

Universidad Tecnológica Empresarial de Guayaquil



TESIS EN OPCIÓN AL TÍTULO DE: Ingeniero En Gestión Empresarial Mención Finanzas

TÍTULO DE LA TESIS:

MERCADO DE VALORES Y LA IMPORTANCIA DE LA TITULARIZACIÓN”
(ANALISIS Y EVOLUCIÓN PERIODO 2001-2006)

AUTORAS:

Judith Merino Jara
Evelyn Robalino Miranda

TUTOR:

Ing. Luis Bejar León

OCTUBRE DEL 2007

Universidad Tecnológica Empresarial de Guayaquil



TESIS EN OPCIÓN AL TÍTULO DE:

**Ingeniero En Gestión Empresarial
Mención Finanzas**

TÍTULO DE LA TESIS:

**“MERCADO DE VALORES Y LA IMPORTANCIA DE LA TITULARIZACIÓN”
(ANÁLISIS Y EVOLUCIÓN PERÍODO 2001-2006)**

AUTORAS:

**Judith Merino Jara
Evelyn Robalino Miranda**

TUTOR:

Ing. Luis Bejar León

OCTUBRE DEL 2007

Nuestro Agradecimiento

Primeramente a Dios por darnos la salud, fortaleza y sabiduría para culminar esta etapa primordial en nuestras vidas.

A Nuestras Familias por su apoyo incondicional a lo largo no solo de nuestra Carrera Profesional sino también en nuestro vivir diario, por ser nuestra guía y motivación de superación para alcanzar un óptimo desarrollo integral

De manera especial a nuestras hijas a quienes les hemos robado momentos de convivencia, con la finalidad de ser para ellas un ejemplo a seguir.

Un Reconocimiento a nuestros profesores por compartir sus conocimientos y experiencias que serán de gran apoyo en nuestro desarrollo profesional.

Un Reconocimiento especial a nuestra Decana Ing. MBA Mara Cabanilla quien siempre nos ha brindado su apoyo y comprensión en el momento preciso y de la manera mas acertada.

A nuestro Tutor por su tiempo y apoyo en el desarrollo de nuestra tesis.

INDICE GENERAL

	Pag.
Introducció	1
Resúmen	7
Abstract	9
CARACTERIZACION Y DEFINICION DEL PROBLEMA MARCO TEORICO Y METOLOGICO	12
PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA	12
Tema de la Investigació	12
Descripció del Problema	12
Formulació del Problema	14
ESTABLECIMIENTO DE LOS OBJETIVOS	14
Objetivo General	14
Objetivos Específicos	14
MARCO TEORICO Y METODOLOGICO	15
Antecedentes	15
Hipòtesis	15
Metodología y Diseño de la Investigació	15
Modalidades de la Investigació	16
Anàlisis Financiero	18

CAPITULO I

EL MERCADO DE VALORES CONCEPTO Y EVOLUCION

Pag.

LA BOLSA DE VALORES

MERCADO DE VALORES. SU IMPORTANCIA

19

Introducció

20

Circulació de la Riqueza

20

1 Mercado de Valores

20

2 Capitalizació de Recursos Financieros

21

Bolsa de Valores

22

.1 Funció Económica de las Bolsas de Valores

24

.2 Origen de la palabra " Bolsa"

24

.3 El término Bolsa de Comercio

25

.4 Supervisión Regulación y Funcionamiento

25

.5 Bolsas de derivados y de Commodities

25

2.5.1 Bolsas Agrícolas

26

.6 El Mercado Estadounidense

26

.7 Los Mercados de Valores de Europa

27

3 MERCADO DE VALORES EN ECUADOR: CONCEPTO Y EVOLUCION

28

3.1 Introducció

28

3.2 Operaciones del Mercado de Valores

29

3.2.1 Características del Mercado de Valores

30

3.2.2 Elementos que conforman el Mercado de Capitales

30

3	El Mercado de Valores y su Marco Legal	32
3.1	Negociación Bursátil y Extrabursátil	32
3.2	De la Intermediación de Valores y de Intermediarios	33
4	Oferta Pública de Valores	33
4.1	Requisitos para la Oferta Pública de Valores	34
5	Mercado Primario y Secundario	37
6	Valores de Renta Fija	37
7	Valores de Renta Variable	38
8	Bolsa de Valores	38
8.1	De la Constitución y Autorización de Funcionamiento	39
8.2	De los Miembros de la Bolsa y su Patrimonio	39
8.3	De la Rueda de Bolsa y de Otros Mecanismos de Negociación	40
8.9	Casas de Valores	41
8.9.1	Intermediación y Responsabilidad de las Casas Valores	41
8.9.2	De las Facultades de las Casas de Valores	42
8.10	Fondos de Inversión	44
8.10.1	Clases de Fondos	45
8.10.2	Constitución de los Fondos y Autorización de Funcionamiento	47
8.11	Sociedades Administradoras de Fondos y Fideicomisos	48
8.11.1	Fideicomiso Mercantil y Encargo Fiduciario	48
8.12	Titularización de Activos	49
8.12.1	De la titularización	50
8.13	Emisión de Obligaciones	50
8.13.1	Requisito de Calificación de Riesgo	51
8.13.2	de las Obligaciones Convertibles	51
8.14	Calificadora de Riesgo	52
8.14.1	De las Facultades de las Calificadoras de Riesgo	53
8.14.2	De la Calificación de Riesgo	53

CAPITULO II

TITULARIZACIÒN UN MECANISMO PARA LOGRAR LIQUIDEZ MARCO JURÌDICO, PROCESOS Y OPERACIÒN

LA TITULARIZACIÒN COMO HERRAMIENTA PARA LA PRODUCTIVIDAD

	Introducciòn	57
1	La Titularizaciòn	57
2	Personas que Intervienen	58
3	Activos que pueden Titularizarse	59
4	La Titularizaciòn como Herramienta de Financiamiento sin Endeudamiento y Enfocada a la Productividad	59
5	Experiencias de Titularizaciòn	
6	Intranscendencia de Divulgar Informaciòn del Originador	63
7	Una Nueva Opciòn para el Inversionista	63
8	Importancia del Entorno	64
9	Titularizaciòn en el Ecuador	65
9.1	Elementos de la Titularizaciòn	66
9.1.1	Elementos Subjetivos	66
10	Ejemplos de la Secuencia de una Titularizaciòn	78
11	Cobertura de Riesgo	80
12	La Titularizaciòn: Ventajas y Aporte al Crecimiento del Mercado de Capitales	80
13	Activos que pueden ser objeto de Titularizaciòn	81
14	Analizando un Ejemplo	82

5	Tipos de Títulos Resultantes de una Titularización	83
6	Entidades Autorizadas al Proceso de Titularización	84
7	Procesos de Titularización	86
7.1	Aspectos legales	86
7.2	Documentación que se debe presentar al Organismo de Control	87
7.3	Tiempo para la Estructuración y Aprobación de los Procesos de Titularización	88
7.4	Aspectos Financieros	89
7.5	Costos	89
8	Calificadora de Riesgo y su Informe de Opinión	90
8.1	Significado de una Calificadora de Riesgo	92
8.2	Procedimiento a Considerar para una calificación	92
8.3	Factores Determinantes en una calificación	94
8.4	Análisis Cuantitativo	94
8.5	Análisis Cualitativo	95
8.6	Las Perspectivas y el Seguimiento	96
8.7	Un Enfoque de Clasificación de Riesgo de la Compañía	
	HUMPHREY Titularización Hipotecario	97
9	Resumen sobre la Titularización	101

CAPITULO III

ESTADISTICA 2001 - 2006 EL MERCADO DE VALORES Y LAS TITULARIZACIONES EN CIFRAS

TITULARIZACION EN EL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO	104
Introducción	109
Operaciones del Mercado de Valores por Tipo de Instrumento	109
RESUMEN SOBRE EL DESARROLLO DE LA TITULARIZACION EN EL MERCADO ECUATORIANO	111

CAPITULO IV

ANALISIS DE LA TITULARIZACION TERMINAL TERRESTRE

La Empresa	113
.1 Estudio de Mercado	115
.2 Calificación de Riesgo	117
.2.1 Justificación de la Calificación	117
.2.2 Aplicación de los Fondos	118
.2.3 Cumplimiento en los plazos de entrega	118
.2.4 Origen de los Flujos	118
.2.5 Riesgo Político	119
.2.6 Riesgo Social	119

2.7	Composicòn del Flujo	119
2.8	Capacidad de Pago	120
3	Responsabilidad de la Empresa Calificadora	120
4	Importancia de la Calificaciòn AAA para los Inversores	121
5	Caracteristica de la Titularizaciòn	121
6	Comparaciòn de los Costos Financieros entre un Proceso de Titularizaciòn y otras Alternativas de Financiamiento	121
6.1	Financiamiento con Prestamo Bancario	122
6.2	Financiamiento con Obligaciones	125
6.3	Financiamiento a travès de un Proceso de Titularizaciòn	127
6.4	Analisis de los Costos a travès de las alternativas de Financiamiento Planteadas	129
	CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	130
	GLOSARIO	133
	BIBLIOGRAFIA	149

INDICE DE TABLAS

TABLA No.1		PAG.
	Sociedades Administradoras de Fondos y Fideicomisos autorizadas a participar en proceso de titularización	84
TABLA No.2		
	Tiempo para la Estructuración y Aprobación de los Procesos de Titularización	89
TABLA No.3		
	Evaluación de los Indices considerados para la medición del Patrimonio Separado	100
TABLA No.4		
	Características de la Titularización "Mastercard"	104
TABLA No.5		
	Emisores Inscrito que emiten Titularización	105
TABLA No.6		
	Emisión de Titularización por tipo de Compañía	106
TABLA No.7		
	Composición de la Cartera de Crédito del Sistema Financiero Bancario	108
TABLA No.8		
	Detalle de las Transacciones de la Bolsa de Valores	110
TABLA No.9		
	Composición de los Ingresos 2005	114
TABLA No.10		
	Calculo de Amortización de Financiamiento Bancario	122

TABLA No.10.1

Tabla de Amortización con Pagos de Interes y Capital Mensual	124
--	-----

TABLA No.10.2

Tabla de Amortización con Pagos de Interes y Capital Mensual sin Comisión	125
---	-----

TABLA No.10.3

Analisis de Costos del Prestamo Bancario	126
--	-----

TABLA No.11

Financiamiento con Obligaciones	126
---------------------------------	-----

TABLA No.11.1

Financiamiento Flujo Proyectado	127
---------------------------------	-----

TABLA No.12

Financiamiento a través de un Proceso de Titularización	128
---	-----

TABLA No.12.1

Tabla de Desarrollo Flujo Proyectado	129
--------------------------------------	-----

INDICE DE ANEXOS

ANEXO 1		PAG.
	Títulos de Valores Autorizado por el Consejo Nacional de Valores	152
ANEXO 2		
	Casas de Valores Autorizadas por la Superintendencia de Compañías y Bolsa de Valores	157
ANEXO 3		
	Ley de Mercado de Valores. Art. Relacionados a la Titularización	157
ANEXO 4		
	Obligaciones Inscrita en la Superintendencia de Compañías y Bolsa de Valores	167
ANEXO 5		
	Tasas Activas Bancarias	168

INDICE DE GRAFICOS

GRAFICO No.1		PAG.
	Composición de las Titularizaciones Inscrita por Tipo de Empresas	102
GRAFICO No.2		
	Comportamiento del Convenio de crédito por lucro del negocio	103
GRAFICO No.3		
	Evaluación de los Ingresos Proyectados	108
GRAFICO No.4		
	Distribución de los Gastos 2005	109

INTRODUCCIÓN

El Estado de la Economía

La evaluación del primer semestre de gestión del Gobierno que hace el Centro de Estudios y Datos (Cedatos), y que está fundamentada en cifras oficiales, deja resultados poco alentadores.

El manejo de la economía y sus repercusiones en materia de empleo, crecimiento de la producción, comportamiento de la inflación, comercio exterior, producción petrolera, movimiento bancario y pago de deuda externa, dejan más penas que glorias.

La publicidad oficial que ha alcanzado ribetes jamás observados antes, no se ha traducido en resultados reales ni se percibe el cambio promocionado.

El índice que mide el desenvolvimiento de las diversas actividades económicas del país IDEAC (Índice de Actividad Económica Coyuntural), del Banco Central llegó a 295,9 en marzo de 2006; después de un año, a marzo de 2007, bajó a 279,4, lo que refleja una evolución económica insuficiente en los últimos meses.

Esta apreciación expresada por los actores de la actividad comercial, industrial, agropecuaria y de servicios se refleja también en el bajo crecimiento de la economía local en el primer trimestre de este año, estimado en 0,38%, menor al 1,34% observado en similar período del 2006. Las previsiones oficiales respecto del crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) para este año, fijadas inicialmente en 3,5%, se incrementaron al 4,1%.

La cifra sigue siendo insuficiente y menor al crecimiento promedio del 4,9% anual registrado entre el 2000 y 2006 con la economía dolarizada. Sin duda la dolarización fortaleció la economía con tasas que se acercaron al 8% anual, muy por encima del pobre crecimiento promedio de 1,4% anual de años previos a la sustitución del sucre e incluso de decrecimientos como el registrado en 1999, con el -6,3%. Si bien el Gobierno sugiere mantener la dolarización en su propuesta para la próxima Asamblea Constituyente, preocupan las expresiones de funcionarios que alientan retornar a una moneda nacional.

Comercio Exterior La economía ecuatoriana se debate en una situación preocupante y riesgosa a la par de una inestabilidad política que tiene matices y características de una democracia en riesgo, por la alta desconfianza en el sistema que manifiesta la población y por la intolerancia de quienes manejan los poderes del Estado.

El informe de Cedatos señala que la bonanza petrolera, únicamente observada como resultado del alto precio del crudo, ha permitido al Gobierno destinar ingentes recursos para ciertos proyectos sociales, gran parte vía decretos de emergencia, sin tener en cuenta que el país necesita disponer de una reserva para situaciones imprevistas.

El presupuesto codificado de gastos a mayo de 2007 supera los \$ 8.700 millones y, a pesar de los ingresos disponibles, el déficit puede llegar a los \$ 500 millones. A este valor tendrá que sumarse el costo de varios proyectos en marcha, los fondos extrapresupuestarios del Cereps (Cuenta Especial de Reactivación Productiva y Social) y del FAC (Fondo de Ahorro y Contingencia) y las cuentas por pagar a la seguridad social y gobiernos seccionales, que pueden originar un grave problema de liquidez en los próximos meses.

Preocupa la baja en la producción de crudo de casi 8% en los últimos 5 meses, al caer de 82.463 a 76.101 miles de barriles, comparando el período enero a mayo de 2006 y 2007. Lo peor es que no se vislumbra una recuperación de la producción ni un plan realizable de nuevas inversiones hidrocarburíferas.

A esta difícil situación se suma el impacto del subsidio a los combustibles, los cuales no benefician a los pobres, sino a los de ingresos superiores y al contrabando. Cifras de Olade indican que el Ecuador es el tercer país de la región que asigna más subsidios en relación a su producción nacional (6,7%).

Dudas en la medición de tasa de desempleo

Según Cedatos, el Banco Central del Ecuador realiza en forma insuficiente la medición mensual del mercado laboral, por cuanto concentra el estudio en Quito, Guayaquil y Cuenca. Estas ciudades representan el 46% del área urbana, dejando fuera al 100% del área rural.

De esta forma el estudio refleja el comportamiento de menos del 30% del mercado laboral nacional. Las cifras del Central a junio de 2007 indican que el desempleo se ha reactivado en el país. En el último año la tasa de desempleo urbano fluctuó entre el 9% y 10%, en promedio. En enero, a inicios del actual Gobierno, la cifra oficial fue del 9,9%, similar a la de febrero; en marzo subió al 10,3%, en abril bajó levemente al 10,2%, en mayo fue del 9,1% y en junio subió al 9,9%.

Es decir, nada a pasado en materia de creación de empleo. El impacto del gasto gubernamental muy superior al observado en otros años no ha incrementado fuentes de empleo.

Otros factores

En diciembre de 2006 la deuda externa pública era de 10.215 millones de dólares, en febrero subió a \$10.472 millones y en mayo se ubicó en 10.354 millones de dólares, el 1,4% más en esos 5 meses de gestión.

La relación Deuda Externa Pública/PIB prácticamente se mantiene o, más bien, tiende a subir. En diciembre de 2006 fue del 25% y en mayo de 2007 alcanzó el 25,3%.

El país sigue a la espera de que se haga realidad la reiterada propuesta del Gobierno de bajar esta relación al 12%, debiéndose entender que tal relación implicaría una disminución de la deuda externa pública de \$ 10.354 a (-) de \$ 5.200 millones de dólares, o sea del 50% menos.

Otro tema de análisis es el riesgo país. Este es un concepto económico abordado con metodologías de la más variada índole; es una percepción del posible comportamiento de títulos financieros que se negocian en los mercados internacionales, como los bonos.

La inestabilidad política y económica, así como el comportamiento de diversos elementos de los países, impactan en el margen de rentabilidad de estos instrumentos. En Ecuador este indicador superó los 4 mil puntos en el año 2000, cuando el país estaba en su mayor crisis y bajó a menos de 500 puntos en 2005.

Pero creció persistentemente en los últimos meses: llegó a 1.048 el 24 de enero de 2007, bajó a 600 puntos en las últimas semanas y al 13 de julio pasado subió a 721 puntos, con tendencia al alza.

En el riesgo país, por cada 100 puntos, sube 1% en la tasa de interés que debe pagar el país emergente.

Suena ilógico, pero en los últimos seis años, desde que el país se dolarizó hasta el 2006, el presupuesto estatal creció casi tres veces.

El rubro lo inflan los gobiernos cada año, como lo demuestran las cifras, para pagar la "eterna" deuda externa y los sueldos a burócratas, mientras que el espacio destinado para la educación, salud y obra pública es cada vez menos relevante.

Para Willington Paredes, sociólogo, el hecho de que el presupuesto se haya triplicado -entre el 2000 y el 2006- pues pasó de 2.631 millones de dólares a 8.567 millones, entre el 2000 y el 2006, no se compadece con la tasa acumulada de la inflación de ese período, que es del menos del 30%.

Esto evidencia la irresponsable manera de operar, dice. "Para juzgar reparemos en 3 hechos: las cifras crecientes del servicio a la deuda externa; los irresponsables aumentos de los contratos colectivos, de servidores públicos, y alzas de sueldos a los empleados del estado; y, los constantes aumentos de recursos a los gobiernos locales que piden plata sin planes.

Según el Banco Central del Ecuador (BCE), desde el 2000 a mayo de 2006, el Estado canceló 14.681 millones de dólares por endeudamiento y USD 10.500 millones en sueldos a burócratas, mientras que, para educación y salud el gobierno destinó la cuarta parte de esos egresos (USD 6.140 millones).

Los gastos en salarios a la burocracia no parecen detenerse. Según la programación prevista, este año el Fisco gastará 2.576,9 millones de dólares en salarios, USD 277 millones más que en el 2005.

Economía e inversión

El panorama no es muy alentador y esto desalienta la inversión de los empresarios nacionales.

La decisión de los empresarios de postergar las inversiones influye en el crecimiento del mercado de valores, sumado a las características culturales y a la naturaleza familiar de las compañías que no se muestran dispuestas en hacer públicos los estados financieros.

La difusión de los medios de financiamiento a través del mercado de valores ha sido escasa y no ha conseguido despertar, todavía, un interés importante en los empresarios locales que se aferran a medios más convencionales, aunque estos sean mucho más costosos.

La intención de este trabajo es el de presentar la titularización como una herramienta capaz de disminuir el costo financiero de las empresas y liberar recursos futuros, en el presente, para aprovechar nuevas oportunidades.

RESUMEN

En el segundo semestre de 1970 comenzaron a funcionar las Bolsas de Valores de Quito y de Guayaquil, es decir que ese año se formalizó el mercado bursátil en nuestro país.

Desde entonces el volumen de operaciones han tenido un significativo crecimiento, se ha formado un equipo de intermediarios que ha ido adquiriendo una experiencia gradual en las técnicas bursátiles y en general se han dado grandes pasos para una regulación adecuada del mercado.

Se está desarrollando una cultura del uso del mercado de valores como fuente de financiamiento de diferentes proyectos financieros y empresariales, si bien los comienzos han sido lentos en los últimos cinco años se observa un mayor interés por conocer y participar en el mercado de capitales.

La Titularización

En todo mercado de valores, existen dos clases de participantes que acuden a él para satisfacer sus necesidades: Los que requieren nuevas opciones de inversión y los que esperan nuevas opciones de financiamiento. Cada quien en busca de aquél producto que mejor se adapte a sus expectativas.

La Titularización como producto financiero ha venido a cubrir los requerimientos de aquéllos que acuden al mercado de valores, presentándose simultáneamente como una atractiva opción para el inversionista y como una alternativa interesante para los que requieren financiar actividades productivas.

Entre las alternativas de financiamiento empresarial se encuentra la titularización que se define como el proceso mediante el cual se transforman activos de poca,

rotación en liquidez, pudiendo estos activos existir o esperar que existan, pero el principio básico es que puedan generar flujos futuros de fondos.

La titularización es un proceso por medio del cual, el Originador, transfiere activos generadores de flujo de efectivo, para la constitución de un patrimonio autónomo e independiente denominado Fideicomiso de Titularización, que será administrado por una entidad (Administradora de Fondos y Fideicomisos o las Fiduciarias), con la finalidad principal de generar pagos de las emisiones de valores que se emitan con cargo al Fideicomiso. Así, del dinero que se recauda de la colocación de los valores emitidos con cargo al Fideicomiso, el Originador recibe la contraprestación de la transferencia de sus activos.

En los últimos cinco años se nota un crecimiento en las operaciones de titularización, siendo principalmente originados por la banca, aunque sigue siendo el instrumento de más lento crecimiento dentro del mercado de valores, en relación a otros instrumentos como la emisión de obligaciones.

Algunas de las ventajas más destacadas son: Liquidez sin crear ni aumentar pasivos; apalancamiento (ampliar la base el negocio); racionalización de los costos de financiamiento; aísla los riesgos (los activos que salen del balance del originador no forman parte del balance del fiduciario); mejora la estructura del balance; reestructuración de pasivos y equilibrar los plazos entre activos y pasivos; calificación del riesgo del originador diferente a la clasificación de la titularización, presencia en el mercado de valores y publicidad y crecimiento de negocios.

ABSTRACT

In the second semester of 1970 Quito's and Guayaquil's Stock Market operations began, which means that in that year the Stock Market was formally established within the country.

Since then, the volume of operations has grown significantly, a team of intermediaries has been developed which have gradually gained experience in Stock Market Techniques and also big steps have been made in order to adequately regulate the market.

A culture of using the Stock Market as a financing source to support business and finance projects has been developed over the years and even though the beginning showed a slow pace, in the last five years there has been a growing interest in knowing and participating in the Stock Market.

Ownership

In every Stock Market there are two kinds of participants that use the Market to satisfy their needs: The ones who need new investments options and the ones in need of new financing options. Each one looking for the product that adapts better to their expectations.

Ownership, as a financial product, satisfies the requirements of those who turn to the Stock Market, and at the same time it represents an attractive option for investors as well as an interesting alternative to those who need to finance productive activities.

Amongst the business financing alternatives we have the Ownership; this is the process in which you can transform assets of low turnover in stock into liquidity, what allows these assets to exist either now or in the future. The basic principle is to be able to generate a future flow of funds.

Ownership is a process in which the Source transfers assets that generate a flow of cash to set up a self governing and Independent net worth called a Trust of Ownership, which would be administered by an entity (Trust and Funds Administrators or Finance Company) with the principal goal of generating the payments of the stocks made from the Trust. That way, from the money collected from the placements of the stocks made from the Trust, the Source gets the compensation from the transfer of its assets.

In the last five years there has been an increment of ownership operations that have been originated by commercial banking, although it's still the slower growing instrument within the Stock Market in relation to other instruments like the emission of bonds.

Some of the more highlight advantages are: Liquidity without creating or increasing liabilities; leverage (amplifying the business base); rationalization of financing expenses; insulation of risks (the assets out of the Source balance are not a part of the financial balance); balance structure improvement; restructures of liabilities and counterbalance of the terms between assets and liabilities; ratings of the risks of the source its different too the ratings of ownership, presence in the stock market, publicity and business growth.

PROYECTO DE TESIS

**CARACTERIZACION Y DEFINICION DEL
PROBLEMA, MARCO TEORICO Y
METODOLÓGICO**

CARACTERIZACION Y DEFINICIÓN DEL PROBLEMA, MARCO TEÓRICO Y METODOLÓGICO

PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

Tema de la Investigación

La titularización como alternativa de financiamiento empresarial y su comportamiento en el mercado de valores en el periodo de 2001 -2006

Descripción del Problema

El mercado financiero es el mecanismo que vincula a los oferentes con los demandantes de los recursos económicos movilizándolos a fin de financiar las actividades productivas en el corto, mediano y largo plazo.

El mercado financiero a su vez se clasifica en Mercado de Dinero y Mercado de Capitales, siendo el primero orientado a financiar necesidades de corto plazo mientras que el mercado de capitales tiene la función de financiar recursos de largo plazo, para el normal desarrollo de las actividades productivas.

En este sentido las empresas necesitan de financiamiento para llevar adelante sus proyectos de corto, mediano y largo plazo que contribuyan a su crecimiento y al crecimiento del país.

Entre las diferentes alternativas y mecanismos de financiamiento empresarial que manejan las empresas, mencionaremos las que se pueden hacer vía Mercado de Valores a través de una oferta pública de valores:

Emisión y Oferta Pública de Acciones; Emisión y Oferta Pública de Deuda; Emisión de Titularización a Largo Plazo, Emisión de Obligaciones, Convertibles en Acciones, Emisión de Obligaciones, Papel Comercial, Pagaré Comercial a través del REVNI (Registro de Valores no Inscrito); Titularización y Fondos Colectivos.

El mercado de valores permite a las empresas obtener recursos económicos óptimo en condiciones y oportunidad a fin de poder financiar las actividades inherentes a su gestión, utilizando ya sea el activo, el pasivo y también el patrimonio.

Análisis del problema

En el último lustro (2001 -2006) el sector productivo de Ecuador ha experimentado situaciones de escasez de fondos para el financiamiento de sus actividades que se ha debido principalmente a dos causas: la debilidad del sistema financiero bancario y derivado de esta situación el costo elevado del dinero, aún con la nueva Ley de Justicia Financiera.

Por estos motivos es necesario contar con otras fuentes de financiamiento alternativos, de manera que no se detenga el crecimiento de las actividades productivas.

Una de estas formas de financiamiento es a través de la "Emisión de Titularización", que es una herramienta que existe en el mercado de capitales.

Formulación del problema

¿Qué factores incidieron para que las empresas escogieran la titularización como medio de mejorar la liquidez de la empresa?

¿Qué hechos provocaron el crecimiento o decrecimiento de la utilización de este mecanismo en los últimos años?

ESTABLECIMIENTO DE LOS OBJETIVOS

Objetivo General

Analizar la titularización como alternativa de financiación de las empresas como mecanismo para disminuir el costo financiero.

Objetivos Específicos

- Definir y analizar la evolución del mercado de valores en el Ecuador y su marco jurídico
- Identificar en que consiste en proceso de titularización y su emisión
- Describir el proceso de financiación a través de la titularización de las empresas financieras y no financieras.
- Analizar los costos financieros que se originan en la utilización de estos instrumentos de financiación y sus ventajas y desventajas

MARCO TEÓRICO Y METODOLÓGICO

Antecedentes

Los antecedentes utilizados para la investigación de la tesis se detallan a continuación:

- Entrevista a funcionarios de la Bolsa de Valores de Guayaquil y de Casas de valores
- Estadísticas de empresas emisoras de titulación
- Libros y textos de estudio
- Revista y boletines
- Publicaciones en sitios WEB

Hipótesis

La Titularización como herramienta de financiamiento hace posible disminuir los costos financieros en relación a otros mecanismos de financiamiento, como Préstamos Bancarios, Emisión de Obligaciones, especialmente cuando el objeto a Titularizar son Flujos Futuros.

Metodología y Diseño de la Investigación

La metodología aplicada se basa en la investigación documental, aplicando la deducción para la explicación de las causas que originaron que las empresas escogieran la titularización como medio de mejorar la posición de liquidez en los últimos 5 años y el crecimiento de su utilización en el mismo periodo.

A través del análisis y las síntesis se expondrán los resultados de los datos estadísticos considerados tanto del funcionamiento del mercado de valores, como así también los del tema específico que nos ocupa, la titularización.

El diseño de esta investigación es no experimental longitudinal, debido a que las causas y los efectos ya han ocurrido en un tiempo dado, por lo que solo se observan los fenómenos tal como se dan en su propio contexto, y desde allí se analizan.

El análisis del marco jurídico del mercado de valores y las titularizaciones nos permitirán definir cuáles son los sujetos susceptibles de utilizar los instrumentos de financiamiento del mercado de valores.

También se pretende establecer la descripción de los procesos de titularización con el propósito que sirvan de ilustración a las empresas que en un futuro deseen emplear dicho instrumento financiero.

Modalidades de la Investigación

La modalidad a seguir será la de investigación documental para analizar la actividad del mercado de valores en el último quinquenio e individualizar las empresas que utilizaron como medio de financiación la titularización.

Población: El universo de los datos obtenidos a través de la Bolsa de Valores de Guayaquil, es el total de las empresas emisoras de titularización, de los sectores financieros y no financieros durante el periodo 2001 -2006.

Muestra no Probabilística: porque se escoge dentro de la población un número considerable de emisores

La investigación de campo se hará mediante la aplicación de entrevista a funcionarios de la Bolsa de Valores de Guayaquil, a funcionarios de las casas de valores y a funcionarios de las empresas que han titularizado en la bolsa de valores para conocer diferentes aspectos de la percepción del instrumento.

Bajo esta modalidad existe un contacto directo con la realidad, por lo que se obtiene información de acuerdo a los objetivos planteados.

Información obtenida:

El tratamiento se hará en dos etapas:

a) Recolección de la información

- Visita a la Superintendencia de Compañías de Guayaquil
- Visita a empresas del sector financiero y no financiero
- Llamadas telefónicas
- Correspondencia por e-mail

b) Procesamiento de la información :

- Revisión de los contenidos
- Tabulación y graficación del análisis estadístico
- Análisis de las titularizaciones ocurridas en el quinquenio seleccionado.
- Presentación y análisis del proceso de titularización
- Análisis comparativo de los mecanismos de financiamiento tradicionales.
- Comprobación de Hipótesis
- Extracción de las conclusiones y recomendaciones.

Análisis Financiero

El análisis financiero esta direccionado principalmente en analizar lo rentable que les significa a las empresas que incursionen en este mecanismo de financiamiento, basado en una vía de transformación de activos y no de un incremento del pasivo que es lo que representa un financiamiento a través de los mecanismos tradicionales.

CAPITULO I

EL MERCADO DE VALORES CONCEPTO
Y EVOLUCION DE LA BOLSA DE
VALORES

I. MERCADO DE VALORES. SU IMPORTANCIA

1. Introducción

Como parte de las estructuras de las funciones relativas a la intermediación financiera ciertamente que el **Mercado de Valores** juega un papel muy importante, pues, con él se propende mejorar la canalización del ahorro y el fomento de la inversión para la optimización del sector productivo.

1.1 Circulación de la Riqueza

La circulación de la riqueza, se ha dicho, es causa y consecuencia del desarrollo económico; justamente los títulos-valores se han creado para satisfacer las necesidades que dicha circulación origina y prácticamente son parte de un esquema jurídico-económico para este tipo de movilización de los recursos.

1.1.1. Mercado de Valores

Evidentemente que la mejor forma de comercializar los valores en forma sistemática, ordenada y transparente, es a través de los centros especiales como son las Bolsas de Valores, y es a través de ellas donde se multiplican las transferencias de tales títulos es decir, donde se optimiza el mercado de valores.

El Mercado de Valores constituye un segmento del mercado de capitales, siendo el medio que permite a las compañías que demandan fondos transar con aquellas que los ofrecen entregando como contrapartida títulos valores.

Este conjunto de factores, a más de otros como el mercado extrabursátil y en parte el informal, forman el mercado de valores, de significativa importancia en la economía moderna mundial y del desarrollo actual, se cree que éste es "el termómetro más fiel para conocer los vaivenes económicos de los países desarrollados, y cada vez asume más este papel aún en los países que están en vías de lograrlo.

El Ecuador ha desarrollado un activo Mercado de Capitales y de negociaciones formales de Títulos Valore, en los últimos años se ha podido observar un crecimiento importante de títulos transados como de emisores inscrito que han incursionado en el mercado de capitales.

1.1.2 Capitalización de Recursos Financieros

Mediante el mercado de valores, se asegura la fuente de financiamiento para la empresa, a través de la capitalización de recursos financieros, y con ellos el concurso del potencial humano y la tecnología, es que se han llegado a crear las sociedades mercantiles de enorme y mediana magnitud por todas partes del orbe en que prima el sistema de economía liberal; empresas que han generado riqueza, bienes y servicios para la misma humanidad.

A través de la capitalización de las empresas, en las que juega un papel importante el mercado de valores, se da paso además a un constante crecimiento de ellas, lo que constituye un incentivo para la inversión. Y a este esquema tienden en forma firme países subdesarrollados como el Ecuador y de otras latitudes, para alcanzar a través de la inversión, mejores metas económicas y sociales; interesante sería que mediante este proceso accionario de inversiones se operara en la compañía abierta, a fin de que los grandes grupos humanos tengan acceso a la inversión; es decir, esta sea popularizada, especialmente en el mercado primario, que es el que provee de nuevos capitales a las empresas privadas, y con acceso también a las interesantes ventajas del mercado secundario, pues éste es importante en cambio para la viabilización de las emisiones primarias, motivando liquidez a los títulos-valores en circulación y es el lugar en el cual los títulos nuevos y otros existentes simplemente se compran y se venden diariamente.

1.2 Bolsa de Valores

Bolsa de valores es una organización privada que brinda las facilidades necesarias para que sus miembros realicen negociaciones de compra venta de acciones de sociedades o compañías anónimas, bonos públicos y privados, certificados, títulos de participación y una variedad de instrumentos de inversión, atendiendo los mandatos de sus clientes.

Las bolsas de valores fomentan el ahorro y la inversión a largo plazo, fortaleciendo al mercado de capitales e impulsando el desarrollo económico y social de los países donde funcionan; los participantes en la operación de las bolsas son básicamente los demandantes de capital (empresas, organismos públicos o privados y otros entes), los oferentes de capital (ahorradores, inversionistas) y los intermediarios.

La negociación de valores en las bolsas se efectúa a través de los miembros de la Bolsa, conocidos usualmente con el nombre de corredores, agentes o comisionistas, sociedades de corretaje de valores y casas de bolsa, de acuerdo a la denominación que reciben en las leyes de cada país, quienes hacen su labor a cambio de una comisión. En algunos mercados, otros entes y personas también tienen acceso parcial al mercado bursátil.

Las bolsas de valores son reguladas y controladas por la Superintendencia de Compañías aunque la mayoría de ellas fueron fundadas en fechas anteriores a la creación de los organismos supervisores oficiales. (1)

La primera Bolsa se creó en Ámsterdam en los primeros años del siglo XVI, cuando esa ciudad era un importante centro del comercio mundial. Más tarde, ese lugar de primacía lo conquistó Londres y su bolsa de valores. Actualmente existen estas instituciones en muchos países, siendo la más importante del mundo, hasta ahora en esta época, la Bolsa de Nueva York, que recientemente comenzó su transformación para convertirse en una red de negociación similar al mercado Nasdaq, también estadounidense, que es una bolsa de valores electrónica que rivaliza con aquella, logrando plantearle una seria competencia. En la casi totalidad de los países existen bolsas de valores, salvo en algunos muy pequeños y otros de régimen comunista, como Cuba y Corea del Norte

(1) En el Ecuador la Bolsa de Valores son Corporaciones Civiles sin fines de lucro, no tiene injerencia directa con el Estado, Son reguladas a través de la Ley de Mercado de Valores.

1.2.1 Función Económica de las Bolsas de Valores

Función económica de las bolsas de valores cumplen un papel muy importante. Al canalizar el ahorro hacia la inversión, ponen en contacto a las empresas y entidades del Estado necesitadas de recursos de inversión con los ahorradores, confieren liquidez a la inversión, de manera que los tenedores de títulos pueden convertir en dinero sus acciones u otros valores con facilidad y, adicionalmente, favorecen una asignación eficiente de los recursos.

Por otra parte, las bolsas están sujetas a los riesgos de los ciclos económicos y sufren los efectos de los fenómenos psicológicos que pueden elevar o reducir los precios de los títulos y acciones a niveles que chocan con la realidad y causan efectos posteriores perjudiciales

1.2.2 Origen de la palabra "Bolsa"

Las bolsas reciben esta denominación desde que, en el siglo XIII, en la ciudad europea de Brujas, de la región de Flandes, una familia noble, encabezada por Van Der Buërse, realizaba reuniones de carácter mercantil. El escudo de armas de esta familia estaba representado por tres bolsas de piel, las monederas de la época. Para la fecha, el volumen de las negociaciones, la importancia de esta familia y las transacciones que allí se realizaban le dieron el nombre a lo que actualmente se conoce como "bolsa", por el apellido Buërse. Este término se traduce al francés como bourse, en alemán se utiliza la palabra börse y en italiano el vocablo borsa. En idioma inglés no aplica ese término sino Stock Exchange.

1.2.3 El término “Bolsa de Comercio”

En algunas ciudades, por razones históricas, algunos de estos centros de transacción son conocidos con la denominación Bolsa de Comercio, como por ejemplo Buenos Aires y Santiago, pero en realidad lo que se negocia son valores y no mercancías ni otros activos, y por ello mismo la mayoría se denominan “Bolsa de Valores”.

1.2.4 Supervisión, Regulación y Funcionamiento

En la mayoría de los países es necesaria la aprobación de la Comisión Nacional de Valores o la Superintendencia de Valores, para que títulos o certificados privados puedan ser negociados en la Bolsa. Generalmente los títulos públicos, emitidos por los gobiernos, no requieren tal autorización.

Las comisiones de valores cumplen funciones de supervisión, regulación y control de corredores, asesores de inversión, casas de bolsa, bolsas de valores, empresas emisoras de valores, las calificadoras de riesgo y las cajas de valores, entre otras entidades.

1.2.5. Bolsas de Derivados y de Commodities

Desde hace muchos años existen otras entidades, igualmente reguladas y controladas por las comisiones de valores, que sirven de escenario para la transacción de derivados como futuros, opciones y swaps. Un ejemplo muy conocido es el MEFF, mercado español de opciones y futuros financieros.

1.2.5.1 Bolsas Agrícolas

También existen otro tipo de bolsas de insumos y productos agropecuarios, como Bolpriaven, en Venezuela, donde se negocian contratos de compra venta de productos, insumos y servicios de origen o destino agropecuario y certificados ganaderos, certificados de depósito y bonos de prenda, entre otros instrumentos, de manera regulada y bajo supervisión de la Comisión Nacional de Valores.

Adicionalmente, existen bolsas en donde es posible transar tanto productos derivados, valores y commodities físicos, ya sea a través de mecanismos de transacción electrónicos o través de sistemas de información para la celebración de operaciones forward. Un ejemplo de bolsa mixta en la que puede transarse tanto valores como derivados y commodities es la Bolsa Nacional Agropecuaria en Colombia, y la Bolsa de Productos Agropecuarios de Chile, igualmente reglamentadas, supervisadas y controladas.

1.2.6 El Mercado Estadounidense

Mención aparte merecen algunos centros transaccionales como la CBOT, la Bolsa de Comercio de Chicago, fundada en 1848. Esta bolsa es líder en negociación de contratos a futuro en el comercio de bienes básicos agrícolas y también ha incursionado en la negociación de futuros sobre bienes básicos agrícolas perecederos y bienes básicos no agrícolas.

En 1975, la Bolsa de Comercio de Chicago introdujo el primer contrato a futuro sobre un activo financiero y a partir de entonces ha sido pionera en la negociación de futuros sobre títulos y notas del Tesoro Americano, índices accionarios y otros. En 1982 se comenzaron a realizar opciones sobre contratos futuros.

Otro de los más importantes mercados de este tipo, también estadounidense, es el NYMEX, Nueva York Mercantile Exchange. Fundado en 1872 para negociar queso, manteca, y huevos, cambió su énfasis para cubrir contratos de futuros en platino, paladio, y energía (petróleo crudo, gasolina, etc.), así como también opciones en algunos de sus contratos. Sus dos divisiones principales son un mercado de cambio de monedas y un mercado de materias primas.

Igualmente, New York Futures Exchange (NYFE), la Bolsa de Futuros de Nueva York, creada para negociar los contratos financieros de futuros. Hoy, la Bolsa de Futuros de Nueva York tiene índice de acciones de contratos de futuros, basados en los índices de la Bolsa de Valores Compuestos de Nueva York (NYSEC) y el CRB (Commodity Research Bureau), que está integrado por 17 materias primas cuyos futuros cotizan en mercados de EEUU, así como los índices Russell 2000 y Russell 3000, que representan la mayor parte de las empresas cotizadas de Estados Unidos. (El Russell 3000 es un promedio ponderado de las 3000 compañías más grandes en los Estados Unidos de acuerdo a su capitalización de mercado y el Rusell 2000 es un subíndice con 2000 de las 3000 empresas, que son más pequeñas que las otras 1000 y suman un 8% de la capitalización total.

1.2.7 Los Mercados de Valores de Europa

En Europa, Este mercado es producto de la fusión de la París, Ámsterdam, Luxemburgo, Bruselas, Lisboa y Bolsa de Oporto.

1.3 MERCADO DE VALORES EN ECUADOR: CONCEPTO Y EVOLUCIÓN

1.3.1 Introducción

El mercado de valores es de gran importancia en el mundo actual, por la proyección y circulación de los recursos financieros que tienden a fortalecer la empresa, lo que tiende a fortalecer la economía y productividad para el bien social. No sin razón la Ley de Mercado de Valores del Ecuador, (dada en 1993 reformada en 1998 y codificada en 2006), en su primera consideración, reza:

"Que una eficiente utilización de los instrumentos financieros en el mercado de valores permite una mejor canalización del ahorro, lo que fortalece el sector productivo, con la consiguiente generación del empleo e incremento en la producción de bienes y servicios".

Este criterio legal resume sobre la importancia del mercado de valores, que puede ser aplicable en cualquier parte, pues describe una filosofía básica de la inversión y su orientación al sector productivo, en la contemporaneidad.

Lo que sí se espera es que el mercado sea pulcro, transparente y útil económica y socialmente, que garantice la confianza del público inversor, y a esto propende la misma Ley, al expresar su segundo considerando:

"Que es necesario precautelar los intereses de los inversionistas en valores, democratizar la participación en el capital social de la empresa y velar por un mercado de valores auto-sostenido, eficiente, organizado, integrado y transparente".

Con los antecedentes expuestos respecto a la importancia del mercado bursátil y tomando en cuenta los caracteres de los títulos-valores especialmente que estos

surgen para satisfacer las necesidades de circulación de la riqueza y financiamiento de la empresa, ese mercado, como fenómeno mercantil, que cada vez se organiza y sistematiza en mayor proporción y significación, especialmente en la bolsa de valores, ciertamente que da y ha dado lugar a la Normativa Jurídica

No obstante lo medianamente que ha sido aceptada esta esfera del Derecho, bien se puede considerar que lo bursátil en lo jurídico existió prácticamente a partir del apareamiento de las primeras compañías cuyo capital se dividió en acciones (como las Compañías de Indias Orientales holandesa e inglesa) y más aún con la aparición del mercado de valores más antiguo como la Bolsa de Londres en el siglo XVII y la Bolsa de Amsterdam en el siglo anterior por ese mismo tiempo de la que hay indicios de que se especulaba en torno a los títulos, en el siglo XVIII. Por consiguiente, se hizo necesario, a más de las normas societarias como en el caso de las compañías, la necesidad de una normatividad jurídica en lo tocante a los títulos valores y a la misma Bolsa.

1.3.2 Operaciones del Mercado de Valores

El mercado de valores constituye un segmento del mercado de capitales y es el medio dentro del cual las compañías que demandan fondos y transan con aquellas que los ofrecen a través de documentos o títulos valores.

Por medio de la interacción de las fuerzas de la oferta y la demanda es que se fija el precio de los títulos (como en cualquier mercado), además la negociación puede realizarse tanto en el mercado bursátil como en el extrabursátil, pero esencialmente deben ser valores inscrito en **Registro del Mercado de Valores** ya que constituye un requisito previo para participar en este mercado.

El Ecuador no es ajeno a la realidad del Mercado de Capitales y las negociaciones de Títulos Valores.

1.3.2.1 Características del Mercado de Valores

- Aglomera los recursos de los ahorradores.
- Ofrece numerosas alternativas de inversión a corto y largo plazo.
- Reduce los costos de transacción por economías de escala en la movilización de recursos.
- Las entidades partícipes constantemente reportan información, facilitando la toma de decisiones y el seguimiento permanente.
- El ofrecimiento de un mayor número de alternativas de inversión reduce los riesgos y diversifica el portafolio.
- Mejor manejo de los ciclos de liquidez e iliquidez.
- Permite acceder a montos importantes de financiamiento.

1.3.2.2 Elementos que conforman el Mercado de Capitales

La emisión, suscripción, intermediación y negociación de los documentos emitidos en serie o en masa respecto de los cuales se realiza oferta pública que otorgan a sus titulares derechos de crédito, de participación y de tradición o representativos de mercancías.

Tipos de Valores

Existe una diversidad de Títulos Valores en el Mercado con diferentes características que permite ajustarse a las necesidades que demanden los inversionistas, los cuales pueden negociarse en el Mercado Bursátil y Extrabursátil. (Ver Anexo # 1)

- Las acciones
- Los bonos
- Los papeles comerciales
- Los certificados de depósito de mercancías
- Cualquier título o derecho resultante de un proceso de titularización
- Cualquier título representativo de capital de riesgo
- Los certificados de depósito a término
- Las aceptaciones bancarias
- Las cédulas hipotecarias
- Cualquier título de deuda pública
- Obligaciones
- Obligaciones convertibles en acciones.

Objetivos del Mercado de Capitales:

- Permite la transferencia de recursos de los ahorradores, a inversiones en el sector productivo de la economía.
- Establece eficientemente recursos a la financiación de empresas del sector productivo.
- Reduce los costos de selección y asignación de recursos a actividades productivas.
- Posibilita la variedad del riesgo para los agentes participantes.
- Ofrece una amplia gama de productos, de acuerdo con las necesidades de inversión o financiación de los participantes en el mercado.
- La protección de los inversores, garantizar que los mercados sean justos, eficientes y transparentes, la reducción del riesgo sistémico.

Este mercado está regulado por 30 principios basados en los objetivos citados anteriormente, los cuales se encuentran agrupados en ocho categorías que se relacionan a continuación:

- 1) Principios relativos al Regulador
- 2) Principios de autorregulación
- 3) Principios para la aplicación de la regulación de valores
- 4) Principios de cooperación en la regulación
- 5) Principios para los emisores
- 6) Principios para las instituciones de inversión colectiva
- 7) Principios para los intermediarios del mercado
- 8) Principios relativos a los Mercados Secundarios

1.3.3 El Mercado de Valores y su Marco Legal

El Mercado de Valores en el Ecuador reconoce los segmentos bursátil y extrabursátil, las bolsas de valores, las asociaciones gremiales, las casas de valores, las administradoras de fondos y fideicomisos, las calificadoras de riesgo, los emisores, las auditoras externas y demás participantes que de cualquier manera actúen en el mercado de valores; quienes estarán sujetos a las normativas de los entes de control Superintendencia de Compañías y el Consejo Nacional de Valores, como organismos regulador y de control respectivamente.

1.3.3.1 Negociación Bursátil y Extrabursátil

El mercado de valores utiliza los mecanismos previstos en esta Ley, para canalizar los recursos financieros hacia las actividades productivas, a través de la negociación de valores en los segmentos bursátil y extrabursátil.

Mercado Bursátil es el conformado por ofertas, demandas y negociaciones de valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores y en las Bolsas de Valores, realizadas en éstas por los intermediarios de valores autorizados.

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

1.3.3.2 De la intermediación de Valores y de los Intermediarios.-

La intermediación de valores es el conjunto de actividades, actos y contratos que se los realiza en los mercados bursátil y extrabursátil, con el objeto de vincular las ofertas y las demandas para efectuar la compra o venta de valores.

Son intermediarios de valores únicamente las casas de valores, las que podrán negociar en dichos mercados por cuenta de terceros o por cuenta propia, de acuerdo a las normas que expida el Consejo Nacional de Valores.

Las instituciones del sistema financiero podrán adquirir, conservar o enajenar, por cuenta propia, los valores de renta fija u otros valores, según los define esta Ley. Se prohíbe a dichas instituciones efectuar operaciones de intermediación de valores por cuenta de terceros en el mercado extrabursátil, pudiendo hacerlo únicamente por intermedio de una casa de valores.

1.3.4 Oferta Pública de Valores

Concepto y alcance.-

Oferta pública de valores es la propuesta dirigida al público en general, o a sectores específicos de éste, de acuerdo a las normas de carácter general que para el efecto dicte el Consejo Nacional de Valores, con el propósito de negociar valores en el mercado. Tal oferta puede ser primaria o secundaria.

Oferta pública primaria de valores, es la que se efectúa con el objeto de negociar por primera vez en el mercado de valores. (2)

Oferta pública secundaria de valores, es la que se efectúa con el objeto de negociar en el mercado, aquellos valores emitidos y colocados previamente.

1.3.4.1 Requisitos para la Oferta Pública de Valores

Para poder efectuar una oferta pública de valores, previamente se deberá cumplir con los siguientes requisitos:

1. Tener la calificación de riesgo para aquellos valores representativos de deuda o provenientes de procesos de titularización, de conformidad al criterio de calificación establecido en esta Ley.

(2) Art. 11. de la Ley de Mercado de Valores

2. Únicamente se exceptúa de esta calificación a los valores emitidos, avalados o garantizados por el Banco Central del Ecuador o el Ministerio de Economía y Finanzas, así como las acciones de compañías o sociedades anónimas, salvo que por disposición fundamentada lo disponga el C.N.V. para este último caso;
3. Encontrarse inscrito en el Registro del Mercado de Valores tanto el emisor como los valores a ser emitidos por éste; y,
4. Haber puesto en circulación un prospecto o circular de oferta pública que deberá ser aprobado por la Superintendencia de Compañías.

La Superintendencia de Compañías procederá a la inscripción correspondiente en el Registro del Mercado de Valores, una vez que los emisores le hayan proporcionado, la información completa, veraz y suficiente sobre su situación financiera y jurídica de conformidad con las normas que expida el Consejo Nacional de Valores.

Dónde registrarse

Dentro de la Superintendencia de Compañías el Registro del Mercado de Valores en el cual se inscribirá la información pública respecto de los emisores, los valores y las demás instituciones reguladas por esta Ley.

La inscripción en el Registro del Mercado de Valores, constituye requisito previo para participar en los mercados bursátil y extrabursátil.

En el Registro del Mercado de Valores deberán inscribirse:

- Los valores que sean objeto de oferta pública y sus emisores;
- Las bolsas de valores y sus reglamentos de operación;
- Las casas de valores y sus reglamentos de operación;
- Los operadores de las casas de valores;
- Los operadores que actúen a nombre de los inversionistas institucionales;
- Los depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores y, sus reglamentos internos y de operación;
- Los fondos de inversión, sus reglamentos internos y contratos de incorporación;
- Los valores producto del proceso de titularización;
- Las administradoras de fondos de inversión y fideicomisos y sus reglamentos de operación;
- Los contratos de fideicomiso mercantil y de encargos fiduciarios, de conformidad con las normas de carácter general que para el efecto dicte el Consejo Nacional de Valores;
- Las calificadoras de riesgo, su comité de calificación, su reglamento interno y, procedimiento técnico de calificación;
- Las compañías de auditoría externa que participen en el mercado de valores;
- Los demás entes, valores o entidades que determine el Consejo Nacional de Valores.

La inscripción obliga a los registrados a difundir la información de acuerdo con las normas que para el efecto expedirá el Consejo Nacional de Valores.

Para la inscripción de un emisor y sus valores, se requerirá previamente de calificación de riesgo, excepto en los casos previstos en la Ley de Mercado de Valores y sus reglamentos. No se admitirá la inscripción de un emisor que no esté

acompañada de la inscripción de un valor específico o de por lo menos uno del giro ordinario de su negocio.

El Consejo Nacional de Valores, regula la inscripción y su mantenimiento, a fin de lograr que la información derivada de la inscripción y su mantenimiento permita al público identificar con precisión el valor o participante registrado y sus características. .

De la Información

Con el propósito de garantizar la transparencia del mercado, los participantes deberán registrarse y mantener actualizada la información requerida por la Ley y sus normas complementarias.

El Consejo Nacional de Valores establece el contenido, la forma y periodicidad con la que deberá presentarse la información y lo hará en consideración a las características de los emisores, de los valores ofrecidos o de las entidades que se sometan a registro. No se considerará pública la información de entidades controladas por la Superintendencia de Bancos y Seguros, que ésta clasifique como reservada. (3)

(3) Art.24. de la Ley de Mercado de Valores

1.3.5 Mercado Primario y Secundario

Mercado Primario, es aquel en que los compradores y el emisor participan directamente o a través de intermediarios, en la compraventa de valores de renta fija o variable y determinación de los precios ofrecidos al público por primera vez.

Mercado Secundario, comprende las operaciones o negociaciones que se realizan con posterioridad a la primera colocación; por lo tanto, los recursos provenientes de aquellas, los reciben sus vendedores. (4)

1.3.6 Valores de Renta Fija

Valores de renta fija son aquellos cuyo rendimiento no depende de los resultados de la compañía emisora, sino que está predeterminado en el momento de la emisión y es aceptado por las partes.

El emisor puede colocar los valores de renta fija que emita en el mercado primario bursátil o extrabursátil, a través de una casa de valores, pudiendo colocar también directamente dichos valores en el mercado primario extrabursátil.

En el mercado secundario extrabursátil, los inversionistas institucionales, podrán comprar y vender valores de renta fija por cuenta propia. Para tales efectos, se considera que las administradoras de fondos y fideicomisos, cuando actúen por los fondos y fideicomisos que administren, hacen inversiones por cuenta propia.

(4) Art. 29 Ley de Mercado de Valores.

1.3.7 Valores de Renta Variable

Valores de renta variable son el conjunto de los activos financieros que no tienen un vencimiento fijo y cuyo rendimiento está expresado en forma de dividendos o capital, variará según el desenvolvimiento del emisor.

Tanto en el mercado primario como secundario los valores de renta variable, inscritos en bolsa deberán negociarse únicamente en el mercado bursátil a través de las casas de valores, con excepción de las transferencias de acciones originadas en fusiones, herencias, legados, donaciones y liquidaciones de sociedades conyugales o de hecho. Serán nulas las negociaciones realizadas con violación de lo que dispone la Ley de Mercado de Valores al respecto.

Los representantes legales de emisores cuyas acciones se encuentran inscritas en las bolsas de valores, deberán abstenerse de inscribir transferencias de dichas acciones sin que previamente se les haya presentado la respectiva liquidación de bolsa, salvo en los casos determinados en el párrafo anterior.

1.3.8 Bolsa de Valores

Del Objeto y Naturaleza.-

Bolsas de valores son las corporaciones civiles, sin fines de lucro, autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías, que tienen por objeto brindar a sus miembros los servicios y mecanismos requeridos para la negociación de valores.

Podrán realizar las demás actividades conexas que sean necesarias para el adecuado desarrollo del mercado de valores

Los beneficios económicos que produjeran las bolsas de valores deberán ser reinvertidos en el cumplimiento de su objeto.

1.3.8.1 De la Constitución y Autorización de Funcionamiento.-

La Superintendencia de Compañías autorizará la constitución de una bolsa de valores, procediendo simultáneamente a su inscripción en el Registro del Mercado de Valores, cuando acredite que se ha constituido para el objeto previsto en esta Ley, cuente con un patrimonio mínimo de setecientos ochenta y ocho mil seiscientos setenta (788.670) dólares de los Estados Unidos de América, y tenga al menos diez miembros que reúnan todas las condiciones para poder actuar como casa de valores.

Todo acto jurídico que implique modificación a su estatuto deberá ser aprobado por la Superintendencia de Compañías, previo el cumplimiento de los requisitos legales y estatutarios.

Si durante la existencia de una bolsa de valores, el número de casas de valores miembros se redujere a menos de diez, ésta deberá subsanar la deficiencia en un plazo no mayor a ciento ochenta días, contados desde la fecha en que se generó la misma.

Las Bolsas de Valores deberán mantener los parámetros, índices, relaciones y demás normas de solvencia y prudencia financiera y controles que determinada por el C.N.V., tomando en consideración el desarrollo del mercado de valores y la situación económica del país.

1.3.8.2 De los Miembros de la Bolsa y su Patrimonio.-

Serán miembros de una bolsa de valores las casas de valores autorizadas por la Superintendencia de Compañías que hayan sido admitidas como tales, luego de cumplir los requisitos previstos en el estatuto y reglamentos de la respectiva bolsa, entre los que necesariamente estará el de ser propietario de una cuota patrimonial de esa bolsa.

Las bolsas de valores deberán aceptar como miembros a las casas de valores que hayan cumplido dichos requisitos y que fueren propietarias de una cuota patrimonial.

El interesado en adquirir una cuota patrimonial deberá presentar su demanda en rueda de bolsa, de acuerdo con los procedimientos internos. A falta de una oferta, la bolsa de valores, donde se realizó la demanda, estará obligada a emitir una cuota. (5)

1.3.8.3 De la Rueda de Bolsa y de otros Mecanismos de Negociación.-

Rueda de bolsa es la reunión o sistema de interconexión de operadores de valores que, en representación de sus respectivas casas de valores, realizan transacciones con valores inscritos en bolsa. La rueda de bolsa debe celebrarse todos los días hábiles, en el horario que determine la norma interna de la respectiva bolsa.

(5) Art. 44 y 45. Ley de Mercado de Valores

La rueda de bolsa será conducida por un funcionario, denominado **director de rueda**, a quien compete resolver las cuestiones y conflictos que se susciten durante el curso de ésta, respecto de la realidad y validez de las operaciones.

Las bolsas de valores podrán establecer otros sistemas de negociación tales como: subastas, rueda electrónica, sistemas transaccionales y de información para atender al mercado extrabursátil y otros mecanismos que autorice la Superintendencia de Compañías, que permitan el encuentro ordenado de ofertas y demandas y la ejecución de las correspondientes negociaciones por parte de las casas de valores.

1.3.9 Casas de Valores

De su Naturaleza y Requisitos de Operación.-

Casa de valores es la compañía anónima autorizada y controlada por la Superintendencia de Compañías para ejercer la intermediación de valores, cuyo objeto social único es la realización de las actividades previstas en esta Ley. Para constituirse deberá tener como mínimo un capital inicial pagado de ciento cinco mil ciento cincuenta y seis (105.156) dólares de los Estados Unidos de América, a la fecha de la apertura de la cuenta de integración de capital, que estará dividido en acciones nominativas.

Las casas de valores 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. (6)

(6) Art. 56 y 57 de la Ley de Mercado de Valores

1.3.9.1 Intermediación y Responsabilidad de las Casas de Valores.-

Toda orden para efectuar una operación bursátil se entenderá respecto de la casa de valores y de los comitentes, efectuada sobre la base que éstos quedan sujetos a los reglamentos de la bolsa respectiva; y, en el mercado extrabursátil a las normas de carácter general que expida el C.N.V.

Las casas de valores negociarán en el mercado de valores a través de operadores inscritos en el Registro del Mercado de Valores, quienes actuarán bajo responsabilidad solidaria con sus respectivas casas. Los representantes legales, dependientes y operadores de una casa de valores no podrán serlo simultáneamente de otra casa de valores.

Las casas de valores podrán suscribir contratos con los inversionistas institucionales para que bajo el amparo y responsabilidad de éstas, puedan realizar operaciones directas en bolsa. El Consejo Nacional de Valores, expedirá las normas especiales para estos contratos.

Las casas de valores que actúen en la compra o venta de valores, quedan obligadas a pagar el precio de la compra o efectuar la entrega de los valores vendidos, sin que puedan oponer la excepción de falta de provisión.

1.3.9.2 De las facultades de las Casas de Valores.-

Las casas de valores tendrán las siguientes facultades:

- Operar, de acuerdo con las instrucciones de sus comitentes, en los mercados bursátil y extrabursátil;
- Administrar portafolios de valores o dineros de terceros para invertirlos en instrumentos del mercado de valores de acuerdo con las instrucciones de sus comitentes. Se considera portafolio de valores a un conjunto de valores administrados exclusivamente para un solo comitente;
- Adquirir o enajenar valores por cuenta propia;
- Realizar operaciones de underwriting con personas jurídicas del sector público, del sector privado y con fondos colectivos;
- Dar asesoría e información en materia de intermediación de valores, finanzas y valores, estructuración de portafolios de valores, adquisiciones, fusiones, escisiones u otras operaciones en el mercado de valores, promover fuentes de financiamiento, para personas naturales o jurídicas y entidades del sector público. Cuando la asesoría implique la estructuración o reestructuración accionaria de la empresa a la cual se la está proporcionando, la casa de valores podrá adquirir acciones de la misma, para su propio portafolio, aunque dichas acciones no estuvieren inscritas en el Registro del Mercado de Valores. El plazo para mantener estas inversiones será determinado mediante norma de carácter general emitida para el efecto por el Consejo Nacional de Valores;

- Explotar su tecnología, sus servicios de información y procesamiento de datos y otros relacionados con su actividad;
- Anticipar fondos de sus recursos a sus comitentes para ejecutar órdenes de compra de valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores, debiendo retener en garantía tales valores hasta la reposición de los fondos y dentro de los límites y plazos que establezcan las normas que para el efecto expedirá el Consejo Nacional de Valores;
- Ser accionista o miembro de instituciones reguladas por esta Ley, con excepción de otras casas de valores, administradoras de fondos y fideicomisos, compañías calificadoras de riesgo, auditores externos, del grupo empresarial o financiero al que pertenece la casa de valores y sus empresas vinculadas;
- Efectuar actividades de estabilización de precios únicamente durante la oferta pública primaria de valores, de acuerdo con las normas de carácter general que expida el Consejo Nacional de Valores;
- Realizar operaciones de reporto bursátil de acuerdo con las normas que expedirá el Consejo Nacional de Valores;
- Realizar actividades de "market - maker" (hacedor del mercado), con acciones inscritas en bolsa bajo las condiciones establecidas por el Consejo Nacional de Valores, entre las que deberán constar patrimonio mínimo, endeudamiento, posición, entre otros; y,
- Las demás actividades que autorice el Consejo Nacional de Valores, en consideración de un adecuado desarrollo del mercado de valores en base al carácter complementario que éstas tengan en relación con su actividad principal

1.3.10 Fondos de Inversión

Definición y Objeto.-

Fondo de inversión es el patrimonio común, integrado por aportes de varios inversionistas, personas naturales o jurídicas y, las asociaciones de empleados legalmente reconocidas, para su inversión en los valores, bienes y demás activos que esta Ley permite, correspondiendo la gestión del mismo a una compañía administradora de fondos y fideicomisos, la que actuará por cuenta y riesgo de sus aportantes o partícipes.

Los aportes quedarán expresados, para el caso de los fondos administrados, en unidades de participación, de igual valor y características, teniendo el carácter de no negociables. En el caso de los fondos colectivos, los aportes se expresarán en cuotas, que son valores negociables.

Cuando en este título se haga referencia a los fondos, sin precisar si se trata de fondos administrados o colectivos, se entenderá que la remisión se aplica a ambos tipos. (7)

(7) Art.75 Ley de Mercado de Valores

1.3.10.1 Clases de fondos.-

Los fondos de inversión, se clasifican en:

a) Fondos Administrados

Son aquellos que admiten la incorporación, en cualquier momento de aportantes, así como el retiro de uno o varios, por lo que el monto del patrimonio y el valor de sus respectivas unidades es variable; y,

b) Fondos Colectivos

Son aquellos que tienen como finalidad invertir en valores de proyectos productivos específicos. El fondo estará constituido por los aportes hechos por los constituyentes dentro de un proceso de oferta pública, cuyas cuotas de participación no son rescatables, incrementándose el número de sus cuotas como resultado de su suscripción y pago, durante su respectivo período de colocación y, reduciéndose su monto sólo con ocasión de una reducción parcial de ellas, ofrecida a todos los aportantes, o en razón de su liquidación.

Estos fondos y su administrador se someterán a las normas del fideicomiso mercantil. Exclusivamente para este tipo de fondos, la administradora podrá fungir como emisor de procesos de titularización. Las cuotas de estos fondos, que deberán someterse a calificación de riesgo, serán libremente negociables.

Conforme a los tipos de fondos antes mencionados, se podrán organizar distintas clases de fondos para inversiones específicas, tales como educacionales, de vivienda, de pensiones, de cesantía y otros que autorice el Consejo Nacional de Valores.

De los Fondos Internacionales.-

Estos fondos pueden ser de tres clases:

- a) Fondos administrados o colectivos constituidos en el Ecuador que recibirán únicamente inversiones de carácter extranjero para inversión en el mercado ecuatoriano.** Estos fondos deberán inscribirse en el Registro del Mercado de Valores y se someterán a las normas establecidas para los fondos de inversión, exceptuando los requisitos de participación máxima, debiendo cumplir con los requisitos de registro que estén vigentes para la inversión extranjera en el país. Los rendimientos podrán ser reembolsados en todo momento atendiendo los plazos fijados en sus normas internas;
- b) Fondos administrados o colectivos constituidos en el Ecuador, por nacionales o extranjeros, con el fin de que dichos recursos se destinen a ser invertidos en valores tanto en el mercado nacional como en el internacional.** Estos fondos se sujetarán a las leyes y regulaciones del Ecuador. Corresponderá al C.N.V., mediante norma de carácter general regular los requerimientos de liquidez, riesgo e información financiera de los mercados y valores en los que se invertirán los recursos del fondo; y,
- c) Fondos constituidos en el exterior, por nacionales o extranjeros. Estos fondos podrán actuar en el mercado nacional y constituirse con dineros provenientes de ecuatorianos o extranjeros.**
Las inversiones de los fondos de inversión constituidos con aportes de residentes en el país en moneda extranjera, se regirán por las normas de

carácter general que para el efecto expida el Directorio del Banco Central del Ecuador, en todo caso, los fondos que hayan sido constituidos en el exterior y que capten recursos de residentes en el Ecuador, deberán hacerlo por intermedio de una Administradora de

Fondos constituida en el Ecuador, para lo cual deberán firmar el respectivo convenio de representación, con responsabilidad fiduciaria y sujetarse a los requisitos de información que requiera la Superintendencia de Compañías.

Las administradoras de fondos y fideicomisos constituidas en el Ecuador, serán las únicas instituciones autorizadas para manejar o representar fondos internacionales.

1.3.10.2 Constitución de los Fondos y Autorización de Funcionamiento.

Los fondos se constituirán por escritura pública que deberá ser otorgada por los representantes legales de la administradora, e inscrita en el Registro del Mercado de Valores. La escritura pública deberá contener los requisitos mínimos que determine el Consejo Nacional de Valores.

La Superintendencia de Compañías autorizará el funcionamiento de un fondo, cualquiera que éste sea, previa verificación de que la escritura pública de constitución y del reglamento interno del fondo, se ajusten a las disposiciones de esta Ley y sus normas complementarias; que su administradora se encuentre inscrita en el Registro del Mercado de Valores y tenga el patrimonio mínimo exigido para gestionarlo; que tratándose de un fondo colectivo se encuentren inscritas en el registro las respectivas emisiones de cuotas .(8)

(8) Art. 77 Ley de Mercado de Valores.

1.3.11 Sociedades Administradoras de Fondos y Fideicomisos

Del objeto y constitución.-

Las Administradoras de Fondos y Fideicomisos deben constituirse bajo la especie de compañías o sociedades anónimas. Su objeto social está limitado a:

- a) Administrar fondos de inversión;
- b) Administrar negocios fiduciarios, definidos en esta Ley;
- c) Actuar como emisores de procesos de titularización; y,
- d) Representar fondos internacionales de inversión.

Para ejercer la actividad de administradora de negocios fiduciarios y actuar como emisora en procesos de titularización.⁽⁹⁾ (Ver Anexo 3)

1.3.11.1 Fideicomiso Mercantil y Encargo Fiduciario

Contrato de Fideicomiso Mercantil.-

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

(9) Art.97 Ley de Mercado de Valores

El Patrimonio Autónomo, esto es el conjunto de derechos y obligaciones afectados a una finalidad y que se constituye como efecto jurídico del contrato, también se denomina fideicomiso mercantil; así, cada fideicomiso mercantil tendrá una denominación peculiar señalada por el constituyente en el contrato a efectos de distinguirlo de otros que mantenga el fiduciario con ocasión de su actividad.

Cada **patrimonio autónomo** (fideicomiso mercantil), está dotado de personalidad jurídica, siendo el fiduciario su representante legal, quien ejercerá tales funciones de conformidad con las instrucciones señaladas por el constituyente en el correspondiente contrato.

El patrimonio autónomo (fideicomiso mercantil), no es, ni podrá ser considerado como una sociedad civil o mercantil, sino únicamente como una ficción jurídica capaz de ejercer derechos y contraer obligaciones a través del fiduciario, en atención a las instrucciones señaladas en el contrato.

1.3.12 Titularización de Activos.-

Se podrá utilizar el contrato de fideicomiso mercantil como medio para llevar a cabo procesos de titularización de activos, cuyas fuentes de pago serán, exclusivamente los bienes del fideicomiso y los mecanismos de cobertura correspondientes, conforme lo dispuesto en la Ley de Mercado de Valores.⁽¹⁰⁾

(10) Art.109 Ley de Mercado de Valores.

1.3.12.1 De la Titularización.-

Es el proceso mediante el cual se emiten valores susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil, emitidos con cargo a un patrimonio autónomo.

Los valores que se emitan como consecuencia de procesos de titularización constituyen valores en los términos de la presente Ley. No se podrán promocionar o realizar ofertas públicas de derechos fiduciarios sin haber cumplido previamente los requisitos establecidos para los procesos de titularización. (Ver Anexo 4)

1.3.13 Emisión de Obligaciones

Del alcance y características.-

Obligaciones son los valores emitidos por las compañías anónimas, de responsabilidad limitada, sucursales de compañías extranjeras domiciliadas en el Ecuador u organismos seccionales que reconocen o crean una deuda a cargo de la emisora.

Las obligaciones podrán estar representadas en títulos o en cuentas en un depósito centralizado de compensación y liquidación de valores. Tanto los títulos como los certificados de las cuentas tendrán las características de ejecutivos y su contenido se sujetará a las disposiciones que para el efecto dictará el Consejo Nacional de Valores. (Ver Anexo 5)

La emisión de valores consistentes en obligaciones podrá ser de largo o corto plazo. En este último caso se tratará de papeles comerciales. Se entenderá que son obligaciones de largo plazo, cuando éste sea superior a trescientos sesenta días contados desde su emisión hasta su vencimiento.

1.3.13.1 Requisito de Calificación de Riesgo.-

Toda emisión de obligaciones requerirá de calificación de riesgo, efectuada por compañías calificadoras de riesgo inscritas en el Registro del Mercado de Valores. Durante el tiempo de vigencia de la emisión, el emisor deberá mantener la calificación actualizada de conformidad con las normas que para el efecto expida el Consejo Nacional de Valores.

1.3.13.2 De las Obligaciones Convertibles.-

Las compañías anónimas, podrán emitir obligaciones convertibles en acciones, que darán derecho a su titular o tenedor para exigir alternativamente o que el emisor le pague el valor de dichas obligaciones, conforme a las disposiciones generales, o las convierta en acciones de acuerdo a las condiciones estipuladas en la escritura pública de emisión. La conversión puede efectuarse en época o fechas determinadas o en cualquier tiempo a partir de la suscripción, o desde cierta fecha o plazo. (11)

La resolución sobre la emisión de obligaciones convertibles implica simultáneamente la resolución de aumentar el capital de la compañía emisora por lo menos hasta el monto necesario para atender las posibles conversiones. Los accionistas tendrán derecho de preferencia de conformidad con la Ley de Compañías, para adquirir las obligaciones convertibles que se emitan. En caso de no ejercerlo, no se podrá reclamar derecho alguno sobre las acciones que se emitan para atender el derecho de conversión.

(11) Art. 160 y 161 Ley de Mercado de Valores.

1.3.14 Calificadora de Riesgo

Del objeto y constitución.-

Las calificadoras de riesgo son sociedades anónimas o de responsabilidad limitada autorizada y controlada 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.

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.

Estas sociedades deberán cumplir los parámetros, índices, relaciones y demás normas de solvencia, exigencia y controles que determine el C.N.V., de acuerdo a su objeto social, tomando en consideración el desarrollo del mercado de valores y la situación económica del país. (12)

Dichas sociedades deberán incluir en su nombre, la expresión "Calificadora de Riesgos", la que será de uso exclusivo para todas aquellas entidades que puedan desempeñarse como tales según lo establece esta Ley.

(12) Art. 185 y 186 Ley Mercado de Valores

1.3.14.1 De las Facultades de las Calificadoras de Riesgo.-

Las calificadoras de riesgo tendrán las siguientes facultades:

- Realizar la calificación de riesgo de los emisores y valores que estén autorizadas a efectuar de acuerdo a lo dispuesto en esta Ley y a las normas de carácter general que para el efecto expida el Consejo Nacional de Valores.;
- Explotar su tecnología; y,
- Las demás actividades que autorice el Consejo Nacional de Valores, en consideración del desarrollo del Mercado de Valores.

1.3.14.2 De la Calificación de Riesgo

Del concepto.-

Se entenderá por calificación de riesgo, la actividad que realicen entidades especializadas, denominadas calificadoras de riesgo, mediante la cual den a conocer al mercado y público en general su opinión sobre la solvencia y probabilidad de pago que tiene el emisor para cumplir con los compromisos provenientes de sus valores de oferta pública.

CAPITULO II

**TITULARIZACIÓN UN MECANISMO
PARA LOGRAR LIQUIDEZ, MARCO
JURIDICO, PROCESOS Y
OPERACIÓN.**

II LA TITULARIZACION COMO HERRAMIENTA PARA LA PRODUCTIVIDAD

2. Introducción

En todo Mercado de Valores, existen dos clases de participantes que acuden a él para satisfacer sus necesidades: Los que requieren nuevas opciones de inversión y los que esperan nuevas opciones de financiamiento. Cada quien en busca de aquél producto que mejor se adapte a sus expectativas.

La Titularización como producto financiero ha venido a llenar los requerimientos de aquéllos que acuden al mercado de valores, presentándose simultáneamente como una atractiva opción para el inversionista y como una alternativa interesante para los que requieren financiar actividades productivas.

2.1 La Titularización

La Titularización es un mecanismo de financiamiento que consiste en transformar activos o bienes, actuales o futuros, en valores negociables en el Mercado de Valores, para obtener liquidez en condiciones competitivas de mercado, con la consecuente reducción de los costos financieros.

Los bienes o activos deben tener características comunes (homogeneidad) y constituir "Patrimonio Autónomos" independientes del patrimonio del cedente (originador), que serán administrados por "Sociedades de Titularización".

Visto desde una óptica práctica y en forma resumida, la Titularización es un mecanismo para obtener liquidez ahora, de activos que actualmente no son líquidos pero que lo serán en el futuro.⁽¹³⁾

2.2 Personas que Intervienen

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

- **El Originador**, quien transfiere los activos y obtiene financiamiento para actividades productivas;
- **La Sociedad Titularizadora**, que es la encargada de administrar el Fondo de Titularización;
- **La Depositaria**, quien se encarga de custodiar los valores que se emiten con cargo al Fondo de Titularización y aquéllos valores en los que invierte el referido Fondo;
- **La Bolsa de Valores**, que es la entidad a través de la cual se colocan los valores emitidos;
- **La Casa de Bolsa**, quien se encarga de la colocación y negociación de los valores, como intermediario;
- **El Inversionista**, quien adquiere los valores y proporciona los fondos que serán entregados al originador;
- **El Representante de los Tenedores de valores**, que se encarga de verificar que el proceso se desarrolle adecuadamente, representando los intereses de los inversionistas;
- **La Superintendencia de Valores** que se encarga de fiscalizar el proceso y a los principales participantes del mismo.

(13) Conferencia Estudio de Educación del Mercado de Valores "Universidad de Madrid "Dic.2004

2.3 Activos que pueden Titularizarse

Generalmente, las leyes que regulan la Titularización no hacen una enumeración exhaustiva de los activos que pueden ser titularizados, pues se ha comprobado que establecer ese nivel de detalle únicamente viene a coartar el ingenio del que estructura un proceso de éstos; por el contrario lo que se establece son más que todo condiciones o requisitos que deben cumplir aquellos activos que pueden ser titularizados, por ejemplo, que generen o sean susceptibles de generar flujos futuros, que no sean objeto de litigio, que se encuentren libres de todo gravamen o embargo, que no provengan de actividades ilícitas, etc.

En la práctica se busca generar un modelo por exclusión más que por inclusión; siendo más sencillo establecer los activos que no se puede titularizar, que la determinación de los activos que sí pueden ser titularizados, por ser estos últimos más numerosos.

2.4 La Titularización como una herramienta de financiamiento sin endeudamiento y enfocada a la Productividad.

Uno de los principales atractivos de la Titularización es que no se afecta el margen de endeudamiento de las empresas, puesto que el originador no adquiere una deuda con los inversionistas, únicamente aporta, a cambio de efectivo, los activos que conformarán el fondo de titularización y contra los cuales se realizará la emisión de valores. Además, la calidad crediticia del originador no es un factor determinante en el riesgo de los valores que se emiten, pues lo importante es la calidad del activo o del proyecto que está respaldando esa emisión.

La Titularización entonces, representa una nueva opción de financiamiento, por medio de un proceso que busca optimizar el uso de los activos; el Originador logra realizar en tiempo actual la liquidez futura de sus activos.

Las empresas que asumen el rol del Originador, pueden realizar todo tipo de titularizaciones, las cuales variarán atendiendo al tipo de activos que se titularicen. Entre las más utilizadas tenemos:

Empresas dedicadas al financiamiento de vivienda, titularizando carteras de créditos hipotecarios, pueden obtener financiamiento para el otorgamiento de nuevos créditos, tal es el caso de La Hipotecaria en Panamá o Fanny Mae en Estados Unidos y en Ecuador.

Empresas dedicadas a la construcción, partiendo de un proyecto inmobiliario donde el patrimonio autónomo estará constituido por el lote en que se construirá el inmueble, los estudios técnicos y de factibilidad económica y el presupuesto de costos del proyecto. Esta figura contribuye a la reducción de costos financieros en la construcción inmobiliaria facilitando así la comercialización del proyecto...

En este tipo de titularización se puede contemplar que los inversionistas que adquieran los títulos emitidos participen en la valoración del inmueble y/o en los ingresos resultantes de su venta.

Entidades que administran Tarjetas de Crédito, podrían recurrir a esta opción de financiamiento, para obtener capital de trabajo, tal es el caso de American Express, que titularizó en Estados Unidos los ingresos futuros de tarjetas de débito, o de Mastercard en Ecuador que titularizo los flujos provenientes del uso de la tarjeta en el exterior.

Entidades emisoras de Cartera de Crédito.- Es un tipo de titularización mas usado en el Ecuador y otros países, este consiste en la entrega por parte de la empresa, su activo que en el presente le represente un activo de poca liquidez para que sea reemplazado por otro de una liquidez inmediata, este mecanismo ayuda alejar el riesgo de crédito pudiendo de esta manera calzar mejor sus activos y pasivos.

Entidades de Servicios.- Las cuales opta por una opción de titularizar sus ingresos futuros por el uso de sus servicios con la finalidad de financiar un nuevo proyecto que optimizara o rentabilizara mejor el ya existente.

Pero la titularización trasciende el ámbito meramente financiero, convirtiéndose en herramienta de financiamiento para otros sectores, como las Instituciones Educativas que podrían titularizar los ingresos futuros en concepto de pago de colegiaturas, obteniendo así el financiamiento para ampliación de instalaciones que satisfagan la demanda creciente de su nicho estudiantil. En Colombia se habla de Titularización ganadera, como uno de los elementos que conforman el programa de desarrollo ganadero del gobierno colombiano. De igual manera, Chile ha realizado titularizaciones forestales con apoyo del Ministerio de Agricultura, emitiendo un bono de US\$13 millones, a 10 años, con un período de gracia de dos años, con clasificación de riesgo AA-, y con los fondos obtenidos se pretende adquirir los derechos de usufructo sobre bosques en pié e iniciar la forestación de 3100 hectáreas.

Aún el tamaño de la empresa no es necesariamente una limitante para acceder a la titularización, ya que pueden formarse grupos de pequeñas empresas que posean el mismo tipo de activos para ser titularizados, que se unan y sumen sus activos para realizar una titularización obteniendo un financiamiento colectivo de

sus actividades, siempre que se cumpla con las condiciones de constitución del fideicomiso mercantil y se completen del resto de los requisitos legales.

En el área del Estado, las titularizaciones pueden financiar proyectos tales como construcción de infraestructura, aeropuertos, presas hidroeléctricas, carreteras (por medio de la Titularización de ingresos futuros de peajes), proyectos turísticos, etc., titularizando los flujos que dichos proyectos generarán en el futuro. En el caso de Panamá, ya se habla que parte de la ampliación del Canal de Panamá será financiada por medio de titularización.

2.5 Experiencias de Titularización

Además de las ya mencionadas, a nivel internacional se cuentan una amplia gama de experiencias exitosas en procesos de titularización, entre ellas encontramos el caso de TACA que titularizó en Panamá parte de sus ingresos futuros por la venta de boletos aéreos, o algunas instituciones bancarias que han titularizado ingresos futuros provenientes de las remesas familiares, y muchas otras más.

Colombia es uno de los países pioneros en incursionar en procesos de Titularización en América Latina en el 2004 obtuvo el primer lugar con el 34% de las emisiones registradas seguida de México, sus primeras emisiones fueron inscrita en 1992, el área de mayor desarrollo ha sido en Cartera Hipotecaria al cierre de Julio del 2006 registra usd\$717.849 millones de dólares.⁽¹⁴⁾

(14) Foro "La Vivienda y el Mercado de Capitales" Ministerio de Haciendas de Colombia Agosto 2006

2.6 Intrascendencia de Divulgar Información del Originador.

Una de las características propias de la titularización es que, debido a que se efectúa una transferencia de activos a favor del Fondo de Titularización, el Originador pierde cualquier derecho sobre los activos titularizados. Se crea un blindaje a favor del inversionista, que separa el riesgo inherente al activo titularizado del riesgo del originador.

Por lo anterior, resulta intrascendente divulgar información del originador, y ésta es una de las bondades que encuentran en la titularización las empresas que prefieren no divulgar información al público, pero que sí necesitan de una opción distinta del crédito tradicional para financiar sus actividades productivas. De esta manera pueden acudir al financiamiento público sin volverse públicas.

2.7 Una nueva opción para el Inversionista.

Como se mencionó al inicio, la Titularización representa además, una nueva opción para el inversionista, quien se ve atraído por los valores emitidos en el proceso, entre otras razones, porque le representa un nuevo producto para diversificar su cartera de inversión; además, el riesgo que se toma es únicamente el riesgo inherente al activo que conforma el Fondo, eliminando el riesgo del Originador.

Particular importancia tiene en el caso de los inversionistas institucionales, como por ejemplo, las Administradoras de Fondos de Pensiones, que pueden encontrar en esta figura una opción nueva de inversión que les permita mejorar la rentabilidad de los Fondos de Pensiones que administran

2.8 Importancia del Entorno

Existen diversos factores que deben acompañar la implementación de la Titularización, entre ellos pueden resaltarse: La existencia de una ley que sea amplia y flexible como para no obstaculizar el ingenio de los estructuradores y permitir que la titularización pueda ser utilizada por el mayor número de entidades posible, sean éstas privadas o públicas; además es importante, la actuación conjunta y coordinada de los encargados de efectuar el registro de

Las transferencias de los activos, cuando corresponda tal registro, quienes deben prestar un servicio lo suficientemente ágil para que el proceso se lleve a cabo en un tiempo prudencial; la existencia de una fiscalización técnica, objetiva, eficiente, efectiva y oportuna; y finalmente, uno de los factores determinantes del éxito de la figura es la carga tributaria que se le imponga al Fondo.

Siendo este un instrumento de desarrollo importante, suele acompañarse de incentivos fiscales, pues la experiencia ha demostrado que la carga fiscal de la figura acarrea muchas veces que la misma no sea utilizada, por no ofrecer un margen de rentabilidad atractivo para las entidades que intervienen.

Es de esta manera que el éxito de la figura no depende de un factor en particular, por el contrario, es una concurrencia de factores de diversa índole los que determinan el mayor o menor éxito del proceso de Titularización, que una vez desarrollado perfila convertirse en un elemento importante en el desarrollo de la economía de un país, contando además con el potencial suficiente como para reactivar sectores como la construcción, agrícola, PYMES, etc.

2.9 Titularización en el Ecuador

Concepto

Es un proceso mediante el cual se transforman en títulos valores, los derechos que poseen una o varias personas sobre uno o más bienes que tienen la capacidad de generar un flujo de caja estable y predecible en el tiempo. El objetivo fundamental es que a partir de transformar activos en títulos valores, estos sean susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado de valores.

Objetivos de la Titularización.

- Permitir el contacto directo entre los demandantes de recursos monetarios con los inversionistas.
- Tratar de brindarle mayor rendimiento al inversionista, superior al que pueda obtener a partir de inversiones financieras o bancarias tradicionales.
- Beneficiar al demandante de fondos con la obtención de dinero a un costo menor que el del endeudamiento y sobre todo sin crearle una obligación (pasivos) o cuya solución represente cargo al patrimonio contable (acciones).
- Constituirse en un mecanismo orientado a la disminución del costo del dinero en el mercado, claro está que dependiendo del manejo que se le de a las variables macroeconómicas del país.

- Posibilitar la disminución del costo del endeudamiento para la adquisición de vivienda e inmuebles, siempre que, además, se vayan creando otras condiciones que deben combinarse cómo por ejemplo: la activación del crédito hipotecario con la existencia de inversionistas de largo plazo.
- Contribuir al desarrollo del mercado de capitales.

2.9.1 Elementos de la Titularización.

Para diseñar un proceso de titularización hay que entender y distinguir los elementos subjetivos de los objetivos; es decir, los participantes, esenciales y no esenciales de los bienes, valores movilizadores y los mecanismos de cobertura necesarios.

2.9.1.1 Elementos Subjetivos:

Se dividen en esenciales y no esenciales.

Esenciales: Aquellos sin los cuales sería imposible llevar a cabo el proceso de titularización, estos son:

1) Originador.-

Es la persona natural o jurídica privada, pública o mixta, nacionales o extranjeras, o entidades dotadas de personalidad jurídica, propietaria de uno o más activos o derechos, homogéneos o no, que pueden generar un flujo de caja cuantificado o cuantificable, que los entrega a una administradora de fondos , para que en representación del patrimonio de propósito exclusivo (fideicomiso mercantil), y en calidad de propietario reciba los beneficios de ellos y los entregue a los tenedores

de los títulos, con lo cual logra que dichos activos se transformen en los títulos que permitirán su circulación. El originador es pues el que encarga la titularización. Tratándose de entidades de derecho público la participación como originador deberá darse con sujeción al reglamento especial que para el efecto expedirá el Consejo Nacional de Valores, además de las normas contempladas en la Ley de Mercado de Valores.

2) Agente de la Titularización y Emisor de los Títulos.-

Administradora de fondos y fideicomisos., personas jurídicas autorizadas para actuar como fiduciario mercantil, quien en representación del fideicomiso mercantil constituido con el propósito exclusivo de llevar adelante un proceso titularizador, recibe la propiedad de los activos materia de la titularización y quien emite los títulos valores con cargo al patrimonio autónomo que administra.

En el Ecuador los mecanismos jurídicos o patrimonios de propósito exclusivo para llevar a cabo los procesos de titularización son el fideicomiso mercantil y los fondos colectivos de inversión ⁽¹⁵⁾

- Obtener las autorizaciones que se requieran para procesos de titularización en los cuales los valores a emitirse vayan a ser colocados mediante oferta pública, conforme con las disposiciones de la presente Ley;
- Recibir del originador y en representación del patrimonio de propósito exclusivo, los activos a ser titularizados;

Emitir valores respaldados con el patrimonio de propósito exclusivo;

- Colocar los valores emitidos, mediante oferta pública, conforme con las disposiciones de la presente Ley;

(15) Art. 139 y 140 de la Ley de Mercado de Valores

- Administrar los activos integrados en el patrimonio de propósito exclusivo, precautelando la obtención de los flujos, sea de fondos, sea de derechos de contenido económico; y,
- Distribuir entre los inversionistas los resultados obtenidos.

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.

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.

3) Administrador de los Activos.-

Es la entidad encargada de recaudar los flujos provenientes de los activos y administrar los bienes objeto de la titularización. Puede tener esta calidad, el originador, el agente de titularización o un tercero.

4) Los Inversionistas.-

Son las personas naturales o jurídicas, públicas, privadas o mixtas, nacionales o extranjeras, fondos de inversión o fideicomisos mercantiles que adquieren los "valores" resultantes del proceso de titularización y que, en consecuencia, asumen el riesgo de inversión.

5) Generadores del Flujo de Fondos.-

Son los deudores u obligados cedidos (por cualquier título o contrato que les signifique una obligación de pago periódica) como consecuencia del proceso de

titularización. Es decir, que por el hecho de que el originador transfiera el activo generador de flujo de caja a título de fideicomiso mercantil, el deudor cedido le deberá efectuar los pagos a la fiduciaria (el emisor) o al administrador de la emisión designado.

6) Comité de Vigilancia.-

Está compuesto por lo menos por tres miembros, elegidos por los tenedores de los valores movilizados y no podrán estar relacionados con el agente de manejo. No podrán ser elegidos como miembros del comité de vigilancia, los tenedores de títulos que pertenezcan a empresas vinculadas con el agente de manejo.

La forma para realizar las convocatorias de las reuniones de los comités de vigilancia será regulada por el Consejo Nacional de Valores.

Será atribución del comité de vigilancia comprobar que el agente de manejo cumpla en relación al respectivo patrimonio, lo dispuesto en la Ley de Mercado de Valores, normas complementarias y su reglamento interno, pudiendo convocar a asamblea de tenedores extraordinaria cuando lo considere necesario. Deberá informar a la asamblea de tenedores, sobre su labor y las conclusiones obtenidas.

7) Agente Colocador.-

Es la persona jurídica encargada de colocar los títulos valores resultantes del proceso, los cuales al estar sujetos a las normas de oferta pública, pueden ser colocados en el mercado únicamente por intermediarios de valores legalmente reconocidos.

8) La Calificadora de Riesgo.-

Son las instituciones legalmente autorizadas para estudiar y evaluar el proyecto de titularización, con el objetivo de emitir un criterio respecto del grado de riesgo que el título valor resultante tendría.

Legalmente, todos los valores que se emitan como consecuencia de procesos de titularización, deberán contar al menos con una calificación de riesgo emitida por una calificadora de riesgo legalmente establecida y autorizada para tal efecto. La calificación de riesgo deberá indicar los factores que se tuvieron en cuenta para otorgarla y adicionalmente deberá referirse a la legalidad y forma de transferencia de los activos al patrimonio autónomo. En ningún caso la calificación de riesgo considerará la solvencia del originador o del agente de manejo o de cualquier tercero.

9) La Entidad de Control.-

Que si bien no es un participante activo, debe aprobar el proceso y controlar a sus participantes. En el Ecuador, tales entidades son la Superintendencia de Bancos, cuando el proceso de titularización lo promueva la Corporación Financiera Nacional o las corporaciones de desarrollo de mercado secundario de hipotecas; y la Superintendencia de Compañías cuando la titularización resulte de un proceso manejado por una administradora de fondos y fideicomisos. En definitiva, la actuación de una u otra entidad de control dependerá de quién sea el agente de manejo.

No Esenciales.- Aquellos que sin ser indispensables para poder crear y desarrollar el proceso de titularización, participan secundariamente o pueden participar, en la mayoría de los casos, para mejorar el proceso o hacer más atractivo el "valor" a emitirse. Entre los que se pueden citar, están:

1) El Administrador de la Emisión.-

En ocasiones además del emisor de los valores movilizados o CDFs, puede participar un tercero que se dedica a la administración de los activos traspasados en fideicomiso. Es decir, que con la participación del administrador de la emisión, el fiduciario emisor se limita a ser un mero detentador jurídico del activo transferido por el originador.

2) El Underwriter.-

Aquella entidad facultada por la ley que por la firma de un contrato, denominado de "underwriting" conviene en adquirir parte o la totalidad de una emisión de valores o a garantizar su colocación o venta en el mercado, o la realización de los mejores esfuerzos para ello. En el Ecuador pueden actuar como "underwriters" las casas de valores, los bancos, las sociedades financieras y la Corporación Financiera Nacional. Además, por mandato de la Ley de Mercado de Valores, el fiduciario puede ejecutar las labores de colocación de la emisión mediante oferta pública. La presencia de un underwriter suele darse para mejorar el proceso de colocación y en ocasiones su intervención se da con miras a crear un mercado secundario.

3) El Agente Pagador:

Puede serlo la propia fiduciaria o una institución financiera sujeta al control de la Superintendencia de Bancos. El agente pagador no puede formar parte del Comité de Vigilancia.

Elementos Objetivos:

1) Activos.-

Se trata de los bienes que pueden ser transferidos por el originador del proceso de titularización. En general todo bien mueble o inmueble, tanto de naturaleza corporal como incorporeal (derechos de contenido económico), pueden ser transferidos en fideicomiso mercantil con miras a llevar a cabo la titularización, siempre que los mismos sean generadores de flujo de caja.

Es decir, no se trata de "representar" el "activo" per se, sino representar la titularidad para percibir los fondos que ese activo genera o percibe, a menos que el título represente un derecho económico distinto del dinero.⁽¹⁶⁾

Sobre los activos a titularizarse no pueden pesar gravámenes, limitaciones al dominio, prohibiciones de enajenar, condiciones suspensivas o resolutorias, ni estar pendiente de pago algún impuesto, tasa o contribución.

Según La Ley de Mercado de Valores, constituyen activos susceptibles de titularización los siguientes:

- a) Valores representativos de deuda pública.
- b) Valores inscritos en el Registro de Mercado de Valores.
- c) Cartera de Crédito.
- d) Proyectos Inmobiliarios.
- e) Inventarios
- f) Activos o proyectos susceptibles de generar flujos futuros determinables con base en estadísticas de los últimos tres años o en proyecciones de por lo menos tres años consecutivos, según corresponda.

La transferencia de cualquier otro tipo de activo podrá ser autorizada por la Superintendencia de Compañías, previa resolución expedida por el Consejo Nacional de Valores.

(16) Art. 152 Ley de Mercado de Valores.

La transferencia de la propiedad del activo al fideicomiso mercantil o al fondo colectivo de inversión, puede darse a título fiduciario propiamente dicho o puede ser onerosa. Así está dispuesto en la Ley de Mercado de Valores para posibilitar que el mecanismo pueda significar, en definitiva, una "compraventa" del activo entre el originador y el fideicomiso mercantil, una vez que el fiduciario haya obtenido los fondos para adquirirlo por parte de los inversionistas. Esta posibilidad encuentra su sustento en que el último inciso del Art. 140 de la Ley de Mercado de Valores contempla de que para titularizar "el agente de manejo pueda fijar un punto de equilibrio financiero cuyas características deberán constar en el Reglamento de Gestión, que de alcanzarse, determinará el inicio del proceso de titularización correspondiente".

Para la protección de los inversionistas, la Ley que no el originador ni el agente de manejo podrán solicitar la rescisión de la transferencia del inmueble por lesión enorme".

Por otra parte, la Ley de Mercado de Valores dispone que la transferencia del dominio de los activos hacia el patrimonio de propósito exclusivo (fideicomiso mercantil o fondo colectivo) importa tanto el traspaso del activo así como de las garantías que le accedieren, a menos que el originador y el agente de manejo establezcan expresamente y por escrito lo contrario, situación que deberá ser revelada por el agente de manejo a los inversionistas. En el caso de transferencia de cartera hipotecaria y prendaria deberá tomarse en cuenta la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero que dispone:

Los títulos hipotecarios y prendarios podrán ser transferidos mediante endoso a favor de una institución financiera, o de un fideicomiso, o una corporación de desarrollo de mercado secundario de hipotecas, en cuyo caso el endoso deberá hacerse constar en el propio título con la firma del endosatario y endosado, sin perjuicio de la notificación que deberá hacerse al deudor de la obligación hipotecaria o prendaria.

En cualquier tiempo el endosatario de títulos hipotecarios o prendarios, podrá inscribir el endoso en el registro correspondiente sin que tal inscripción cause ningún gravamen ni derecho de inscripción, a excepción de los derechos del registrador los que en ningún caso podrán exceder (0.50 0/00) por mil de la cuantía del título endosado.⁽¹⁷⁾

Solamente serán susceptibles de titularización las obligaciones hipotecarias o prendarias con vencimientos mayores a un año contados a partir de la fecha de titularización, cuya emisión responderá a obligaciones de la misma especie.

2) Los Valores Movilizadores.-

Los valores pueden ser a la orden o nominativos. Además el Art. 147 de la Ley de Mercado de Valores distingue tres clases de valores que pueden ser emitidos en los procesos de titularización:

3) De Contenido Crediticio.-

Los cuales incorporan el derecho a percibir la cancelación del capital invertido más el rendimiento financiero correspondiente con los recursos del fideicomiso mercantil o fondo colectivo, en los términos y condiciones que consten en el documento. Los activos que integran el fideicomiso mercantil constituyen la fuente de pago de este "pasivo" del patrimonio.

En caso de insuficiencia de los activos fideicometidos, los mecanismos de cobertura integrados al proceso habrán de responder. Si aún así el pago no puede tener lugar, ello constituye un riesgo a cargo del inversionista, principio que es rector de todos los procesos de titularización.

(17) Art.214- (Reformado por el Art. 237 num. 1 de la Ley 107, R.O. 367, 23-VII-98)-

4) De Participación.-

Representan para el inversionista el derecho de participar en los resultados económicos generados por los bienes que conforman el fideicomiso mercantil de titularización, en proporción a los montos invertidos y bajo la modalidad de renta variable. Por lo tanto no representa un crédito por cobrarle al fideicomiso, sino de participar en los resultados del mismo.

Los títulos pueden contener cupones que reconozcan un rendimiento financiero fijo o variable, pudiendo tales cupones ser nominativos o a la orden, según corresponda a las características de los valores a los cuales se adhieren.

5) De Naturaleza Mixta.-

Aquellos que combinan las características de las otras dos clases explicadas anteriormente, siempre conforme a las condiciones que contemple el contrato de fideicomiso. Estos títulos pueden contener cupones que reconozcan un rendimiento financiero fijo o variable, pudiendo tales cupones ser nominativos o a la orden, según corresponda a las características de los valores a los cuales se adhieren.

Es importante decir que un patrimonio de propósito exclusivo podrá respaldar la emisión de distintos tipos de valores. Cada tipo determinado de valor podrá estar integrado por varias series. Los valores correspondientes a cada tipo o serie, de existir, deberán reconocer iguales derechos a los inversionistas, pudiendo establecer diferencias en los derechos asignados a las distintas series.

6) Los Mecanismos de Cobertura.-

Ha quedado claro, de toda la explicación precedente, que los bienes que conforman el fideicomiso mercantil de titularización representan el medio de pago o de cumplimiento de las condiciones contempladas en los valores movilizados.

No obstante, a efectos de brindar mayor seguridad al proceso de titularización y disminuir los riesgos derivados de desfases de los flujos de caja proyectados para el pago de los valores, así como de situaciones que puedan presentarse, alguno o algunos de los siguientes mecanismos de cobertura o garantía.

7) Subordinación de la emisión.-

Significa que el originador o terceros debidamente informados, suscriban una parte de los valores emitidos. En caso de desviaciones del flujo de fondos proyectado del fideicomiso mercantil, se tomarán los fondos que provengan de la porción suscrita por el originador hasta agotarla.

8) Sobrecolateralización de Cartera.-

Consiste en que el monto de los activos transferidos en fideicomiso mercantil supera el valor de los títulos emitidos, de forma tal que cubra el índice de siniestrabilidad. El Consejo Nacional de Valores, mediante norma de carácter general fijará los parámetros para la determinación del índice de siniestrabilidad.

9) Exceso de Flujo de Fondos.-

Se da cuando existe un margen diferencial o excedentario entre el flujo que generen los activos fideicometidos respecto del flujo a pagarse a los inversionistas. Con el excedente se va constituyendo un fondo de garantía ("sinking fund") que permitiría cubrir cualquier desviación o distorsión del flujo de caja.

10) Sustitución de Activos.-

Es una obligación que asume el originador de sustituir activos del fideicomiso mercantil que hayan producido distorsiones o desviaciones del flujo por otros, siempre en la cuantía de la cobertura del índice de siniestralidad estimado.

Los activos sustitutos deben ser de similares o mejores características que los sustituidos. Los activos sustitutos deberán ser provistos por el originador, debiéndosele transferir a cambio, los activos sustituidos.

Contratos de apertura de crédito de parte de instituciones financieras: Debe designarse beneficiario de los mismos al fideicomiso mercantil de dominio del emisor (fiduciario). Mediante este mecanismo, ante la sola petición del agente de manejo la institución financiera prestamista entregará los fondos pre-aprobados para atender necesidades de liquidez del patrimonio de propósito exclusivo.

11) Garantía o Aval.-

Pueden ser constituidas por el originador y por terceros, quienes se comprometen a cumplir total o parcialmente con los derechos reconocidos a favor de los inversionistas.

12) Garantía Bancaria o Póliza de Seguro.-

Deben constituirse teniendo como beneficiario al fideicomiso mercantil. El seguro debe ser otorgado por una compañía de seguros, sujeta al control de la Superintendencia de Bancos y debe cubrir el índice de siniestralidad, sin perjuicio de asegurar el riesgo de crédito o pago, según como se estructure la titularización.

13)Fideicomisos de Garantía.-

Consiste en la transferencia al emisor de bienes para que, en caso de siniestralidad del proceso de titularización, el fiduciario realice los bienes en dinero o destine tales bienes al pago de los valores movilizados.

Finalmente hay que mencionar que los Arts. 153, 154, 155 y 156 de la Ley de Mercado de Valores han contemplado disposiciones específicas para la titularización de cartera, de inmuebles, de proyectos inmobiliarios y de flujos de fondos en general. Las mencionadas disposiciones constan en anexo legislativo de esta obra.

2.10 Ejemplo de la secuencia de una titularización

La titularización de cartera de créditos.

Una vez que se ha explicado la estructura general de lo que significa la titularización de activos, se expondrán los pasos a seguir en los procesos de titularización.

La aplicación se funda, básicamente, tal como se explica a continuación:

1. Celebración del contrato constitutivo del fideicomiso mercantil.
2. El originador de los créditos celebra un contrato de fideicomiso mercantil con un fiduciario calificado, que sería el agente de manejo, a efectos de que en el desempeño de tal actividad administre el fideicomiso mercantil que se conforma con la cartera de créditos transferida por el originador.
3. La finalidad instituida por el originador (fideicomitente), se resumiría, básicamente, en lo siguiente:

4. Cobrar los créditos transferidos al Fideicomiso Mercantil y cobrados a fin de que los mismos sean pagados a quienes tengan los derechos sobre el Fideicomiso Mercantil (inversionistas) por haber adquirido los títulos que los representan, con base al flujo de pagos determinado por el fiduciario.
5. Que emita certificados de cartera fiduciaria (títulos de participación) que reconozcan, en beneficio de sus legítimos tenedores, la titularidad de los derechos en el contrato de fideicomiso y por ende tener los derechos exclusivos en la percepción de los flujos de pago de la cartera fiduciaria, con base al primer encargo señalado precedentemente.
6. Una vez que el fiduciario (agente de manejo) haya emitido los títulos al portador procederá a colocarlos en el mercado y de esa forma obtendrá liquidez anticipada y la titularización habrá cumplido uno de sus objetivos fundamentales.
7. Los inversionistas, adquirentes de los títulos de cartera fiduciaria, se convierten en los beneficiarios del fideicomiso mercantil y serán ellos, o los posteriores cesionarios de tales derechos, los que perciban los dineros de los flujos de la cartera del fideicomiso, atendiendo la participación que, según su inversión dineraria, les corresponda.
8. Celebración del convenio de cobranza y de pago entre el originador y el agente de manejo.

Para que la relación directa del originador con los deudores de la cartera transferida en fideicomiso se mantenga, lo lógico es que el originador (fideicomitente) sea quien siga cobrando los créditos, por tal motivo deberá celebrar con el fiduciario un convenio, con el objeto de que las sumas que vaya recabando las pague al fideicomiso mercantil de la forma en que se convenga.

En lo que respecta al pago de los papeles representativos de la cartera fiduciaria, éste pudiera hacerse bien por diputación para el pago que haga el fiduciario en favor del originador o por actuación directa del fiduciario o por un agente pagador (institución financiera), precautelando de esta forma y de mejor manera los intereses de los fideicomisarios (inversionistas).

2.11 Cobertura de Riesgo.

En el esquema habrá que utilizar los mecanismos de cobertura contemplados en la ley. Así se podría pensar en dinero pignorado en favor del fideicomiso, combinando el esquema sugerido con una fideicomiso en garantía o mediante una sobrecolateralización de cartera; o con un aval de un banco que caucione, por determinado monto, el índice de siniestralidad que tenga la cartera fiduciaria; sin perjuicio de otros que pudieran aplicarse atendiendo la decisión del fideicomitente y fiduciario en tal sentido.

2.12 La Titularización sus Ventajas y Aporte al crecimiento del Mercado de Capitales.

- Constituye una nueva fuente de fondeo (obtener recursos) para el originador que le permite transformar activos ilíquidos en dinero. ⁽¹⁸⁾
- Constituye un mecanismo de apoyo para la superación de problemas de patrimonio técnico para originadores sujetos al ámbito de la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero.
- Bien aplicado y combinado, puede ayudar a mejorar los índices financieros de un originador por el efecto multiplicador en el uso del dinero.

(18) Iliquidos. Se refiere a activos que no se convierten fácilmente en efectivo.

- Constituye una figura nueva para el mercado de capitales, que está tomando auge en los últimos años debido a la escasez de financiamiento bancario.
- Permita a los inversionistas contar con documentos que representan una fuente próxima de liquidez.
- Permite que el originador obtenga ganancias derivadas no sólo de la negociación de los activos titularizados, sino también del eventual remanente del fideicomiso que existiere, luego de pagar a los tenedores de los certificados de participación fiduciaria.
- El desarrollo de la titularización puede crear una competencia determinante en abaratar el costo del financiamiento tanto para las empresas del sector productivo y financiero del país.
- La estructura legal de aislamiento de la cartera de créditos en un fideicomiso le permite al inversionista tener mayor seguridad ante cualquier problema de capacidad de pago del originador, ya que el título no representa una obligación a cargo de éste.

2.13 Activos que pueden ser Objeto de Titularización

Generalmente, pueden ser transformados en títulos valores los siguientes activos:

- Títulos Valores representativos de deuda pública
- Títulos Valores inscritos en el Registro de Mercado de Valores
- Cartera de créditos del sistema financiero.
- Activos y proyectos inmobiliarios susceptibles de generar flujos futuros
- Activos o proyectos susceptibles de generar flujos futuros que sean determinables y constantes en el tiempo.

Con base a lo anterior se abre un sinnúmero de posibilidades de activos a titularizar: Cartera (hipotecaria, consumos, prendaria, tarjetas de crédito), Facturas Comerciales, Paquetes accionarios, Inventarios, prestamos compra de vehículos, créditos PyMEs, grandes préstamos, préstamos de consumo, préstamos a promotores inmobiliarios, leasing, contratos de factoring, proyectos de construcción futura, Obras públicas, Contratos petroleros, Pasajes aéreos, cédulas hipotecarias, cuentas por cobrar contratos de franquicias, el derecho del concesionario al cobro de peajes de autopistas, Proyectos de vivienda, Cultivos de café, Yacimientos de carbón, Oxígeno, y en general cualquier otro bien o activo que conlleve la expectativa de generar flujos futuros determinables que autorice el Consejo Nacional de Valores.

Una sociedad tiene una bodega que la ha entregado en arriendo a un arrendatario que le paga cánones mensuales por el uso y goce de la misma y lo hará durante cinco años. Ocurre que la compañía pretende obtener liquidez a partir de ese activo ilíquido (la bodega), que genera fondos (los arriendos).

2.14 Analizando un ejemplo

La sociedad analiza las distintas formas a partir de las cuales puede obtener liquidez (endeudamiento bancario, emisión de obligaciones, emisión de papel comercial, emisión de acciones, emisión de partes beneficiarias, etc.). Luego de su análisis se da cuenta que todos los mecanismos estudiados significan, bien la creación de pasivos o la representación de títulos de capital que por lo tanto son de cargo patrimonial.

Luego del correspondiente análisis, opta por iniciar un proceso de "titularización" de un activo que le permita contar con la liquidez actual ("valor presente") de los arriendos, descontando o estableciendo un premio en favor del inversionista, siempre a partir de emisión de un título que contendrá un plazo determinado, que

no necesariamente será el mismo de los cánones, que son mensuales. En respaldo del pago en favor de los inversionistas, la sociedad transferirá el dominio de la bodega y estudiará la constitución de ciertos mecanismos de garantía.

El ejemplo permite entender, que la titularización significa un "rediseño del flujo de caja" que genera el activo o activos reunidos para tal propósito, rediseño que se representa en un título o valor que suele llamarse "valor movilizador".

2.15 Tipos de Títulos Resultantes de una Titularización.

Podrán emitirse valores de contenido crediticio, de participación o mixtos, bajo las siguientes características:

1) Títulos de Contenido Crediticio.-

En los cuales el patrimonio autónomo se obliga a la cancelación del capital principal y los intereses a los inversionistas, según las condiciones determinadas en cada título. En este caso, los activos que integran el patrimonio autónomo respaldan el pasivo adquirido con los inversionistas, correspondiendo a la fiduciaria, adoptar las medidas necesarias para obtener el recaudo de los flujos requeridos para la atención oportuna de las obligaciones contenidas en los valores emitidos.

2) Títulos de Participación.-

En los cuales el inversionista adquiere un derecho o alícuota en el patrimonio autónomo conformado por los activos objeto de la movilización. El inversionista no adquiere un título de rendimiento fijo sino que participa en las utilidades o pérdidas que genera el negocio objeto del contrato.

3) Títulos Mixtos.-

Son aquellos que de manera adicional a los derechos o alcuotas sobre el patrimonio o fondo puedan ser amortizables o puedan tener una rentabilidad mínima.

2.16 Entidades Autorizadas a Participar en un Proceso de Titularización.

- a) Las Administradoras de Fondos y Fideicomisos las Fiduciarias, así como la Corporación de Desarrollo de Mercado Secundario de Hipotecas CTH S.A. son las únicas compañías autorizadas por la Superintendencia de Compañías para participar en procesos de titularización.
- b) Los mecanismos que se pueden utilizar, de acuerdo al artículo 140 de la Ley de Mercado de Valores, para estructurar este tipo de procesos son: Los Fondos Colectivos y Los Fideicomisos Mercantiles.

TABLA No 1.

Sociedades Administradoras de Fondos y Fideicomisos autorizadas a participar en procesos de Titularización

En Quito:

* Fondos pichincha S.A.
* Produfondos S.A.
* Fodevasa S.A.
* Enlace Negocios Fiduciarios S.A
* Interfondos S.A

* Fiducia S.A.
* Fideval S.A
* Corporación Financiera Nacional
* Stanford Trust
* Company
* Analyticalfunds
* Management C.A.
* CTH

En Guayaquil:

BG S.A.
Latintrust S.A.
Adpacific S.A.
Fidupacífico S.A.
A.F.P.V.
Invidepro S.A.
AFP Génesis
Previfondos
Euroassets
Bolivariano AFFB S.A.
Fidelity Trust
Integra S.A
Morgan & Morgan S.A.

Fuente: Registro de Mercado de Valores

2.17 Proceso de Titularización

- a) El originador transfiere a un patrimonio autónomo utilizando como vehículo el fideicomiso mercantil sus activos que existen o se espera que existan y que sean capaces de generar flujos futuros.
- b) Con cargo a este patrimonio autónomo la Administradora de Fondos y Fideicomisos emite valores que pueden ser de contenido crediticio, de participación o mixtos a fin de que sean negociados en el mercado de valores.
- c) Las casas de valores colocan los valores derivados de este proceso a través de las bolsas de valores del país entre los inversionistas.
- d) Con estos recursos levantados a través de la venta de los valores el fideicomiso mercantil entrega los recursos al originador o los mantiene en su poder según sea el caso.

2.17.1 Aspectos Legales

Es importante que el originador sea propietario de los activos o derechos sobre los flujos que se utilizarían para el proceso de emisión de valores.

En caso de que el originador sea una institución de derecho público deberá realizar un concurso público para contratar al agente de manejo.

Sobre los activos que vayan hacer considerados para el proceso de titularización no debe existir ningún tipo de hipoteca, no deben estar prendados o dado como colateral de alguna operación.

2.17.2 Documentación que se debe presentar al Organismo de Control para su aprobación

- Solicitud de autorización, suscrita por el representante legal y con firma de abogado.
- Certificados de veracidad de la información presentada y de la información contenida en el prospecto, suscrita por el representante legal.
- Autorización de la Superintendencia de Bancos y Seguros, en caso de que sea una institución financiera.
- Ficha registral, proporcionada por la Superintendencia de Compañías.
- Cálculo del índice de siniestralidad.
- Detalle de los flujos que generará el activo transferido.
- Calificación de riesgo.
- Certificación de la propiedad del activo.
- Prospecto de oferta pública.
- Escritura de constitución del fondo colectivo o fideicomiso mercantil.
- Para cada tipo de titularización, cartera, flujos, inmuebles o proyectos inmobiliarios, se deberá observar la LMV y el Reglamento de Titularización.

2.17.3 Tiempo para la Estructuración y Aprobación de los Procesos de Titularización.

Se ha determinado tres etapas para la colocación de los valores derivados del proceso, las cuales se resumen en el siguiente cuadro:

TABLA No. 2

ETAPA I
* Acuerdo
* Estructuración
* Preparación de documentos
ETAPA II
Presentación de documentos
* Superintendencia
* Calificadora
ETAPA III
Colocación

Es importante señalar que la Superintendencia de Compañías tiene un plazo máximo de 15 días hábiles para aprobar todos los procesos de emisión de valores, siempre y cuando la documentación que se presente esté enmarcada en las disposiciones de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

2.17.4 Aspectos Financieros

Los activos que existen o que se esperan que existan deben generar flujos futuros determinables.

El originador debe considerar como costo de la emisión los intereses que reconocerían este tipo de valores y los costos del proceso, los mismos que se explican más adelante.

Una vez que el patrimonio de propósito exclusivo ha cancelado los valores emitidos, se procede a su liquidación, y de existir un remanente en el patrimonio se entrega al originador.

2.17.5 Costos

Entre los elementos integrantes del costo en un proceso de titularización se pueden identificar los siguientes:

- Tasa de interés
- Remuneración fiduciaria por la administración del proceso
- Estructuración del proceso
- Inscripción del fideicomiso mercantil en el Registro del Mercado de Valores de la Superintendencia de Compañías.
- Intermediario de Valores + Bolsa de Valores, inscripción y Mantenimiento
- Auditoria externa

- Calificación de Riesgo
- Agente Pagador
- Emisión de los títulos
- Publicación del Prospecto de Oferta Pública

Del análisis efectuado a los procesos de titularización aprobados por el Mercado de Valores y exceptuando la tasa de interés que reconocerían los valores emitidos, el costo promedio no financiero del proceso ha fluctuado entre el 2.0 y 4.5 por ciento del monto de la emisión, porcentaje que está en función de la negociación que se efectúe entre el originador y los distintos participantes en el proceso de titularización.

2.18 Calificadora de Riesgo y su Informe de Opinión

Introducción

Las Sociedades Calificadoras de Riesgos son compañías especializadas que se dedican fundamentalmente a analizar las emisiones de renta fija, con el fin de evaluar la certeza de pago puntual y completo de capital e intereses de las emisiones, así como la existencia legal, la situación financiera del emisor y la estructura de la emisión, para establecer el grado de riesgo de esta última. La calificación de riesgos se originó en los Estados Unidos hacia finales del siglo XIX, en donde se había desarrollado un sistema de información crediticia que era utilizado por inversionistas e instituciones financieras. A principios del siglo XX, con el desarrollo de la industria ferroviaria, las empresas de ese sector se convirtieron en las principales emisoras de obligaciones (bonos), hecho que dio pie a la creación de otras empresas dedicadas a estudiar la calidad de dichos

instrumentos. En la medida en que el mercado se desarrollaba y la oferta de instrumentos crecía, las agencias calificadoras evolucionaban también, calificando todo tipo de emisiones ofrecidas en el mercado doméstico e internacional.

En 1919 la actividad de calificación de riesgos ya cubría desde los Estados Unidos deudas soberanas de países como Francia, Gran Bretaña, Italia, Japón, y la República China. En la actualidad, existen un grado de cubrimiento global que ejercen las tres principales agencias calificadoras, las cuales están asignando calificaciones a todo tipo de emisiones privadas, públicas, soberanas, etc. en los mercados de capitales desarrollados y emergentes. Las tres calificadoras mencionadas son: Standard and Poor's, Moody's y FitchRatings. La popularidad y aceptación de las calificaciones por parte del público llevaron a otros países a adoptar el sistema de calificación de riesgos. En algunos de ellos el sistema se adoptó por iniciativa de empresarios particulares atendiendo las necesidades del mercado, mientras que en otros se hizo por vía legislativa.

Las calificadoras de riesgo crediticio han sido fundamentales en el desarrollo de los mercados de capitales y en la promoción de la transparencia de la información y la cultura de la medición del riesgo. En el caso de las compañías que se someten a un proceso de calificación, éstas pueden ampliar la flexibilidad en sus fuentes de financiación, tener mayor acceso a los mercados de capitales, reducir sus costos de endeudamiento, mejorar la relación con proveedores, entre otras.

2.18.1 Significado de una Calificación de Riesgo

La evaluación de riesgo crediticio se fundamenta en una opinión basada en análisis cualitativos y cuantitativos que cambian de acuerdo con el entorno económico de cada industria o sector. Dentro de cada uno de estos, cada tipo de calificación varía de acuerdo con la naturaleza de la emisión, la empresa que emite, su desempeño particular y su cultura empresarial. Es fundamental entender que el proceso de calificación de riesgo crediticio no se puede limitar al análisis de unas cuantas razones financieras.

En la calificación de riesgo la empresa ECUABILITY S.A. menciona que no existen fórmulas o ecuaciones preestablecidas que conduzcan a una determinada calificación ya que, a pesar de que algunos métodos cuantitativos son utilizados para determinar ciertos factores de riesgo, la calificación de un riesgo crediticio es de naturaleza cualitativa. El uso de los análisis cuantitativos permite llegar al mejor juicio cualitativo posible, toda vez que una calificación de riesgo es una opinión.

2.18.2 Procedimiento a considerar para una Calificación

El proceso de calificación incluye las siguientes etapas:

- Solicitud de calificación por parte del emisor y firma del contrato de calificación entre las partes.
- Revisión del material suministrado en la solicitud preliminar de información. Con base en esta información se realiza una lista de preguntas sobre dudas y aspectos importantes para ser tratados en la visita de calificación.

A continuación, se elabora la agenda de visita. La agenda es suministrada a la empresa para que prepare los temas a tratar en la visita.

- Realización de la visita de diligencia de calificación a la entidad, la cual se lleva a cabo en sus instalaciones. Evacuación de todos los temas señalados en la agenda de visita. Durante la visita, los funcionarios de la compañía calificadora podrán solicitar información adicional, la cual podrá ser entregada con posterioridad a esta. Al final de la visita, la empresa deberá entregar un resumen de las presentaciones realizadas.
- Análisis final de la información. Se prepara una propuesta de la calificación y se presenta al Comité de Calificación en donde se asigna la calificación.
- Notificación de la calificación a la entidad. La empresa puede aceptar, apelar o rechazar la calificación. Igualmente, la empresa puede mantener la calificación privada hasta que se decida a realizar una emisión o hasta que desee hacerla pública
- Si la empresa desea hacer pública la calificación, la compañía calificadora realiza un informe de análisis crediticio que se publica y se envía al cliente, a la correspondiente Superintendencia, a los medios de comunicación, a los inversionistas institucionales y a cualquier persona que lo solicite. El contenido del informe es previamente autorizado por la empresa o la institución con el fin de no incluir información confidencial.
- Una vez otorgada la calificación, su divulgación y modificaciones se harán a través de los medios que se considere pertinentes, de acuerdo con las normas que rigen el mercado de valores.

2.18.3 Factores Determinante en una Calificación

Es fundamental entender que el proceso de calificación de un riesgo crediticio no se puede limitar al análisis de unas cuantas razones financieras. En la calificación de riesgo de la empresa calificadora de riesgos ECUABILITY S.A. no existen fórmulas o ecuaciones preestablecidas que conduzcan a otorgar una calificación de riesgo. La determinación de una evaluación de riesgo crediticio es un asunto de juicio basado en el análisis cualitativo y cuantitativo que cambia de acuerdo con el ambiente económico de cada industria o sector y, dentro de cada uno de éstos, varía para cada empresa de acuerdo con su desempeño particular y su propia cultura empresarial.

A pesar de que algunos métodos cuantitativos son utilizados par determinar ciertos factores de riesgo, la calificación de un riesgo crediticio es de naturaleza cualitativa. El uso de los análisis cuantitativos permite llegar al mejor juicio cualitativo posible, toda vez que una calificación de riesgo es una opinión.

2.18.4 Análisis Cuantitativo

Dentro de este campo se contempla un exhaustivo análisis de los estados financieros y de flujos de efectivos sobre bases históricas. De este se desprende una evaluación del éxito obtenido por la administración en la implementación de estrategias anteriores frente a sus competidores, acreedores y la productividad del patrimonio.

El análisis histórico constituye la base sobre la que se evalúan los pronósticos de la compañía. La tendencia en las razones financieras y de las principales variables permite darle credibilidad a las proyecciones presentadas. No obstante, el comportamiento pasado no se puede tomar como prólogo de lo que será el comportamiento futuro y, por lo tanto, la proyección futura no está

garantizada ni se puede complementar hasta no realizar un considerable esfuerzo para estimar las condiciones potenciales de la entidad emisora.

2.18.5 Análisis Cualitativo

Una calificación de riesgo de una emisión no se puede otorgar basándose exclusivamente en análisis financieros, toda vez que éstos no reflejan a cabalidad la circunstancia específica y el potencial de las empresas. Es por eso que el análisis cuantitativo debe ser complementado con aspectos cualitativos, con el fin de llegar a una correcta calificación. Entre los aspectos cualitativos que se consideran y que pueden llegar a influir en la capacidad de pago oportuno de una emisión, están: calidad de la administración, planes y estrategias, oportunidades de mercado, investigación y desarrollo de nuevos productos, ciclos de vida de productos, recursos humanos, políticas de control y auditoría y aspectos fiscales.

El proceso de calificación tomando como ejemplo a ECUABILITY S.A. implica una considerable interacción con los funcionarios de las compañías emisoras, con el fin de conocer con mayor profundidad sus fortalezas y debilidades. Se realizan presentaciones a funcionarios de la empresa calificadora de riesgos, visitas a las instalaciones de las empresas emisoras, entrevistas personales y consultas permanentes para mantener continuidad en el conocimiento y desarrollo de la empresa, de sus proyectos así como de la emisión.

Una de las formas más transparentes para conocer la capacidad de pago de una emisión es comprender la filosofía y la situación de la administración de los negocios. Por ello le otorga una importancia sobresaliente al diálogo y al contacto directo con sus administradores y principales ejecutivos.

2.18.6 Las perspectivas y el seguimiento

Los resultados conocidos son un punto de apoyo para estimar el comportamiento futuro que se puede esperar en el desarrollo de una compañía, por lo cual su cuidadoso análisis se constituye en precursor de cualquier intento de incorporar cifras al análisis de calificación de calidad crediticia. Con el objeto de fortalecer y mantener actualizadas sus calificaciones, se hace especial énfasis en sus criterios de calificación en los niveles de protección de la deuda evidenciados por los flujos de efectivo esperados, por lo que resulta primordial el seguimiento permanente de los factores fundamentales de las empresas y/o emisiones.

No obstante, por circunstancias impredecibles al momento de emitir una calificación, los resultados esperados no siempre coinciden con los reales, razón por la cual la calificación otorgada a una emisión puede variar durante la vida de ésta. Sólo esta perspectiva y la evaluación continua de los factores fundamentales pueden consistentemente y en forma actualizada determinar el potencial de protección de la deuda representada en las emisiones y, en consecuencia, el carácter dinámico de las calificaciones.

2.18.7 Un enfoque de clasificación de riesgo de la compañía Humphrey Titularización Hipotecaria

Enfoque de la Clasificación

1) Estimar la Perdida para el Inversionista y su probabilidad de ocurrencia

Procesos de Evaluación

- Análisis del Originador
- Análisis de la Capacidad de Administración (ServiceQualityRating)
- Análisis de la Cartera a Titularizar
- Análisis de la Estructura de la Operación
- Análisis de Flujos de Caja

2) Análisis del Originador:

- Evaluación de Políticas Crediticias
- Historial de Defaulty Prepago
- Experiencia en Materia Crediticia
- Nivel Profesional y Apoyo de Sistemas
- Practicas de Tasación de Garantías
- Calidad de los Controles y Sistemas de Información
- Revisión de manuales, entrevistas con ejecutivos y visitas en terrenos.

3) Análisis de la Capacidad de la Administración:

- Experiencia en Administración de Carteras
- Comportamiento de Carteras Administradas
- Experiencia en Administración de Cartera
- Políticas de Cobranza y Recaudación
- Nivel Profesional y Apoyo de Sistemas
- Solvencia de la Compañía
- Rentabilidad del Negocio de Administración
- Revisión de manuales, entrevistas con ejecutivos y visitas en terrenos.

4) Análisis de la Cartera a titularizar:

a) Análisis Aleatorio de Documentación de Respaldo

b) Análisis Selectivos de Créditos

- Mayores Deudores
- Mayor Endeudamiento

5) Verificación de Integridad de la Información.

6) Calificación Cuantitativa de la Cartera

- Saldo Insoluto Sobre Tasación (LTV)
- Valor de la propiedad según comunas
- Dividendos Como Porcentaje de la Renta
- Plazo del Crédito
- Dividendos Pagados
- Destino Vivienda
- Historial de Morosidad y Central de Riesgo

7) Análisis Estructura de la Operación:

- Estudio Contratos de Administración
- Evaluación Sistemas de Custodios
- Evaluación Sistemas de Respaldo de la Información
- Mecanismos de Información y Rendición de Cuentas del Administrador
- Racionalidad de los Gastos Atribuibles al Patrimonio Separado
- Estudio de los Términos del Contrato de Emisión de Títulos

8) Análisis de Flujos de Caja:

- Flujos de Activos Afectados por Morosidad, Default (morosidad sobre 90 días), Recuperos de Activos (plazo y valor) y Prepagos.
- Flujos de Pasivos (considerando eventuales prepagos).
- Gastos del Patrimonio Separado

9) Variables Relevantes: Flujos de Caja

- Valores de Recupero Default
- Depreciación Bien
- Valor Residual de la vivienda
- Estado de la economía
- Plazo de Liquidación

Tabla No.3

Evaluación de los Índices considerado para la medición del patrimonio separado

Relación Activos y Pasivos como % Activos aportados			
	Activos	Pasivos	Estrés Aplicado
Valor de Activos y pasivos	100 %	109,8%	
Pérdida esperada de los activos	-6,1 %		Frecuencia Default
Activos netos y pasivos	93,9%	109,8%	
Interés nominal sobre activos y pasivos 101 %		65,9%	
Prepago+ Default acumulados - 27,3 %			Frecuencia prepagos + default x severidad
Pérdida de intereses x prepago y default -20,5 %		-12,0%	
Intereses capturados	80,5%	53,9%	
Valor acumulado Activos/ Pasivos	174,4%	163,7%	
Gasto del patrimonio separado	-6,2%		
	168,2%	163,7%	
Sobre colateral Efectivo	2,7%		

RESUMEN SOBRE LA TITULARIZACIÓN

La titularización como mecanismo jurídico y financiero de desintermediación es una importante herramienta para las sociedades y empresarios.

Por otra parte, la titularización va a constituir una herramienta importante para el mercado de valores, toda vez que se presentarán nuevas oportunidades para distintos perfiles de inversionistas, incluso, me atrevo a pensar, que en el futuro pueden crearse ruedas y bolsas especializadas en la compra y venta de valores movilizados.

Debe destacarse que la titularización, bien estructurada, puede permitir el desarrollo de proyectos inmobiliarios (así se han desarrollado hoteles, hospitales, edificios, urbanizaciones), el mejoramiento de la posición financiera del originador y puede determinar beneficios importantes para los inversionistas.

Sin embargo, hay que reconocer que la experiencia mundial demuestra éxitos y fracasos a partir de su aplicación. Hablando de los fracasos, algunos se han debido a fraudes del originador, a la negligencia, culpa o dolo del fiduciario, a la culpa o dolo del administrador de la emisión, al incumplimiento de parte de los generadores de fondos, a la insuficiencia de las coberturas y, en otros casos, a situaciones del mercado.

Considero que permitir procesos de titularización fundados en proyecciones futuras (Ej.: las ventas de banano por los próximos veinte años, las exportaciones de oro por los próximos diez años), sin duda que representa un concepto de riesgo para los inversionistas (que tienen un perfil de ser inversionistas de alto riesgo).

El cual debe ser mitigado, limitando los montos de las emisiones en función de los activos del originador o de su solvencia, incluso debe exigirse estadística del comportamiento de las ventas de años anteriores y sobre todo la existencia de vínculos jurídicos solemnes e irrevocables con los generadores de fondos (ej.: con los compradores del banano o de oro).

Los órganos de regulación y control deben pensar en exigir mecanismos de cobertura que cubran, totalmente, el índice de siniestralidad, incluso habría que pensar por qué no en una cobertura superior al cien por ciento de la siniestralidad. Además, la fijación del índice de siniestralidad puede constituir un aspecto muy subjetivo, sin embargo de lo cual el Consejo Nacional de Valores debe trabajar conscientemente en el tema, a efectos de establecer ciertos rangos (normas generales) sobre los cuales deben enmarcarse los procesos de titularización y la constitución de los mecanismos de cobertura.

Las experiencias en el Ecuador sobre titularización fundada en fideicomiso mercantil han sido, en su gran mayoría, sobre proyectos inmobiliarios. Otra aplicación del fideicomiso sustentada en la proyección profesional de los fondos a percibirse por el pago del peaje, le permitió a un concesionario de una obra pública, contar con los fondos para la construcción de una autopista. Ese proceso cuenta con la garantía de un banco extranjero triple A, y hasta el momento ha marchado bien.

CAPITULO III

**ESTADÍSTICAS 2001 - 2006
EL MERCADO DE VALORES Y LAS
TITULARIZACIONES EN CIFRAS**

TITULARIZACION EN EL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO

3. Introduccion

En el año 2002 se autorizó el primer proceso de titularización en el país, por un monto de 8 millones de dólares de la empresa Mastercard, la que presentó una buena acogida dentro del mercado de valores cuya colocación se dio a través de las Bolsas de Valores de Guayaquil y Quito.

TABLA 4

PRINCIPALES CARACTERISTICA DE LA EMISION

Características de los Valores :	Mixtos, que comportan: (i) derechos de contenido crediticio , consistentes en el pago de una tasa de interés anual calculada como amortización lineal de capital e intereses, con base de 360 días, pagaderos en períodos quincenales vencidos, y, (ii) derechos de participación , consistentes en los intereses que serían generados por las sumas depositadas quincenalmente para constituir la garantía de Exceso de Flujos.
Rendimiento	Derechos de Contenido Crediticio se considerará la tasa de interés LIBOR de 90 días más 2.25 puntos porcentuales, el pago capital e intereses se efectuarán cada 15 días, de los Valores Participación . Es por naturaleza variable, y dependerá de las sumas acumuladas en el mecanismo de garantía de Exceso de Flujos, y de la tasa de interés que genere el depósito de tales sumas.
Plazo	360 días
Monto Mínimo de Inversión	Diez mil dólares

A pesar de la gran acogida que los inversionistas presentaron en la emisión de Mastercard, durante los últimos cuatro años el crecimiento de este mecanismo de financiamiento no ha presentado mayor crecimiento, reflejando al cierre del 2006 con 22 emisores inscritos con un monto de usd\$ 485 millones de dólares en donde el mayor crecimiento se produce en el último año en donde se registraron el 50% de las emisiones existentes, y cuyos emisores principalmente son del sector

bancario y financiero, lo que refleja la falta de conocimiento de las ventajas que este mecanismo tiene para las empresas, lo cual debe ser promocionada por los organismos competente.

TABLA5

EMISORES INSCRITO DE TITULARIZACION
PERIODO 2002 AL 2006

AÑO	EMISOR	MONTO	TASA	PLAZO	CALIFICACION
2002	Mastercard	8MM		360 días	AAA
2003	Cartera de Consumo Unibanco	10MM	Fija 8%	2 años	AAA
	CTH	18,28MM	100% TPR	Desde 57 días hasta	AAA
2004	Cartera Automotriz Amazonas	10MM	8,25 hasta 10,25%	hasta 24 meses	AAA
	CTH	14MM	100% TPR	104 meses	AAA
	2da Titularizacion Cartera Automotriz Bco.Amazonas	10MM	Tasa Fija 8% hasta 9,5%	Desde 25 a 42 meses	AAA
2005	Omni Hospital	16.8MM	TPR 100%	180 meses	AAA
	Zona Franca de Guayaquil	14MM	El 2,25 veces la TPR	6,7 años	A
	2da y 3era Titularizacion Cartera Automotriz Bco.Amazonas	30.5MM	Tasa Fija 8% hasta 9,75%	Desde 10 a 48 meses	AAA
	Mutualista Pichincha	24,8MM	TPR desde el 57% hasta 100%	121 a 145 meses	AAA
	Unibanco	15MM	Fija 7%	24 meses	AAA
	CTH	21.35MM	100% TPR	Desde 67 a 104 meses	AAA
2006	Unibanco	5MM	Fija 7,5%	36 meses	AAA
	Produbanco Convertibles	46MM	Promd.TPR	Desde 126 a 135 meses	AAA
	Banco Pichincha Convertibles	88.5MM	TPR	Desde 150 a 185 meses	AAA
	Banco Territorial	3MM	Fija 8%	3 años	AAA
	CFC-Uno	6MM	TPR más premio	1 a 3 años	AAA
	1era Titularizacion Cartera Automotriz Bco.Amazonas	19,4MM	Fija 7,5% al 9,25%	10 a 47 meses	AAA
	Hidroelectrica Marcel Laneado	80MM	Tasa libor mas premio del 3.5% al 4%	de 8 a 10,5 años	AAA
	2da emision CFC	6MM	Fija 7 al 8,25%	1 a 3 años	AAA
	Cartera Consumo Territorial	2,5MM	Fija 8%	3 años	AAA
	Burger King	1,2MM	Fija 10%	10 años	AAA
	Mutualista Pichincha	49MM	Promd.TPR	12 a 14 años	AAA
Total	22 Emisiones	485			

FUENTE: Boletín Estadístico de la Bolsa de Valores de Guayaquil

Las empresas continúan canalizando su financiamiento a través de los mecanismos tradicionales en el sistema financiero a pesar de los elevados costos financieros que esto les representan ya sea por desconocimiento de las nuevas alternativas dadas en la Ley de Mercado de Valores o por la resistencia en no hacer públicos sus estados financieros, lo cual es una obligatoriedad cuando se participa en el mercado de valores como un ente inscrito en el mismo.

En el 2005 se efectuó el primer proceso de titularización en el sector de la construcción denominado Omni Hospital por usd\$16.800.000 correspondiente a la corporación Pronobis, cuya finalidad es la construcción de un centro hospitalario, se emitieron 2.800 VPT (Valor de Participación de la Titularización) con un valor nominal de usd\$6.000 cada VTP, el público objetivo son principalmente los médicos e inversionistas personales, la rentabilidad es variables e inicia su pago una vez de terminada la obra, a pesar de la peculiaridad de la emisión presento una gran acogida en el publico inversionista logrando así colocar el 100% de los VPT emitidos.⁽¹⁷⁾

TABLA No. 6

EMISION DE TITULARIZACION POR TIPO COMPAÑÍA

(En millones de Dòlares)

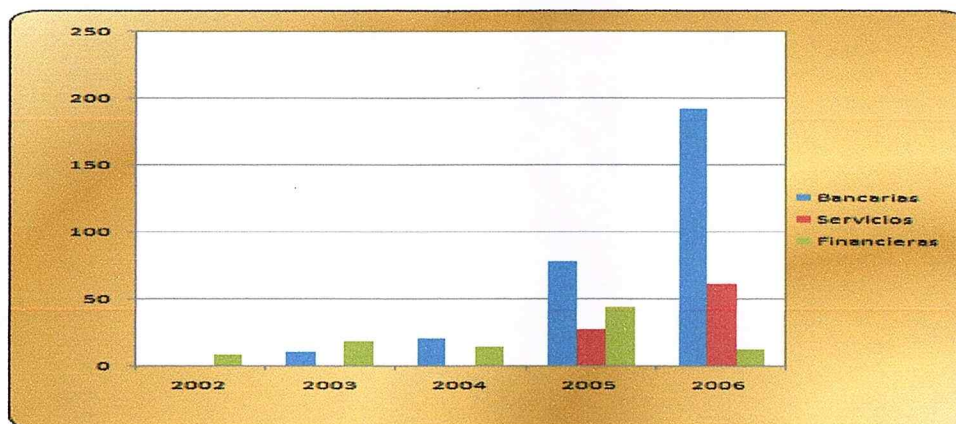
	2002	2003	2004	2005	2006	Total	%Partic.
Bancarias	0	10	20	78,09	192,1	300,19	61,93%
						0	0,00%
Servicios	0	0	0	26,8	61,2	88	18,15%
						0	0,00%
Financieras	8	18,2	14	44,35	12	96,55	19,92%
Total	8	28,2	34	149,24	265,3	484,74	100%
%Crecimiento		253%	21%	339%	78%		

(17) Informacion Prospecto de oferta Publica "Calificados de Riesgo Ecuability"

GRAFICO No.1

COMPOSICION DE LAS TITULARIZACIONES INSCRITA POR TIPO DE EMPRESA

Periodo 2002 al 2006



Al cierre del 2006 el total de cartera por vencer de los bancos ascendió a usd\$ 6.029 millones de dólares reflejando un crecimiento del 125% en los últimos 5 años el rubro de mayor crecimiento han sido los préstamos hipotecarios con un crecimiento del 243% a pesar de las altas que ofrecen el sistema y los costos como las comisiones bancarias sobre el prestamos otorgado las cuales ascienden entre el 1% al 2% cobrado por una sola vez al momento de la entrega de los recursos, lo cual encarece a un mas el costo del dinero.

Si todos estos recursos pudieran ser canalizados a través de procesos como la titularización en el país se podría solucionar uno de los grandes problema como es el habitacional, con tasas preferenciales como debe darse en un país dolarizado.

TABLA 7

COMPOSICION DE LA CARTERA DE CREDITO DEL SISTEMA FINANCIERO BANCARIO

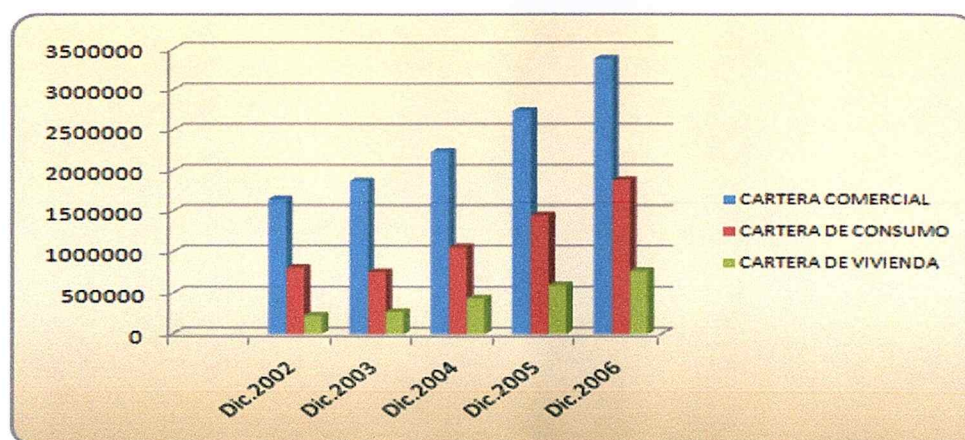
(Expresados en Miles de Dólares)

POR TIPO DE CREDITO	Dic.2002	Dic.2003	Dic.2004	Dic.2005	Dic.2006
CARTERA COMERCIAL	1.647.482	1.872.048	2.233.855	2.733.407	3.376.354
CARTERA DE CONSUMO	806.370	754.921	1.058.306	1.448.889	1.884.540
CARTERA DE VIVIENDA	224.139	273.088	439.958	597.619	767.902
TOTAL CARTERA DEL SISTEMA	2.677.991	2.900.057	3.732.119	4.779.916	6.028.796
%Crecimiento		8,29%	28,69%	28,08%	26,13%

Grafico No.2

COMPORTAMIENTO DE LA CARTERA DE CREDITO POR LINEA DE NEGOCIO

Periodo 2002 al 2006



3.1 Operaciones del Mercado de Valores por tipo de instrumento y sector.

El crecimiento en las operaciones desarrolladas en el Mercado de Valores están dadas básicamente por la participación del Estado Ecuatoriano a través de la emisión de deuda sea esta de corto o largo plazo la cual representa el 56% de las transacciones realizadas en el último año, en lo que respecta a las negociaciones del sector privado el sector financiero mantiene el 35% de participación y 9% el sector productivo a través de obligaciones, titularizaciones o pagare o letras negociadas a través del REVNI, mientras que las operaciones financieras tradicionales mantienen un alto nivel de crecimiento.

Las Instituciones Financieras han visto mediante el mecanismo de titularización un nuevo modelo de fondeo para sus operaciones crediticia sin que ello le implique incurrir incrementar el riesgo de su cartera o aumentar sus pasivos lo que sin lugar a duda rentabiliza mejor sus operaciones de intermediación, sin que estos beneficios descendan hasta las empresas a través de niveles de tasas activas preferenciales que siendo un país dolarizado deberían darse y mas bien con la nueva Ley de Justicia Financiera ha dado a cabida a bandas mucho mas amplias que las que manteníamos a inicio del presente año.

En el siguiente cuadro se observa el desarrollo del mercado bursátil en los últimos 5 años, reflejándose claramente lo antes expuesto.

TABLA No.8

DETALLE DE TRANSACCIONES EN LAS BOLSAS DE VALORES

Por Sector, Título y Tipo de Renta
Expresados en Miles de Dolares

SECTOR Y TÍTULO	TOTAL NACIONAL					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
a) SECTOR PUBLICO	414	807	1.009.971	2.482.686	1.716.698	2.373.608
CERTIFICADOS DE TESORERIA	693	270,840	335,395	1.436.260	1.415.953	1.553.611
CERTIFICADOS DE TESORERIA - REPORTE	0	0	52,826	0	2,108	39.762
CERTIFICADOS DE INVERSIÓN	0	0	0	25,475	0	25.000
CUPONES	0	18,127	23,704	152,249	52,342	197
BONOS DEL ESTADO	327,606	333,123	466,772	836,313	203,543	508.174
BONOS ESTADO - REPORTE	62,494	147,448	1,243	0	225	190.894
BONOS GLOBAL	0	6,428	4,722	226	0	1.108
Cuar	8,367	23,141	25,032	28,480	42,526	54.413
TITULOS DEL BANCO CENTRAL	14,799	8,239	82,276	0	0	449
REPORTO BURSÁTIL	0	0	0	3,683	0	
b) SECTOR PRIVADO	1.383.333	854	1.153.213	1.037.089	1.632.279	1.878.080
ACEPTACIONES BANCARIAS	178	1,505	3,495	3,033	4,919	3.589
AVAL BANCARIO	9,926	8,891	6,873	7,634	7,167	13.580
CEDULA HIPOTECARIA	166	159	7,784	13,814	9,320	4.650
CEDULA HIPOTECARIA (REPORTO)	0	0	0	640	1,266	
CEDULA HIPOTECARIA (RENVÍ)	0	0	0	670	734	
CERTIFICADO DE AHORRO	0	0	3,138	9,203	14,153	11.928
CERTIFICADO DE DEPÓSITO	617,888	402,941	554,856	498,349	871,627	
CERTIFICADO DE DEPÓSITO (REVNI)	0	0	0	0	162	
CERTIFICADOS DE INVERSIÓN	24,892	58,271	80,024	56,355	88,428	60.015
CERTIFICADOS DE INVERS CUP/AMORT.GRAD	0	0	50	24	0	
CERTIFICADOS FINANCIEROS	4,173	372	171	21	0	
CERTIFICADO PASIVO GARANTIZADO	0	0	0	11,325	7,450	
CERTIFICADO PASIVO GARANTIZADO (REVNI)	0	0	0	2,439	7,693	10.976
CERTIFICADO ACREENCIA DEPOSITARIA	0	0	0	175	2	
CEDULA AUTOMOTRIZ	0	0	1,225	0	0	
CED.AUTOMOTRIZ GARANT FIDUC CUP/AM	0	0	662	70	0	
CUPONES	13,862	13,629	544	0	0	449
DEP. A PLAZO CUP/AMORT.GRAD	4,378	3,710	1,085	25,898	18,400	
LETRAS DE CAMBIO	43,115	62,076	53,948	40,068	43,434	51.463
OBLIGACIONES	9,498	9,811	14,642	35,790	22,311	142.019
OBLIGACIONES CONV. EN ACCIONES	15,550	9,720	43,727	20,171	19,824	
OBLIGACIONES CONV. EN ACCIONES (REVNI)	0	0	0	24	0	
PAGARES	433,090	58,053	1,889	1,601	2,573	8.953
PAGARES (REVNI)	0	0	0	76	0	3.100
PAGARES CUP/AMORT.GRAD.	0	0	0	0	968	
PAPEL COMERCIAL	2,991	0	0	2,026	61,291	250.842
POLIZAS DE ACUMULACION	188,658	196,801	290,245	219,320	266,194	328.024
REPORTO BURSÁTIL	0	0	0	0	410	
VALORES DE TITULARIZACIÓN	0	0	21,378	31,772	101,236	407.087
VALORES DE TITULARIZACIÓN MXTA	0	7,933	853	0	0	
BONOS HIPOTECARIOS	18	0	0	0	0	
CARTA DE CREDITO DOMESTICA	144	41	42	50	838	1.207
RENTA VARIABLE	\$9,779	\$19,807	\$93,806	\$106,988	\$147,537	290.099
ACCIONES	9,682	19,250	93,801	0	0	289.949
ACCIONES SECTOR FINANCIERO	0	0	0	25,663	28,515	
ACCIONES SECTOR MERCANTIL	0	0	0	73,230	113,643	
ACCIONES NO INSCRITAS	0	536	0	0	0	
ACCIONES (REVNI)	0	0	0	0	1,560	
CUOTAS PATRIMONIALES	0	0	0	0	0	
CUOTAS DE PARTICIPACIÓN (TITULARIZAC.)	0	0	0	8,075	3,702	
CUOTAS DE MEMBRESÍA	97	20	5	20	17	150

FUENTE : Bolsa de Valores del país.

Elaboración: Estudios y Promoción del Mercado de Valores

RESUMEN SOBRE EL DESARROLLO DE LA TITULARIZACION EN EL MERCADO ECUATORIANO

Evidentemente en el Ecuador no se ha desarrollado un Mercado de Valores que permita a los inversionistas contar con mecanismos de inversión que le permita rentabilizar sus capitales con un riesgo mas bajo, producto de la diversificación de sus inversiones, pero que por otro lado esos capitales puedan ser direccionados al sector productivo a fin de desarrollar nuevos proyectos de inversión.

De acuerdo a los datos registrados en la Superintendencia de compañías existen 30.000 empresas registradas de las cuales 400 corresponden a compañías grandes que pueden realizar una emisión de títulos de deuda propia por un monto total aproximado de \$9.000 millones, pero que lamentablemente por desconocimiento y el poco interés de los organismos competentes en difundir las bondades de un proceso de titularización puede brindar a las empresas no se ha podido alcanzar un mercado desarrollado.

Es importante no solo para el desarrollo del Mercado de Valores sino para el crecimiento y el desarrollo del país establecer medio de actualización y de capacitación ya sea a través de la Superintendencias o de las Camaras como un mecanismo de apoyo para la introducción de las empresas en el mercado, asi como estímulos tributarios tanto para los emisores como inversionistas a fin de ir desarrollando un mercado mas activo y que a futuro a fin de lograr a futuro que el Mercado de Valores se convierta en una alternativa al sistema financiero.

CAPITULO IV

ANALISIS DE LA TITULARIZACION TERMINAL TERRESTRE

4 LA EMPRESA

Socios Fundadores

- Municipio de Guayaquil 2 %
- Junta Cívica 1 %
- CTG 97 %

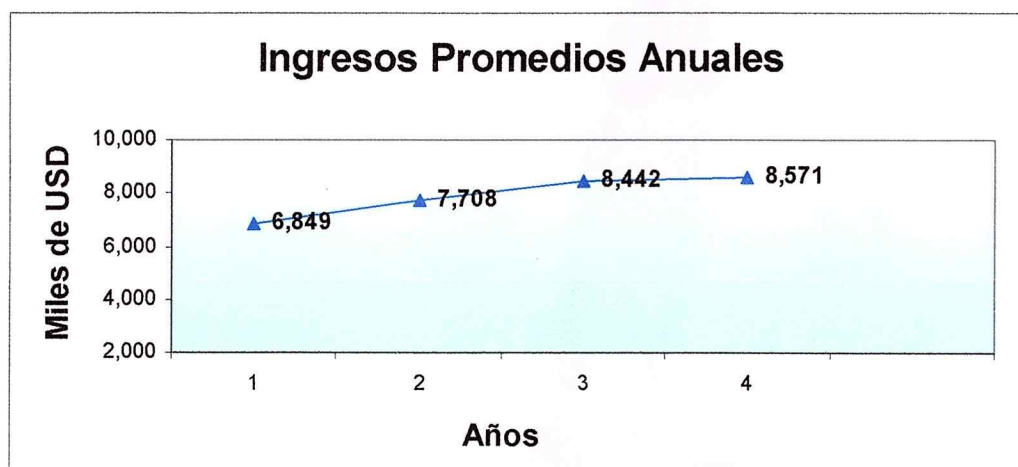
• Nota: las decisiones deben tomarse con el 99 % de los votos a favor ■

Bandeja de Estacionamiento

El nuevo edificio posibilita ubicar 940 automóviles con dos bandejas y planta baja, y será previsto para ampliaciones futuras, con las construcción de

GRAFICO No. 3

**Evolución de los Ingresos Projectados
2008 al 2011**



fuelle: Prospecto- Mercado de Valores Superintendencia de Compañías

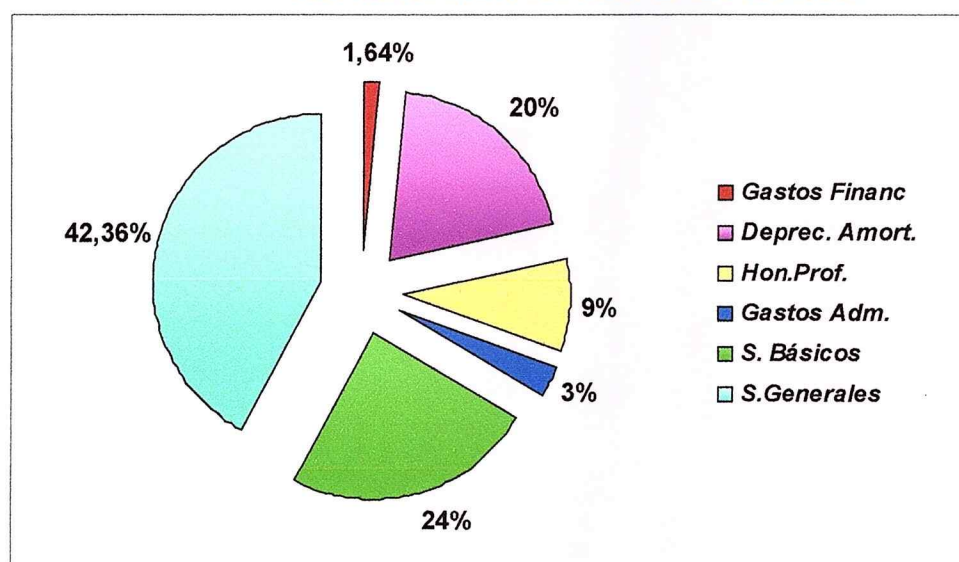
TABLA No.9

Composición de los Ingresos 2005

Tasas por ocupación lugares Públicos	3.027.352
Torniquetes	1.665.711
Parqueo Vehículos Particulares	350.853
Uso de Andén	414.566
Parqueo Buses	437.031
Parqueo Taxis y Camionetas	159.191
Renta de Bienes	1.069.926
Valor por Concesión	837.571
Alícuotas de Mantenimiento	232.355
Otros Ingresos	250.629
Otros	250.629
TOTAL DE INGRESOS	4.347.906

GRAFICO No 4

DISTRIBUCION DE LOS GASTOS 2005



Fuente: Prospecto - Mercado de Valores – Superintendencia de Compañías

DICIEMBRE 2005

Activo	18.506.666
Pasivo	11.551.673
Patrimonio	6.954.993
Ingresos	4.347.906
Egresos	3.790.837
Superávit operacional	557.069
Superávit en relación a los ingresos	13%

Fuente: Prospecto - Mercado de Valores – Superintendencia de Compañías

4.1 Estudio de Mercado:

En el prospecto presentado por la Terminal Terrestre se hace un resumen de las principales preferencias que dejaron los resultados de las encuestas y figuran bajo el título de “¿Qué nos dice el mercado?”

- Buscan un concepto diferente de centro comercial.
- Quieren precios de concesión razonables.
- Que se respete el mix comercial.
- Que pueda atraer otro tipo de clientes.
- Que sean negocios con precios baratos

El Proyecto

Respondiendo a las necesidades del mercado se diseñó un centro comercial con el concepto de outlet, cuyas características más importantes son la misma calidad de fábrica, pero a bajos precios.

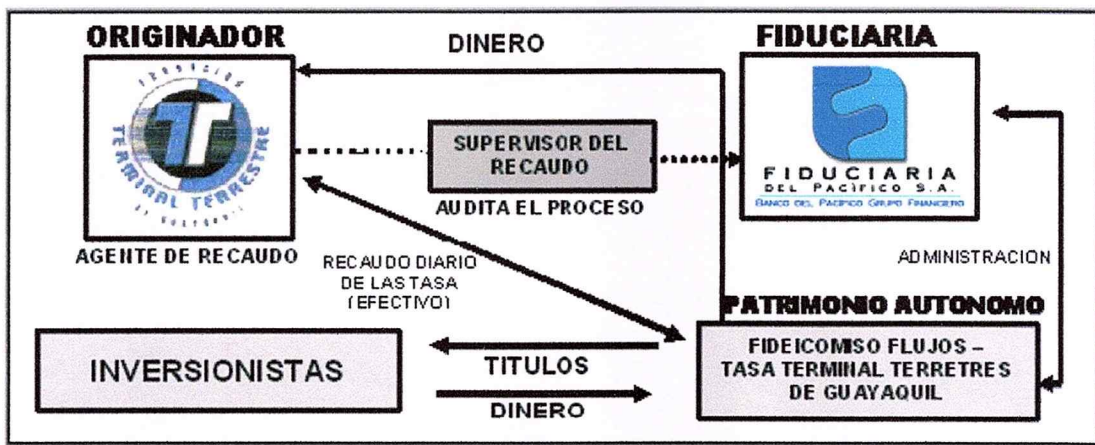
Este nuevo concepto de centro comercial atraerá un público diferente al habitual.

Solicitud

DESCRIPCIÓN	LOCALES	ISLAS	ACUMULADO
Solicitudes provisionales	53	95	148
Concesionarios externos	374	266	640
Otros	19	8	27
Total General	446	369	815

Fuente: Prospecto – Mercado de Valores – Superintendencia de Compañías

i. Estructura de la Titularización



Fuente: Prospecto – Mercado de Valores – Superintendencia de Compañías

4.2 Calificación de riesgo

Empresa: Equability S.A.

Calificación otorgada : AAA
Con información al : 31 de diciembre del 2006 y 31 de marzo del 2007
Fecha de Calificación : 30 de abril del 2007
Vigencia de la Calificación : Hasta el 31 de octubre del 2007

4.2.1 Justificaciones de la Calificación

- La calificación de riesgo otorgada se fundamenta en la alta calidad de los factores determinantes del proceso:
- Avance en la reconstrucción del Terminal Terrestre de Guayaquil que se está realizado por un contratista de gran experiencia y su importancia para la ciudad y el país.
- Por el origen y legalidad de los recursos provenientes de la titularización, los cuales servirán para realizar principalmente otras obras complementarias, no ligadas al origen de los recursos del flujo esperado.
- La calidad y cuantía de la fuente de pago, la estructura operacional y financiera de la titularización y los resultados que en materia de indicadores de cobertura sobre el pago de los títulos (deuda), arroja la aplicación de escenarios de estrés.

4.2.2 Aplicación de Los Fondos

Los recursos provenientes de la Titularización serán destinados para la culminación de la reconstrucción y modernización del Terminal Terrestre, quien presta un servicio monopólico de alta importancia estratégica para la ciudad y el país,

4.2.3 Cumplimientos en los plazos de entrega

Otra fortaleza es la experiencia del Constructor y Fiscalizador, que han venido cumpliendo los cronogramas de entrega de acuerdo a lo establecido en los plazos de los contratos, en el que se establece la entrega completa de la obra para mediados de octubre próximo,

4.2.4 Origen de los Flujos

El financiamiento del Proyecto realizado a través de aportes del Gobierno Nacional, del Municipio de Guayaquil, de un préstamo de largo plazo de la CAF y con recursos propios de la Fundación es complementado por la presente Titularización, mediante una estructura operativa robusta que contempla la cesión de los derechos por el cobro de las tasas de torniquete, andén, parqueo de buses, y parqueo de taxis y camionetas por servicios correlativos que presta el Terminal, que han sido transferidos al Fideicomiso por el Originador, para obtener recursos adicionales para concluirlo, contando de esta forma con los flujos de caja esperados para pagar oportunamente los títulos a los inversionistas.

4.2.5 Riesgo Político

También se evaluó el riesgo político por la subida de las tasas determinadas por la Comisión de Tránsito del Guayas, pero el mismo se atenúa por el hecho de que el organismo regulador es a su vez socio de la Fundación y porque sus costos son iguales a los cobrados por el Terminal Terrestre de Quito, sin que éste última cuente con la infraestructura e instalaciones adecuadas que tendrá el de Guayaquil.

4.2.6 Riesgo Social

Por último, el riesgo social con los usuarios del Terminal está controlado por la tarea de concientización y educación que permanentemente está efectuando la Fundación a los usuarios y dueños de las líneas de transporte que allí operan.

4.2.7 Composición del Flujo

De la misma forma, la estructura operativa de la titularización contempla la existencia de dos fondos, el de reserva por 360.000 dólares y un fondo de liquidez que corresponde a un exceso de 10% sobre los flujos requeridos, los mismos que servirán para cubrir cualquier desfase en los flujos esperados, permitiendo aprovisionar, de manera anticipada, los recursos requeridos para llevar a cabo el pago oportuno de las obligaciones con los tenedores de los títulos. La existencia de estos dos fondos mitiga el riesgo de iliquidez del patrimonio autónomo en cuanto al pago de gastos operacionales y financieros.

4.2.8 Capacidad de Pago

Con el objeto de evaluar la capacidad de pago del Fideicomiso, la Calificadora sometió a exhaustivos escenarios de tensión el modelo financiero elaborado por Merchantbansa S.A. Las variables objetos de tensión fueron, por un lado, un retraso en la entrega de la construcción hasta comienzos del año 2008 y por otro, una disminución del tráfico esperado de usuarios del Terminal. En ambos casos los resultados alcanzados determinan coberturas adecuadas y suficientes para realizar el pago.

La Calificadora se exime de responsabilidad en caso de restricciones debidas a eventuales cambios de moneda estipulada, confiscaciones, expropiaciones, actos de guerra, conmoción interna o cualquier otra causa de fuerza mayor fuera de control de las entidades que intervienen en el proceso y que no les permita cumplir con sus obligaciones.

4.3 Responsabilidad de la Empresa Calificadora

Se debe aclarar, sin embargo, que de acuerdo a lo dispuesto en el Reglamento correspondiente, dictado por el Consejo Nacional de Valores, la presente calificación de riesgo "no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni implica una garantía del pago del mismo, ni estabilidad de un precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado a éste."

Además se señala que los títulos emitidos dentro de este proceso no se encuentran garantizados por la AGD.

4.4 Importancia de la calificación AAA para los Inversores

Los títulos que tienen la calificación AAA pueden ser adquiridos por el IEES hasta en un porcentaje del 30%, esto le una ventaja muy grande en el mercado ya que el seguro social es uno de los grandes inversores del mercado.

4.5 Característica de la Titularización

Aprobación:	7 de junio de 2007
Plazo:	1800 días
Casa de Valores colocador:	Merchant Valores
Garantía:	Fondos de Reserva y Fondos de Liquidez
Clasificación:	AAA
Cía. Clasificadora:	Equability S.A.
Amortización del Capital:	Anual
Calculo de los intereses:	fija anual: 8,50%
Pago de los intereses:	trimestral

4.6 Comparación de los Costos Financieros entre un proceso de Titularización y otras alternativas de Financiamiento.

El presente estudio ha considerado el análisis bajo tres alternativas de financiamiento.

- a) Préstamo Bancario para lo cual se ha considerado un Tabla de Amortización bajo las mismas condiciones que manejara la Titularización y otra con pagos de dividendos mensuales de capital e intereses ya que son las condiciones manejadas por el sistema financiero.
- b) Obligaciones.- bajo las condiciones de la titularización

c) Titularización que es el mecanismo empleado por la empresa de estudio.

4.6.1 Financiamiento con Préstamo Bancario:

TABLA No.10

Condiciones del Préstamo Bancario

	Opcion 1	Opcion 2	Opcion 3
Monto:	10.000.000	10.000.000	10.000.000
Plazo	5 años	5 años	5 años
Tasa	9,85%	9,85%	12,00%
Pago Interés	4	12	12
Pago Capital	1	12	12
Comision Bancaria	2%	2%	NA

Fuente: Boletín Estadístico Mensual BCE "Tasas de Interés Bancaria"

Opcion 1. Tabla de Amortizacion Pago de Cap.Anual Int.Trimestral

No.Periodos	Abono Capital	Interes	Dividendo	Saldo
0				10.000.000
1		246.250	246.250	10.000.000
2		246.250	246.250	10.000.000
3		246.250	246.250	10.000.000
4	2.000.000	246.250	2.246.250	8.000.000
5		164.873	164.873	8.000.000
6		164.873	164.873	8.000.000
7		164.873	164.873	8.000.000
8	2.000.000	164.873	2.164.873	6.000.000
9		97.097	97.097	6.000.000
10		97.097	97.097	6.000.000
11		97.097	97.097	6.000.000
12	2.000.000	97.097	2.097.097	4.000.000
13		45.216	45.216	4.000.000
14		45.216	45.216	4.000.000
15		45.216	45.216	4.000.000
16	2.000.000	45.216	2.045.216	2.000.000
17		11.854	11.854	2.000.000
18		11.854	11.854	2.000.000
19		11.854	11.854	2.000.000
20	2.000.000	11.854	2.011.854	0
Total	10.000.000	2.261.158	12.261.158	

TABLA No.10.1

Opcion 2. Tabla de Amortizacion Pago de Cap.Mensual e Int.Mensual

No.Periodos	Abono Capital	Interes 9,85%	Dividendo	Saldo
0				10.000.000
1	129.650	82.083	211.733	9.870.350
2	130.714	81.019	211.733	9.739.636
3	131.787	79.946	211.733	9.607.849
4	132.869	78.864	211.733	9.474.981
5	133.959	77.774	211.733	9.341.021
6	135.059	76.674	211.733	9.205.962
7	136.168	75.566	211.733	9.069.795
8	137.285	74.448	211.733	8.932.509
9	138.412	73.321	211.733	8.794.097
10	139.548	72.185	211.733	8.654.549
11	140.694	71.039	211.733	8.513.855
12	141.849	69.885	211.733	8.372.007
13	143.013	68.720	211.733	8.228.994
14	144.187	67.546	211.733	8.084.807
15	145.370	66.363	211.733	7.939.437
16	146.564	65.170	211.733	7.792.873
17	147.767	63.967	211.733	7.645.106
18	148.980	62.754	211.733	7.496.127
19	150.202	61.531	211.733	7.345.925
20	151.435	60.298	211.733	7.194.489
21	152.678	59.055	211.733	7.041.811
22	153.932	57.802	211.733	6.887.879
23	155.195	56.538	211.733	6.732.684
24	156.469	55.264	211.733	6.576.215
25	157.753	53.980	211.733	6.418.462
26	159.048	52.685	211.733	6.259.413
27	160.354	51.379	211.733	6.099.060
28	161.670	50.063	211.733	5.937.390
29	162.997	48.736	211.733	5.774.393
30	164.335	47.398	211.733	5.610.058
31	165.684	46.049	211.733	5.444.374
32	167.044	44.689	211.733	5.277.330
33	168.415	43.318	211.733	5.108.915
34	169.797	41.936	211.733	4.939.117
35	171.191	40.542	211.733	4.767.926
36	172.596	39.137	211.733	4.595.330
37	174.013	37.720	211.733	4.421.316
38	175.441	36.292	211.733	4.245.875
39	176.882	34.852	211.733	4.068.993
40	178.333	33.400	211.733	3.890.660
41	179.797	31.936	211.733	3.710.863
42	181.273	30.460	211.733	3.529.589
43	182.761	28.972	211.733	3.346.828
44	184.261	27.472	211.733	3.162.567
45	185.774	25.959	211.733	2.976.793
46	187.299	24.435	211.733	2.789.495
47	188.836	22.897	211.733	2.600.659
48	190.386	21.347	211.733	2.410.273
49	191.949	19.784	211.733	2.218.324
50	193.524	18.209	211.733	2.024.799
51	195.113	16.620	211.733	1.829.686
52	196.714	15.019	211.733	1.632.972
53	198.329	13.404	211.733	1.434.643
54	199.957	11.776	211.733	1.234.686
55	201.598	10.135	211.733	1.033.087
56	203.253	8.480	211.733	829.834
57	204.922	6.812	211.733	624.912
58	206.604	5.129	211.733	418.309
59	208.300	3.434	211.733	210.009
60	210.009	1.724	211.733	0
Total	2.805.511	2.703.988	12.703.988	

TABLA No.10.2

Opcion 3. Tabla de Amortizacion Pago de Cap.Mensual e Int.Mensual

No.Periodos	Abono Capita	Interes 12,00%	Dividendo	Saldo
0				10.000.000
1	122.444	100.000	222.444	9.877.556
2	123.669	98.776	222.444	9.753.887
3	124.906	97.539	222.444	9.628.981
4	126.155	96.290	222.444	9.502.826
5	127.416	95.028	222.444	9.375.410
6	128.690	93.754	222.444	9.246.720
7	129.977	92.467	222.444	9.116.742
8	131.277	91.167	222.444	8.985.465
9	132.590	89.855	222.444	8.852.876
10	133.916	88.529	222.444	8.718.960
11	135.255	87.190	222.444	8.583.705
12	136.607	85.837	222.444	8.447.098
13	137.974	84.471	222.444	8.309.124
14	139.353	83.091	222.444	8.169.771
15	140.747	81.698	222.444	8.029.024
16	142.154	80.290	222.444	7.886.870
17	143.576	78.869	222.444	7.743.294
18	145.012	77.433	222.444	7.598.282
19	146.462	75.983	222.444	7.451.821
20	147.926	74.518	222.444	7.303.895
21	149.406	73.039	222.444	7.154.489
22	150.900	71.545	222.444	7.003.589
23	152.409	70.036	222.444	6.851.181
24	153.933	68.512	222.444	6.697.248
25	155.472	66.972	222.444	6.541.776
26	157.027	65.418	222.444	6.384.749
27	158.597	63.847	222.444	6.226.153
28	160.183	62.262	222.444	6.065.970
29	161.785	60.660	222.444	5.904.185
30	163.403	59.042	222.444	5.740.782
31	165.037	57.408	222.444	5.575.745
32	166.687	55.757	222.444	5.409.058
33	168.354	54.091	222.444	5.240.705
34	170.037	52.407	222.444	5.070.667
35	171.738	50.707	222.444	4.898.929
36	173.455	48.989	222.444	4.725.474
37	175.190	47.255	222.444	4.550.284
38	176.942	45.503	222.444	4.373.343
39	178.711	43.733	222.444	4.194.632
40	180.498	41.946	222.444	4.014.134
41	182.303	40.141	222.444	3.831.830
42	184.126	38.318	222.444	3.647.704
43	185.967	36.477	222.444	3.461.737
44	187.827	34.617	222.444	3.273.910
45	189.705	32.739	222.444	3.084.204
46	191.602	30.842	222.444	2.892.602
47	193.518	28.926	222.444	2.699.083
48	195.454	26.991	222.444	2.503.630
49	197.408	25.036	222.444	2.306.222
50	199.382	23.062	222.444	2.106.839
51	201.376	21.068	222.444	1.905.463
52	203.390	19.055	222.444	1.702.073
53	205.424	17.021	222.444	1.496.650
54	207.478	14.966	222.444	1.289.172
55	209.553	12.892	222.444	1.079.619
56	211.648	10.796	222.444	867.971
57	213.765	8.680	222.444	654.206
58	215.902	6.542	222.444	438.303
59	218.061	4.383	222.444	220.242
60	220.242	2.202	222.444	0
Total	2.696.105	3.346.669	13.346.669	

TABLA 10.3

Análisis de Costos del Préstamo Bancario

	Opción 1	Opción 2	Opción 3
2% Comisión Bancaria	200.000	200.000	NA
Impuestos			
0,50 % Único	50.000	50.000	50.000
0,50% Solca	50.000	50.000	50.000
Costos Financieros	2.261.158	2.703.988	3.346.669
Total Costo Préstamo Bancario	2.561.158	3.003.988	3.446.669
%Costo Real Financiamiento	11,20%	12,05%	12,88%

4.6.2 Financiamiento con Emisión de Obligaciones:

TABLA: 11

Información Relevante de la Emisión y Sus Costos.

Características de las Obligaciones			
Plazo	5 años		
Amortización del capital	anual / cuotas iguales		
Períodos de Gracia	na		
Interés	trimestral		
Tasa de Interés	8,50%		
Monto Emisión de Obligaciones	10.000.000		
Patrimonio del Emisor	3.500.000		
Cuotas de amortización de capital	5		
Costos Iniciales			
Costos Variables		140.700,00	
Comisión Asesoría CV	0,80%	80.000,00	
Comisión Colocación CV	0,50%	50.000,00	
Comisión BVG	0,10%	10.000,00	
Cuota de inscripción en Bolsa (BVG)	0,020%	700,00	
Costos Fijos		25.800,00	
Prospecto y Emisión de títulos		6.500,00	
Representante de los obligacionistas		1.800,00	
Inscripción Registro de Mercado		5.000,00	0.5 por mil sobre el monto de la emisión
Calificación de Riesgo inicial		7.500,00	
Costos legales		5000,00	
Total Costos Iniciales		166.500,00	
Valor Actual títulos (rend efectivo)	8,77%	10.000.000,00	
Total de Fondos Obtenido Neto		9.833.500,00	

TABLA No.11.1

Tabla Desarrollo Flujo Proyectado

n	Fecha	Saldo por amortizar	Intereses	Amortización	Actualización Calif. Riesgo	Cuota BVG	Representante Obligacionistas Agente Pagador	Flujo		
0	1-jun-04	1.000.000,00						963.413,71	963.413,71	
1	1-sep-04	1.000.000,00	18.750,00				18,75	18.768,75	-18.768,75	
2	1-dic-04	1.000.000,00	18.750,00		1.500,00		600,00	18,75	20.868,75	-20.868,75
3	1-mar-05	1.000.000,00	18.750,00					18,75	18.768,75	-18.768,75
4	1-jun-05	1.000.000,00	18.750,00		1.500,00	400,00	600,00	18,75	21.268,75	-21.268,75
5	1-sep-05	1.000.000,00	18.750,00					18,75	18.768,75	-18.768,75
6	1-dic-05	875.000,00	18.750,00	125.000,00	1.500,00		600,00	143,75	145.993,75	-145.993,75
7	1-mar-06	875.000,00	16.406,25					16,41	16.422,66	-16.422,66
8	1-jun-06	750.000,00	16.406,25	125.000,00	1.500,00	400,00	600,00	141,41	144.047,66	-144.047,66
9	1-sep-06	750.000,00	14.062,50					14,06	14.076,56	-14.076,56
0	1-dic-06	625.000,00	14.062,50	125.000,00	1.500,00		600,00	139,06	141.301,56	-141.301,56
1	1-mar-07	625.000,00	11.718,75					11,72	11.730,47	-11.730,47
2	1-jun-07	500.000,00	11.718,75	125.000,00	1.500,00	400,00	600,00	136,72	139.355,47	-139.355,47
3	1-sep-07	500.000,00	9.375,00					9,38	9.384,38	-9.384,38
4	1-dic-07	375.000,00	9.375,00	125.000,00	1.500,00		600,00	134,38	136.609,38	-136.609,38
5	1-mar-08	375.000,00	7.031,25					7,03	7.038,28	-7.038,28
6	1-jun-08	250.000,00	7.031,25	125.000,00	1.500,00	400,00	600,00	132,03	134.663,28	-134.663,28
7	1-sep-08	250.000,00	4.687,50					4,69	4.692,19	-4.692,19
8	1-dic-08	125.000,00	4.687,50	125.000,00	1.500,00		600,00	129,69	131.917,19	-131.917,19
9	1-mar-09	125.000,00	2.343,75					2,34	2.346,09	-2.346,09
0	1-jun-09	-	2.343,75	125.000,00	1.500,00	400,00	600,00	127,34	129.971,09	-129.971,09
								TIR Efectivo Trimestral	2,38%	
								tasa nominal	9,54%	
								TIR Efectivo Anual	9,88%	

4.6.3 Financiamiento a través de un Proceso de Titularización.

TABLA No. 12

Información Relevante de la Emisión y Sus Costos.

Características de la Titularización			
Plazo	5 años		
Amortización del capital	anual / cuotas iguales		
Períodos de Gracia	na		
Interés	trimestral		
Tasa de Interés	8,50%		
Monto Emisión de Titularización	10.000.000		
Patrimonio del Emisor	3.500.000		
Cuotas de amortización de capital	5		
Costos Iniciales			
Costos Variables			106.450,00
Comisión Colocación CV	0,50%		50.000,00
Comisión BVG	0,10%		10.000,00
Cuota de inscripción en Bolsa (BVG)	0,020%		700,00
Calificación de Riesgo			12.000,00
Estructuración Legal			25.000,00
Gastos Notariales			2.500,00
Inscripción en RMV del Fideicomiso Titularizador			5.000,00
Impresión Títulos (50% físicos) y Prospectos			750,00
Publicaciones			500,00
Costos Periódicos			21.850,00
Calificación de Riesgo			5.000,00
Comité de Vigilancia			-
Mantenimiento anual inscripción BVG		1.600,00	0.5 por mil sobre el monto de la emisión
Auditorías anuales al Fideicomiso		4.000,00	
Agente Pagador (Fideicomiso)		2.200,00	
DECEVALE		250,00	
Publicaciones		800,00	
Administración del Fideicomiso		6.500,00	
Liquidación del Fideicomiso		1.500,00	
Total Costos Iniciales			106.450,00
Monto de la Emisión	8,5%		10.000.000,00
Total de Fondos Obtenido Neto			9.893.550,00

TABLA No. 12.1

Tabla Desarrollo Flujo Proyectado

	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
FLUJOS DE LA EMISIÓN		212.500	212.500	212.500	212.500	170.000	170.000	170.000	2.170.000	172.500	172.500	172.500	2.127.500	85.000	85.000	85.000	2.085.000	42.500	42.500	42.500	2.042.500
Saldo de Capital	10.000.000	10.000.000	10.000.000	10.000.000	8.000.000	8.000.000	8.000.000	8.000.000	6.000.000	6.000.000	6.000.000	6.000.000	4.000.000	4.000.000	4.000.000	4.000.000	2.000.000	2.000.000	2.000.000	2.000.000	2.000.000
COSTOS DE ESTRUCTURACIÓN	116.250																				
Due Diligence / Estructuración Financiera	\$ 8.000																				
Calificación de Riesgo	\$ 12.000																				
Estructuración Legal	\$ 22.500																				
Gastos Materiales	\$ 2.500																				
Inscripción en RUI de Fideicomiso Titularizador	5.000																				
Inscripción BVC	0,020%	1.000																			
Ingresos Títulos (5% fijos) / Prospectus	\$ 1.500	750																			
Publicaciones	\$ 1.000	500																			
Negociación Bursátil BVC	0,080%	8.000																			
DECEVAL (50% fijos adicionales)	0,100%	5.000																			
Casa de Valores	0,500%	50.000																			
COSTOS OPERATIVOS		4.628	10.628	12.878	12.878	14.257	6.852	12.652	12.652	13.827	6.827	12.827	12.027	11.151	4.551	10.351	9.751	10.726	4.526	9.526	11.226
Comité de Vigilancia	\$					1.500				1.200				800				400			
Mantenimiento anual inscripción BVC	0,02%				4.000				4.000												4.000
Auditorías anuales al Fideicomiso	\$ 4.000																				
Agente Pagador (Fideicomiso)	0,100%	106	5.106	106	1.106	85	85	85	1.085	64	64	64	1.064	43	43	43	1.043	21	21	21	1.021
DECEVAL	0,020%	21	1.021	21	221	17	17	17	217	13	13	13	213	9	9	9	209	4	4	4	204
Publicaciones	\$ 800				800				800				800					800			
Administración del Fideicomiso	\$ 1.500	4.500	4.500	6.750	6.750	6.750	6.750	6.750	6.750	6.750	6.750	6.750	6.750	4.500	4.500	4.500	4.500	4.500	4.500	4.500	4.500
Liquidación del Fideicomiso	\$ 1.500																				1.500
FLUJO TOTAL DE COSTOS		116.250	4.628	10.628	12.878	14.257	6.852	12.652	12.652	13.827	6.827	12.827	12.027	11.151	4.551	10.351	9.751	10.726	4.526	9.526	11.226
FLUJOS NETOS		(9.862.750)	211.128	223.128	225.178	224.578	194.257	176.852	182.852	218.252	141.327	140.127	218.527	96.151	88.551	95.351	218.4751	53.226	47.026	52.026	205.376

4.6.4 Análisis de los costos a través de las alternativas de financiamiento planteadas.

TABLA No. 13

Cuadro Comparativo de los Costos de Financiamiento

Rubros	Prestamo Bancario	Emision de Obligaciones	Proceso de Titularizacion
% Tasa Aplicada	9,85%	8,50%	8,50%
Monto Intereses	2.261.158	2.550.000	2.550.000
Gastos Bancarios			
2% Comision Bancaria	200.000	NA	NA
Impuesto Solca	50.000	NA	NA
Impuesto Unico	50.000	NA	NA
Costo de Emision			
Estructuracion	NA	80.000	46.450
Costo Mantenimiento	NA	26.500	21.850
Costo de Negociacion	NA	60.000	60.000
Total Costos	2.561.158	2.716.500	2.678.300
TIR	11,20%	10,35%	9,87%

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Existen varias ventajas al acudir al Mercado de Valores frente al mercado financiero cuando una empresa necesita recursos frescos para realizar programas de expansión, sustitución de pasivos, ampliación de planta, necesidades de capital de trabajo, entre otros. Se pueden hacer emisiones de deuda, como es el caso de bonos, títulos o capitalización mediante la suscripción de acciones.

El mercado público de valores facilita el acceso de la empresa a una amplia comunidad de inversionistas que confía en la empresa y comparte con ella el objetivo de maximización del beneficio tanto para los empleados, los clientes y la empresa, adicionalmente un mercado organizado permite que los precios de los valores se fijen de acuerdo con las fuerzas competitivas, no se fijan en negociaciones ajenas al mercado, así mismo estos precios son ampliamente difundidos para el conocimiento de todos los interesados en los mismos

Uno de los principales atractivos de la Titularización es que no se afecta el margen de endeudamiento de las empresas, puesto que el originador no adquiere una deuda con los inversionistas, únicamente aporta a cambio de efectivo, los activos que conformarán el fondo de titularización y contra los cuales se realizará la emisión de valores.

La calidad crediticia del originador no es un factor determinante en el riesgo de los valores que se emiten, pues lo importante es la calidad del activo que está respaldando esa emisión o en su defecto la viabilidad del proyecto.

La Titularización entonces, representa una nueva opción de financiamiento, por medio de un proceso que busca optimizar el uso de los activos; el Originador logra realizar en tiempo actual la liquidez futura de sus activos.

La Titularización representa además, una nueva opción para el inversionista, quien se ve atraído por los valores emitidos en el proceso, entre otras razones, porque le representa un nuevo producto para diversificar su cartera de inversión; además, el riesgo que se toma es únicamente el riesgo inherente al activo que conforma el Fondo, eliminando el riesgo del Originador.

Son diversas las ventajas que el mercado de valores puede brindar a las empresas que decidan financiarse a través de valores de titularización:

- Ofrece un costo financiero competitivo.
- Satisfacción flexible de las necesidades de financiamiento a corto, mediano y largo plazo: mayores plazos; amortizaciones mas holgadas, atención a flujos no regulares de pagos, posibilidad de otorgar garantías o resguardos mas variados, etc...
- Mejor manejo de los ciclos de liquidez/iliquidez.
- Mejoramiento de la imagen de la empresa emisora en el mercado.
- Permite acceder a montos importantes de financiamiento. Demanda potencial de inversionistas institucionales.
- Posibles beneficios tributarios (exoneración de impuesto a la renta de los intereses, ganancia de capital no afecta a impuestos).
- Somete al emisor a la disciplina del mercado: estimula el manejo profesional.

Este título de renta fija presenta como ventaja, también, a que la colocación se realiza en forma directa entre las empresas emisoras con los agentes económicos que disponen de los recursos, lo cual es conocido como desintermediación financiera y no debe pagar impuestos tan altos como en la intermediación financiera , el 1% (Único y SOLCA) .

La titularización es una operatoria que parece responder mejor a la cultura empresarial local que es reticente a abrir la información financiera de la empresa al público, lo que interesa son los flujos y las garantías.

En el periodo analizado 2001 -2006 hemos visto el crecimiento constante siendo el periodo 2005 -2006 en de un crecimiento muy importante del 72%. Fue el instrumento del mercado de valores de mayor crecimiento y para el presente año promete superar los datos anteriores.

El carácter de las empresas participantes ha sido variado, mucho más que en otro tipo de instrumento, provienen del sector financiero, no financiero, públicas, privadas y de organizaciones sin fines de lucro.

Se muestra como la operación más flexible del mercado de valores.

Puede tener una opinión no muy favorable lo extenso de la gestión previa a la salida del título al mercado, pero es un instrumento muy nuevo con solo 5 años de existencia, podría pensarse que está en la fase de experimentación y que los mecanismos podrán perfeccionarse en el futuro.

Se debe mejorar la difusión de los beneficios del financiamiento a través del mercado de valores, que si bien se han hecho esfuerzos en este sentido, parecen haber sido insuficiente y merecen incrementarse, atendiendo principalmente a dos razones que crezcan el número de empresas beneficiadas y que se cree una competencia significativa con el mercado financiero de manera que baje el costo del dinero (tasa de interés) que es muy alto en una economía dolarizada y se convierte en barrera para la entrada de nuevos actores a las actividades productivas lentificando el crecimiento de la economía en general, pronunciando a su vez la secuela social el escaso crecimiento del empleo.

GLOSARIO

A

ACCIONES

Son títulos valores que representan una parte alícuota del capital social de una sociedad anónima, en comandita por acciones o de economía mixta.

ADMINISTRADOR DE LOS ACTIVOS:

Es la entidad encargada de recaudar los flujos provenientes de los activos y administrar los bienes objeto de la titularización. Puede tener esta calidad, el originador, el agente de titularización o un tercero.

AGENTE COLOCADOR:

Es la persona jurídica encargada de colocar los títulos valores resultantes del proceso, los cuales al estar sujetos a las normas de oferta pública, pueden ser colocados en el mercado únicamente por intermediarios de valores legalmente reconocidos.

AGENTE DE LA TITULARIZACIÓN Y EMISOR DE LOS TÍTULOS

La persona autorizada para actuar como fiduciario mercantil, (administradora de fondos y fideicomisos), recibe la propiedad de los activos materia de la titularización y quien emite los títulos valores con cargo al patrimonio autónomo que administra.

AGENTE DE MANEJO

Será una sociedad administradora de fondos y fideicomisos que tenga a su cargo, además de las funciones consagradas en el contrato de fideicomiso mercantil.

AGENTE DE VALORES

Es la persona natural o jurídica que, previo el cumplimiento de requisitos preestablecidos, obtiene autorización para prestar servicios de intermediación de valores, principalmente en el mercado primario.

AGENTE DE BOLSA

Es la persona natural o jurídica que, previo el cumplimiento de requisitos preestablecidos, obtiene autorización para prestar, con el carácter de exclusividad, servicios de intermediación bursátil.

AGENTE DE TRASPASO

Es la persona jurídica que con base en una relación contractual con una o más compañías anónimas, lleva sus libros de accionistas, obligacionistas y titulares de otros valores e inscribe las transferencias de propiedad, gravámenes y demás afectaciones relativas a dichos valores. Frecuentemente actúa también como agente para el cobro de dividendos.

ARANCELES

Son las tarifas aprobadas oficialmente que fijan los derechos de los Agentes de Bolsa y también de la Bolsa, por la prestación de sus servicios.

ASESORES DE INVERSIÓN

Son las personas naturales o jurídicas que profesionalmente prestan servicios de asesoramiento técnico acerca de inversiones en valores; proporcionan servicios de administración de bienes constituidos por valores, y facilitan otros servicios conexos.

AUDITORES EXTERNOS

Son personas naturales o jurídicas que están autorizadas a realizar la auditoría de empresas o instituciones, de manera independiente con relación a dichas empresas o instituciones y a sus administradores.

B**BONOS**

Son obligaciones emitidas por el sector público o el sector financiero privado a plazo e interés fijos, redimibles cada cierto tiempo, o a su vencimiento. En el primer caso constituyen documentos representativos de la deuda pública. En el segundo caso, son documentos representativos de la deuda de la respectiva empresa emisora.

BONOS DEL ESTADO

Constituyen documentos representativos de la deuda pública, emitidos por el Gobierno Central a plazo e interés fijos, redimibles periódicamente.

BOLSA DE VALORES

Es una institución cuyo objeto es proporcionar al mercado de valores los locales, las instalaciones, los sistemas y los mecanismos adecuados para facilitar en forma ordenada, equitativa, competitiva y transparente, el encuentro de oferentes y demandantes de títulos-valores inscritos en la misma, la eficiente ejecución de las respectivas transacciones y su pronta liquidación.

C

CAPITAL AUTORIZADO

Es el capital máximo con que puede operar legalmente una sociedad anónima, pero que no tiene un plazo definido de suscripción total. Su emisión y colocación son autorizadas por la Junta de Accionistas.

CAPITAL SUSCRITO

Es el total o la parte del capital autorizado que los accionistas se comprometen formalmente a pagar o a entregar a la sociedad en un plazo determinado.

CARTERA DE INVERSIÓN

Es el conjunto de valores mobiliarios propiedad de una o varias personas que, sin las formalidades de un fondo o sociedad de inversión, reúnen sus recursos para la inversión diversificada en valores mobiliarios.

CASAS DE VALORES

Casas de valores son las compañías anónimas autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías, para ejercer la intermediación de valores, cuyo objetivo social único es la realización de las actividades previstas en la Ley de Mercado de Valores

COBERTURA DE INTERES

Es la selección de utilidad operativa y gastos financieros. Esto indica la capacidad de pago de intereses de una empresa, y debe ser mayor que uno.

COLOCACION EN BOLSA

Colocación de una emisión de valores, por medio de uno o varios Puestos de Bolsa, para ser ofertado en el Corro de la Bolsa de Valores.

COMISIONES

Son las remuneraciones devengadas por los Agentes de Valores y de Bolsa, así como por las Bolsas de Valores, por concepto de sus servicios de intermediación en el mercado de valores.

COMITENTE

Es la persona natural o jurídica a cuyo nombre actúa un intermediario de valores en la ejecución de una orden de compra o de venta de valores.

CONSORCIO DE GARANTÍA DE COLOCACIÓN

Es un conjunto de instituciones financieras formado con el fin de colocar una oferta pública de títulos-valores, que distribuyen entre ellas los riesgos financieros de la operación, cuando el monto o las condiciones de mercado entrañan un riesgo excesivo para una sola institución. Esta operación, que suele llamarse

"underwriting", puede tener el carácter de "firme", "condicional", o tener base en "mejores esfuerzos".

Es en "firme" cuando el intermediario líder del consorcio se hace cargo de colocar la emisión y garantiza su venta total. Es "condicional" cuando la colocación de la emisión es supeditada al cumplimiento de determinadas situaciones; por ejemplo, si no se coloca una parte de las acciones, pueden "hacerse cargo los accionistas controladores o principales. Es de "mejor esfuerzo" cuando el líder del consorcio no se compromete a colocar todos los títulos valores de la emisión.

COTIZACIÓN DE BOLSA

Es el precio alcanzado por un título-valor en una determinada sesión realizada en la rueda de Bolsa. En general, la cotización se expresa en términos de un porcentaje del valor nominal del título correspondiente.

CONTRATO DE OPERACION

Es un comprobante que compila los principales datos de una negociación bursátil, tales como tipo de documento, tasa de interés, día de vencimiento, fecha de pago, periodicidad de los intereses, valor facial, rendimiento efectivo, número de transacción, tipo de mercado (Primario o Secundario) y cualquier otra característica necesaria para identificar clara y rápidamente la operación que se ha ejecutado.

E**EMISORES**

Son los entes jurídicos capacitados para crear o emitir títulos-valores.

F**FIDEICOMISARIO**

Es el Agente de Valores o de Bolsa encargado de administrar una cartera de valores por cuenta de un comitente.

FIDEICOMISO DISCRECIONAL Y NO DISCRECIONAL

El Fideicomiso puede ser discrecional o no discrecional. Es discrecional cuando el fideicomisario ejerce la administración de los bienes o valores objeto del mismo a su propia discreción y sin instrucciones específicas del comitente. Es de carácter no discrecional cuando actúa con instrucciones específicas del comitente.

FONDO DE INVERSIÓN

Es el patrimonio común aportado por una pluralidad de inversionistas titulares de un derecho de co-propiedad indivisa, en forma diversificada, en valores mobiliarios.

I

INTERMEDIARIOS

Son las personas naturales o jurídicas, auxiliares de comercio, por cuya mediación se proponen, ajustan y otorgan transacciones sobre títulos valores.

INTERMEDIACIÓN BURSÁTIL

Es la actividad que se realiza en una Bolsa de Valores con el objeto de poner en contacto la oferta y la demanda de valores inscritos en la misma, lograr el perfeccionamiento de la respectiva transacción y su pronta liquidación.

L

LIQUIDEZ DEL MERCADO

Es la expresión que denota la existencia de un número suficiente de participantes en el mercado, que permite que las ofertas de venta de valores encuentren siempre un comprador, a precios determinados por la libre competencia.

M

MERCADO BURSÁTIL

Se constituye por el conjunto de transacciones de títulos - valores efectuadas a través de las Bolsas de Valores.

MERCADO EXTRABURSÁTIL

Se constituye por el conjunto de transacciones de títulos-valores realizadas fuera de las Bolsas de Valores.

MERCADO PRIMARIO

Es aquél al que concurren la oferta y la demanda de las emisiones primarias de títulos-valores.

MERCADO SECUNDARIO

Es aquél al que concurren la oferta y la demanda de títulos-valores anteriormente emitidos

OBLIGACIONES

Son títulos de renta fija emitidos por compañías anónimas no financieras.

OBLIGACIONES CONVERTIBLES

Son las obligaciones que confieren a sus titulares, bien sea a su vencimiento o en otras fechas predeterminadas, la opción de elegir entre el reintegro de su valor principal o el canje por acciones de la compañía emisora, en las condiciones prefijadas en el momento de la emisión.

OFERTA PÚBLICA DE VALORES

Es aquella dirigida al público en general, o a determinados sectores o grupos del mismo, con el propósito de solicitar la suscripción, adquisición o enajenación de títulos-valores ofrecidos en la misma, mediante la utilización de medios de difusión social, tales como publicaciones periódicas, transmisiones radiotelefónicas o de televisión proyecciones cinematográficas, colocación de afiches, letreros o carteles, programas, circularas o comunicaciones impresas (libros, boletines, prospectos), utilizados por emisores, oferentes, agentes y otros intermediarios.

OFERTA PÚBLICA PRIMARIA

Es aquella que tiene por objeto la colocación en el mercado, por primera vez, de títulos-valores. En general, la oferta pública primaria se efectúa a través de

instituciones financieras especializadas, las que suelen constituir con este objeto un Consorcio dentro del cual una de dichas instituciones desempeña el papel de líder.

OFERTA PÚBLICA SECUNDARIA

Es aquélla que tiene por objeto la colocación en el mercado, mediante oferta pública, de valores ya emitidos anteriormente.

OPERACIÓN CRUZADA

Es aquélla en la cual un mismo agente ofrece y demanda en Bolsa el mismo título valor a nombre de distintos clientes, otorgando el conforme a la oferta presentada por él mismo. Estas operaciones son -pregonadas dos veces.

OPERADORES.

Son los agentes-corredores y autorizados por sus casas de valores para efectuar las negociaciones de compra-venta de títulos indicados por sus clientes. Un agente-corredor es un operador de bolsa cuya función es permitir que la oferta y la demanda lleguen a concretarse a un precio que satisfaga tanto al cliente vendedor como al comprador. Un operador de Bolsa actúa también como asesor bursátil y técnico del mercado de valores. Es un "stock-broker".

ORIGINADOR

Es la persona natural o jurídica privada, pública o mixta, nacionales o extranjeras, o entidades dotadas de personalidad jurídica, propietaria de uno o más activos o derechos, homogéneos o no, que pueden generar un flujo de caja cuantificado o cuantificable, que los entrega , para que en representación del patrimonio de propósito exclusivo (fideicomiso mercantil), y en calidad de propietario reciba los beneficios de ellos y los entregue a los tenedores de los títulos, con lo cual logra que dichos activos se transformen en los títulos que permitirán su circulación. El originador es pues el que encarga la titularización.

P

PUESTO DE BOLSA

En las Bolsas de Valores del Ecuador es el derecho que, representado por un título negociable, permite al Agente, previo el cumplimiento de los requisitos legales, operar en Bolsa.

R

REGISTRO NACIONAL DE VALORES

Conjunto de disposiciones que regulan la inscripción de los valores y el mantenimiento de ésta, así como también su suspensión y cancelación. Tiene como finalidad proteger el interés y la confianza pública y estimular el desarrollo organizado del mercado de valores.

RUEDA DE BOLSA

Es la reunión celebrada en el recinto de una Bolsa de Valores, presidida por un funcionario autorizado de ella, que se celebra en los días y horas señalados para el encuentro de las ofertas y las demandas de títulos-valores, por intermedio de los correspondientes Agentes de Bolsa.

S

SOCIEDAD ANÓNIMA

En el Ecuador, es aquella cuyo capital, que no puede ser inferior a quinientos mil sucres, está dividido en acciones negociables, encontrándose formado por las aportaciones de al menos cinco accionistas, quienes responden únicamente por el valor de sus acciones.

SOCIEDAD DE CAPITAL ABIERTO

Son sociedades anónimas cuyo capital, considerablemente superior al exigido a las compañías comunes, se encuentra ampliamente difundido entre el público inversionista. Su organización prevé mecanismos tendientes a asegurar la participación de todos los accionistas en el gobierno y en las decisiones de la compañía. Mantiene suficientemente informado al público de su situación económica, financiera y administrativa.

T

TÍTULOS

Son los documentos que representan los derechos sobre los valores.

TÍTULOS DE CONTENIDO CREDITICIO

En los cuales el patrimonio autónomo se obliga a la cancelación del capital principal y los intereses a los inversionistas, según las condiciones determinadas en cada título. En este caso, los activos que integran el patrimonio autónomo respaldan el pasivo adquirido con los inversionistas, correspondiendo a Fondos Pichincha S.A., la fiduciaria, adoptar las medidas necesarias para obtener el recaudo de los flujos requeridos para la atención oportuna de las obligaciones contenidas en los valores emitidos.

TÍTULOS DE PARTICIPACIÓN

En los cuales el inversionista adquiere un derecho o alícuota en el patrimonio autónomo conformado por los activos objeto de la movilización. El inversionista no adquiere un título de rendimiento fijo sino que participa en las utilidades o pérdidas que genera el negocio objeto del contrato.

TÍTULOS MIXTOS

Son aquellos que de manera adicional a los derechos o alícuotas sobre el patrimonio o fondo puedan ser amortizables o puedan tener una rentabilidad mínima.

TITULARIZACIÓN

La titularización es un proceso por medio del cual, el Originador, transfiere activos generadores de flujo de efectivo, para la constitución de un patrimonio autónomo e independiente denominado Fondo de Titularización, que será administrado por una entidad (Sociedad Titularizadora), con la finalidad principal de generar pagos de las emisiones de valores que se emitan con cargo al Fondo. Así, del dinero que se recauda de la colocación de los valores emitidos con cargo al Fondo, el Originador recibe la contraprestación de la transferencia de sus activos.

U

UNDERWRITING

Es la operación mediante la cual una institución o un consorcio de instituciones autorizadas para el efecto, garantizan al emisor la suscripción y colocación de una emisión de títulos-valores.

La operación puede acordarse con el carácter de "firme" en cuyo caso la garantía de colocación comprende la emisión total; en forma "condicional" (stand-by) cuando la garantía cubre solamente aquella parte de la emisión no absorbida por quienes tienen derecho de preferencia sobre la misma, y con base en "mejores esfuerzos", caso en el cual el consorcio devuelve al emisor la parte no vendida de la emisión.

BIBLIOGRAFIA

- 1.- BANCO CENTRAL DEL ECUADOR.- Informe Estadístico de las Captaciones y Colocaciones del Sector Financiero (Diciembre 2007).
- 2.- BANCO CENTRAL DEL ECUADOR.- Boletín anual de Operaciones Sector Bancario.
- 3.- BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL.- Información Estadística Mensual, Informe al Cierre, Informe anual al Directorio. (Coordinación y apoyo Eco.Fabrizio Arellano.)
- 4.- BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL.- Revisión del Servicio y Costos que mantiene el Deposito Centralizado de Valores (DECEVALE).
- 5.- BOLSA DE VALORES DE QUITO.- Informe Anual de Actividades es Boletín Informe Económico mensual.
- 6.- BOLSA DE VALORES DE QUITO- Boletín al cierre de las Operaciones semanal (Coordinación y Apoyo Eco. Álvaro Troya.
- 7.- CALIFICADORA DE RIESGO HUMPHREYS.- Metodología del proceso para la determinación de una calificación de riesgo. (Apoyo académico Eco. Pilar Panchana)
- 9.- GENESIS ADMINISTRADORA DE FONDOS Y FIDENICOMISO.- diseño legal de un Fideicomiso Mercantil y aspectos legales importantes a considerar. (Conferencia Dr. Fernando Cohn)
- 8.- JAMES VAN HORNE.- Administración Financiera 1993 Edición Prentice

9.- Ley de Mercado de Valores.- Edición Oficial No.215 de 22 de Febrero del 2006.

10.- MARTIN SABINE., Finanzas Corporativas.1992 Primera Edición.

11.- SUPERINTENDENCIA DE COMPANIAS. Funciones del Mercado de Valores su inicio. (Apoyo académico Eco. Joffre Ortiz)

12.- SUPERINTENDENCIA DE COMPANIAS.- Mecanismo de Negociación de Títulos Valores de Renta Fija y Variable.

13.- STRATEGA CASA DE VALORES.- Empresas Emisoras de Titularización y su presencia dentro del Mercado de Valores

15.- WALTER SPURRIER.- Ediciones del Análisis Semanal "Mercado de Valores" "Perspectivas Económicas 2007"

**A
N
E
X
O
S**

ANEXO 1

TIPO DE TITULOS VALORES

ANEXO 1

CARACTERÍSTICAS DE LOS TÍTULOS VALORES DE RENTA FIJA (SECTOR PRIVADO)

	LETRAS DE CAMBIO	PAGARÉ BANCARIO	OBLIGACIONES Y OBLIG. CONV. EN ACCIONES	OBLIG. ESPECIALES O PAPEL COMERCIAL	VALORES EMITIDOS POR PROCESO DE TITULARIZACIÓN
CONCEPTO	Es un título en el cual intervienen un deudor, un garante o institución avalista, y un beneficiario.	Es un título de crédito mediante el cual existe una promesa de pago hecha por escrito y firmada por el deudor, quien se obliga a pagar una cantidad de dinero en un tiempo determinadas a la orden de otra persona.	Son títulos emitidos por Cías. Financieras o no financieras que buscan captar recursos de mediano y largo plazo, para financiar sus actividades productivas. Las Oblig. Conv. En acciones otorgan a su poseedor el derecho a canjear el valor de las mismas por acciones.	Son obligaciones emitidas a un plazo determinado menor a 360 días y con garantía general.	Los valores que se emiten como consecuencia de procesos de titularización, pueden ser nominativos o a la orden. Los valores de contenido crediticio o valores mixtos podrán tener cupones que reconozcan un rendimiento financiero fijo o variable.
EMISOR- ENTIDAD EMISORA	Bancos	Bancos e Instituciones Financieras	Cías Anónimas, de Responsabilidad Ltda., En comandita por acciones y de economía mixta. Del sector público pueden emitir la CFN y demás empresas, sociedades o entidades financieras en las que participe el Estado, y están bajo control de la SIB o SIC.	Cías inscritas en el registro del mercado de valores.	Instituciones financieras y Cías de titularización autorizadas para actuar como fiduciarios de fideicomisos mercantiles.
MONEDA	US Dólares norteamericanos.	US Dólares norteamericanos.	US Dólares norteamericanos.	US Dólares norteamericanos.	US Dólares norteamericanos.
INTERES	Tienen una tasa de descuento, generada por el valor al vencimiento y valor nominal negociado.	Paga interés al vencimiento del título.	Paga interés periódicamente mediante cupones.	Pueden generar intereses y generalmente son emitidas sin cupones.	

TABLA # 2 CARACTERISTICAS DE LOS TITULOS VALORES DE RENTA FIJA (SECTOR PUBLICO)

	BONOS DEL ESTADO	CERTIFICADOS DE TESORERIA	NOTAS DE CREDITO TRIBUTARIAS
CONCEPTO	Son títulos emitidos por el gobierno a través del ministerio de finanzas, cuya finalidad es la captación interna de recursos para financiar el déficit del presupuesto del estado o proyectos específicos	Son títulos cuya finalidad es captar recursos para financiar el déficit de la Caja Fiscal	Cuando un contribuyente a realizado el pago de un ímpito. En exceso el SRI no devuelve dicho exceso en dinero efectivo sino en un título denominado Nota de Crédito, la misma que tendrá un valor nominal equivalente al monto pagado en exceso
EMISOR - ENTIDAD EMISORA	Son emitidos por el Gobierno Nacional a través del Ministerio de Finanzas	El Estado a través del Ministerio de Finanzas y Crédito Público	Servicio de Rentas Internas
AGENTE PAGADOR			
MONEDA	US Dolares Norteamericanos	US Dolares Norteamericanos	US Dolares Norteamericanos
INTERES	Generalmente pagan intereses periódicos mediante cupones, aunque tambien existan Bonos cero Cupon™	No paga interes	No Paga Interes
AMORTIZACION	Al vencimiento o periódicamente	Al vencimiento	No paga amortización de ninguna clase
PLAZO	Generalmente a largo plazo	A 91, 182, 357 días	No tiene plazo de vencimiento
FECHA DE EMISION			
RENDIMIENTO	En función del plazo por vencer del título, de la tasa de interes y del precio de compra	En función del plazo por vencer del título, y del precio de compra	En función del plazo por vencer del título que estara dado por la fecha de adquisición y la fecha de cierre del ejercicio final en que se utilice, y del precio de compra
GARANTIA	No tiene	No tiene	No tiene

AMORTIZACION	Al vencimiento	Al vencimiento	Se redimiran al vencimiento del plazo o anticipadamente mediante sorteo o cualquier otro sistema. En estos dos últimos casos el procedimiento constara en la Escritura de emision	Se redimiran al vencimiento del plazo o anticipadamente mediante sorteo o cualquier otro sistema. En estos dos últimos casos el procedimiento constara en la Escritura de emision	
	A corto Plazo	A corto Plazo	A corto, mediano y largo plazo	Menor a 360 dias	A largo Plazo
RENDIMIENTO	En funcion del plazo por vencer del titulo, de la tasa de interes si la hubiere y del precio de compra	En funcion del plazo por vencer del titulo, de la tasa de interes y del precio de compra	En funcion del plazo por vencer del titulo, de la tasa de interes si la hubiere y del precio de compra	En funcion del plazo por vencer del titulo, de la tasa de interes si la hubiere y del precio de compra	
RENDIMIENTO DE MERCADO	Pueden ser negociados a la par con descuento o con premio				
GARANTIA			General: todo el patrimonio o bienes del emisor que no esten afectados por una garantia especifica. Especifica: una prenda, hipoteca o fianza	Unicamente General	

Valores representativos de deuda publica. Valores inscritos en el RMV. Cartera de credito. Activos y Proyectos inmobiliarios. Activos o flujos futuros determinables con base en estadísticas de los tres ultimos años

ACTIVOS SUSCEPTIBLES DE TITULARIZAR

**CARACTERISTICAS DE LOS TITULOS VALORES DE RENTA FIJA (SECTOR PUBLICO)
BONOS BRADY**

	PAR BONDS	PAST DUE INTEREST BOND	INTEREST ECUALIZATION BONDS
CONCEPTO	Bonos emitidos para canjear (a la par) capital de la deuda antigua del Ecuador	Bonos emitidos para canjear interes vencido de la deuda antigua del Ecuador (a la par)	Bonos emitidos para canjear interes vencido de la deuda antigua del Ecuador (a la par)
EMISOR - ENTIDAD EMISORA	Ministerio de Finanzas a nombre de la Republica del Ecuador	Ministerio de Finanzas a nombre de la Republica del Ecuador	Ministerio de Finanzas a nombre de la Republica del Ecuador
AGENTE PAGADOR	Chase Manhattan Bank	Chase Manhattan Bank	Chase Manhattan Bank
MONEDA	US Dolares Norteamericanos	US Dolares Norteamericanos	US Dolares Norteamericanos
INTERES	Tasa de interes fija, 3.25% hasta 2/97, 3.50% hasta 2/99, 4% hasta 12/01, 4.5 hasta 2/03 y 5% hasta 2/25	Tasa de interes flotante, LIBOR (6 meses) + 0.8125% (durante los primeros 6 años Ecuador tendra la opcion de capacitar parte del cupon cuando la tasa Libor este por encima de ciertos niveles)	Tasa de interes flotante, LIBOR (6 meses) + 0.8125% (durante los primeros 6 años Ecuador tendra la opcion de capacitar parte del cupon cuando la tasa Libor este por encima de ciertos niveles)
AMORTIZACION	Al vencimiento o periodicamente	Semestral, a partir del 28 de febrero del 2005	Semestral, a partir del 28 de febrero del 2005
PLAZO	30 años	20 años	20 años
FECHA DE EMISION	28 de Febrero de 1995	28 de Febrero de 1995	28 de Febrero de 1995
RENDIMIENTO	En funcion del plazo por vencer del titulo, de la tasa de interes y del precio de compra	En funcion del plazo por vencer del titulo, de la tasa de interes y del precio de compra	En funcion del plazo por vencer del titulo, de la tasa de interes y del precio de compra
GARANTIA	El Principal esta garantizado totalmente por bonos cero cupon del Tesoro de los Estados Unidos. Los poseedores del Par Bonds no tendran acceso a la garantia principal pertinente antes del vencimiento de los Bonos	Sin Garantia	Sin Garantia

**CARACTERISTICAS DE LOS TITULOS VALORES DE RENTA FIJA (SECTOR PUBLICO)
BONOS GLOBALES**

GLOBALES 2030

GLOBALES 2012

CONCEPTO	<p>Después de haber incurrido en mora durante 1999 al anunciar el no pago de los intereses de los Bonos Par Discount, el Ecuador elaboró una propuesta para reestructurar su deuda externa con acreedores privados en Agosto del 2000, y la misma que englobaba. De esta manera cada tenedor recibió como pago una parte proporcional de los colaterales de los Bonos Brady más nuevos Bonos Globales a 12 y 30 años. Los de 12 años eran opcionales por parte del acreedor, tenían mayor tasa de interés y menor plazo pero al cambiarlos e la hacia con un descuento del 35%</p>
EMISOR - ENTIDAD EMISORA	<p align="center">Ministerio de Finanzas a nombre de la Republica del Ecuador</p>
AGENTE PAGADOR	<p align="center">Chase Manhattan Bank</p>
MONEDA	<p align="center">US Dolares Norteamericanos</p>
INTERES	<p>Tasa de Interés pagadera en cupones semestrales. Inició con un 4% anual, cada año se incrementa la tasa en 1% hasta llegar al 10 % definitivo</p>
AMORTIZACION	<p align="center">Al vencimiento</p>
PLAZO	<p align="center">30 años</p>
FECHA DE EMISION	<p align="center">15 de Agosto del 2000</p>
RENDIMIENTO	<p align="center">En funcion del plazo por vencer del título, de la tasa de interes y del precio de compra</p>
CLAUSULA ADICIONAL MANEJO ACTIVO DE DEUDA	<p>Se permite el retiro adelantado del capital a precio de mercado por un monto mínimo del 3% anual del monto nominal, comenzando en Agosto del 2013</p>
	<p>Se permite el retiro adelantado del capital a precio de mercado por un monto mínimo del 10% anual del monto nominal, comenzando en Noviembre del 2006</p>

ANEXO 2

CASAS DE VALORES AUTORIZADAS

CASAS DE VALORES MIEMBROS DE LA BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL

No	NOMBRE DE LA INSTITUCIÓN
1	ADVFIN : Casa de Valores Advfin S.A.
2	ALBION S.A. Casa de Valores ALBION
3	BANRÍO : Banrío S.A. Casa de valores
4	CASA VALORES MANTA : Casa de Valores de Manta Valores Manta Valormanta
5	CASA REAL : Casa Real S.A. Real Casa de Valares de Guayaquil
6	CITADEL : Citadel S.A. Casa de Valores
7	COFIVALORES: Cofivalores S.A.. Casa de Valores
8	COVSA: Corporación Organizada de Valores Covsa
9	INMOVALOR S.A. : Inmovalor Casa de Valores S.A.
10	VIAMAZONAS: VIAMAZONAS - Casa de Valores & Inversiones Amazonas
11	MULTIVALORES BG: Multivalores BG S.A. Casa de Valores
12	PICAVAl: Picaval Pichincha Casa de Valores S.A.
13	PRODUVALORES: Produvalores, Casa de Valores
14	R & H ASOCIADOS: R&H Asociados, Casa de Valores
15	STANFORD GROUP: Stanford Group S.A. Casa de Valores
16	STRATEGA : Stratega Casa de Valores
17	VALORTRANSA . Valortransa S.A. Casa de Valores Transamericana
18	VALORES BOLIVARIANO: Valores Bolivariano Casa de Valores S.A.
19	VALPACIFICO: Valpacífico S.A. Casa de Valores del Pacífico

ANEXO 3

LEY DE MERCADO DE VALORES

ARTICULOS RELACIONADOS A LA TITULARIZACION

Art. 138.- De la titularización.- Es el proceso mediante el cual se emiten valores susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil, emitidos con cargo a un patrimonio autónomo.

Los valores que se emitan como consecuencia de procesos de titularización constituyen valores en los términos de la 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.

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.

Art. 139.- Partes esenciales.- Las partes esenciales que deben intervenir en un proceso de titularización son las siguientes:

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.

Agente de Manejo 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:

- a) Obtener las autorizaciones que se requieran para procesos de titularización en los cuales los valores a emitirse vayan a ser colocados mediante oferta pública, conforme con 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, tendiendo a la obtención de los flujos futuros, sea de fondos, sea de derechos 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 deberán 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 ejecutoriada, en cuyo caso responderá por dolo o hasta por culpa leve.

Patrimonio de propósito exclusivo, que siempre será el emisor, es un patrimonio independiente integrado inicialmente por los activos transferidos por el originador y, posteriormente por los activos, pasivos y contingentes que resulten o se integren como consecuencia del desarrollo del respectivo proceso de titularización. Dicho patrimonio de propósito exclusivo podrá instrumentarse bajo la figura de un fondo colectivo de inversión o de un fideicomiso mercantil, administrado por una sociedad administradora de fondos y fideicomisos.

Inversionistas, son aquellos que adquieren e invierten en valores emitidos como consecuencia de procesos de titularización.

Comité de Vigilancia, estará compuesto por lo menos por tres miembros, elegidos por los tenedores de títulos, no relacionados al agente de manejo. No podrán ser elegidos como miembros del mencionado comité los tenedores de títulos que pertenezcan a empresas vinculadas al agente de manejo.

Art. 140.- Mecanismos para titularizar.- Los procesos de titularización podrán llevarse a cabo a través de los mecanismos de fondos colectivos de inversión o de fideicomisos mercantiles.

Cualquiera sea el mecanismo que se utilice para titularizar, el agente de manejo podrá fijar un punto de equilibrio financiero, cuyas características deberán constar en el

Reglamento de Gestión, que de alcanzarse, determinará el inicio del proceso de titularización correspondiente.

Art. 141.- Del patrimonio independiente o autónomo.- Cualquiera sea el patrimonio de propósito exclusivo que se utilice para desarrollar un proceso de titularización, los activos o derechos sobre flujos transferidos por el originador integrarán un patrimonio independiente, que contará con su propio balance, distinto de los patrimonios individuales del originador, del agente de manejo o de los inversionistas.

Los activos que integren el patrimonio de propósito exclusivo no pueden ser embargados ni sujetos de ninguna medida precautelatoria o preventiva por los acreedores del originador, del agente de manejo o de los inversionistas. Los acreedores de los inversionistas podrán perseguir los derechos y beneficios que a éstos les corresponda respecto de los valores en los que hayan invertido.

El patrimonio de propósito exclusivo respalda la respectiva emisión de valores, por lo que los inversionistas sólo podrán perseguir el reconocimiento y cumplimiento de la prestación de sus derechos en los activos del patrimonio de propósito exclusivo, mas no en los activos propios del agente de manejo.

Art. 142.- Procesos de titularización con participación del Estado o de entidades del sector público.- El Estado y las entidades del sector público podrán participar como originadores o inversionistas dentro de procesos de titularización, en cuyo caso se sujetarán al reglamento especial que para el efecto expedirá el C.N.V., además de las disposiciones contenidas en la presente Ley en lo que fuere pertinente.

Art. 143.- Activos susceptibles de titularizar.- Podrán desarrollarse procesos de titularización a partir de los activos, que existen o se espera que existan, que conlleven la

expectativa de generar flujos futuros determinables, sea de fondos, sea de derechos de contenido económico, respecto a los cuales su titular pueda disponer libremente. Adicionalmente, no podrá pesar sobre tales activos ninguna clase de gravámenes, limitaciones al dominio, prohibiciones de enajenar, condiciones suspensivas o resolutorias ni deberá estar pendiente de pago, impuesto, tasa o contribución alguna.

Constituyen activos susceptibles de titularización los siguientes:

- a) Valores representativos de deuda pública;
- b) Valores inscritos en el Registro del 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 estadísticas de los últimos tres años o en proyecciones de por lo menos tres años consecutivos, según corresponda.

No obstante lo anterior, la Superintendencia de Compañías, previa norma expedida por el C.N.V., podrá autorizar la estructuración de procesos con bienes o activos diferentes de los anteriormente señalados.

Art. 144.- De la transferencia de dominio.- La transferencia de dominio de activos desde el originador hacia el patrimonio de propósito exclusivo podrá efectuarse a título oneroso o a título de fideicomiso mercantil, según los términos y condiciones de cada proceso de titularización. Cuando la transferencia recaiga sobre bienes inmuebles, se cumplirá con las solemnidades previstas en las leyes correspondientes.

A menos que el proceso de titularización se haya estructurado en fraude de terceros, lo cual deberá ser declarado por juez competente en sentencia ejecutoriada, no podrá declararse total o parcialmente, la nulidad, simulación o ineficacia de la transferencia de dominio de activos, cuando ello devenga en imposibilidad o dificultad de generar el flujo futuro proyectado y, por ende derive en perjuicio para los inversionistas, sin perjuicio de las acciones penales o civiles a que hubiere lugar.

Ni el originador, ni el agente de manejo podrán solicitar la rescisión de la transferencia de inmueble por lesión enorme.

Art. 145.- Del cumplimiento del proceso de titularización.- Los bienes titularizados se encontrarán afectos exclusivamente al cumplimiento del objeto del proceso de titularización.

Art. 146.- Del traspaso del activo y las garantías.- En la transferencia de dominio de los activos hacia el patrimonio de propósito exclusivo, importa tanto el traspaso del activo como de las garantías que le accedieren, a menos que originador y agente de manejo establezcan expresamente y por escrito lo contrario, situación que deberá ser revelada por el agente de manejo a los inversionistas.

Art. 147.- Valores que pueden emitirse.- Los valores que se emitan como consecuencia de procesos de titularización pueden ser de tres tipos:

- a) **Valores de contenido crediticio:** Por los cuales los inversionistas adquieren el derecho a percibir la restitución del capital invertido más el rendimiento financiero correspondiente, con los recursos provenientes del fideicomiso mercantil y según los términos y condiciones de los valores emitidos. Los activos que integran el patrimonio de propósito exclusivo respaldan el pasivo adquirido con los inversionistas, correspondiendo al agente de manejo adoptar las medidas necesarias para obtener el recaudo de los flujos requeridos para la atención oportuna de las obligaciones contenidas en los valores emitidos;

b) Valores de participación: Por los cuales los inversionistas adquieren una alicuota en el patrimonio de propósito exclusivo, a prorrata de su inversión, con lo cual participa de los resultados, sea utilidades, sea pérdidas, que arroje dicho patrimonio respecto del proceso de titularización; y,

c) Valores mixtos: Por los cuales 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.

Un mismo patrimonio de propósito exclusivo podrá respaldar la emisión de distintos tipos de valores. Cada tipo determinado de valor podrá estar integrado por varias series. Los valores correspondientes a cada tipo o serie, de existir, deberán reconocer iguales derechos a los inversionistas, pudiendo establecer diferencias en los derechos asignados a las distintas series.

Cualquiera sea el tipo de valores emitidos, de producirse situaciones que impidan la generación proyectada del flujo futuro de fondos o de derechos de contenido económico y, una vez agotados los recursos del patrimonio de propósito exclusivo, los inversionistas deberán asumir las eventuales pérdidas que se produzcan como consecuencia de tales situaciones.

El monto máximo de emisión de cualquier proceso de titularización será determinado mediante norma de carácter general por el C.N.V..

Cualquiera sea el tipo de valores emitidos, éstos podrán ser redimidos anticipadamente, en forma total por parte del agente de manejo, en los casos expresamente contemplados en el reglamento de gestión del respectivo proceso de titularización cuando éste prevea la posibilidad de que por circunstancias económicas o financieras se ponga en riesgo la generación proyectada del flujo futuro de fondos o de derechos de contenido económico

Sin embargo, en caso de que el proceso de titularización arroje pérdidas causadas por dolo o culpa leve en las actuaciones del agente de manejo, declarados como tales por juez competente en sentencia ejecutoriada, los inversionistas, podrán ejercer las acciones estipuladas en las disposiciones legales pertinentes con el objeto de obtener las indemnizaciones que hubiere lugar.

En el evento de que el proceso de titularización arroje total o parcialmente utilidades y, éstas no hayan sido oportunamente pagadas a los inversionistas, los valores adquiridos constituirán títulos ejecutivos contentivos de obligaciones ejecutivas en contra del patrimonio de propósito exclusivo.

Art. 148.- De la naturaleza de los valores emitidos.- Los valores que se emitan como consecuencia de procesos de titularización, pueden ser nominativos o a la orden. Los valores de contenido crediticio o valores mixtos podrán tener cupones que reconozcan un rendimiento financiero fijo o variable, pudiendo tales cupones ser nominativos o a la orden, según corresponda a las características de los valores a los cuales se adhieren. La negociación secundaria de estos valores se regirá por las disposiciones contenidas en el Art. 204 del Código de Comercio.

En el contrato de fiducia se deberá contemplar el procedimiento a seguir en el caso que los inversionistas no ejercieren sus derechos dentro de los seis meses posteriores a la fecha en la que haya nacido para el agente de manejo la última obligación de pagar los flujos de fondos o de transferir los derechos de contenido económico.

Los valores que se emitan como consecuencia del proceso de titularización podrán estar representados por títulos o por anotaciones en cuenta. Cuando se emitan títulos, estos podrán representar uno o más valores.

Art. 149.- De la periodicidad de la información.- El C.N.V., dictará las normas de carácter general respecto del contenido y periodicidad de la información que el agente de manejo deberá poner a disposición de la Superintendencia de Compañías y de los inversionistas.

Art. 150.- De los mecanismos de garantía.- Atendiendo las características propias de cada proceso de titularización, el agente de manejo o el originador de ser el caso, deberá constituir al menos uno de los mecanismos de garantía señalados a continuación:

Subordinación de la emisión.- Implica que el originador o terceros debidamente informados, suscriban una porción de los valores emitidos. A dicha porción se imputarán hasta agotarla, los siniestros o faltantes de activos, mientras que a la porción colocada entre el público se cancelarán prioritariamente los intereses y el capital.

Sobrecolateralización.- Consiste en que el monto de los activos fideicomitidos o entregados al fiduciario, exceda al valor de los valores emitidos en forma tal que cubra el índice de siniestralidad, a la porción excedente se imputarán los siniestros o faltantes de activos. El C.N.V., mediante norma de carácter general fijará los parámetros para la determinación del índice de siniestralidad.

Exceso de flujo de fondos.- Consiste en que el flujo de fondos generado por los activos titularizados sea superior a los derechos reconocidos en los valores emitidos, a fin de que ese diferencial se lo destine a un depósito de garantía, de tal manera que de producirse desviaciones o distorsiones en el flujo, el agente de manejo proceda a liquidar total o parcialmente el depósito, según corresponda, a fin de obtener los recursos necesarios y con ellos cumplir con los derechos reconocidos en favor de los inversionistas.

Sustitución de activos.- Consiste en sustituir 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 dichas desviaciones o distorsiones, otros activos de iguales o mejores características. Los activos sustitutos serán provistos por el originador, debiéndosele transferir a cambio, los activos sustituidos.

Contratos de apertura de crédito.- A través de los cuales se disponga, por cuenta del originador y a favor del patrimonio de propósito exclusivo, de líneas de crédito para atender necesidades de liquidez de dicho patrimonio, las cuales deberán ser atendidas por una institución del sistema financiero a solicitud del agente de manejo, quien en representación del patrimonio de propósito exclusivo tomará la decisión de reconstituir el flujo con base en el crédito.

Garantía o aval.- Consiste en garantías generales o específicas constituidas por el originador o por terceros, quienes se comprometen a cumplir total o parcialmente con los derechos reconocidos en favor de los inversionistas.

Garantía bancaria o póliza de seguro.- Consisten en la contratación de garantías bancarias o pólizas de seguros, las cuales serán ejecutadas por el agente de manejo en caso de producirse el siniestro garantizado o asegurado y, con ello cumplir total o parcialmente con los derechos reconocidos en favor de los inversionistas.

Fideicomiso de garantía.- Consiste en la constitución de patrimonios independientes que tengan por objeto garantizar el cumplimiento de los derechos reconocidos a favor de los inversionistas.

Art. 151.- Calificación de riesgo para los valores emitidos por un proceso de titularización.- Todos los valores que se emitan como consecuencia de procesos de titularización, deberán contar al menos con una calificación emitida por una de las calificadoras de riesgo legalmente establecidas y autorizadas para tal efecto.

Cuando se emita la calificación de riesgo, ésta deberá indicar los factores que se tuvieron en cuenta para otorgarla y adicionalmente deberá referirse a la legalidad y forma de transferencia de los activos al patrimonio autónomo. En ningún caso la calificación de riesgos considerará la solvencia del originador o del agente de manejo o de cualquier tercero.

Art. 152.- Del Comité de Vigilancia y del Agente Pagador.- Será atribución del Comité de Vigilancia comprobar que el agente de manejo cumpla en relación al respectivo patrimonio lo dispuesto en esta Ley, normas complementarias y su reglamento interno, pudiendo convocar a asamblea extraordinaria de tenedores cuando lo considere necesario.

Las compañías fiduciarias que actúen como agentes de manejo en procesos de titularización, designarán un agente pagador, el mismo que podrá ser la propia fiduciaria o una institución financiera sujeta al control de la Superintendencia de Bancos y Seguros. El agente pagador no podrá formar parte del Comité de Vigilancia.

El Comité de Vigilancia deberá informar a la asamblea de tenedores, sobre su labor y las conclusiones obtenidas. Sin perjuicio de ello, cuando en su labor detecte el incumplimiento de las normas que rigen al fideicomiso mercantil, deberá ponerlos en conocimiento de la Superintendencia de Compañías, de acuerdo a las normas que para el efecto dicte el C.N.V..

Art. 153.- De los procesos de titularización de cartera.- Además del cumplimiento de las normas generales antes enunciadas, el agente de manejo de valores resultantes de procesos de titularización de cartera, cumplirá con las normas especiales contenidas a continuación:

- a) Establecer matemática, estadística o actuarialmente los flujos futuros que se proyecta sean generados por la cartera a titularizar;
- b) Emitir valores hasta por el monto que fije el C.N.V., del valor de mercado de la cartera, siguiendo al efecto las normas de carácter general que determine el referido organismo;
- c) Determinar el índice de siniestralidad en la generación de flujos proyectados de la cartera a titularizar, siguiendo para el efecto, las normas de carácter general que determine el C.N.V.;
- d) Constituir al menos uno de los mecanismos de garantía de los previstos en esta Ley, en los porcentajes de cobertura que mediante normas de carácter general determine el C.N.V.;
- e) Contar con una certificación del representante legal del constituyente de que la cartera no se encuentra pignorada ni que sobre ella pesa gravamen alguno;
- f) Determinar el punto de equilibrio para iniciar el proceso de titularización cuyas características deberán constar en el reglamento de gestión; y,
- g) Las demás que mediante norma de carácter general determine el C.N.V..

Art. 154.- De los procesos de titularización de inmuebles.- La titularización de inmuebles consiste en la transferencia de un activo inmobiliario con el propósito de efectuar su transformación en valores mobiliarios.

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

El patrimonio de propósito exclusivo así constituido puede emitir valores de participación, de contenido crediticio o mixto.

Además del cumplimiento de las normas generales antes enunciadas, la titularización de inmuebles deberá someterse a las normas especiales contenidas a continuación:

- a) Establecer matemática, estadística o actuarialmente los flujos futuros que se proyectan sean generados por el inmueble a titularizar;
- b) Emitir valores hasta por el monto que fije el C.N.V.;
- c) Determinar el índice de desviación en la generación de los flujos proyectados siguiendo al efecto las normas de carácter general que determine el C.N.V.;
- d) Constituir al menos un mecanismo de garantía de los previstos en esta Ley, en los porcentajes de cobertura que mediante normas de carácter general determine el C.N.V.;
- e) Obtener una póliza de seguro contra todo riesgo sobre el inmueble, hasta tres meses posteriores al vencimiento del plazo de los valores producto de la titularización, o al prepago de los valores, en los términos establecidos en esta Ley;
- f) Obtener una certificación del registro de la propiedad correspondiente, de que sobre los inmuebles objeto de titularización, no pesa ningún gravamen durante la vigencia del contrato de fiducia mercantil;
- g) Contar con dos avalúos actualizados, los cuales deberán ser efectuados por peritos independientes del originador y del agente de manejo, de reconocida trayectoria en el ramo. Dichos avalúos deberán haber sido practicados dentro de los seis meses anteriores a la fecha de iniciación del trámite de autorización de la titularización; y,
- h) Las demás que mediante norma de carácter general determine el C.N.V..

Art. 155.- De los procesos de titularización de proyectos inmobiliarios.- La titularización de proyectos inmobiliarios consiste en la emisión de títulos mixtos o de participación que incorporen derechos alicuotas o porcentuales sobre un patrimonio

de propósito exclusivo constituido con un bien inmueble, los diseños, estudios técnicos y de prefactibilidad económica, programación de obra y presupuestos necesarios para desarrollar un proyecto inmobiliario objeto de titularización.

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

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

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

Además del cumplimiento de las normas generales antes enunciadas, la titularización de proyectos inmobiliarios deberá someterse a las normas especiales contenidas a continuación:

- a) Emitir solamente valores de participación o valores mixtos;
- b) Establecer matemática, estadística o actuarialmente los flujos futuros que se proyectan sean generados por el proyecto inmobiliario objeto de titularización;
- c) Emitir valores hasta por el monto que fije el C.N.V.;

- d) Determinar el índice de desviación en la generación de los flujos proyectados siguiendo al efecto las normas de carácter general que determine el C.N.V.;
- e) Constituir al menos uno de los mecanismos de garantía de los previstos en esta Ley;
- f) Contar con dos avalúos actualizados realizados por empresas de reconocida experiencia en la materia, del bien inmueble sobre el cual se desarrollará el proyecto inmobiliario, los cuales deberán haberse practicado dentro de los seis meses anteriores a la fecha de iniciación del proceso de titularización;
- g) Obtener un certificado del registro de la propiedad correspondiente, en el que conste que sobre el terreno no pesa ningún gravamen;
- h) Presentar un estudio técnico económico del proyecto;
- i) Presentar un estudio de factibilidad del proyecto;
- j) Presentar la programación de la obra;
- k) Presentar el presupuesto de la obra;
- l) Obtener una certificación de los constructores que acrediten experiencia en proyectos similares;
- m) El constructor deberá constituir y mantener en favor del patrimonio autónomo garantías bancarias o pólizas de seguros de fiel cumplimiento del contrato y de buen uso de los anticipos y de los fondos recibidos;
- n) Que la obra cuente con un fiscalizador de amplia trayectoria;
- o) Determinar el punto de equilibrio para iniciar la ejecución del proyecto cuyas características deberán constar en el reglamento de gestión;
- p) Obtener una póliza de seguro contra todo riesgo sobre el inmueble, hasta tres meses posteriores al vencimiento del plazo de los valores productos de la titularización, o al prepago de los valores, en los términos establecidos en esta Ley; y,
- q) Las demás que mediante norma de carácter general determine el C.N.V..

La titularización de proyectos inmobiliarios podrá efectuarse por la totalidad o por un segmento del respectivo proyecto hasta por el monto que fije el C.N.V., para el segmento correspondiente.

Art. 156.- De los procesos de titularización de flujos de fondos en general.- Cuando la titularización corresponda a flujos de fondos en general, el fiduciario cumplirá con las normas especiales contenidas a continuación:

- a) Establecer matemática, estadística o actuarialmente los flujos futuros que se proyecta sean generados por los activos o proyectos objeto de titularización;
- b) Emitir valores hasta por el monto que fije el C.N.V.;
- c) Determinar el índice de desviación de flujos;
- d) Constituir al menos uno de los mecanismos de garantía previstos en esta Ley, de modo tal que cubra el índice de desviación de flujos en el porcentaje que determine el C.N.V., calculado de conformidad con las normas de carácter general que el referido organismo determine;
- e) De ser aplicable, contar con dos avalúos practicados, sobre los activos objeto de titularización realizados por empresas de reconocida experiencia en la materia, los cuales deberán haberse realizado dentro de los seis meses anteriores a la fecha de iniciación del proceso de titularización;
- f) Obtener un certificado del registro de la propiedad correspondiente, en el que conste que sobre los activos no pesa ningún gravamen;

g) Presentar estudios económicos y técnicos sobre la generación de los flujos futuros proyectados y el estudio de factibilidad correspondiente, según las características propias de los activos o proyectos;

h) Determinar el punto de equilibrio para iniciar el proceso de titularización, cuyas características deberán constar en el reglamento de gestión; e,

i) Las demás que mediante norma de carácter general determine el C.N.V..

La emisión de estos títulos con cargo a flujos en general podrá efectuarse por la totalidad o por un segmento del respectivo flujo; en este último caso, dicha emisión podrá hacerse hasta por el monto que fije el C.N.V., para el segmento correspondiente.

Art. 157.- Del prospecto de oferta pública.- El agente de manejo deberá someter a aprobación de la Superintendencia de Compañías el prospecto de oferta pública de los valores a emitirse como consecuencia de un proceso de titularización.

En el prospecto de oferta pública se hará constar información que le permita al inversionista formarse una idea cabal sobre los términos y condiciones de los valores en los cuales invertirá.

El C.N.V., determinará mediante norma de carácter general el contenido de dicho prospecto.

Art. 158.- Reglamento de gestión de cada proceso de titularización.- El reglamento de gestión de cada proceso de titularización contendrá las normas que han de regirlos, debiendo al menos contener las siguientes normas:

a) Régimen aplicable para la obtención de los recursos y/o flujos futuros;

b) Destino de los remanentes de los recursos y/o flujos futuros, de existir;

c) Casos en los cuales procede la redención anticipada de los valores emitidos;

d) Características y forma de determinar el punto de equilibrio para iniciar la ejecución del proyecto; y,

e) Los demás requisitos que establezca mediante norma de carácter general el C.N.V..

Art. 159.- Tratamiento tributario aplicable a procesos de titularización.- En los procesos de titularización se aplicará el siguiente tratamiento tributario:

a) Las transferencias de dominio de activos, cualquiera fuere su naturaleza, realizadas con el propósito de desarrollar procesos de titularización, están exentas de todo tipo de impuestos, tasas y contribuciones, así como de impuestos indirectos previstos en las leyes que gravan las transferencias de bienes.

Las transferencias de dominio de bienes inmuebles realizadas con el propósito antes enunciado, están exentas y no sujetas al pago de los impuestos de alcabalas, registro e inscripción y de los correspondientes adicionales a tales impuestos, así como del impuesto a las utilidades en la compraventa de predios urbanos y plusvalía de los mismos. Cuando no se haya alcanzado el punto de equilibrio prefijado para la colocación de valores emitidos como consecuencia de procesos de titularización y, el agente de manejo proceda con la restitución del dominio de los bienes inmuebles al originador, dicha restitución gozará también de las exenciones anteriormente establecidas.

La transferencia de dominio de bienes muebles realizadas con el propósito enunciado en este artículo, están exentas y no sujetas al pago de Impuesto al Valor Agregado u otros impuestos indirectos. Igual exención se aplicará en el caso de la restitución del dominio de tales bienes muebles al originador; y,

ANEXO 4

OBLIGACIONES INSCRITA EN LA SUPERINTENDENCIA DE COMPANIAS

EMPRESA EMISORA	AÑO	MONTO DÓLARES
CEDAL S.A. - CORPORACION ECUATORIANA DE ALUMINIO	2001	1.500,000
CEDAL S.A. - CORPORACION ECUATORIANA DE ALUMINIO	2001	1.500,000
MASTERCARD S.A. (2)	2001	3.000,000
EDESA S.A.	2001	5.000,000
CASABACA S.A.	2001	3.000,000
HOTEL INTERNACIONAL COLON C.A.	2001	3.720,000
MACOSA S.A.	2001	690,000
MASTERCARD S.A. (2)	2001	3.000,000
ADELCA S.A. - ACERIA DEL ECUADOR	2002	6.500,000
PINTURAS UNIDAS S.A.	2002	1.000,000
PINTURAS CONDOR S.A.	2002	2.115,000
CONSTRUCTORA INMOBILIARIA ARGOS S.A.	2002	1.229,000
BANCO BOLIVARIANO S.A.	2202	1.170,000
DIST. FARACEUTICA ECUATORIANA - DIFARE S.A.	2002	1.758,000
HOTEL INTERNACIONAL COLON C.A.	2002	280,000
HOV HOTELERÍA QUITO S.A.	2002	2.840,000
MACOSA S.A.	2002	300,000
BANCO BOLIVARIANO S.A. (1)	2002	2.200,000
CTH S.A - CORP. DES. MER.SEC. HIPOTECAS	2002	6.795,000
INTEROC S.A.	2002	1.500,000
PRODUBANCO S.A. (1)	2003	10.050,000
INDUSTRIAS ALES C.A.	2003	5.000,000
LA FABRIL S.A.	2003	5.000,000
PINTURAS CONDOR S.A.	2003	1.385,000
PRONACA C.A. - PROCESADORA NACIONAL DE ALIMENTOS	2003	10.000,000
CONSTRUCTORA INMOBILIARIA ARGOS S.A.	2003	700,000
EDESA S.A.	2003	1.050,000
AGRIPAC S.A.	2003	1.650,000
CASABACA S.A.	2003	3.000,000
DIST. FARACEUTICA ECUATORIANA - DIFARE S.A.	2003	253,000
GMAC DEL ECUADOR S.A.	2003	8.660,000
HOV HOTELERÍA QUITO S.A.	2003	2.160,000
MACOSA S.A.	2003	10,000
BANCO BOLIVARIANO S.A. (1)	2003	560,000
BANCO BOLIVARIANO S.A.	2003	8.570,000
BANCO DE GUAYAQUIL S.A.	2003	15.000,000
BANCO DEL PICHINCHA S.A.(1)	2003	6.000,000
CTH S.A - CORP. DES. MER.SEC. HIPOTECAS	2003	2.320,000
INTEROC S.A.	2003	750,000
SERVICIOS CYBER CELL S.A	2004	1.200,000
ELECTROCABLES S.A.	2004	5.000,000
CASA COMERCIAL TOSI S.A.	2004	3.500,000
BANCO RUMIÑAHUI S.A.	2004	3.800,000
CORPORACION MULTI BG	2004	8.000,000
DINERS CLUB DEL ECUADOR S.A.	2004	15.000,000
AGRIPAC S.A.	2004	1.350,000
DIST. FARACEUTICA ECUATORIANA - DIFARE S.A.	2004	4.000,000
GMAC DEL ECUADOR S.A.	2004	15.000,000
INTEROC S.A.	2004	250,000
CARTIMEX S.A.	2005	1.000,000
FURIOIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A.	2005	775,000
LIFE C.A. - LABORATORIO FARMACÉUTICO	2005	1.000,000
PLÁSTICOS DEL LITORAL S.A.	2005	1.545,000
ICESA - ORVE S.A.	2005	1.000,000
ELECTROCABLES S.A.	2005	3.585,000
CONSTRUCTORA INMOBILIARIA ARGOS S.A.	2005	2.210,000
CASABACA S.A.	2005	4.000,000
CASA COMERCIAL TOSI S.A.	2005	2.500,000
DIST. FARACEUTICA ECUATORIANA - DIFARE S.A.	2005	4.000,000
GMAC DEL ECUADOR S.A.	2005	20.000,000
HOV HOTELERÍA QUITO S.A.	2005	6.730,000
BANCO DEL PICHINCHA S.A.(1)	2005	36.000,000
BANCO RUMIÑAHUI S.A. (2)	2005	237,000
CORPORACION MULTI BG (2)	2005	2.000,000
CORPORACION MULTI BG (2)	2005	3.000,000
CTH S.A - CORP. DES. MER.SEC. HIPOTECAS	2005	3.500,000
DINERS CLUB DEL ECUADOR S.A.	2005	14.910,000
DINERS CLUB DEL ECUADOR S.A. (2)	2005	16.010,000
INTEROC S.A.	2005	1.800,000
PRODUBANCO S.A. (1)	2005	6.500,000
BANCO BOLIVARIANO S.A.	2202	1.170,000
		321787,000

ANEXO 5

TASA ACTIVA BANCARIA

TASAS DE INTERES: OPERACIONES ACTIVAS DE BANCOS PRIVADOS (1)

En dólares

Promedio ponderado del periodo

Periodo/No. de días	OPERACIONES DE LIBRE CONTRATACION												
	Sector corporativo						Otras operaciones activas						
	1- 29	30-33	84-91	92-175	176-360	361 o más	1-29	30-33	84-91	92-175	176-360		
2005	Enero	6,52	8,50	8,09	8,56	9,09	8,67	12,03	11,89	11,64	11,59	11,55	11,24
	Febrero	6,42	9,08	9,01	9,03	8,58	9,24	10,77	11,95	11,48	11,64	11,38	11,42
	Marzo	6,08	9,15	8,34	8,89	8,38	9,28	11,95	12,12	11,75	11,57	11,54	11,53
	Abril	6,31	8,15	9,47	9,28	7,69	9,76	9,62	12,57	12,00	11,86	12,02	12,00
	Mayo	8,17	8,63	9,56	9,72	8,70	9,30	10,93	12,45	12,10	11,69	11,72	11,89
	Junio	7,27	8,34	9,07	8,03	8,97	9,19	11,26	12,66	11,86	11,55	11,83	11,71
	Julio	8,07	8,20	9,13	8,42	8,41	9,49	9,71	12,47	11,96	11,10	11,78	11,74
	Agosto	6,12	9,37	8,59	9,07	8,83	9,10	10,77	12,54	12,08	11,74	11,85	11,71
	Septiembre	5,80	9,22	7,84	8,74	8,29	9,14	10,08	12,87	11,69	11,62	11,61	11,51
	Octubre	6,49	8,45	8,47	9,20	8,72	9,53	10,26	12,09	11,80	11,42	11,41	11,51
	Noviembre	6,68	8,29	9,11	8,76	8,39	8,59	10,32	11,71	11,33	11,01	11,38	11,51
	Diciembre	6,31	8,31	8,59	8,88	8,57	8,54	9,91	11,63	11,72	11,07	11,07	11,50
2006	Enero	6,83	9,11	8,34	9,09	8,81	8,33	9,83	11,92	11,69	10,66	11,52	11,68
	Febrero	6,36	8,91	8,76	8,10	8,46	9,04	9,99	10,92	11,34	10,74	11,19	11,19
	Marzo	7,59	8,12	8,80	8,80	8,87	8,95	9,86	11,36	11,44	10,83	11,32	11,54
	Abril	6,78	8,69	8,63	8,73	8,27	8,71	9,85	10,43	11,60	10,64	11,05	11,40
	Mayo	6,25	8,20	8,61	8,37	7,70	8,47	9,11	11,08	10,95	10,35	10,88	11,13
	Junio	6,28	8,54	8,90	8,68	8,59	8,16	9,18	11,77	11,46	10,80	11,19	11,55
	Julio	6,56	7,54	8,82	9,05	8,53	8,88	9,34	11,24	11,49	11,23	11,13	11,48
	Agosto	6,60	8,56	9,04	8,23	8,58	8,71	9,39	11,55	11,27	10,70	11,02	11,52
	Septiembre	7,12	8,54	8,34	8,65	8,20	9,54	9,06	11,31	11,67	10,91	11,19	11,78
	Octubre	6,77	8,85	9,17	8,56	8,58	9,43	9,40	11,52	11,57	10,88	11,34	11,50
	Noviembre	7,20	8,60	8,99	8,88	8,62	9,52	9,79	11,28	11,34	11,13	11,19	11,49
	Diciembre	6,85	9,08	9,27	8,97	8,60	8,41	8,97	11,31	10,93	11,51	11,42	11,35
2007	Enero	7,59	9,41	9,12	8,82	9,08	9,60	9,73	12,54	11,51	10,37	12,02	12,19
	Febrero	7,59	9,64	9,21	9,49	8,95	9,82	11,10	11,93	11,58	11,35	11,25	12,16
	Marzo	7,88	9,64	9,72	9,34	9,31	10,18	9,56	11,63	12,04	11,46	11,41	12,42
	Abril	8,66	9,59	9,86	9,56	10,03	10,04	9,89	12,31	10,70	11,24	11,53	12,38
	Mayo	8,42	9,51	9,79	9,51	9,84	9,59	9,97	12,48	12,44	11,55	11,96	12,71
	Junio	8,67	9,74	9,89	9,62	9,86	9,42	10,06	12,81	12,72	12,20	12,35	13,07
	Julio	9,47	10,09	10,38	9,73	10,42	9,72	10,62	12,13	11,29	11,67	12,26	12,31

(1) Según Regulación 060-2000 de 11 de abril de 2000. Corresponde a tasas de bancos nacionales, extranjeros y con asistencia estatal.

FUENTE: Bancos