administrativos		-10.000	-10.400	-10.816	-11.249	-11.699	-12.167
Costos de ventas		-28.000	-29.120	-30.285	-31.496	-32.756	-34.066
Amortización		-4.167	-4.167	-4.167	-4.167	-4.167	-4.167
Total Costos		-62.167	-64.487	-66.899	-69.409	-72.018	-74.733
Total disponible		8.271.167	9.602.180	11.146.434	12.938.058	15.016.643	17.428.115
Participación a trabajadores (15%)		-1.240.675	-1.440.327	-1.671.965	-1.940.709	-2.252.496	-2.614.217
Utilidad antes de impuestos a la renta		7.030.492	8.161.853	9.474.469	10.997.349	12.764.146	14.813.897
Impuesto a la renta (22%)		-1.546.708	-1.795.608	-2.084.383	-2.419.417	-2.808.112	-3.259.057
Utilidad después de impuestos		5.483.784	6.366.245	7.390.086	8.577.932	9.956.034	11.554.840
Amortización		-\$4.167	-\$4.167	-\$4.167	-\$4.167	-\$4.167	-\$4.167
Recuperación de capital de trabajo							
Valor de salvamento							
Flujo de caja	-150.275.000	\$5.479.617	\$6.362.079	\$7.385.919	\$8.573.766	\$9.951.868	\$11.550.673
Flujo acumulado		-	-	-	-	-	-
		\$144.795.383	\$138.433.304	\$131.047.386	\$122.473.620	\$112.521.752	\$100.971.079

Fuente: Elaboración propia

Por otro lado, el flujo de caja de los primeros 6 meses del año 2017 se muestra en la Tabla 4. La cual muestra que en el sexto mes presenta un flujo acumulado negativo de -\$100.971.079,00

3.2. Titularización

3.2.1. Selección de la cartera

Si la empresa MERCO S.A. titularizará la cartera de créditos comerciales, por un monto de \$ 9.000.000,00 que corresponde al estimado del crecimiento promedio esperado de la demanda de créditos durante un año. El monto por colocar estará respaldado con créditos bajo calificación A. Los recursos que se obtengan producto de la titularización serán destinados al 100% para obtener liquidez en la empresa y conseguir holgura en flujos operativos.

Debido a que la cartera de crédito comercial en promedio tiene un plazo de vencimiento de 2 años, el monto que se origine de la titularización, será renovado para conservar la calidad de este antes de su vencimiento (Tabla 5).

Tabla 5
Titularización de la cartera

Titularización de cartera	
Tipo de valor	Títulos
Monto por colocar	\$9.000.000,00
Clase	A
Tasa pasiva referencial (TPR)	5,36%
Tasa de rendimiento	7,86%
Destino	100% Incrementar liquidez de la empresa
Plazo de la emisión	2 años

Fuente: Elaboración propia

3.2.2. Riesgos inherentes a la titularización

Al realizar la titularización del crédito, existen ciertos riesgos. Como se muestra en la Tabla 6, se han establecido mecanismos de mitigación.

Tabla 6
Mitigación de riesgos de titularización

Tipo de riesgo	Mitigación
Riesgo de prepago	Reinversión de los recursos prepagados, o a la sustitución de los activos hasta llegar a la maduración de los títulos.
Riesgo de crédito	Se seleccionó créditos de una cartera con calificación A, la cual no incurre en este tipo de riesgo
Riesgo de tasa de interés	Depende de las situaciones que se presenten en el mercado, por la medida de reajuste de las tasas.
Riesgo del entorno	Existe estabilidad del sistema financiero en el país

Fuente: Elaboración propia

3.2.3. Costos referenciales

El proceso de titularización implica algunos costos que deben ser asumidos por la empresa, como se muestran en la Tabla 7.

Tabla 7
Costos referenciales

Costos	Detalles	Costo
Calificadora de riesgo	\$7.500,00 Calificación inicial	\$7.500
	\$1.500,00 Cada actualización anual	\$0,00
Agente de manejo (Fiduciaria)	0,18% Anual	\$16.200,00
Costos de estructuración	\$20.000	\$20.000,00
Cuota de inscripción y mantenimiento en Bolsa de Valores de Guayaquil	0,02% Monto total de la emisión	\$1.800,00
Inscripción en registro de mercado de valores	0,05% Monto total de la emisión, máximo \$2500	\$2.500,00
Agente pagador	0,15% Anual del monto total de la emisión	\$13.500,00
Colocación de casa de valores	0,30% Monto total de la emisión	\$27.000,00
Colocación en Bolsa de Valores de Guayaquil	0,09% Monto total de la emisión	\$8.100,00
Mantenimiento anual de la inscripción en el RMW	0,01% Monto total de la emisión	\$900,00
Custodio y auditoria externa	0,025% Monto total de la emisión	\$2.250,00
Prospectos	\$2.000,00	\$2.000,00
Costos notariales	\$1500,00	

Fuente: Elaboración propia

3.2.4. Efectos de la titularización sobre el balance general

Si se hace una titularización de cartera, ocurren cambios en el balance general, específicamente en el activo, mientras que 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 queda idéntico. En el momento en que una compañía resuelve titularizar, lo que hace es trasladar dentro del mismo activo de un renglón a otro, en este caso de la cuenta cartera a la nueva cuenta derechos fiduciarios como se muestra en la Tabla 8.

Tabla 8
Balance general MERCO S.A. con titularización 1

Compañía MERCO S.A.			
Balance General 2017			
Activo		Patrimonio	
Efectivo	\$50.000.000,00	Capital accionistas	\$69.533.459,64
Cartera	\$41.000.000,00	Utilidad	\$169.816.540,36
Derechos	\$9.000.000,00	Total	\$239.350.000,00
Inmuebles	\$150.000.000,00		
Total	\$250.000.000,00		
Pasivo			
Obligaciones Bancarias	\$500.000,00		
Bonos	\$150.000,00		
Largo plazo	\$10.000.000,00		
Total	\$10.650.000,00		
Total activos	\$250.000.000,00		
Total pasivo + patrimonio	\$250.000.000,00		

Fuente: Elaboración propia

Luego, en el momento que los derechos fiduciarios o títulos pasan al mercado y se convierten en dinero, está pasando del renglón derechos fiduciarios al renglón caja, todo ha ocurrido en el activo como se muestra en la Tabla 9. La empresa no se ha endeudado, no ha creado pasivos, ni les 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. Finalmente, en el balance solamente se hace un traslado de cartera a caja. Este fenómeno es de gran importancia para el sector real ya que le permite incrementar el flujo de caja, mejorar su liquidez, fortalecerse comercialmente sin necesidad de recurrir a terceros ni de crear pasivos en la empresa.

Tabla 9
Balance general MERCO S.A. con titularización 2

Compañía MERCO S.A.			
Balance General 2017			
Activo		Patrimonio	
Efectivo	\$59.000.000,00	Capital accionistas	\$69.533.459,64
Cartera	\$41.000.000,00	Utilidad	\$169.816.540,36
Inmuebles	\$150.000.000,00	Total	\$239.350.000,00
Total	\$250.000.000,00		
Pasivo			
Obligaciones Bancarias	\$500.000,00		
Bonos	\$150.000,00		
Largo plazo	\$10.000.000,00		
Total	\$10.650.000,00		
Total activos	\$250.000.000,00		
Total pasivo + patrimonio	\$250.000.000,00		

Fuente: Elaboración propia

3.2.5. Análisis de los flujos esperados de la cartera a titularizar

Una vez efectuada la proyección de los flujos durante los 6 meses posteriores a la titularización y considerando los costos relacionados con el proceso, el flujo acumulado al sexto mes es de - \$101.054.474,00 como se observa en la Tabla 10. Los ingresos se incrementan por el efectivo incrementado, y los costos se incrementan por los gastos generados por la titularización.

Tabla 10*Flujo de caja de MERCOS.A. con titularización*

	Periodo 0	ene-18	feb-18	mar-18	abr-18	may-18	jun-18
Activos Fijos	-\$150.000.000						
Activos diferidos	-\$250.000						
Capital de trabajo	-\$25.000						
Ingresos							
Ingresos en efectivo		\$4.916.667	\$5.703.333	\$6.615.867	\$7.674.405	\$8.902.310	\$10.326.680
Ingresos cartera		\$3.416.667	\$3.963.333	\$4.597.467	\$5.333.061	\$6.186.351	\$7.176.167
Total de ingresos		\$8.333.333	\$9.666.667	\$11.213.333	\$13.007.467	\$15.088.661	\$17.502.847
Costos							
Costos directos		-\$20.000	-\$20.800	-\$21.632	-\$22.497	-\$23.397	-\$24.333
Costos administrativos		-\$10.000	-\$10.400	-\$10.816	-\$11.249	-\$11.699	-\$12.167
Costos de ventas		-\$28.000	-\$29.120	-\$30.285	-\$31.496	-\$32.756	-\$34.066
Amortización		-\$4.167	-\$4.167	-\$4.167	-\$4.167	-\$4.167	-\$4.167
Costos del proceso							
Calificadora de riesgo	-\$7.500						
Costos de estructuración	-\$20.000						
Agente de manejo (Fiduciaria)		-\$1.350	-\$1.350	-\$1.350	-\$1.350	-\$1.350	-\$1.350
Agente pagador		-\$1.125	-\$1.125	-\$1.125	-\$1.125	-\$1.125	-\$1.125
Inscripción en registro de mercado de valores	-\$2.500						
Mantenimiento anual de la inscripción en el RMW	-\$900						
Cuota de inscripción y mantenimiento en Bolsa de Valores de Guayaquil	-\$1.800						
Colocación de casa de valores	-\$27.000						
Colocación en Bolsa de Valores de Guayaquil	-\$8.100						
Custodio y auditoria externa	-\$2.250						
Prospectos y títulos	-\$2.000						
Gastos notariales	-\$1.500						
Total Costos		-\$64.642	-\$66.962	-\$69.374	-\$71.884	-\$74.493	-\$77.208
Total disponible		\$8.268.692	\$9.599.705	\$11.143.959	\$12.935.583	\$15.014.168	\$17.425.640
Participación a trabajadores (15%)		-\$1.240.304	-\$1.439.956	-\$1.671.594	-\$1.940.337	-\$2.252.125	-\$2.613.846
Utilidad antes de impuestos a la renta		\$7.028.388	\$8.159.749	\$9.472.365	\$10.995.245	\$12.762.043	\$14.811.794
Impuesto a la renta (22%)		-\$1.546.245	-\$1.795.145	-\$2.083.920	-\$2.418.954	-\$2.807.649	-\$3.258.595

Utilidad después de impuestos	\$5.482.143	\$6.364.604	\$7.388.445	\$8.576.291	\$9.954.393	\$11.553.199	
Amortización	-\$4.167	-\$4.167	-\$4.167	-\$4.167	-\$4.167	-\$4.167	
Recuperación de capital de trabajo							
Valor de salvamento							
Flujo de caja	-\$150.348.550	\$5.477.976	\$6.360.438	\$7.384.278	\$8.572.125	\$9.950.227	\$11.549.032
Flujo acumulado		-	-	-	-	-	
	\$144.870.574	\$138.510.136	\$131.125.858	\$122.553.733	\$112.603.507	\$101.054.474	

Fuente: Elaboración propia

3.3. Crédito bancario

3.3.1. Selección de crédito

Si la empresa MERCO S.A. realiza un crédito bancario, por un monto de \$ 9.000.000,00 que es lo que se necesita de liquidez para la empresa, lo realizaría en una entidad financiera, cuyo interés sería del 15% anual, para un plazo de 2 años, como se muestra en la Tabla 11.

Tabla 11
Crédito bancario

Cuota variable			
Préstamo:	\$ 9.000.000,00	Capitalización:	Mensual
Tasa de interés	15% efectiva anual	Periodos:	24
Tasa de interés	1,17% efectiva mensual	Cuota:	\$432.362,17
Plazo:	2 años		
Entidad financiera:	Banco de Fomento		

Fuente: Elaboración propia

3.3.2. Riesgos inherentes al crédito bancario

Al realizar el crédito bancario, existe ciertos riesgos, sin embargo, como se muestra en la Tabla 12, se han establecido mecanismos de mitigación.

Tabla 12
Mitigación de riesgos de crédito bancario

Tipo de riesgo	Mitigación
Exceso de crédito	Se ha solicitado un crédito acorde a las posibilidades de pago de la empresa
Retraso del pago de préstamo	Se pagará puntualmente para evitar perjudicar los antecedentes de crédito de la empresa
Pagar intereses adicionales.	Se cumplirá con todos los acuerdos del crédito

Fuente: Elaboración propia

3.2.3. Costos referenciales

El crédito bancario implica algunos costos que deben ser asumidos por la empresa, como se muestran en la Tabla 13.

Tabla 13
Amortización del crédito

Meses	Saldo inicial	Amortización o cuota de capital	Interés	Cuota (dividendo)	Saldo final (capital disminuido)
1	\$ 9.000.000,00	\$ 326.927,91	\$ 105.434,25	\$ 432.362,17	\$ 8.673.072,09
2	\$ 8.673.072,09	\$ 330.757,85	\$ 101.604,32	\$ 432.362,17	\$ 8.342.314,24
3	\$ 8.342.314,24	\$ 334.632,65	\$ 97.729,52	\$ 432.362,17	\$ 8.007.681,59
4	\$ 8.007.681,59	\$ 338.552,84	\$ 93.809,32	\$ 432.362,17	\$ 7.669.128,75
5	\$ 7.669.128,75	\$ 342.518,96	\$ 89.843,21	\$ 432.362,17	\$ 7.326.609,79
6	\$ 7.326.609,79	\$ 346.531,54	\$ 85.830,62	\$ 432.362,17	\$ 6.980.078,25
7	\$ 6.980.078,25	\$ 350.591,13	\$ 81.771,04	\$ 432.362,17	\$ 6.629.487,12
8	\$ 6.629.487,12	\$ 354.698,28	\$ 77.663,89	\$ 432.362,17	\$ 6.274.788,84
9	\$ 6.274.788,84	\$ 358.853,54	\$ 73.508,63	\$ 432.362,17	\$ 5.915.935,31
10	\$ 5.915.935,31	\$ 363.057,48	\$ 69.304,69	\$ 432.362,17	\$ 5.552.877,83
11	\$ 5.552.877,83	\$ 367.310,66	\$ 65.051,50	\$ 432.362,17	\$ 5.185.567,17
12	\$ 5.185.567,17	\$ 371.613,68	\$ 60.748,49	\$ 432.362,17	\$ 4.813.953,49
13	\$ 4.813.953,49	\$ 375.967,10	\$ 56.395,07	\$ 432.362,17	\$ 4.437.986,39
14	\$ 4.437.986,39	\$ 380.371,52	\$ 51.990,64	\$ 432.362,17	\$ 4.057.614,86
15	\$ 4.057.614,86	\$ 384.827,55	\$ 47.534,62	\$ 432.362,17	\$ 3.672.787,32
16	\$ 3.672.787,32	\$ 389.335,77	\$ 43.026,40	\$ 432.362,17	\$ 3.283.451,55
17	\$ 3.283.451,55	\$ 393.896,80	\$ 38.465,36	\$ 432.362,17	\$ 2.889.554,75
18	\$ 2.889.554,75	\$ 398.511,27	\$ 33.850,89	\$ 432.362,17	\$ 2.491.043,47
19	\$ 2.491.043,47	\$ 403.179,80	\$ 29.182,37	\$ 432.362,17	\$ 2.087.863,67
20	\$ 2.087.863,67	\$ 407.903,02	\$ 24.459,15	\$ 432.362,17	\$ 1.679.960,66
21	\$ 1.679.960,66	\$ 412.681,57	\$ 19.680,60	\$ 432.362,17	\$ 1.267.279,09
22	\$ 1.267.279,09	\$ 417.516,10	\$ 14.846,07	\$ 432.362,17	\$ 849.762,99
23	\$ 849.762,99	\$ 422.407,26	\$ 9.954,90	\$ 432.362,17	\$ 427.355,73
24	\$ 427.355,73	\$ 427.355,73	\$ 5.006,44	\$ 432.362,17	\$ 0,00

Fuente: Elaboración propia

3.3.4. Efectos del crédito sobre el balance general

Dado que la empresa requiere liquidez en su caja, solicita un crédito en una entidad financiera, para lo cual, hipoteca o compromete alguno de sus activos y en su balance ocurre un cambio tanto en la parte activa como pasiva. La empresa recibe dinero en efectivo, pero al mismo tiempo crea un pasivo con una entidad financiera, es decir ha movido su activo, pero también ha incrementado su pasivo. Esta acción afecta el balance tal como se ve en la Tabla 14. La empresa se ha endeudado, ha creado pasivos, y por ende se les ha exigido a los socios aumento de capital.

Tabla 14

Balance general MERCO S.A. con crédito bancario

Compañía MERCO S.A.			
Balance General 2017			
Activo		Patrimonio	
Efectivo	\$59.000.000,00	Capital accionistas	\$155.401.884,99
Cartera	\$50.000.000,00	Utilidad	\$83.948.115,01
Inmuebles	\$150.000.000,00	Total	\$239.350.000,00
Total	\$259.000.000,00		
Pasivo			
Obligaciones Bancarias	\$9.500.000,00		
Bonos	\$150.000,00		
Largo plazo	\$10.000.000,00		
Total	\$19.650.000,00		
Total activos	\$259.000.000,00		
Total pasivo + patrimonio	\$259.000.000,00		

Fuente: Elaboración propia

3.3.5. Análisis de los flujos esperados del crédito bancario

Una vez efectuada la proyección de los flujos durante los 6 meses posteriores al crédito bancario y considerando los costos relacionados con el proceso, el flujo acumulado al sexto mes es de -\$119.122.009,51 como se observa en la Tabla 15. Los ingresos se incrementan por el efectivo incrementado, y los costos se incrementan por los gastos generados por el crédito bancario.

Tabla 15*Flujo de caja de MERCO S.A. con crédito bancario*

	Periodo 0	ene-18	feb-18	mar-18	abr-18	may-18	jun-18
Activos Fijos	-\$150.000.000						
Activos diferidos	-\$250.000						
Capital de trabajo	-\$25.000						
Préstamo	\$9.000.000						
Ingresos							
Ingresos en efectivo		\$4.916.667	\$5.703.333	\$6.615.867	\$7.674.405	\$8.902.310	\$10.326.680
Ingresos cartera		\$4.166.667	\$4.833.333	\$5.606.667	\$6.503.733	\$7.544.331	\$8.751.424
Total de ingresos		\$9.083.333	\$10.536.667	\$12.222.533	\$14.178.139	\$16.446.641	\$19.078.103
Costos							
Costos directos		-\$20.000	-\$20.800	-\$21.632	-\$22.497	-\$23.397	-\$24.333
Costos administrativos		-\$10.000	-\$10.400	-\$10.816	-\$11.249	-\$11.699	-\$12.167
Costos de ventas		-\$28.000	-\$29.120	-\$30.285	-\$31.496	-\$32.756	-\$34.066
Amortización		-\$4.167	-\$4.167	-\$4.167	-\$4.167	-\$4.167	-\$4.167
Costos del proceso							
Gastos financieros		-\$105.434	-\$101.604	-\$97.730	-\$93.809	-\$89.843	-\$85.831
Total Costos		-\$167.601	-\$166.091	-\$164.629	-\$163.218	-\$161.862	-\$160.563
Total disponible		\$3.999.066	\$4.667.242	\$5.442.038	\$6.340.515	\$7.382.469	\$8.590.860
Participación a trabajadores (15%)		-\$599.860	-\$700.086	-\$816.306	-\$951.077	-\$1.107.370	-\$1.288.629
Utilidad antes de impuestos a la renta		\$3.399.206	\$3.967.156	\$4.625.732	\$5.389.438	\$6.275.099	\$7.302.231
Impuesto a la renta (22%)		-\$747.825	-\$872.774	-\$1.017.661	-\$1.185.676	-\$1.380.522	-\$1.606.491
Utilidad después de impuestos		\$2.651.381	\$3.094.382	\$3.608.071	\$4.203.762	\$4.894.577	\$5.695.740
Amortizaciones		\$4.167	\$4.167	\$4.167	\$4.167	\$4.167	\$4.167
Pago de crédito		-\$326.928	-\$330.758	-\$334.633	-\$338.553	-\$342.519	-\$346.532
Recuperación de capital de trabajo							
Valor de salvamento							
Flujo de caja	-\$141.275.000	\$2.328.619	\$2.767.790	\$3.277.605	\$3.869.375	\$4.556.225	\$5.353.376
Flujo acumulado		-\$138.946.381	-\$136.178.590	-\$132.900.985	-\$129.031.610	-\$124.475.385	-\$119.122.010

Fuente: Elaboración propia

3.4. Selección de alternativa

De acuerdo con las dos alternativas analizadas se puede concluir que la mejor opción para obtener dinero para garantizar la liquidez de la empresa es mediante la titularización de la cartera. Esto debido a que únicamente hay un cambio en las cuentas dentro del activo y no se genera un endeudamiento para la empresa, a diferencia de lo que ocurre en el momento de aceptar un préstamo bancario, donde además de la deuda, se debe hipotecar un bien o brindar algún tipo de garantía. En el balance general inicial de la empresa, el activo era de \$250.000.000,00 y el pasivo de \$10.650.000,00, con la opción de titularización este se mantuvo igual, mientras que, con el préstamo bancario, el activo se incrementó a \$259.000.000,00 y el pasivo se incrementó a \$19.650.000,00.

Además, los riesgos están debidamente mitigados para evitar problemas con su ejecución. De igual manera, el flujo de caja demostró que, en el caso de la titularización, aunque genera una inversión inicial, luego se observa que los flujos son mayores que los generados en el caso del préstamo bancario. Mientras que en la titularización el flujo acumulado al sexto mes es de -\$101.054.474 dólares, con el préstamo bancario es de -\$119.122.010 dólares.

CONCLUSIONES

El objetivo de la investigación fue determinar las potencialidades de la titularización de cartera en Ecuador como instrumento de financiamiento para empresas comerciales. Los empresarios desconocen las ventajas de la titularización frente a un crédito bancario y por ello se financian mediante el uso del préstamo bancario para obtener liquidez, lo cual los limita a probar nuevas alternativas como es la titularización.

El análisis cualitativo demostró que, si bien es cierto, en el crédito bancario se necesita de menor documentación y menor tiempo para obtener financiamiento a diferencia de la titularización, cuantitativamente posee menos ventajas. De acuerdo con las dos alternativas analizadas, la mejor opción para obtener 9'000.000,00 para garantizar la liquidez de la empresa, fue mediante la titularización de la cartera. Esto debido a que únicamente hay un cambio en las cuentas dentro del activo y no se genera un endeudamiento para la empresa, a diferencia de lo que ocurre en el momento de aceptar un préstamo bancario, donde además de la deuda, se debe hipotecar un bien o brindar algún tipo de garantía.

Por lo tanto, la titularización proporciona varias ventajas entre las cuales se puede mencionar el acceso a liquidez mediante la aceleración de flujos futuros, se disminuyen recursos ociosos, mejora los índices de rentabilidad, no requiere endeudamiento con entidades financieras o aumentos patrimonio, otorga opciones para invertir, tiene un mejor reconocimiento de intereses para los inversionistas comparándonos con productos tradicionales de inversión, otorga un plan de pagos continuos de obligaciones y reduce el riesgo.

Si bien la titularización es una vía de financiación y otorga capacidad de financiar operaciones sin afectar los balances, existen ciertos trastornos que se desprenden de la centralización de riesgo económico, sin embargo, se establecieron medidas de mitigación para eliminar a los mismos.

Finalmente se puede concluir que el proceso de titularización es beneficioso en términos de financiamiento para las empresas debido a que su impacto en la salud financiera de estas es mínimo o casi nulo. Lo mencionado, se lo puede justificar mencionando que este tipo de financiamiento genera salida de dinero, pero de una forma paulatina, sin afectar los estados financieros de las organizaciones en valor presente. Además, de acuerdo con toda la investigación, se ha llegado a cumplir con el objetivo principal del estudio y se observa que la acción de realizar una titularización por parte de una empresa, mediante el uso del mercado de valores, puede ayudar a reducir el riesgo del no financiamiento y al que pueden estar expuestos los potenciales inversionistas.

RECOMENDACIONES

Entre las recomendaciones sugeridas en este trabajo están:

- Dados los beneficios de la titularización, es de vital importancia realizar una promoción del uso de esta, para la obtención de liquidez en una empresa, en pro del desarrollo económico del país.
- Se deberían impartir mayores capacitaciones acerca de las ventajas de la titularización frente a un crédito bancario por parte de las instituciones de la Bolsa de Valores de Guayaquil o Quito.
- Siendo la titularización de activos una herramienta financiera para el desarrollo del mercado financiero del país, se recomienda conseguir mejores condiciones macroeconómicas y que se establezcan políticas y estrategias que permitan consolidar un manejo sostenible de estos recursos.
- Se recomienda que las empresas realicen análisis financieros constantes para tomar una decisión con respecto a la posibilidad de la titularización como estrategia de mejoramiento de los indicadores de liquidez.
- Finalmente, se recomienda a las empresas evaluar el estado de liquidez y la urgencia de dinero físico dentro de sus finanzas para poder tomar la decisión de realizar una titularización debido a que, como se ha podido expresar en el estudio, esta es una estrategia que conlleva tiempo y los ingresos por financiamiento toman tiempo.

REFERENCIAS

- Banco Central del Ecuador. (03 de Marzo de 2015). *Encuesta trimestral de oferta y demanda de crédito*. Recuperado el 15 de Agosto de 2015, de BCE: <http://www.bce.fin.ec/index.php/component/k2/item/324-encuesta-trimestral-de-oferta-y-demanda-de-credito>
- Banco Central del Ecuador. (2017). *Nuevas publicaciones*. Recuperado el 6 de Junio de 2017, de BCE: <https://www.bce.fin.ec/index.php/component/k2/item/755-nuevas-publicaciones>
- Bolsa de Valores de Quito. (2015). *Estadísticas*. Recuperado el 04 de Febrero de 2017, de BVQ: <http://www.bolsadequito.info/estadisticas/informacion-diaria/boletin-diario/>
- Bolsa de Valores de Quito. (6 de enero de 2016). *Ley de mercado de valores*. Recuperado el 06 de Junio de 2017, de <http://www.bolsadequito.info/estadisticas/informacion-diaria/boletin-diario/> [ley-de-mercado-de-valores/141024195748-4df8d7eda00bdc4ba0e84cd4b59cbe50_leyMercadoValores.pdf](http://www.bolsadequito.info/estadisticas/informacion-diaria/boletin-diario/ley-de-mercado-de-valores/141024195748-4df8d7eda00bdc4ba0e84cd4b59cbe50_leyMercadoValores.pdf)
- Bolsa de Valores Quito. (2015). *Boletín Diario*. Recuperado el 02 de Febrero de 2017, de <http://www.bolsadequito.info/estadisticas/informacion-diaria/boletin-diario/>
- Bolsa de Valores Quito. (2016). *Acciones*. Recuperado el 12 de Enero de 2016, de <http://www.bolsadequito.info/inicio/manuales-de-inscripcion-de-valores/acciones/>
- Campos Huerta, M. (2010). Compendio para el estudio de las finanzas corporativas básicas en la universidad. 1, 321. México: Universidad Iberoamericana A.C.
- Dun, J. (2017). Titularización de cartera de microcrédito. *Programa de apoyo al sector financiero*, 1-52.
- Ferrell. (2010). *Introducción a los negocios*. Estados Unidos: McGraw-Hill.
- Gallardo, J. (2012). *Mercado de valores*. Recuperado el 26 de octubre de 2015, de El Comercio: <http://www.elcomercio.com/opinion/mercado-valores.html>

Sánchez, J. C. (2009). *Titularización, características y revisión a partir de la crisis financiera*.

Obtenido de <http://www.bcr.gob.sv/bcrsite/uploaded/content/category/1402289177.pdf>

Superintendencia de Compañías. (2014). *Historia del mercado de valores ecuatoriano*.

Recuperado el 01 de 05 de 2017, de SUPERCIAS:

<http://portal.supercias.gob.ec/wps/portal/Inicio/Inicio/MercadoValores/Informacion/Historia>

Superintendencia de Compañías. (2016). *Boletín Mensual de Mercado de Valores*. Recuperado el

16 de Enero de 2017, de SUPERCIAS:

[http://181.198.3.74:10039/wps/portal/Inicio/Inicio/MercadoValores/Estadisticas/Boletin Mensual](http://181.198.3.74:10039/wps/portal/Inicio/Inicio/MercadoValores/Estadisticas/BoletinMensual)

Superintendencia de Compañías. (2017). *Informe de Evolución del Volumen de Crédito y Tasas*

de Interés del Sistema Financiero Nacional. Recuperado el 06 de Junio de 2017, de SUPERCIAS:

[http://181.198.3.74:10039/wps/portal/Inicio/Inicio/MercadoValores/Estadisticas/Boletin Mensual](http://181.198.3.74:10039/wps/portal/Inicio/Inicio/MercadoValores/Estadisticas/BoletinMensual)

Zambrano, F., Martínez, R., Balladares, K., & Molina, C. (2017). El mercado de capitales como

fFuente de financiamiento para las pymes en el Ecuador. caso: Ferzafa. S.A. *INNOVA Research Journal*, 108-127.