



**ESPE**  
UNIVERSIDAD DE LAS FUERZAS ARMADAS  
INNOVACIÓN PARA LA EXCELENCIA

## **EXTENSIÓN LATACUNGA**

### **CARRERA DE INGENIERÍA EN FINANZAS Y AUDITORÍA**

**“ANÁLISIS DE LOS PROCESOS DE TITULARIZACIÓN Y SU  
INFLUENCIA PARA EL SECTOR FINANCIERO DEL  
ECUADOR EN EL PERÍODO 2006-2010”**

**PROYECTO PREVIO A LA OBTENCIÓN DEL TÍTULO DE: INGENIERO  
EN FINANZAS Y AUDITORÍA**

**RONNIE WILLIAM PINTO BARAHONA**

**Latacunga, Octubre 2013**

## CERTIFICACIÓN

Se certifica que el presente trabajo fue desarrollado por Ronnie William Pinto Barahona, bajo nuestra supervisión.

-----  
Econ. Francisco Caicedo  
**DIRECTOR DE PROYECTO**

-----  
Econ. María Fernanda Araujo  
**CODIRECTORA DE PROYECTO**

-----  
Ing. Xavier Fabara  
**DIRECTOR DE CARRERA**

-----  
Dr. Rodrigo Vaca  
**SECRETARIO**

**UNIVERSIDAD DE LAS FUERZAS ARMADAS-ESPE  
EXTENSIÓN LATACUNGA**

CARRERA DE INGENIERÍA EN FINANZAS Y AUDITORÍA

**DECLARACIÓN DE RESPONSABILIDAD**

YO, RONNIE WILLIAM PINTO BARAHONA

**DECLARO QUE:**

El proyecto de grado denominado “**ANÁLISIS DE LOS PROCESOS DE TITULARIZACIÓN Y SU INFLUENCIA PARA EL SECTOR FINANCIERO DEL ECUADOR EN EL PERÍODO 2006-2010**”, ha sido desarrollado con base a una investigación exhaustiva, respetando derechos intelectuales de terceros, conforme las citas que constan al pie de las páginas correspondientes, cuyas fuentes se incorporan en la bibliografía.

Consecuentemente este trabajo es de mi autoría.

En virtud de esta declaración, me responsabilizo del contenido, veracidad y alcance científico del proyecto de grado en mención.

Latacunga, Octubre del 2013.

-----  
RONNIE WILLIAM PINTO BARAHONA

C.C. No.- 091535690-1

**UNIVERSIDAD DE LAS FUERZAS ARMADAS-ESPE  
EXTENSIÓN LATACUNGA**

CARRERA DE INGENIERÍA EN FINANZAS Y AUDITORÍA

**CERTIFICADO**

ECON. FRANCISCO CAICEDO (DIRECTOR)

ECON. MARÍA FERNANDA ARAUJO (CODIRECTORA)

**CERTIFICAN:**

Que el trabajo titulado **“ANÁLISIS DE LOS PROCESOS DE TITULARIZACIÓN Y SU INFLUENCIA PARA EL SECTOR FINANCIERO DEL ECUADOR EN EL PERÍODO 2006-2010”**, realizado por el Señor Ronnie William Pinto Barahona ha sido guiado y revisado periódicamente y cumple normas estatutarias establecidas por la ESPE, en el Reglamento de Estudiantes de la Escuela Politécnica del Ejército.

Debido a que constituye un trabajo de excelente contenido científico que coadyuvará a la aplicación de conocimientos y al desarrollo profesional, **SI** recomiendan su publicación.

El mencionado trabajo consta de DOS empastados y UN disco compacto el cual contiene los archivos en formato portátil de Acrobat. Autorizan al Señor Ronnie William Pinto Barahona que lo entregue al Ing. Xavier Fabara, en su calidad de Director de Carrera.

Latacunga, O c t u b r e del 2013.

-----  
Econ. Francisco Caicedo  
**DIRECTOR**

-----  
Econ. María Fernanda Araujo  
**CODIRECTORA**

**UNIVERSIDAD DE LAS FUERZAS ARMADAS-ESPE  
EXTENSIÓN LATACUNGA**

CARRERA DE INGENIERÍA EN FINANZAS Y AUDITORÍA

**AUTORIZACIÓN**

YO, RONNIE WILLIAM PINTO BARAHONA

Autorizo a la Escuela Politécnica del Ejército la publicación, en la biblioteca virtual de la Institución del trabajo **“ANÁLISIS DE LOS PROCESOS DE TITULARIZACIÓN Y SU INFLUENCIA PARA EL SECTOR FINANCIERO DEL ECUADOR EN EL PERÍODO 2006-2010”** cuyo contenido, ideas y criterios es de mi exclusiva responsabilidad y autoría.

Latacunga, Octubre del 2013

-----  
RONNIE WILLIAM PINTO BARAHONA

C.C. No.- 091535690-1

## **AGRADECIMIENTO**

*Agradezco infinitamente a Dios por permitirme culminar mis estudios y por darme la fuerza necesaria en este arduo caminar hasta lograr este éxito. Agradezco a mi hermana Jennifer, por su ayuda en la elaboración de este proyecto, también a mis abuelitos, Rubén y Rosita, sin ellos no sería posible alcanzar este sueño, quiero agradecer a mis amigos con los cuales forme una segunda familia al ser parte de mi vida universitaria que ayudaron a fomentar valores y persistir en alcanzar siempre mis metas.*

**RONNIE WILLIAM PINTO BARAHONA**

## **DEDICATORIA**

*Dedico este proyecto a mis queridos abuelitos y a mi hermana, que siempre estuvieron apoyándome y dando ánimos para culminar este sueño, a Dios por darme la sabiduría y la paciencia necesaria en los momentos más críticos.*

**RONNIE WILLIAM PINTO BARAHONA**

## ÍNDICE GENERAL

CARÁTULA.....	i
CERTIFICACIÓN.....	ii
DECLARACIÓN DE RESPONSABILIDAD.....	iii
CERTIFICADO.....	iv
AUTORIZACIÓN.....	v
AGRADECIMIENTO.....	vi
DEDICATORIA.....	vii
ÍNDICE GENERAL.....	viii
ÍNDICE DE CONTENIDO.....	viii
ÍNDICE DE TABLAS.....	x
INDICE DE GRÁFICOS.....	xi
RESUMEN DEL PROYECTO.....	xii
ABSTRACT.....	xiii

## ÍNDICE DE CONTENIDO

### I.- ESTABLECER ANTECEDENTES DEL PROYECTO

1.1 MARCO TEÓRICO.....	-1-
1.2 ORIGEN DE LA TITULARIZACIÓN.....	-23-
1.3 TITULARIZACIÓN.....	-27-
1.3.1 CONCEPTO.....	-27-
1.3.2 COMPONENTES.....	-29-
1.3.3 PROCESO.....	-34-
1.3.4 FUNCIÓN.....	-35-
1.3.5 ÁREAS DE INFLUENCIA.....	-35-
1.4 CLASIFICACIÓN DE LA TITULARIZACIÓN.....	-36-
1.5 ENTIDADES QUE INTERVIENEN EN LA TITULARIZACIÓN.....	-41-
1.6 DERECHOS Y OBLIGACIONES EN GENERAL.....	-47-
1.7 LEYES QUE INTERVIENEN EN LA TITULARIZACIÓN.....	- 49-
1.8 REQUISITOS PARA LA TITULARIZACIÓN.....	-59-
1.9 ACTIVOS SUJETOS A TITULARIZACIÓN.....	-67-
1.9.1 ACTIVOS MUEBLES.....	-67-
1.9.2 ACTIVOS INMUEBLES.....	-68-

### II.- ANALIZAR EL PROCESO DE TITULARIZACIÓN

<b>2.1 ANÁLISIS DE LA ECONOMÍA ECUATORIANA.....</b>	<b>-69-</b>
<b>2.2 LA TITULARIZACIÓN EN EL ECUADOR.....</b>	<b>-79-</b>
<b>2.3 VENTAJAS DE LA TITULARIZACIÓN.....</b>	<b>-83-</b>
<b>2.4 DESVENTAJAS DE LA TITULARIZACIÓN.....</b>	<b>-85-</b>
<b>2.5 DETERMINACIÓN DE EMPRESAS QUE UTILIZAN LA TITULARIZACIÓN.....</b>	<b>-86-</b>
<b>III. ESTABLECER VOLUMEN DE ACTIVOS TITULARIZADOS</b>	
<b>3.1 ACTIVOS TITULARIZADOS DE ACUERDO A LA BOLSA DE VALORES.....</b>	<b>-93-</b>
<b>3.2 ESTUDIO DE MERCADO.....</b>	<b>-101-</b>
<b>3.3 ELABORACIÓN DE ENCUESTA.....</b>	<b>-103-</b>
<b>3.4 DETERMINACIÓN DE LA MUESTRA.....</b>	<b>-105-</b>
<b>3.5 ESTABLECIMIENTO DE RESULTADOS.....</b>	<b>-107-</b>
<b>3.6 ANÁLISIS FINANCIERO DE LAS EMPRESAS QUE UTILIZAN TITULARIZACIÓN.....</b>	<b>-118-</b>
<b>3.7 CONCLUSIONES DE LAS ENCUESTAS.....</b>	<b>-126-</b>
<b>IV. INCIDENCIA DE LA TITULARIZACIÓN EN EL PAÍS Y REESTRUCTURACIÓN DEL CAPITAL DE LAS EMPRESAS</b>	
<b>4.1 INCIDENCIA DE LA TITULARIZACIÓN EN EMPRESAS DEL SECTOR FINANCIERO.....</b>	<b>-127-</b>
<b>4.2 ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LAS EMPRESAS DEL SECTOR FINANCIERO.....</b>	<b>-130-</b>
<b>4.2.1 FUENTES DE APALANCAMIENTO FUTURO.....</b>	<b>-130-</b>
<b>4.2.2 EVOLUCIÓN DE ACTIVOS TITULARIZADOS.....</b>	<b>-140-</b>
<b>4.2.3 LA BANCA COMO FUENTE ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO.....</b>	<b>-153-</b>
<b>V. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES</b>	
<b>CONCLUSIONES.....</b>	<b>-160-</b>
<b>RECOMENDACIONES.....</b>	<b>-162-</b>
<b>BIBLIOGRAFÍA.....</b>	<b>-163-</b>
<b>NETGRAFÍA.....</b>	<b>-164-</b>

## ÍNDICE DE TABLAS

TABLA 3.1 Montos de activos titularizados en el país.....	-97-
TABLA 3.2 Indicadores económicos del sector comercio venta al por mayor, COMANDATO.....	-119-
TABLA 3.3 Indicadores económicos del sector financiero, BANCO PICHINCHA.....	-121-
TABLA 3.4 Indicadores económicos del sector producción de alimentos, NESTLÉ.....	-123-
TABLA 3.5 Comparación de indicadores económicos entre KFC y BURGUER KING.....	-124-
TABLA 4.6 PIB por sectores y su participación demiles USD.....	-143-
TABLA 4.7 Transacciones en el mercado de valores PIB.....	-144-
TABLA 4.8 Evolución de emisores a nivel nacional.....	-151-

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

GRÁFICO 3.1 Gráfico de barras de los montos titularizados.....	100-
GRÁFICO 3.2 ¿Qué lo motivo a titularizar?.....	107-
GRÁFICO 3.3 ¿Cuántos procesos de titularización ha realizado?.....	109-
GRÁFICO 3.4 ¿Qué activo ha titularizado?.....	110-
GRÁFICO 3.5 ¿Qué ventajas ha obtenido a partir de titularizar?.....	111-
GRÁFICO 3.6 ¿Cómo ha cambiado la estructura de capital en La empresa?.....	112-
GRÁFICO 3.7 ¿Por qué decidió titularizar y no realizar un préstamo bancario?.....	113-
GRÁFICO 3.8 ¿Qué opinión tiene sobre el proceso administrativo que se lleva a cabo para titularizar?.....	114-
GRÁFICO 3.9 ¿Le parece que el proceso administrativo que selleva a cabo toma mucho tiempo, si, no, porque?.....	115-
GRÁFICO 3.10 ¿En que ha invertido la titularización realizada?...	116-
GRÁFICO 3.11 ¿Qué recomendaría en un futuro como método de apalancamiento, titularizar o un préstamo bancario?.....	117-
GRÁFICO 4.12 Evolución de emisores a nivel nacional.....	151-

## **RESUMEN DEL PROYECTO**

La necesidad de un financiamiento alternativo al sistema tradicional de la banca, surge cada vez con mayor fuerza en el mercado ecuatoriano.

La titularización acoge cada vez más empresas que necesitan recursos económicos para realizar sus actividades, proyectos a futuro y así solventar sus necesidades.

No solo las grandes empresas acuden a este proceso, sino que empresas nuevas, emergentes, de pequeño y mediano tamaño se inclinan por esta facilidad que ofrece el mercado.

En muchas de las empresas, la titularización ha hecho que sus situación financiera y económica mejoren, solventando muchas de sus necesidades y facilitando el desarrollo de proyectos, además de esto, se ha reducido mucho lo que se refiere al crédito bancario, con ello se reducen los intereses que se deberían pagar por él, afectando el gasto y por ende reduciendo la pérdida.

Este proyecto de grado surgió ante la necesidad de ver cuánto es el impacto de la titularización en el país en un período de 5 años comprendido entre 2006-2010.

Para ello se realizará una encuesta para recolectar la información necesaria y establecer resultados claro de cómo este proceso ayuda a la economía de las empresas de cualquier sector.

## **ABSTRACT**

Today and now, every business need an alternative finance system than to borrow money from the bank, this more frequently in Ecuadorian market.

Titulation is a process that many factories and business in Ecuador are going through this so they can get the money to make projects, they can expand their target market and besides they can do researches and build stuff they need.

This is a process used not only by big companies, but small and medium ones also use it, because of the easily it is.

In many of them, this process has improved the economic and finance situation, besides of these, all the money they used to pay to the bank because of a borrow, is reduced and the utilities grows.

This project comes because of the need to calculate the impact of titulation in the economy of the country in 5 years period, between 2006-2010.

To that, an interview will be done to collect all the information we need and to establish results to see how much this process helps to the economy of any company in any sector.

# **I.-ANTECEDENTES DEL PROYECTO**

## **1.1 MARCO TEÓRICO**

Este trabajo de investigación ha sido realizado como un aporte a la investigación sobre procesos de titularización, que es escasa aún en el Ecuador. En este trabajo pretendo analizar cómo las instituciones del sistema financiero que son intermediarias financieras por naturaleza, buscan captar recursos a través de la desintermediación.

La titularización es una herramienta que facilita capital a corto plazo y a bajo costo, lo que se reproduce en préstamos ágiles y con bajas tasas de interés a disposición de las personas que, por su economía de cifras bajas o medias requieren de los préstamos bancarios para sus proyectos. Además es figura muy desarrollada en mercados como el estadounidense, el inglés o el colombiano, y ahora está siendo adoptada por las empresas ecuatorianas<sup>1</sup>. Este hecho tiene dos efectos: por un lado las empresas e instituciones del sistema financiero obtienen recursos que les permite operar ágilmente, sin tener que esperar a que sus activos rindan los flujos esperados; por otro lado, su participación aporta al desarrollo del mercado de capitales, lo que mejora las fuentes de financiamiento, baja los costos y por tanto se reducen de las tasas de interés, beneficiando a la economía.

Recordemos que la banca desempeña rol importantísimo en el desarrollo y estabilidad económica nacional, por ello se debe incentivar para que intervenga en los mercados financierosy busque fuentes de financiamiento para colocar esos recursos en los medios productivos y de

---

<sup>1</sup>Gutierrez Junquera, P. El crecimiento de los servicios: Causas, repercusiones y políticas. Madrid: Alianza Ed. 1993

desarrollo, al alcance de quienes por su economía de cifras bajas o medias necesitan de los préstamos bancarios para sus proyectos.

Para ello es necesario conocer el significado de ciertos términos que se utilizan mucho en este proceso:

**Acción.-** Título valor de carácter negociable que representa un porcentaje de participación en la propiedad de la compañía emisora del título.

**Acción al portador.-** Acción que no indica el nombre de su propietario. Pertenece a quien la tiene en su poder. El cambio de propiedad se realiza por la simple entrega.

**Acción de goce o industrial.-** Es la que se entrega para compensar las aportaciones de servicios, trabajo, conocimientos tecnológicos, secretos industriales o comerciales y en general, toda obligación de hacer a cargo del aportante.

**Acción nominativa.-** Acción a través de la cual se identifica el nombre del propietario. Este tipo de títulos cuenta con un instrumento Libro de Registro que mantiene los cambios en las transferencias y se lleva en el interior de la empresa emisora.

**Acción ordinaria.-** Tipo de acción que se emite con mayor preferencia, incluye derecho a dividendos de acuerdo al nivel de utilidades registrado por la empresa emisora y derecho al voto en la Asamblea General de la compañía.

**Acción preferencial.-** Título accionario que otorga prioridades extraordinarias al propietario de la acción con respecto al pago de dividendos y en el caso de disolución de la compañía, el reembolso del capital. No otorga el derecho de voto en la Asamblea General; sus prerrogativas son netamente de carácter económico.

**Acciones en circulación.-** El número de acciones emitidas por una sociedad, que pueden ser libremente transadas en el mercado.

**Accionista.-** Persona propietaria de una o más acciones de una sociedad anónima o encomandita por acciones.

**Aceptación bancaria.-** Documento que respalda las operaciones de financiamiento comercial a nivel nacional e internacional. Título que entrega el comprador de los bienes en cuestión al vendedor de los mismos; dicho título está respaldado o avalado por un banco comercial el cual a su vez adquiere una comisión por convertirse en garante de la operación crediticia.

**Activo financiero.-** Cualquier título de contenido patrimonial.

**Administrador de la emisión.-** Intermediario financiero que se responsabiliza de los procesos relacionados con la emisión, colocación y redención de las emisiones de títulos valores.

**ADR.-** American Depositary Receipts. Certificados negociables que se cotizan en uno o más mercados accionarios, diferentes del mercado de origen de la emisión y constituyen la propiedad de un número determinado de acciones. Fueron creados por Morgan Bank en 1927 con el fin de incentivar la colocación de títulos extranjeros en Estados Unidos. Cuando la negociación se va a realizar en dicho país se constituyen American Depositary Receipts-ADR- y cuando se pretende su transacción fuera de los Estados Unidos, se establecen programas de Global Depositary Receipts-GDR.

**Ahorro privado.-** Parte del ingreso de las unidades familiares y de las empresas que no se dedican al consumo.

**Ahorro público.-** Es la diferencia entre los ingresos y los gastos del gobierno.

**Amortización.-** Una amortización se constituye en el momento en que la deuda se disminuye a través de pagos periódicos al capital solicitado en crédito.

**Asamblea general ordinaria.-** Reunión de accionistas con el quorum y en las condiciones previstas en los estatutos cuyos fines principales son la verificación de los resultados, lecturas de informes financieros, discusión y votación de los mismos, elección de directores, distribución de utilidades y formación de reservas.

**Asamblea general extraordinaria.-** Es la reunión de accionistas, convocada e instalada en la forma establecida por la ley y los estatutos, cuando lo exijan las necesidades imprevistas o urgentes de la compañía, por convocatoria de la Junta Directiva, del Representante Legal o del Revisor Fiscal.

**Aumento de capital.-** Incorporación al capital de la empresa de reservas y/o nuevos recursos, el que se efectúa, por lo general, mediante derechos de suscripción para los accionistas o aumentando el valor nominal de la acción.

**Balance.-** Estado demostrativo de la confrontación del activo y del pasivo para averiguar la situación económica-financiera de una empresa en un momento determinado.

**Banca de Inversión.-** Actividad desarrollada por un intermediario financiero que puede incluir el diagnóstico de empresas, la organización de potenciales compradores, la asesoría de inversionistas en la creación de nuevas empresas e inclusive la consecución de recursos para tales operaciones.

**Beneficiario.-** Persona a la cual se transfiere un activo financiero o a favor de quien se emite un título.

**Beneficiario real.-** Es cualquier persona que, directa o indirectamente, por si misma o a través de interpuesta persona, por virtud de contrato, convenio o de cualquier otra manera, tenga, respecto de una acción de una sociedad, capacidad decisoria.

**Bolsa.-** El vocablo Bolsa parece que se aplicó durante el siglo XIII en la ciudad de Brujas (Bélgica), a una casa de cierta familia noble o patricia, que tenía tres bolsas en su escudo de armas, frente a la cual se reunían diariamente los comerciantes con el fin de practicar el cambio y tráfico de los productos de la tierra y la industria. Por el año de 1460 en Amberes y Narbona se cita la palabra bolsa para indicar el intercambio comercial en un lugar determinado. Durante los siglos XV y XVI con motivo de los grandes descubrimientos, se enfrentan precipitadamente en el comercio antiguo y el moderno. Para poder hacer frente al comercio que la ampliación del mundo económico imponía, eran necesarias fuertes sumas de dinero que los comerciantes individualmente considerados estaban en la imposibilidad de conseguir. Esta situación originó los primeros mercados de títulos mobiliarios en las principales ciudades de Europa. Con el correr del tiempo, las personas que habitualmente se dedicaban a invertir dineros particulares en títulos representativos de derechos en compañías y a colocar emisiones de títulos del Estado o de empréstitos para las sociedades privadas, empezaron a reunirse en sitios determinados y bajo normas y reglamentos especiales, lo que dio origen a las actuales Bolsas de Valores.

**Bolsa de Valores.-** Institución privada que al permitir la compra y venta, por intercambio de las Sociedades Comisionistas que la conforman, de acciones de sociedades anónimas, bonos, certificados y demás títulos

valores, fomenta el ahorro y el mercado de capitales, contribuyendo al desarrollo económico y social de un país.

**Bonos.-** Título representativo de deuda, emitido por una entidad privada o pública, con el objetivo de captar recursos, pagar intereses y devolver dichos recursos a los inversionistas al final de la madurez del bono, la que es de varios años.

**Bonos de Garantía General.-** Aquellos que generalmente se encuentran respaldados por las hipotecas y demás rubros mobiliarios de la entidad emisora.

**Bonos Obligatoriamente Convertibles en Acciones “BOCAS”.-** Títulos valores emitidos por sociedades anónimas abiertas que en un período determinado (al vencimiento), deben convertirse obligatoriamente en acciones de la compañía.

**Bonos ordinarios.-** Son aquellos que confieren a sus tenedores los mismos derechos, de acuerdo con el respectivo contrato de emisión y están garantizados con todos los bienes de la entidad emisora, sean presentes o futuros.

**Bursatilidad.-** I.B.A. Índice de Bursatilidad Accionario, mide la dinámica de una acción, basada en el grado de facilidad para comprarla o venderla en el mercado secundario. Este Índice es divulgado mensualmente por la Superintendencia de Valores. El cálculo del Índice de Bursatilidad Accionaria tiene en cuenta la frecuencia de cotización, monto transado promedio por rueda bursatil, grado de rotación de las acciones y número de operaciones realizadas en promedio por rueda.

**Calificación de Riesgo.-** Es la operación profesional sobre el grado de riesgo que tiene un título valor que se negocia en el mercado de valores.

Esta opinión especializada e imparcial constituye un importante y necesario elemento de juicio para la toma de decisiones de inversión.

**Cantidad transada.-** Número de unidades de un respectivo título o valor mobiliario negociado en un determinado período.

**Capital.-** Es la suma de todos los recursos, bienes y valores movilizados para la constitución y desarrollo de una empresa.

**Capital autorizado.-** Capital de una empresa cuya cuantía fue aprobada como meta futura para la Asamblea General de Accionistas.

**Capital de trabajo.-** Es la cantidad de recursos de corto plazo que requiere una empresa para la realización de las actividades. Es equivalente a la diferencia entre el activo y el pasivo corriente.

**Capital suscrito.-** Es la parte del capital autorizado, que los suscriptores de acciones se han obligado a pagar en un tiempo determinado.

**Capital pagado.-** Es la parte del capital suscrito que realmente ha sido pagado.

**Capitalización.-** Es la ampliación del capital mediante nuevas emisiones de acciones, reinversión o reaplicación de los resultados, utilidades o reservas, al patrimonio de la empresa.

**Capitalización bursátil.-** Corresponde al valor que el mercado asigna al patrimonio de la empresa, según el precio al que se cotizan sus acciones. Resulta de multiplicar el número de acciones en circulación de la sociedad emisora por su precio de mercado. Se expresa en pesos ó dólares.

**Cédulas hipotecarias.-** Papeles emitidos por el Banco Central Hipotecario para financiación de vivienda, devengan un interés y tienen un plazo de maduración preestablecido.

**Certificados de Ahorro de Valor Constante (CAVC).**- Depósitos a término expedidos en unidades de poder adquisitivo contante (UPAC) como instrumento de captación de recursos de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda y/o Bancos Hipotecarios, con un plazo no inferior a 30 días.

**Certificados de Depósito a Término (CDT).**- Certificados de la constitución de depósito que constituyen obligaciones de las instituciones financieras que los emiten. Son transferibles mediante endoso y carta de traspaso del depositante, pueden ser nominativos o a la orden.

**Certificado de Reembolso Tributario (CERT).**- También llamado Certificado de Abono Tributario. Título al portador emitido por el Banco de la República, creado con el propósito de incentivar y diversificar las exportaciones menores. Pueden ser utilizados para el pago de impuestos por su valor nominal o negociados en el mercado secundario.

**Certificado de cambio.**- Título expedido por el Banco de la República por el reintegro de divisas provenientes de algunas exportaciones. A partir de la Resolución No. 25 de Abril 13 de 1977 son utilizados como instrumento de control monetario y por tanto, las condiciones de emisión de este título son modificadas por el Banco Emisor de acuerdo con el ritmo de actividades económicas y en especial la oferta monetaria y los medios de pago.

**Certificado de desarrollo turístico.**- Título de deuda creado para fomentar la industria Hotelera Turística.

**Certificado eléctrico valorizable.**- Título emitido por la Financiera Energética Nacional con el propósito de financiar los proyectos de electrificación del país y atender las demandas de crédito del sector.

**Colocación.**- Venta de acciones o títulos valores entre el público.

**Comisión.-** Retribución que recibe un comisionista por ejecutar una orden de compra o de venta de valores negociables en Bolsa, por sesoría en la misma o por administrar valores.

**Comitente.-** Denominación que se da a la persona que encarga a otra de comprar o vender mediante cierta remuneración denominada comisión.

**Contrato de futuro.-** Contrato de compraventa, aplazada en el tiempo, donde hoy se pacta el precio, el producto y la fecha en que se llevará a cabo la transacción. En este tipo de contrato ambas partes, comprador y vendedor, asumen una obligación.

**Contrato de opciones.-** Contrato por el que se otorga el derecho a comprar o vender algo a un precio determinado en un periodo de tiempo determinado. La opción por la que se otorga el derecho de compra se llama opción Call. La opción por la que se otorga el derecho de venta se denomina opción Put.

**Corrección monetaria.-** Operación destinada a actualizar el poder adquisitivo de la moneda según índices fijados por el Gobierno.

**Cotización bursatil.-** Precio registrado en Bolsa, cuando se efectúa una operación sobre cualquier título valor.

**Comisionista de bolsa.-** Persona jurídica legalmente autorizada para realizar las operaciones de compra y venta de valores que se realizan en Bolsa.

**DCV.-** Es el Depósito Central de Valores que administra los títulos valores físicos que emite y garantiza el Banco de la República.

**Deceval.-** Depósito Centralizado De Compensación Y Liquidación De Valores, se constituyó el 4 de enero de 1994. La Escritura de Constitución fue otorgada ante el Notario Décimo Séptimo del Cantón Guayaquil, e

inscrita en el Registro Mercantil el 31 de marzo del mismo año. DECEVALE es una Sociedad Anónima autorizada y controlada por la Superintendencia de Compañías a través de la Intendencia de Mercado de Valores. Su casa matriz está ubicada en la ciudad de Guayaquil y cuenta con una oficina en la ciudad de Quito.

**Demanda bursátil.-** Interés por adquirir una acción o un título valor específico disponible en un mercado bursátil.

**Democratización del capital.-** Es el proceso por el cual la propiedad de una empresa cerrada se transfiere total o parcialmente, a un gran número de personas diferentes al del grupo controlador de la sociedad.

**Derecho de suscripción.-** Derecho de preferencia que tiene un accionista de suscribir nuevas acciones de una sociedad.

**Descuento.-** Diferencia en menos, entre el valor nominal de un título y el valor comercial del mismo. Cuando los títulos son emitidos a descuento, esta diferencia es la retribución de la operación del préstamo.

**Desmaterialización de títulos valores.-** Consiste en el depósito en administración que se hace ante la entidad autorizada, el cual lleva cuentas y registros y entrega sólo “constancias de depósito” a sus dueños, siendo estas constancias las que se llevan a la negociación bursátil.

**Dividendo.-** Monto presentado en acciones o dinero que se decreta periódicamente para cada acción de acuerdo a los resultados obtenidos por la organización con respecto a sus políticas financieras.

**División de acciones.-** Es el fraccionamiento de las acciones que resulta de una disminución en su valor nominal y es proporcional al mismo.

**DTF.-** Tasa de interés que se determina con base en la encuesta semanal de captación de CDT a todos los plazos de Bancos, Corporaciones y Compañías de financiamiento Comercial, realizada por la Superintendencia Bancaria. Corresponde a la semana de aplicación más no a aquella en que se realiza la encuesta.

**Emisión.-** Conjunto de títulos valores con características idénticas y respaldados económicamente por un mismo emisor, con el propósito de ser puestos en circulación y absorbidos por el mercado de valores.

**Emisor.-** Entidad de carácter público o privado que a través de la emisión de títulos valores en el mercado público de valores canaliza el ahorro nacional con el fin de obtener recursos de financiación para las actividades inherentes al funcionamiento y desarrollo de su organización.

**Endoso.-** Firma del tenedor legítimo de un título. Generalmente en el reverso del mismo, para transferir su propiedad o para constituir mandato o poder.

**Especular.-** Negociar en cualquier mercado con el objeto de conseguir utilidades aprovechando las diferencias de precios entre distintos momentos de tiempo.

**Factoring.-** Es una operación de servicios cuya función principal es garantizar el pago de las cuentas por cobrar de otras empresas. El sistema factoring es continuo, es decir, a medida que aparecen nuevas cuentas por cobrar éstas son compradas por el financista con base en un análisis previo del deudor.

**FIABV.-** Federación Iberoamericana de Valores. Entidad que agrupa las bolsas de valores iberoamericanas, fundada el 27 de septiembre de 1973 en Rio de Janeiro (Brasil). Actualmente está conformada por las siguientes bolsas de valores Occidente, Bogotá, Medellín, (Colombia),

Minas, Rio de Janeiro, Sao Paulo (Brasil), Bolsa de Comercio de Buenos Aires, Rosario, Mercado de Valores de Buenos Aires Merval (Argentina), Comercio de Santiago, Bolsa de Corredores (Chile), Madrid, Bilbao, Barcelona, Valencia (España), Caracas (Venezuela), Oporto, Lisboa (Portugal), Guayaquil (Ecuador), Lima (Perú), Mexicana de Valores (México), Montevideo (Uruguay).

**Fiduciaria o fideicomisario.-** Institución o empresa que garantiza el cumplimiento de las obligaciones establecidas en un título.

**Fondo.-** Recursos monetarios de propiedad colectiva destinados a una aplicación específica. Conjunto de bienes de propiedad colectiva.

**Fondo de Inversión.-** Es la reunión de los recursos de varios inversionistas que pueden ser personas naturales o jurídicas que conforman un sólo patrimonio para ser administrado profesionalmente e invertir en la compra de títulos en la compra de títulos valores.

**Fraccionamiento.-** Modalidad de intercambio que permite dividir los títulos para aquellas especies autorizadas, facilitando su negociación.

**IBO.-** Índice de Precios de Acciones Bolsa de Occidente, mide en tiempo real los cambios en los precios de las acciones más negociadas en la Bolsa de Occidente. Estas acciones son agrupadas en una canasta, atendiendo a criterios universales de selección. Las 16 acciones más transadas en los últimos meses, con fecha base a diciembre 30 de 1993, conforman esta canasta que se actualiza cada tres meses para que refleje con precisión la realidad del mercado. La canasta de acciones se determina considerando la frecuencia promedio ponderada con que cada acción fue negociada en los doce meses anteriores. El último precio de cada acción se multiplica por un factor que incluye aspectos de la acción, como el número de acciones en circulación, el número transado por mes y el número de días en que cada acción es transada mensualmente. Este

análisis da origen a ponderaciones que miden el grado de importancia o participación de cada acción en el mercado. Un aumento en el IBO significa que los precios de las acciones de la canasta han subido en promedio, y una reducción refleja una caída de precios.

**IBOR.-** Indicador de Rentabilidad de Títulos de Renta Fija en Mercado Secundario. La diferencia entre este indicador y otros como el DTF o la tasa de la Superintendencia Bancaria, TBS, radica en que los plazos de medición se incrementan y se expresa en términos efectivos anuales, su base está compuesta por títulos de alta participación y su frecuencia de divulgación es diaria. En la actualidad los plazos de medición son siete, pero dado el desarrollo del mercado de capitales, estaremos en capacidad de ampliar el número de indicadores siguiendo la misma metodología utilizada para los actuales 0 – 60 días, 61-120 días, 121-180 días, 181 – 360 días, 361 – 720 días, 721- 1.080 días y más de 1.081 días.

**Índice.-** Es un indicador que tiene por objeto medir las variaciones de un fenómeno económico o de otro orden, referido a un valor que se toma como base en un momento dado.

**Interés.-** Es el costo que se paga a un tercero por utilizar recursos monetarios de su propiedad.

**Interés simple.-** Ganancia de capital dado en préstamo durante todo un período determinado.

**Interés compuesto.-** Utilidad del capital invertido más la capitalización o reinversión periódica de los intereses.

**Interés efectivo.-** Expresión anual del interés nominal dependiendo de la periodicidad con que este último se pague. Implica reinversión de intereses.

**Interés nominal.-** Tasa de interés o rendimiento que el emisor paga al inversionista por un título. Esta se paga periódicamente mensual, trimestral o anual, etc.

**Inverlace.-** Sistema de registro, información y transacción de operaciones en el mercado mostrador OTC (Over the counter).

**Inversión.-** Es la aplicación de los recursos económicos. En el sentido bursátil, significa comprar acciones o títulos valores para recibir un ingreso, para efectuar una ganancia mediante el gradual aumento de los precios o para lograr ambas finalidades.

**Inversión mínima.-** Valor o cantidad mínima de títulos que el inversionista debe adquirir en el momento de una oferta pública de títulos valores.

**Inversionista.-** Persona natural que utiliza sus excedentes o disponibilidades económicas para adquirir acciones o títulos negociables en el mercado financiero, con el objeto de obtener ganancias en un plazo determinado.

**Leasing.-** Constituido a través de un contrato de naturaleza mercantil en virtud del cual la compañía leasing entrega a los usuarios o arrendatarios a título de leasing la tenencia de un bien para que estos lo usen y lo disfruten pagando un canon mensual durante el período de duración del contrato, y a su terminación si así lo deciden, opten por adquirirlo previa la cancelación de la opción de adquisición pactada.

**Letra de cambio.-** Es una orden incondicional de pagar una suma de dinero determinada. Puede expedirse a la orden o al portador.

**Ley de circulación.-** Mecanismo o forma a través de la cual se transfiere la propiedad de un título valor. Hay tres formas:

1. Al portador con la sola entrega.
2. A la orden mediante endoso y entrega.
3. Nominativa endoso, entrega e inscripción ante el emisor.

**Liquidez.-** Es la mayor o menor facilidad para transformar un título en dinero en cualquier momento.

**Liquidez primaria.-** De acuerdo a las preferencias del emisor, el título valor tendrá o no la posibilidad de ser redimido directamente en la entidad emisora antes del vencimiento del plazo de maduración.

**Liquidez secundaria.-** Característica del título que el permite al inversionista negociar el título valor en el mercado secundario de bolsa a través del traspaso a otro inversionista.

**Mercado de capitales.-** Mercado en el cual se compran y venden diferentes alternativas de inversión representadas en títulos valores con variables que se ajustan de acuerdo a las expectativas del inversionista y en la que intervienen múltiples intermediarios financieros.

**Mercado financiero.-** Es el conjunto de mecanismos utilizados para la transferencia de recursos entre los agentes económicos. En este se efectúan transacciones con títulos a corto, mediano y largo plazo, generalmente destinados al financiamiento de capital de trabajo permanente o de capital fijo de las empresas, el gobierno y sus entes descentralizados.

**Mercado monetario.-** Corresponde a la oferta y demanda de activos financieros de corto período de vencimiento.

**Mercado extrabancario.-** Movimiento de dinero fuera del sector bancario y de las instituciones creadas para este propósito. Los recursos de este

mercado están destinados a atender a quien no tiene acceso al crédito del mercado financiero.

**Mercado ofrecido.-** Aquel en el cual la oferta de títulos prevalece sobre la demanda y como consecuencia se presenta una tendencia a la baja en los precios.

**Mercado firme.-** Contrario al mercado ofrecido, por consiguiente los precios tienen una tendencia al alza.

**Mercado sostenido.-** Es aquel en que las cotizaciones de los títulos negociados presentan oscilaciones mínimas. Existe equilibrio entre la oferta y la demanda.

**Mercado primario.-** Grupo de instituciones e intermediarios encargados de la colocación de nuevas emisiones de títulos en el mercado.

**Mercado secundario.-** Grupo de instituciones e intermediarios financieros que permiten el traspaso de los derechos de propiedad de los títulos valores circulantes en el mercado.

**Oferta pública.-** Es la propuesta abierta y transparente que se hace dando a conocer la firme decisión de comprar o vender títulos valores en el mercado organizado.

**Orden.-** Instrucción dada por un cliente a la Sociedad Comisionista de Bolsa para la ejecución de una compra o venta de valores a un precio dado a una fecha determinada.

**Papeles comerciales.-** Títulos representativos de deuda, emitidos con el fin de captar recursos para financiar capital de trabajo. Son papeles con bajos niveles de riesgo y con madurez a corto plazo, generalmente menor de un año.

**Papeles con descuento.-** Títulos valores representativos de deuda, que no generan interés. Su rendimiento se obtiene de la diferencia entre su valor de adquisición y su valor nominal.

**Papeles de renta fija.-** Título representativo de una deuda que da a quien la posea el derecho de percibir una utilidad.

**Papeles de renta variable.-** Títulos valores que por sus características solo permiten conocer la rentabilidad de la inversión en el momento de su redención, dependiendo del desempeño de la entidad emisora entre otras. Ejemplo Acciones.

**Patrimonio.-** Es el valor líquido del total de los bienes de una persona o de una empresa. Contablemente es la diferencia entre los activos de una persona natural o jurídica y los pasivos contraídos con terceros.

**Plazo de colocación.-** Término estipulado por el emisor para dar cumplimiento a las gestiones de colocación.

**Plazo de maduración.-** Término establecido por el emisor para la redención de un título valor en el cual se retorna el monto total invertido más el valor correspondiente a los rendimientos obtenidos por la inversión a lo largo del período.

**Plazo de suscripción.-** Plazo estipulado por una sociedad para que el accionista ejerza el derecho de suscripción de una nueva emisión de acciones.

**Plazo del empréstito.-** Término señalado para la redención de un título de deuda.

**Porcentaje de colocación.-** Cifra que indica en términos porcentuales el monto adquirido por la comunidad inversionista del valor total de una emisión.

**Portafolio de inversión.-** Es una combinación de activos financieros poseídos por una misma persona natural o jurídica. Es diversificado cuando en el conjunto de activos se combinan especies con rentabilidades, emisores, modalidades de pago de intereses y riesgos diferentes.

**Posición propia.-** Corresponde al portafolio de inversión que posee un intermediario en un mercado. En el caso de los Comisionistas de Bolsa corresponde al conjunto de títulos-valores adquiridos con recursos propios.

**Precio de adquisición primaria.-** Precio al cual se compra un título valor al emisor, en el mercado primario.

**Precio de mercado.-** Precio al cual

se cotiza una acción en las bolsas de valores. Está determinado por la oferta y la demanda de la acción y depende de la manera como el mercado evalúe el desempeño del emisor y del entorno.

**Precio de suscripción.-** Es el precio al cual puede comprarse una acción de una emisión haciendo uso de los derechos de suscripción.

**Precio promedio.-** Es el resultado de dividir el volumen transado en un período dado sobre la cantidad de títulos de la misma clase negociados en el mismo período.

**Pregonar.-** Acto de anunciar la intención de comprar o vender títulos inscritos por el operador representante de la Bolsa en el recinto de negociaciones bursátiles. El pregón deberá ser efectuado mencionándose la cantidad de títulos y el precio al cual se pretende comprar o vender.

**Pregonero.-** Persona encargada de transmitir las ofertas y demandas de títulos an alta voz durante la hora de Rueda de Bolsa.

**Prima.-** Es el precio que se paga por la cesión de un derecho. En operaciones con opciones es el precio que se paga sobre la posibilidad de adquirir acciones en un futuro previsto a un precio dado.

**Privatización.-** Proceso mediante el cual se vierte o se revierte a manos privadas empresas de propiedad estatal.

**Q-Tobin.-** Relaciona el precio de mercado de la acción con su valor patrimonial. Indica si la acción está subvalorada o sobrevalorada respecto a su valor en libros.

**Registro de valores e intermediarios.-** El registro donde se inscriben los valores que una empresa puede ofrecer públicamente. Es manejado por la Superintendencia de Valores de acuerdo con las normas vigentes sobre el mismo.

**Rendimiento.-** Ganancia en dinero o apreciables en dinero que un inversionista obtiene de actividades profesionales o de transacciones mercantiles o civiles.

**Rentabilidad.-** Es la relación entre la utilidad proporcionada por un título y el capital invertido en su adquisición.

**Rentabilidad compuesta por intereses.-** Es el producto de la inversión original suponiendo la reinversión periódica de los rendimientos que ella produce.

**Rentabilidad efectiva anual.-** Es el producto obtenido en un año de la inversión original, suponiendo reinversión de los intereses.

**Repos.-** Acuerdo para recomprar un título valor al nuevo precio en que fue vendido. Es un vehículo para un crédito a corto plazo en el cual la propiedad del título es temporalmente trasladada a quien recibe el crédito.

**Representante legal de los tenedores de títulos.-** Compete a este intermediario financiero velar por los derechos de los inversionistas inherentes a la adquisición de títulos valores.

**Riesgo.-** Es el grado de variabilidad o contingencia del retorno de una inversión.

**R.P.G.-** Indicador que resulta de dividir el precio de mercado de una acción entre la utilidad por acción reportada por el emisor. Representa el número de períodos que se requieren, a este nivel de utilidades, para recuperar lo invertido.

**Rueda.-** Reunión celebrada en el recinto de la Bolsa durante la cual los Comisionistas de ésta, presididos por su Presidente o su delegado, efectúan operaciones de compraventa en los horarios que determine el Consejo Directivo del Bolsa con la aprobación de la Superintendencia de Valores.

**Sociedad anónima.-** Forma de organización empresarial cuyo capital se divide en acciones y la responsabilidad de los socios o activistas está limitada hasta el valor de las acciones que posea.

**Sociedad en comandita por acciones.-** Forma de organización empresarial cuyo capital se divide en acciones y donde algunos socios (comanditarios) responden sólo con el valor de las acciones suscritas mientras que los demás (gestores), responden ilimitadamente por las obligaciones que la empresa tuviera que asumir.

**Sociedad de economía mixta.-** Se denomina así a las empresas comerciales e industriales del Estado que tienen aportes del capital privado.

**Superintendencia de valores.-** Organismo gubernamental dependiente del Ministerio de Hacienda y Crédito Público que regula, supervisa y sanciona las operaciones del mercado público de valores en Colombia.

**Tasa representativa del mercado.-** Promedio aritmético simple de las tasas de las operaciones de compra y venta de divisas y certificados de cambio por bancos comerciales y corporaciones financieras.

**TCC.-** Tasa de Captación de Corporaciones Financieras. Tasa promedio de captación para CDT de 90 días pagada por las Corporaciones.

**Titularización.-** Operaciones de carácter financiero con el fin de convertir activos financieros (Cartera, Inmuebles, Bienes de Capital, etc) en títulos valores.

**Título-valor.-** Documento negociables que acredita los derechos de su tenedor legítimo y las obligaciones del emisor del mismo. Pueden ser de contenido crediticio, corporativo o de participación y de tradición o representativos de mercancías.

**Títulos a la orden.-** Son documentos expedidos necesariamente a nombre de una persona determinada, quien solamente puede negociarlos o transferirlos mediante endoso y entrega, que debe constar por escrito y es especial en estos títulos.

**Títulos al portador.-** Se emiten sin especificar el nombre del beneficiario o con la cláusula “al portador”, son libremente negociables por la simple entrega o transmisión directa de los mismos.

**Títulos con descuento.-** Títulos representativos de deuda, no devengan intereses y su rendimiento se genera por la diferencia entre el valor nominal del mismo y el valor de su adquisición.

**Títulos de ahorro nacional (TAN).**- Títulos-valores emitidos por el Gobierno Nacional con el objeto de captar recursos destinados a programas de inversión pública, se emiten a la orden y con plazos de 90, 180, 270 y 360 días.

**Títulos de devolución de impuestos (TIDIS).**- Título-valor emitido por el Banco de la República cuya finalidad es la de servir como instrumento de pago para la devolución de impuestos, cuya cuantía sea superior a \$1.000.000.

**Títulos de participación.**- Título-valor emitido por el Banco de la República con el objeto de regular el mercado monetario, interviniendo en el mercado abierto. Son emitidos a la orden y se negocian con la modalidad de descuento.

**Títulos de participación en fondos de valores.**- Emitidos por fondos de valores cerrados, administrados por Sociedades Comisionistas de Bolsa. Representan unidades patrimoniales o de participación.

**Títulos de renta fija.**- Título valor representativo de una deuda que dá a quien lo posee el derecho de adquirir un interés fijo durante un plazo preestablecido. Ejemplo Bonos.

**Títulos de renta variable.**- Son los títulos en los cuales la rentabilidad depende del desempeño económico de la empresa emisora. Ejemplo acciones.

**Títulos de tesorería.**- Títulos de deuda pública interna emitidos por el Gobierno Nacional.

**Títulos financieros agroindustriales.**- Títulos de deuda pública creados con el propósito de financiar actividades agroindustriales.

**Títulos nominativos.-** Acciones y títulos valores emitidos a nombre de una persona natural o jurídica, transferibles por endoso y con la entrega. Además se exige la inscripción del tenedor en el Libro de Registro que lleva el emisor del título.

**Underwriting.-** Proceso mediante el cual una firma representativa de la banca de inversión se compromete con el emisor a colocar una porción o el total de la emisión de un grupo de títulos valores que posteriormente han de ser renegociados en el mercado de valores.

**Underwriters.-** Sociedades Comisionistas u organizaciones especializadas en las operaciones de colocación de una emisión o parte de ella en el Mercado Primario.

**UPAC.-** Unidad de Poder Adquisitivo Constante. Sistema que se rige por unidades cuyo valor se modifica de acuerdo con la variación resultante del promedio del índice nacional de precios al consumidor. Sistema monetario alternativo al nacional que empezó a operar el 15 de septiembre de 1972 en el nivel de \$100.

**Valor de la emisión.-** Constituido por el número de títulos autorizados para ser ofrecidos en el mercado multiplicado por el precio de suscripción de la emisión.

**Valor nominal.-** Representación monetaria de un título al momento de la emisión.

**Valor patrimonial.-** Es el valor en libros ó intrínseco de la acción. Resultante de dividir el patrimonio de la empresa entre el número de acciones.<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup>Stutely Richard, Diccionario financiero The Economist, primera edición 2010, Quito Ecuador

## 1.2 ORIGEN DE LA TITULARIZACIÓN

La titularización se ha utilizado en Estados Unidos de América, Inglaterra, España, Francia e, incluso, en países latinoamericanos como México, Chile, Perú, Colombia y Argentina. En legislaciones como la de los Estados Unidos de Norteamérica, la titularización se ha convertido en un instrumento muy importante.

En América Latina, países como Colombia y México tienen antecedentes legislativos que vale la pena comentar. El decreto - ley 2059 de 1937, facultó al Superintendente de Bancos de Colombia para autorizar a los bancos domiciliados en ese país abrir, como dependencia de su sección fiduciaria, oficinas para la movilización de la propiedad raíz; es decir, para convertir inmuebles en valores muebles (billetes o cédulas hipotecarias al portador con intereses o sin ellos) emitidos solamente por un valor igual al de la mitad del mismo bien inmueble. No obstante, por diversas dificultades jurídicas y económicas, el mercado potencial para la emisión e inversión de esos valores no tuvo el auge esperado.

Por su parte México contempla en su legislación, desde los años veinte, los "certificados de participación fiduciaria" y ha sido el país Latinoamericano que ha estado a la vanguardia de temas relacionados con fideicomiso. En la actualidad se han llevado a cabo algunos procesos de titularización interesantes, sobre todo relacionados con obras públicas, con la participación de importantes bancos fiduciarios<sup>3</sup>.

En Ecuador, las administradoras de fondos y fideicomisos deben constituirse bajo la especie de compañías o sociedades anónimas, las administradoras de fondos y fideicomisos que tengan como objeto social

---

<sup>3</sup>Stutely Richard, Diccionario financiero The Economist, primera edición 2010, Quito Ecuador

únicamente la actividad fiduciaria y participen en procesos de titularización deberán acreditar un capital suscrito y pagado de doscientos sesenta y dos mil ochocientos noventa (262.890) dólares de los Estados Unidos de América. En caso de que la administradora de fondos y fideicomisos se dedicare tanto a administrar fondos de inversión y fideicomisos y participe en procesos de titularización, requerirá de un capital suscrito y pagado adicional al mencionado en el inciso anterior de ciento treinta y un mil cuatrocientos cuarenta y cinco (131.445) dólares de los Estados Unidos de América, y una autorización adicional por parte de la Superintendencia de Compañías. El C.N.V, determinará para este último caso, los parámetros técnicos mínimos requeridos.

La titularización aparece dentro del proceso de globalización y el desarrollo del mercado internacional de capitales a nivel mundial, exclusivamente dentro del mercado de títulos una vez que las sociedades buscan nuevas formas de financiamiento sin hacer uso de la intermediación financiera. Su origen se remonta a la década de los 70's como resultado de las altas tasas de interés en la concesión de créditos paralelamente a la necesidad de las instituciones financieras de reducir el costo de otorgar fondos.

Por este motivo muchos préstamos se transformaron en instrumentos negociables los mismos que tomaron el nombre de Securitización del Crédito. Es de esta manera que surgen los títulos de deuda respaldado, abalizado o garantizado por un activo real generador de flujos futuros. Este sistema renaciente en el mundo financiero, apareció en E.E.U.U hace 30 años y hoy representa un porcentaje importante del sector.

El gobierno de E.E.U.U creó un organismo que inicio el mercado de titularización desarrollando títulos hipotecarios para viviendas con el fin de

incentivar los créditos de este tipo respaldados por hipotecas con garantías del gobierno. Siguiendo este ejemplo continuaron los bancos comerciales y las sociedades de ahorro y préstamo para viviendas conjuntamente con entidades exclusivas para la titularización. El imparable crecimiento global, inmerge a cada país en una disyuntiva a la cual no puede negarse: o se dinamiza a la par de la modernización, asimilando y adoptando los nuevos instrumentos financieros y jurídicos que amplíen el horizonte de la inversión; o, se queda anclado a las viejas estructuras que por defectuosas, truncarán su desarrollo.

En cuanto al origen, muchos expertos conocidos en la materia dicen que la titularización habría tenido sus inicios en Estados Unidos, como una técnica para enfrentar la crisis económica de los años treinta.

En 1933 se emitió theSecuritiesAct, que pretendió incentivar el mercado, dando acceso al Crédito del Tesoro, fomentando la adquisición de vivienda propia. Para ello, el Congreso habría creado el Federal Home Loan Banks cuyo objetivo era crear un mercado secundario para los créditos hipotecarios, a fin de conseguir agilidad en la obtención de nuevos recursos para el financiamiento.

Pero frente a su debilitamiento se lo dividió en el año 1968 en FannyMae y GinnieMae (Government National MortgageAssociation GNMA). Como entidad gubernamental, GinnieMae posee pleno crédito y respaldo del gobierno estadounidense y su función, a diferencia de FannieMae, no es comprar cartera hipotecaria ni emitir títulos respaldados por hipotecas (mortgagebackedsecurities MBS), sino ofrecer a través de un fideicomiso, una garantía a los inversionistas del pago puntual tanto de capital como de intereses, de los créditos hipotecarios titularizados, otorgados y emitidos por compañías estatales, a semejanza del Banco Ecuatoriano de

la Vivienda, que se preocupan por facilitar viviendas a ciertos sectores de la comunidad.

Ya en los años setenta, se titularizaron valores respaldados por títulos hipotecarios que ellos armaban. FannyMae no tiene pleno respaldo del gobierno estadounidense, pues es una compañía privada que trabaja con fondos privados, sin embargo posee alta credibilidad, en vista de que garantiza una reducción en los riesgos de inversión, aunque no puede eliminar los riesgos de cambios de tasas de interés, pago anticipado de los créditos o prepago y fluctuaciones del mercado.

A inicios de los años ochenta comenzaron las emisiones privadas respaldadas por hipotecas (mortgagespass-throughsecurities), y que permiten pasar tanto el capital como el interés de los préstamos titularizados, directamente a los inversionistas.

Otros autores dicen que nació la titularización en una emisión del 19 de febrero de 1970, realizada en Estados Unidos, de préstamos hipotecarios con garantía GinnieMae. Así también, Reino Unido y Francia habrían sido los pioneros en titularización en Europa, de quienes aprendió España a inicios de los años ochenta, por *conseguir una canalización eficaz y suficiente de recursos financieros hacia la construcción y adquisición de bienes inmuebles*.

La titularización surgió en el ámbito de los créditos hipotecarios y allí es donde más se ha desarrollado, no solo en Estados Unidos, sino en América Latina también, posiblemente porque el sector inmobiliario ha sido tradicionalmente un factor económico vital, y el riesgo se piensa está reducido al tener una garantía real. La titularización no requiere ser limitada a lo hipotecario, y más bien debe ser abierta a los activos crediticios sin garantía real, pues conecta todo el mercado crediticio con el

mercado de valores, produciendo una confluencia en varias ramas del Derecho, como son mercantiles, civiles, fiscales, bancarios, bursátiles y societarios.

Poco a poco, el mercado de crédito tradicional (donde el banco origina el préstamo con los fondos que obtiene del público y lo mantiene en su cartera asumiendo el riesgo, y atendiendo los pagos y servicios complementarios), está siendo sustituido por el mercado de crédito titularizado, en el cual, por ejemplo, un banco minorista otorga un crédito hipotecario, y lo transfiere junto con varios créditos a un mayorista o a un fideicomiso; este último emite títulos valores por un pool de créditos hipotecarios, que son colocados en el mercado. El cobro de los créditos a los deudores es realizado por el minorista como encargado de la recaudación o agente de cobro.

## **1.3 TITULARIZACIÓN**

### **1.3.1 CONCEPTO**

La titularización es el procedimiento mediante el cual una empresa puede transformar sus activos de diversa naturaleza, en valores comerciales o títulos valores, con el propósito de acudir a través de ellos al mercado de valores y obtener el financiamiento requerido para la ejecución de sus operaciones y proyectos, de una manera más ventajosa, a menor costo y a un mayor plazo<sup>4</sup>.

Es el proceso por medio del cual se transforma ciertos activos ilíquidos o no negociables, en documentos negociables en los mercados financiero y bursátil.

---

<sup>4</sup>Tennent John, Gestión Financiera, primera edición 2010, Quito, Ecuador

Se realiza mediante la agrupación o empaquetamiento de una serie de activos similares en un fondo y la emisión, con cargo a tales activos, de títulos a ser colocados y negociados en el mercado. Igualmente, se presenta mediante la transferencia a un patrimonio autónomo de uno o varios inmuebles o muebles para, con base en ellos emitir títulos negociables.

La finalidad es garantizar que los titulares de los derechos reciban una compensación por el dinero que pagaron al adquirirlos. En el proceso de titularización, el derecho real de dominio se encuentra en una sola persona, quien lo adquiere, sujeto a usarlo únicamente para transferir la riqueza que produce a los usufructuarios o beneficiarios reales, cobrando por ello una remuneración.

La titularización es un proceso de orden jurídico que convierte las expectativas de flujo de fondos futuros en títulos negociables hoy. Todo buen proyecto futuro puede obtener recursos al momento actual. Esta modalidad abre campo para que los más diversos tipos de activos ilíquidos puedan ser movilizados a través de la venta de los títulos que los representan. Emitidos con cargo a un patrimonio autónomo. Los valores producto de este proceso son susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil. 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 según la LMV. (art. 138 LMV)<sup>5</sup>.

El estudio de la titularización de activos no sólo es una tarea reservada a los abogados estudiosos del derecho financiero, societario y fiduciario, al

---

<sup>5</sup>Ley de Mercado de Valores

contrario, su conocimiento es de competencia de los hombres de empresa y de los responsables de proyectos a efectos de que puedan resolver, considerando las finanzas de la empresa y las características propias de los proyectos que lideran, en qué casos aplicarla.

La principal causa que ha ido motivando la necesaria existencia en las legislaciones de la institución jurídica de la titularización, encuentra su razón de ser en la "internacionalización" de los flujos de ahorro e inversión, la que a su vez se ha venido dando por la conformación de inversionistas institucionales, administradores profesionales y por la demanda de capital de riesgo de origen no bancario.

### **1.3.2 COMPONENTES**

#### **a. Originador**

El originador consiste en una o más personas natural o jurídico, de derecho público o privado, públicas, privadas o mixtas, de derecho privado con finalidad social o pública, nacional o extranjera, o entidades dotadas de personalidad jurídica, propietarios de los activos o derechos sobre flujos susceptibles de ser titularizados. (Art. 139 inc. 2 LMV)

#### **b. Agente de Manejo (art. 139 LMV)**

El agente de manejo es una sociedad administradora de fondos y fideicomisos, que además de las obligaciones estipuladas en el contrato de fideicomiso mercantil, tiene las siguientes:

1. Obtener las autorizaciones necesarias para poder realizar un proceso de titularización, en los cuales los valores a emitirse vayan a ser colocados mediante oferta pública. Los procesos de titularización quedan autorizados solamente cuando, luego de expedida la correspondiente

resolución aprobatoria por parte de la Superintendencia de Compañías, se haya dado cumplimiento íntegro a lo que en ella se ordena. (Art. 13 RT)<sup>6</sup>.

**2.** Recibir del originador y en representación del patrimonio autónomo, los activos a ser titularizados.

**3.** Emitir los valores respaldados en el patrimonio autónomo.

**4.** Colocar los valores emitidos, mediante oferta pública; el agente de manejo puede delegar esta función, aunque seguirá siendo responsable de todas las actuaciones de terceros que desempeñen las funciones así delegadas.

**5.** Administrar los activos integrados al patrimonio autónomo, tendiendo a la obtención de flujos futuros, sea de fondos, sea de derechos de contenido económico. Los activos que integran el patrimonio autónomo respaldan el pasivo adquirido con los inversionistas, por lo que corresponde 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.

La responsabilidad del agente de manejo alcanza únicamente la buena administración del proceso de titularización, por lo tanto no responde por los resultados obtenidos, a menos que dicho proceso arroje pérdidas causadas por dolo o culpa leve en sus actuaciones, declaradas como tales en sentencia ejecutoriada. (Art. 147 LMV)

**6.** Distribuir entre los inversionistas los resultados obtenidos cuando haya concluido el proceso de titularización.

---

<sup>6</sup>Regimen Tributario

### **c. Comité de Vigilancia**

El comité de vigilancia estará compuesto por al menos tres miembros, elegidos por los tenedores de los títulos, no relacionados con el 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. 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 en su reglamento interno.

Cuando detecte el incumplimiento de estas normas, deberá notificarlo dentro de 5 días a la Superintendencia de Compañías como hecho relevante.

También puede convocar a asamblea extraordinaria de tenedores cuando lo considere necesario. Deberá informar a la asamblea de tenedores sobre su labor y conclusiones obtenidas. (arts.139 últ. inc, 152 LMV; art. 10 RT)

### **d. Agente pagador**

Las compañías fiduciarias que actúen como agentes de manejo, designarán un agente pagador, el mismo que podrá ser la propia fiduciaria o una institución financiera sujeta al control de la Superintendencia de Bancos. El agente pagador no podrá formar parte del Comité de Vigilancia. (Art. 152 LMV)

### **e. Patrimonio de propósito exclusivo**

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. 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. El patrimonio de propósito exclusivo será siempre el emisor. (Art. 139 LMV)

#### **f. Inversionistas**

Son aquellos que adquieren e invierten en valores emitidos como consecuencia de procesos de titularización. (Art. 139 LMV)

#### **g. 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. 140 LMV)

#### **h. Patrimonio independiente**

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. 141 LMV)

#### **i. Transferencia de dominio**

La transferencia de dominio de activos desde el originador hacia el patrimonio autónomo puede ser a título oneroso o a título de fideicomiso mercantil. Cuando la transferencia recaiga sobre inmuebles, se cumplirán con las solemnidades previstas en las leyes correspondientes.

En tales transferencias, importa tanto el traspaso del activo como de las garantías que le accedieren, a menos que el originador y el agente de manejo establezcan lo contrario. La transferencia de dominio de activos, cualquiera que sea su naturaleza, realizada con el propósito de desarrollar procesos de titularización, está exenta de todo tipo de impuestos, tasas y contribuciones, como también lo está la restitución del dominio de los bienes aportados al originador, sean éstos muebles o inmuebles. (arts. 144, 146,159 LMV).

### **1.3.3 PROCESO**

Se califica al proceso de titularización como un conjunto ordenado de operaciones, que generalmente en las legislaciones que la contemplan, tiene los siguientes elementos o pasos:

- 1-2. El deudor asume una relación crediticia con la institución financiera originadora (la obligación se documenta en un contrato de crédito, que genera flujos predecibles y cuantificables).
3. El originador transfiere la cartera al patrimonio de propósito exclusivo (PPE).
4. El originador contrata mecanismos de garantía.
5. El patrimonio de propósito exclusivo (PPE) contrata los servicios de un tercero para que administre la cartera recibida.
6. La calificadora de riesgo emite una calificación de la estructura.
7. Se colocan los títulos a los inversionistas.
- 8-9. El producto de la colocación lo recibe el patrimonio de propósito exclusivo (PPE) y transfiere estos valores, menos los gastos que correspondan al fideicomiso, al originador.
10. El comité de vigilancia supervisa el cumplimiento de los términos de la emisión.

#### **1.3.4 FUNCIÓN**

Al estar claro que la titularización es un mecanismo de desintermediación financiera, se puede señalar que los principales objetivos perseguidos son:

Permitir el contacto directo entre los demandantes de recursos monetarios con los inversionistas.

Tratar de brindarle mayor rendimiento al inversionista, superior al que pueda obtener a partir de inversiones financieras o bancarias tradicionales.

Beneficiar al demandante de fondos con la obtención de dinero a un costo menor que el del endeudamiento y sobre todo sin crearle "papeles" (valores) que le signifiquen pasivos (obligaciones, papel comercial) o cuya solución represente cargo al patrimonio contable (acciones, partes beneficiarias).

Constituirse en un mecanismo orientado a la disminución del costo del dinero en el mercado, claro está que dependiendo del manejo que se le dé 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.

### **1.3.5 ÁREAS DE INFLUENCIA**

Los impactos de la economía internacional derivaron ciertos efectos en la economía ecuatoriana, entre los más relevantes están el menor ingreso de divisas, ya sea por la caída del precio del petróleo, por la contracción del flujo de remesas de los trabajadores ecuatorianos en el resto del mundo, menor afluencia de préstamos y capitales, lo cual en su conjunto ha incidido en las cuentas externas y fiscales, así como en el nivel de liquidez de la economía. En este contexto, el Gobierno Nacional ha adoptado medidas que permitan fomentar el normal desenvolvimiento de las actividades económicas y minimizar los efectos de la crisis internacional en la economía local.

El Producto Interno Bruto (PIB), según informe del Banco Central del Ecuador (BCE), aumentó en el periodo 2008 un 6,5%. Este crecimiento real del PIB fue superior al registrado en los 2 últimos años, y se explica como consecuencia del incremento del valor agregado no petrolero (7,9%). El valor agregado petrolero, en el año 2008, registró un decrecimiento de 5,17% en relación al año 2007, esta tendencia decreciente se atribuyó a la limitada inversión pública y privada. A nivel trimestral se observó que la variación del PIB en el periodo del 2008 fue mayor en relación a las variaciones trimestrales presentadas en el año 2007.

## **1.4 CLASIFICACIÓN DE LA TITULARIZACIÓN**

### **Titularización de cartera**

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

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

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

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

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

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

### **Titularización de inmuebles**

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

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

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

### **Titularización de proyectos inmobiliarios**

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

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

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

El inversionista es partícipe del proyecto en su conjunto, obteniendo una rentabilidad derivada de la valoración del inmueble, de la enajenación de

unidades de construcción o, en general, del beneficio obtenido en el desarrollo del proyecto.

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

### **Titularización de flujos de fondos en general**

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

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

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

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

En ningún caso, el valor de la emisión excederá el noventa por ciento del valor presente de los flujos requeridos de acuerdo al presupuesto, estudio

o documento que se presente durante el plazo de emisión, descontados a una tasa que no podrá ser inferior a la Tasa Activa Efectiva Referencial del segmento productivo corporativo señalada, por el Banco Central del Ecuador, para la semana inmediata anterior a aquella en la cual se efectúe el cálculo correspondiente. La tasa resultante del cálculo tendrá vigencia de hasta treinta días. El mismo porcentaje y procedimiento se aplicarán para el caso de que la titularización se realice por un segmento del proyecto.

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

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

## **1.5.- ENTIDADES QUE INTERVIENEN EN LA TITULARIZACIÓN**

### **Organismos que intervienen en la Titularización**

La Ley de Mercado de Valores asigna a la Superintendencia de Compañías y al Consejo Nacional de Valores (CNV), la responsabilidad en el control y regulación del Mercado de Valores.

### **Superintendencia de Compañías.**

Goza de autonomía técnica y operativa, y entre sus principales funciones tenemos:

a) Ejecutar la política general del mercado de valores dictada por el C.N.V.;

b) Inspeccionar en cualquier momento a todos los que intervienen en el mercado de valores, con amplias facultades para verificar las operaciones realizadas por éstos, incluidos sus registros contables, información y cuanto documento o instrumento sea necesario examinar, sin que se le pueda oponer el sigilo bancario o bursátil, de acuerdo con las normas que expida el C.N.V.

c) Autorizar, los requisitos establecidos, para la realización de la oferta pública de valores; así como suspender o cancelar una oferta pública cuando se presentaren indicios de que la información proporcionada no refleja adecuadamente la situación financiera, patrimonial o económica de la empresa sujeta a su control.

d) Investigar las denuncias por infracciones a la Ley de Mercado de Valores.

e) Organizar y mantener el Registro de Mercado de Valores.

f) Velar por la estabilidad, solidez y correcto funcionamiento de las instituciones sujetas al control de la Superintendencia de Compañías.

**Consejo Nacional de Valores.**

El CNV, es un órgano colegiado adscrito a la Superintendencia de Compañías, al cual le corresponde establecer la política general del mercado de valores, así como, regular su funcionamiento. Entre las atribuciones principales se señala:

1. Establecer la política general del mercado de valores y regular su funcionamiento.

2. Impulsar el desarrollo del mercado de valores, mediante el establecimiento de políticas y mecanismos de fomento y capacitación sobre el mismo;

3. Promocionar la apertura de capitales y de financiamiento a través del mercado de valores, así como la utilización de nuevos instrumentos que se puedan negociar en este mercado;

4. Regular los procesos de titularización, su oferta pública, así como la información que debe provenir de éstos, para la difusión al público;

5. Regular las inscripciones en el Registro del Mercado de Valores y su mantenimiento;

6. Emitir el plan de cuentas y normas contables para los partícipes del mercado;

7. Resolver, en última instancia administrativa, los recursos que, de conformidad con esta Ley, fueren interpuestos por los participantes del mercado.

### **Ley Mercado de Valores**

Permite regular las diferentes actividades en el Mercado de Valores

La Ley en su artículo 1 norma:

**Art. 1.- Del objeto y ámbito de la Ley.-** *Tiene por objeto promover un mercado de valores organizado, integrado, eficaz y transparente, en el que la intermediación de valores sea competitiva, ordenada, equitativa y continua, como resultado de una información veraz, completa y oportuna.*

*El ámbito de aplicación de Ley abarca el mercado de valores en sus 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.*

*También son sujetos de aplicación de esta Ley, el Consejo Nacional de Valores y la Superintendencia de Compañías, como organismos reguladores.*

### **Bolsa de Valores**

Las Bolsas de Valores son corporaciones civiles sin fines de lucro cuya autorización y constitución la otorga la Superintendencia de Compañías y simultáneamente tiene que realizarse la inscripción en el Registro de Mercado de Valores (R.M.V.). Debe tener al menos diez miembros que reúnan todas las condiciones necesarias para actuar como miembros de la Casa de Valores. Si este número disminuyera, tiene ciento ochenta días para sustituirla.

Las Bolsas de Valores deberán mantener los parámetros, índices, relaciones y demás normas de solvencia y prudencia financiera y controles que determine el C.N.V., tomando en consideración el desarrollo del mercado de valores y la situación económica del país L.M.V., en su artículo 44 señala sobre el objeto y naturaleza de las Bolsas de Valores; “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”.

Por naturaleza constituyen un mercado público que permite congregarse en el mismo lugar a vendedores y compradores de títulos-valores, bajo diversas modalidades de transacciones, determinándose los precios mediante la libre concurrencia de la oferta y la demanda, con ciertos formatos por la existencia de amplia información sobre la empresa emisora y las condiciones del mercado.

La dirección y administración de las bolsas, es regida por el directorio que es elegido por el máximo órgano que es la asamblea general, integrada por todos sus miembros. El directorio no podrá tener menos de siete integrantes.

### **Casas de Valores**

Las Casas de Valores son compañías anónimas autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías, dedicadas legalmente a ejercer la intermediación de valores y otras actividades conexas, en los mercados bursátiles y extrabursátiles. Estas pueden negociar y operar en los mercados a través de los operadores que son inscritos en el Mercado de Valores, que actúan de manera solidaria conjuntamente con sus respectivas Casas de Valores.

Al ser intermediadores de valores, tienen que buscar las oportunidades que se presentan en el mercado para la colocación. En un proceso de titularización, actúan principalmente como asesores en la estructuración de la emisión y dan una viabilidad en el mercado a las emisiones.

En lo que respecta a su naturaleza y requisitos de operación la ley en su artículo 56 señala: 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.

### **Administradoras de Fondos y Fideicomisos**

Son sociedades anónimas que tiene por objeto administrar fondos de inversión y negocios fiduciarios, así como también emitir valores en procesos de titularización y representar en el país a los fondos internacionales.

### **Calificadoras de Riesgo**

Las Calificadoras de Riesgo son sociedades anónimas o de responsabilidad limitada, autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías, que tiene por objeto principal la calificación de riesgo de los valores y emisores.

### **Representante de Obligacionistas**

El emisor tiene la obligación de celebrar con una persona jurídica especializada en emisiones, un convenio de representación, para que esta tome a su cargo la defensa de los derechos e intereses que colectivamente corresponda a los obligacionistas durante la vigencia de la emisión. Dicho representante está sujeto a la supervisión y control de la Superintendencia de Compañías, en cuanto a su calidad de representante.

El representante no podrá mantener ninguna relación con la emisora, el asesor, agente pagador, garante, ni compañías relacionadas por gestión, propiedad o administración del emisor. Actuará por el bien y defensa de los obligacionistas, respondiendo hasta por culpa leve, para lo cual podrá imponer condiciones al emisor, solicitar la conformación de un fondo de amortización, demandar a la emisora, solicitar a los jueces competentes la subasta de la propiedad prendada u otros actos contemplados en la ley.

### **Asamblea de Obligacionistas**

Está conformada por todos los tenedores de las obligaciones, cuyas obligaciones son:

- a) Aprobar el informe de gestión del representante de los obligacionistas;
- b) Designar nuevo representante de los obligacionistas, si lo estimare conveniente;
- c) Confirmar al representante de los obligacionistas designado por el emisor en la escritura del contrato de emisión, si lo estimare conveniente; y,
- d) Autorizar modificaciones al contrato de emisión propuestas por el emisor.

Los acuerdos legalmente adoptados serán de aceptación obligatoria para todos los obligacionistas de esa emisión o clase.

### **1.6.- DERECHOS Y OBLIGACIONES EN GENERAL**

Entre los derechos se debe mencionar:

1) Recibir, en proporción a sus inversiones, los derechos de contenido crediticio (amortización de capital y pago de intereses) reconocidos en los valores.

2) Recibir, en proporción a sus inversiones, los activos a ser distribuidos en caso que se decida una Redención Anticipada.

3) Comparecer, directamente o mediante apoderado, a las Asambleas de inversionistas.

4) Elegir y ser elegido como miembro del Comité de Vigilancia.

Como obligaciones, los inversionistas están obligados a someterse a las disposiciones contenidas en el fideicomiso, reglamento de gestión, y en la legislación aplicable, incluyendo su obligación de acatar un llamamiento de redención anticipada por parte de la fiduciaria.

### **Derechos y obligaciones del Agente de Manejo:**

Son derechos entre otros:

1) Cobrar los honorarios que le correspondan por la constitución y administración del fideicomiso.

2) Todas los demás derechos establecidos a su favor en el fideicomiso, en el reglamento de gestión, y en la legislación aplicable.

Son obligaciones entre otras:

2.1) Administrar prudente y diligentemente los bienes fideicomitidos.

Esta obligación es de medio y no de resultado, pues se adquieren únicamente deberes y responsabilidades fiduciarias. En tal sentido, la fiduciaria no garantiza al originador ni a los inversionistas, la consecución del objeto o de la finalidad pretendida a través de la

presente titularización. Conforme lo anterior, la fiduciaria se compromete únicamente al desarrollo de una gestión fiduciaria, de acuerdo con los términos del fideicomiso y del reglamento de gestión.

2.2) Ejecutar los mecanismos de garantía, según se prevea en el contrato, en particular en aquellos casos en los que los flujos no son suficientes para atender el pago de los valores emitidos.

2.3) Actuar como Agente Pagador si así se establece en el contrato de fideicomiso.

2.4) Actuar como representante legal del fideicomiso.

2.5) Exigir a los diversos partícipes el cumplimiento de sus obligaciones, conforme lo dispuesto en el fideicomiso.

2.6) Mantener los bienes que integran el patrimonio autónomo del fideicomiso, separados de los demás bienes de la fiduciaria y de los otros negocios fiduciarios respecto de los cuales actúa como fiduciaria. En consecuencia, la fiduciaria no podrá considerar como suyos, ni emplear en sus propios negocios, los bienes recibidos en negocio fiduciario irrevocable. Los bienes del fideicomiso tampoco formarán parte de la garantía general de los acreedores de la fiduciaria.

2.7) Amortizar capital y pagar intereses de los valores colocados en el mercado en los términos del contrato de fideicomiso, reglamento de gestión y prospecto de oferta pública. En este caso para que el agente de manejo pueda cumplir con esta obligación, deberán existir los recursos suficientes en el fideicomiso.

2.8) Restituir al originador los activos y recursos remanentes en fideicomiso, observando lo estipulado en el contrato.

2.9) Llevar la contabilidad del fideicomiso, preparar la información financiera, y ponerlas a disposición de los respectivos destinatarios, en los términos exigidos por la superintendencia de compañías y demás normativas aplicables.

2.10) Realizar todos los actos y celebrar todos los contratos que considere necesarios para tender al cumplimiento del objeto del fideicomiso, de tal manera que no sea la falta de instrucciones expresas, las que impidan dicho cumplimiento.

## **1.7.- LEYES QUE INTERVIENEN EN LA TITULARIZACIÓN**

En lo que se refiere a titularización la Ley que más interviene y es la base de todo el proceso de titularización, es la Ley de Mercado de Valores, en la cual se estipula todo lo referente a la titularización, sus pasos, limitaciones, quienes pueden titularizar, quienes no, sus requisitos, etc.

### **Ley General de Instituciones del Sistema Financiero**

La actual Ley General de Instituciones del Sistema Financiero (L.G.I.S.F.) apareció en 1994, reemplazando a la Ley General de Bancos, dentro del proyecto de modernización del Estado y en atención a las recetas de las financieras internacionales.

Con esta ley, (que hasta hoy está vigente y que ha sufrido varias reformas y una codificación en el año 2003) se introdujo el concepto de banca universal, donde gran variedad de actividades de intermediación financiera se concentran en una misma institución; la ley además regula la apertura y cierre de entidades favoreciendo la competencia; da apertura a la inversión extranjera; establece requisitos y normas exigentes para

supervisión y control y facilita el cierre de financieras en quiebra reduciendo el costo social. Pero la crisis de 1999 en el Ecuador reflejó que no solo era requerido una ley que apuntara hacia la nueva arquitectura financiera, sino un adecuado sistema de supervisión y control, que con el último caso del cierre inesperado del Banco de Los Andes en el año 2007, se puede calificar como deficiente.

La referida ley, al tratar sobre la participación de la banca en el mercado de valores, se remite, como parece lógico, a la Ley de Mercado de Valores, y así lo dispone en su artículo 1, inciso 6, que dice:

*“Artículo 1.- (inciso 6) La sociedad controladora de un grupo financiero y las instituciones financieras se someterán al cumplimiento de las normas de la Ley de Mercado de Valores, en lo referente al registro y a la oferta pública de valores, pero su control y supervisión será ejercido exclusivamente por la Superintendencia de Bancos.”*

Queda claro que para la supervisión de la banca, en cuanto a su constitución, administración y operación, el control radica en la Superintendencia de Bancos y la Junta Bancaria, y entre sus regulaciones no se encuentra alguna sobre procesos de titularización.

En la LGISF encontramos la autorización legal para que los bancos puedan participar en el mercado de valores, pero una vez que incursionan en ese campo, deben sujetarse a lo dispuesto en la Ley de Mercado de Valores (LMV) y las regulaciones del Consejo Nacional de Valores (CNV), dependencia de la Superintendencia de Compañías competente en cuanto a operaciones en bolsa y a la regulación de procesos de titularización, atribución concedida por la LMV, artículo 9, numeral 11. Sus resoluciones son normas que tienen carácter obligatorio para todos los

participantes del mercado de valores, según lo dispuesto en el artículo 4 del Reglamento General a la Ley de Mercado de Valores.

El artículo 51 de la L.G.I.S.F dispone que la banca privada pueda participar en el mercado de valores, a través de las siguientes operaciones:

- a) Emitir obligaciones y cédulas garantizadas con sus activos y patrimonio. Las obligaciones de propia emisión se registrarán por lo dispuesto en la Ley de Mercado de Valores;
- b) Negociar letras de cambio, libranzas, pagarés, facturas y otros documentos que representen obligación de pago creados por ventas a crédito, así como el anticipo de fondos con respaldo de los documentos referidos;
- c) Negociar documentos resultantes de operaciones de comercio exterior;
- d) Negociar títulos valores y descontar letras documentarias sobre el exterior, o hacer adelantos sobre ellas;
- e) Adquirir, conservar o enajenar, por cuenta propia, valores de renta fija, de los previstos en la Ley de Mercado de Valores y otros títulos de crédito establecidos en el Código de Comercio y otras leyes, así como valores representativos de derechos sobre estos, inclusive contratos a término, opciones de compra o venta y futuros; podrán igualmente realizar otras operaciones propias del mercado de dinero; podrán participar directamente en el mercado de valores extrabursátil, exclusivamente con los valores mencionados en esta letra y en operaciones propias.

- f) Las operaciones efectuadas a nombre de terceros, o la venta y distribución al público en general de dichos valores, deberán ser efectuadas a través de una casa de valores u otros mecanismos de transacción extrabursátil;
- g) Emitir obligaciones con respaldo de la cartera de crédito hipotecaria o prendaria propia o adquirida, siempre que en este último caso, se originen en operaciones activas de crédito de otras instituciones financieras; y
- h) Garantizar la colocación de acciones u obligaciones.

En el mercado extrabursátil, el banco participa como intermediario financiero otorgando créditos para consumo (quirografarios o bajo firmas), comerciales (garantizados por una prenda) o hipotecarios. Los títulos que contienen tales préstamos u obligaciones de pago son las letras, pagarés, bauchers, contratos, etc., que pueden haber sido emitidas directamente por la misma institución financiera o adquirida mediante factoring, cesiones o endosos.

Estos documentos (que constituyen la cartera del banco que no está vencida aún, por lo que existe una expectativa de flujos futuros), se colocan en el mercado bursátil a través de la negociación en la bolsa de valores. Para ello, los documentos son agrupados en un pool o portafolio según características similares, transferidos a un fideicomiso y calificadas por la calificadora de riesgo autorizada, además de registrada en el Consejo Nacional de Valores, listos para convertirlos en títulos-valores negociables en el mercado, adquiriendo así el banco liquidez (dinero) en forma rápida, a cambio de dichos títulos. Esta liquidez se reinvierte en nuevos créditos.

## **Ley de Mercado de Valores**

Recordemos que el mercado de valores es aquel segmento del mercado de capitales que permite canalizar los recursos del sector público hacia sectores productivos. Es conocido también como el mercado bursátil.

Antes de la actual ley, el mercado bursátil nacional se encontraba regulado por la Ley 111, del 26 de enero de 1969, publicada en el Registro Oficial 144 del 26 de marzo del mismo año, sin embargo sus disposiciones no eran suficientes para el desarrollo del mercado de capitales. Posteriormente, en abril de 1993 el último proyecto de ley de la Ley de Mercado de Valores (hubo un sinnúmero de proyectos anteriores) fue enviado por el ejecutivo con carácter de económico urgente al Congreso, para ser aprobado en 15 días y fue la ley que rigió hasta 1998, sin ser un apoyo adecuado para el desarrollo del mercado, encontrándose el Ecuador en desventaja con el desenvolvimiento bursátil del resto de América Latina.

El 30 de junio de 1998 el Congreso Nacional, considerando la experiencia adquirida en la aplicación de la Ley de Mercado de Valores de 1993 y pensando en que es *“necesario actualizar y sustituir sus normas para facilitar el cumplimiento de los objetivos para los cuales fue expedida”* promulgó una nueva Ley de Mercado de Valores que consta de 238 artículos más las disposiciones transitorias y que se encuentra actualmente vigente.

Es en esta última ley (1998) en la que se instituye por primera vez en el Ecuador la figura de la *titularización*, pero que solo fue ejecutada en banca a partir del año 2000, como una alternativa de financiamiento, pues la crisis provocada por el congelamiento de todas las cuentas de bancos, provocó la desconfianza en el sector financiero, por lo que ya no podían

captar con facilidad los recursos de los cuenta ahorristas ni cuentacorrentistas, mucho menos de inversionistas mayores. Por ello, para obtener nuevas fuentes de liquidez, se emitió títulos valores con respaldo de la cartera crediticia que la banca tenía a su haber.

La Ley de Mercado de Valores ecuatoriana, define a la titularización en su artículo 138 como *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.*

Asimismo, el artículo 140 de la LMV, en concordancia con el artículo 7 del Reglamento sobre procesos de titularización aplicable a originadores de derecho privado, dispone que existen dos mecanismos para los procesos de titularización: fondos colectivos de inversión y fideicomiso mercantil.

No puede haber, entonces, titularización si no hay la aportación de los títulos valores emitidos a un fondo colectivo de inversión (donde los valores se llaman cuotas) o a un fideicomiso mercantil o patrimonio autónomo, aporte que según Basilea II, tiene como propósito aislar el riesgo de crédito del emisor, posicionando a este fideicomiso fuera del alcance de los acreedores del originador, incluso en caso de quiebra o de intervención judicial. Es una forma de atraer a los inversionistas dándoles cierta garantía de estabilidad, por lo que el aporte al fideicomiso, constituye un requisito operativo para las titularizaciones.

Las instituciones del sistema financiero, como dispone el artículo 74 de la Ley de Mercado de Valores, son inversionistas institucionales, que para intervenir en procesos de titularización como originadoras, están obligadas a ceder sus activos o derechos a un patrimonio autónomo. Como excepción, únicamente las corporaciones de desarrollo del mercado secundario de hipotecas, están facultadas para actuar como originadoras,

fiduciarias y colocadoras a la vez, según lo dispuesto en la LGISF, artículo 1, inciso 7 que dice:

*“Las corporaciones de desarrollo de mercado secundario de hipotecas son las únicas autorizadas por esta ley para actuar como fiduciarias en procesos de titularización que efectúen en el cumplimiento de sus fines. Estas corporaciones tendrán como fin básico, en el cumplimiento de su objeto social relativo al ámbito hipotecario, el desarrollo de mecanismos tendientes a movilizar recursos en favor del sector de vivienda e infraestructura relacionada.”*

Corresponde ahora revisar cuáles son los sujetos imprescindibles o partes esenciales que intervienen en los procesos de titularización, según el artículo 139 de la LMV, y son:

**Originador:** que en general puede ser cualquier tipo de persona (natural, jurídica, pública o privada) que acredite ser propietario de activos o derechos sobre flujos susceptibles de ser titularizados, además de justificar las rentas, derechos de contenido económico o flujos futuros que dichos activos generen. Si no es el propietario de los activos o derechos que respaldan la emisión, no puede emitir títulos valores.

Dicho de otra forma, un tercero no puede aportar activos de su propiedad para que otra persona sea quien participe como originador de la titularización.

El Marco de Basilea II, determina dos condiciones para calificar a un banco como originador:

1) Que el banco origine en forma directa o indirecta las posiciones subyacentes;

2) El banco actúa como patrocinador de un vehículo de pagarés de empresa titulizados (ABCP) o de un programa similar por el que se adquieran posiciones de terceros.

**Agente de Manejo:** según el artículo 139 de la LMV, esta función es desempeñada por una administradora de fondos y fideicomisos(fiduciaria), que responde por la buena administración del proceso de titularización, sin que se pueda medir su trabajo por los resultados obtenidos, a menos que se compruebe que ha actuado con dolo o culpa.

La administradora de fondos es quien realiza la parte primordial del proceso de titularización. Una vez que adquiere los activos y derechos a titularizarse, solicita autorización para realizar el proceso, emite los títulos, los coloca en el mercado, los oferta, administra los fondos obtenidos y los distribuye entre los inversionistas. La ley le da capacidad para delegar algunas de las funciones que debe desempeñar en este tipo de procesos, excepto las tres primeras constantes en el artículo 139 de la Ley y que son:

- 1) obtener las autorizaciones de las autoridades de control para la emisión.
- 2) recibir los activos a ser titularizados.
- 3) emitir los valores que serán respaldados por el patrimonio de propósito exclusivo, que en el caso de los bancos está compuesto por su cartera.

Además, tal como lo manda el artículo 149 de la ley, en concordancia con el artículo 9 del Reglamento General, es obligación del agente de manejo,

a partir del registro de los valores, poner a disposición de la Superintendencia de Compañías y de los inversionistas, la información requerida sobre los procesos de titularización, con la periodicidad que el Consejo Nacional de Valores determine.

**El patrimonio de propósito exclusivo** (denominado SPV, *Specialpurposevehicle*, en Basilea II, párrafo 552), que es administrado por el agente de manejo y constituido por el originador. Constituye el respaldo de los títulos valores emitidos, por lo que los inversionistas únicamente pueden perseguir este patrimonio para el cumplimiento de obligaciones por parte del agente de manejo y no otros bienes diferentes. El artículo 144 de la LMV dispone que los activos se transferirán a título oneroso o a título de fideicomiso mercantil, pues en los procesos de titularización si existe un beneficio económico para el originador, contrario a lo establecido en el artículo 113 de la misma norma, donde se determina que la transferencia del fideicomiso mercantil no es ni onerosa ni gratuita ya que no determina un provecho económico para el constituyente ni para el fiduciario.

**Los inversionistas**, quienes adquieren los títulos-valores emitidos y proporcionan liquidez al mercado.

**Comité de Vigilancia**, independiente de la administradora de fondos y compuesto por tres de los tenedores de títulos y que informan a la asamblea de tenedores de las actividades y cumplimiento del fideicomiso, reportando irregularidades a la Superintendencia de Compañías, según lo dispuesto en el artículo 152, tercer inciso de la LMV.

Intervienen también las *calificadoras de riesgo*, quienes se encargan de determinar la “conveniencia” o el nivel de riesgo que conllevan los títulos-valores emitidos.

**Las auditoras externas** que examinan los procesos periódicamente mientras dure la emisión. Por cuanto el agente de manejo puede delegar ciertas funciones, aparecen en escena nuevos sujetos auxiliares como el **agente pagador**, que puede ser una institución del sistema financiero y cuya función es la de distribuir los frutos entre los inversionistas. También están las **casas de valores** que se encargan de dar asesoramiento a los inversionistas y de actuar en su nombre y representación, a cuenta y riesgo de aquellos, en la bolsa, a través de sus **operadores de bolsa**.

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

- 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.

La banca privada, e instituciones del sistema financiero titularizan cartera de crédito. Estos activos deben reunir, las características siguientes:

- ser de propiedad del originador
- no encontrarse limitados en su dominio ni poseer gravamen alguno
- existir o que se espera que existan

- que conlleven la expectativa de generar flujos futuros de fondos o de derechos económicos<sup>7</sup>.

## **1.8.- REQUISITOS PARA LA TITULARIZACIÓN**

### **Escritura Pública del Fideicomiso Mercantil de Titularización**

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

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

### **REQUISITOS MÍNIMOS**

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

---

<sup>7</sup>Ley de Mercado de Valores

- ✓ La denominación del patrimonio autónomo que surge como efecto propio del contrato;
- ✓ Las causales y forma de terminación del fideicomiso mercantil;
- ✓ Las causales de sustitución del fiduciario y el procedimiento que se adoptará para tal efecto;
- ✓ Las condiciones generales o específicas para el manejo, entrega de los bienes, frutos, rendimientos y liquidación del fideicomiso mercantil.

#### **ELEMENTOS ADICIONALES (OPCIONAL)**

- La facultad o no y la forma por la cual el fiduciario pueda emitir certificados de participación en los derechos personales derivados del contrato de fideicomiso mercantil, los mismos que constituyen títulos valores, de conformidad con las normas de titularización que dicte el C.N.V.; y,
- La existencia o no de juntas de beneficiarios, de constituyentes o de otros cuerpos colegiados necesarios para lograr la finalidad pretendida por el constituyente.

#### **LIMITACIONES AL CONTRATO**

En los contratos no se podrán estipular cláusulas que signifiquen la imposición de condiciones inequitativas e ilegales, tales como:

- ✓ Previsiones que disminuyan las obligaciones legales impuestas al fiduciario o acrecienten sus facultades legales en aspectos importantes para el constituyente y/o beneficiario, como aquellas que exoneren la responsabilidad de aquél o se reserve la facultad

de dar por terminado el contrato anticipadamente o de apartarse de la gestión encomendada, sin que en el contrato se hayan indicado expresamente los motivos para hacerlo y se cumplan los trámites administrativos a que haya lugar;

- ✓ Limitación de los derechos legales del constituyente o beneficiario, como el de resarcirse de los daños y perjuicios causados, ya sea por incumplimiento o por defectuoso cumplimiento de las obligaciones del fiduciario;
- ✓ La determinación de circunstancias que no se hayan destacado con caracteres visibles en la primera página del contrato al momento de su celebración, a partir de las cuales se derive, sin ser ilegal, una consecuencia en contra del constituyente o beneficiario, o que conlleve la concesión de prerrogativas a favor del fiduciario;
- ✓ Previsiones con efectos desfavorables para el constituyente o beneficiario que aparezcan en forma ambigua, confusa o no evidente, y, como consecuencia, se le presenten a éste discrepancias entre los efectos esperados o previsibles del negocio y los que verdaderamente resulten del contenido del contrato;
- ✓ La posibilidad de que quien debe cumplir la gestión encomendada sea otra persona diferente al fiduciario, sustituyéndose así como obligado, salvo que por la naturaleza del contrato se imponga la necesidad de hacerlo en personas especializadas en determinadas materias; y,
- ✓ Las que conceden facultades al fiduciario para alterar unilateralmente el contenido de una o algunas cláusulas, como

aquellas que permitan reajustar unilateralmente las prestaciones que correspondan a las partes contratantes.

### **Características de la emisión**

Al momento de realizar una emisión de títulos valores, esta debe contener los siguientes datos:

- ✚ Monto total de la emisión.
- ✚ Plazo de la oferta pública.
- ✚ Procedimiento para la colocación.
- ✚ Condiciones especiales de la colocación, si fuere del caso.
- ✚ Monto mínimo de la inversión.
- ✚ Forma y lugar de suscripción de los valores.
- ✚ Características de los valores a emitir, incluyendo: tipo, valor nominal, carácter nominativo o a la orden, rendimientos o beneficios económicos, plazo o condición, periodicidad, forma y lugar de pago del capital y de los rendimientos o beneficios económicos, derechos del inversionista, clases y series, si fuere el caso; y, condiciones de pago anticipado.
- ✚ Extracto del estudio técnico de la calificadora de riesgo.

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.

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.

Según el tipo de titularización se solicitan algunos requisitos adicionales.

**a. Titularización de Cartera de Crédito:**

Certificación del representante legal del originador, de que la cartera no se encuentra pignorada, ni que sobre ella pesa gravamen o limitación alguna.

**b. Titularización de Inmuebles Generadores de Flujo de Caja:**

- ✚ Copia de la póliza de seguro que ampara el inmueble contra todo riesgo, a favor del patrimonio autónomo, con una vigencia de hasta tres meses posteriores al vencimiento de los valores producto de la titularización.
  
- ✚ Certificación de que el inmueble está libre de gravámenes o limitaciones de dominio (certificados del Registrador de la Propiedad y del Registrador Mercantil según corresponda).
  
- ✚ Dos avalúos actualizados sobre el inmueble, los cuales deberán ser efectuados por peritos de reconocida trayectoria en el ramo, independientes del originador y del agente de manejo. Se entenderá como avalúo actualizado aquel que no tenga más de seis meses de antelación a la fecha de presentación de la solicitud de autorización de oferta pública e inscripción de los valores derivados de un proceso de titularización, ante la Superintendencia de Compañías.

- ✚ Certificación emitida por los valuadores sobre su independencia frente al originador y el agente de manejo.

**c. Titularización de Proyectos Inmobiliarios Generadores de Flujo de Caja o de Derechos de Contenido Económico:**

- ✚ Certificación de que el inmueble donde se desarrollará el proyecto inmobiliario está libre de gravámenes o limitaciones de dominio (certificados del Registrador de la Propiedad y del Registro Mercantil, de ser del caso).
- ✚ Estudio técnico - económico detallado que concluya razonablemente la viabilidad financiera del proyecto. Este estudio deberá contemplar la factibilidad del proyecto y la programación de la obra con su cronograma de ejecución.
- ✚ Valor del inmueble, del costo de los diseños, de los estudios técnicos, de la factibilidad económica, de la programación de obras y presupuestos; así como de los valores correspondientes a administración, imprevistos y utilidades, incluyendo los costos de promoción y ventas. Estos datos que deberán incluirse en el presupuesto total del proyecto.
- ✚ Declaración rendida ante un notario por el constructor que acredite experiencia en el sector de la construcción y en obras de similar envergadura.
- ✚ Denominación de la compañía fiscalizadora de la obra, la cual deberá certificar su independencia frente al constructor de la obra.

- ✚ Forma de determinación del punto de equilibrio para iniciar la ejecución de la obra.
  
- ✚ Copia de la pro forma de la póliza de seguro contra todo riesgo a favor del patrimonio autónomo. Una vez que se alcance el punto de equilibrio, se deberá contratar la póliza respectiva sobre el inmueble donde se ejecutará el proyecto, o un plazo de hasta tres meses posteriores al vencimiento de los valores productos de la titularización o al prepago de los mismos, en los términos establecidos en la Ley de Mercado de Valores. Esta copia de la póliza deberá ser remitida a la Superintendencia de Compañías, hasta dos días después de ser suscrita.
  
- ✚ Copias de las proformas de las garantías bancarias o de las pólizas de seguros de fiel cumplimiento del contrato, del buen uso de los anticipos y de los fondos recibidos, constituidas por el constructor. Se deberá seguir el mismo procedimiento establecido en el literal anterior.

**d. Titularización de Flujos de Fondos:**

- ✚ Certificación de que los activos integrados al patrimonio autónomo, están libres de gravámenes o limitaciones de dominio (certificados del Registrador de la Propiedad y Registrador Mercantil de ser el caso), de ser aplicable.
  
- ✚ Estudio técnico - económico detallado que concluya razonablemente la viabilidad legal, técnica y financiera, así como la factibilidad en la generación de los flujos de fondos proyectados.
  
- ✚ Forma de determinación del punto de equilibrio para la generación de los flujos.

### **Inscripción en el Registro de la Bolsa de Valores de Quito**

Para inscribir los valores producto de un proceso de titularización, la Bolsa de Valores de Quito exigirá, a más del cumplimiento de los requisitos para la inscripción en el Registro de Mercado de Valores, se deberá presentar los siguientes documentos:

- ✚ Solicitud firmada por el representante legal de la sociedad administradora de fondos, que actúa como Agente de Manejo.
- ✚ Una copia de la resolución aprobatoria del prospecto de oferta pública o del prospecto informativo, y del certificado de inscripción de la oferta pública, emitidos por la Superintendencia de Compañías;
- ✚ Una copia del prospecto de oferta pública o del prospecto informativo, según sea mercado primario o secundario, aprobado por la Superintendencia de Compañías;
- ✚ Cien prospectos de oferta pública, que deberán entregarse con al menos tres días bursátiles hábiles de anticipación a la negociación, los mismos que pueden ser remitidos en medio físico o en archivo magnético;
- ✚ Amortización de escenarios: optimista, pesimista y moderado; y,
- ✚ Proyección de gastos del fideicomiso
- ✚ Contrato de underwriting, en caso de existir<sup>8</sup>.

---

<sup>8</sup> Ley de Mercado de Valores

## **1.9.- ACTIVOS SUJETOS A TITULARIZACIÓN**

### **1.9.1.- ACTIVOS MUEBLES**

Se titularizan aquellos activos que incorporan o están asociados a un derecho sobre un flujo de ingresos futuros. Podrán estructurarse procesos de titularización a partir de toda clase de derechos de créditos y de cobro, presentes o futuros, con o sin garantía real, siempre que generen un flujo predecible y periódico de rentas. Constituyen activos susceptibles de titularización los siguientes:

- ♣ Valores representativos de deuda pública
- ♣ Valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores
- ♣ Cartera de crédito
- ♣ Activos y proyectos inmobiliarios
- ♣ 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.

Respecto a la cartera de crédito, esta puede provenir de préstamos hipotecarios, créditos de consumo, pagarés, tarjetas de créditos, venta de automóviles, etc.

### **1.9.2.- ACTIVOS INMUEBLES**

- ♣ Inmuebles ya terminados
- ♣ Proyectos de construcción
- ♣ Construcción de obra de infraestructura y de servicios públicos

Acerca de a los activos o proyectos susceptibles de generar flujos futuros predecibles, la emisión de estos títulos está basada en estadísticas de los últimos años tres años o en proyecciones de por lo menos tres años

continuos, dichas proyecciones se pueden realizar en distintos escenarios y su forma de cálculo puede determinar por la entidad financiera que realizará la titularización. Estas rentas y flujos se refieren a los derechos de cobro o recaudo futuro de sumas de dinero, causados por vínculos jurídicos, distintos de los descritos antes. Estos pueden ser:

- ♣ Cánones de arrendamiento
- ♣ Recaudo de tasas, contribuciones o impuestos
- ♣ Regalías de marcas o de explotaciones o de contratos de concesión.

## **II.-EL PROCESO DE TITULARIZACIÓN**

### **2.1 ANÁLISIS DE LA ECONOMÍA ECUATORIANA**

#### **USO DE LA TITULARIZACIÓN POR LA BANCA ECUATORIANA**

En el medio capitalista en que nos desenvolvemos, “todo es plata”. Para realizar cualquier actividad académica, profesional, recreativa, familiar, etc., siempre se necesita el recurso económico, que de acuerdo a la clase social y estilo de vida, varía en monto de caso en caso, pero a la final, siempre el dinero es necesario.

Ahora, bien, existen quienes tienen suficiente para vivir día a día, también existen quienes a más de lo básico, pueden ahorrar el excedente y existen a quienes les hace falta poder reunir suficiente dinero para realizar ciertos proyectos. Es aquí, donde entran los intermediarios que financian esos proyectos, recibiendo el ahorro de las personas a quienes les sobra (depósitos) y entregándolo a quienes les hace falta (préstamos) y ese ha sido el papel primordial de las instituciones del sistema financiero, especialmente de la banca comercial.

Históricamente, fue en la costa ecuatoriana donde nacieron los primeros banqueros que tenían libertad de emisión de moneda y adquirieron gran poder tanto económico, político, como cultural después de la Revolución Liberal, pues eran los banqueros quienes ocupaban cargos políticos importantes, o decidían quien los ocuparía, incluyendo la presidencia de la República. Jorge Núñez indica que varios Superintendentes de Bancos fueron inicialmente banqueros, que tenían centralizado el control económico del país, primero por la emisión desmedida sin respaldo alguno ni supervisión y segundo porque a través del crédito para las

industrias como agricultura, comercio exterior y agroindustria, manejaban los mecanismos económicos fundamentales del Ecuador.

Adquirió tanto poder la banca, y sus precios por los servicios que brindaban llegaron a ser tan abusivos, que enervaron la paciencia de los ciudadanos, produciéndose la Revolución Juliana y haciendo notar la importancia de tener un ente regulador y supervisor, pues en ese momento, la banca operaba libremente. Es entonces que se detectó la necesidad de control, regulación y supervisión del sistema financiero, por lo que se creó el Banco Central del Ecuador como emisor y la Superintendencia de Bancos como órgano de supervisión y control, además de la creación de la Ley General de Bancos. Pero la bancocracia siempre ha logrado llevar el agua para su lado, y el Banco Central se convirtió en el encubridor de sus desmanes, pues era quien le facilitaba el dinero para cubrir los huecos que deja la mala administración.

Aún en los años noventa se evidenció que entre la política y la banca nunca han dejado de existir los acuerdos, lo que posibilita que la bancocracia no sea únicamente un catalizador de la economía, sino quien influye en las políticas financieras del Estado.

Sin embargo de lo anotado, y pese a la corrupción y mala administración, es innegable decir que el sistema financiero ha logrado el posicionamiento de pilar esencial en el desarrollo económico, y aún no es posible prescindir de él, pues aún somos dependientes de la intermediación financiera. Maxwell J. Fry, Arquitecto y economista norteamericano, afirma que la falta de desarrollo de los mercados de valores ha fortalecido la dependencia de los préstamos bancarios para obtener financiamiento, y eso se verifica en nuestro país, donde las bolsas de valores intentan

llegar a la población tanto común como sofisticada, para promocionar las inversiones en el mercado de valores, dictando charlas y cursos, inclusive para estudiantes de secundaria.

La actividad financiera constituye uno de los instrumentos fundamentales para el desarrollo económico de un país, además de la actividad comercial, la actividad industrial y las actividades de agricultura, ganadería y de pesca; de ahí que, si bien se debe regular y controlar, no es adecuado limitar el campo de acción de esas instituciones; pues la función creadora, transformadora y distribuidora de poder adquisitivo la realizan los bancos y las demás empresas financieras por medio de las operaciones de crédito que efectúan.

Una de las conclusiones de la 35ª Reunión Ordinaria De La Asamblea General ALIDE<sup>9</sup> de, fue que *una de las cuestiones cruciales para la viabilidad del crecimiento de los países de América Latina, es la existencia de un financiamiento compatible con la necesidad de expansión de las inversiones.* Financiamiento que en el Ecuador se obtiene primordialmente a través de la intermediación, es decir, a través de la banca.

A causa del desarrollo tecnológico, de la globalización y de las nuevas necesidades económicas de empresarios e inversionistas, la banca ha debido dejar de ser el intermediario minorista, dejar de lado la banca comercial y la especializada, incursionando en nuevos productos y servicios para sus clientes (especialmente corporativos). Entonces surge

---

<sup>9</sup>Asociación Latinoamericana de Instituciones Financieras para el Desarrollo (ALIDE), es el organismo internacional que representa a la banca de desarrollo de América Latina y el Caribe

la banca múltiple o integrada, la cual, gracias a la desregulación financiera, tiene mayor campo de acción, implementando nuevos contratos, como el leasing, el factoring, el fideicomiso, y la titularización, entre otras.

Además, el desarrollo tecnológico, las comunicaciones y la aceleración en las transacciones actuales, hacen muy incierto al mundo financiero, lo cual genera muchos riesgos, que son cubiertos con la innovación financiera, pues los nuevos instrumentos derivados como futuros, swaps, opciones, y técnicas como la emisión de títulos valores le permiten tener una gestión más eficiente y con mejores rendimientos, mitigando el riesgo, por ello la banca ya no puede quedarse con el papel simple y tradicional de captador de fondos.

Se puede afirmar que la empresa que presta dinero a cambio de un interés ya no es rentable, por lo que la banca recurre a la securitización para obtener fondos. La banca ahora se dedica a captar fondos, desafectar los activos del balance y generar ingresos por comisiones al continuar con el servicio de los activos por cuenta de los inversores y es por esta misma innovación, el mercado nacional queda corto para el sistema financiero, debiendo proyectarse hacia el exterior. Montalvo cree que la banca al sentirse amenazada en su campo de acción recurre a la factorización y a la titularización de flujos futuros bajo la concepción de multibanca.

Es necesario que el sistema financiero se provea de otras fuentes de fondeo, y es en el mercado de capitales donde puede obtener recursos que le permitan continuar con su giro. Su participación contribuye al desarrollo y fortalecimiento de ese mercado, que tan minimizado se

encuentra aún en nuestro país, pero que poco a poco está consiguiendo nuevos actores.

En conclusión, la banca no puede sobrevivir en estos momentos, únicamente captando el ahorro privado y otorgando préstamos, especialmente después de la crisis financiera vivida en el Ecuador y de la inestabilidad política y económica, que ha provocado la caída en mora de los prestatarios y la desconfianza en el posible cuenta ahorrista.

### **Colocación de títulos en la Bolsa de Valores (Activos más frecuentemente titularizados por la banca)**

La securitización de cartera es considerada por la ALIDE como, un instrumento financiero que puede utilizar la banca especialmente de desarrollo y destinar al fomento (vivienda, pequeñas empresas, infraestructura, etc), y es uno de los elementos básicos para la eficiente operatividad, a más de poseer personal capacitado y políticas de trabajo definidas que le den autonomía en la acción.

Los títulos valores con los que las instituciones del sistema financiero privado participan en el mercado de valores son: 1. Acciones, 2. Aceptaciones bancarias y pagarés, 3. obligaciones, 4. Bonos de prenda, 5. bonos de garantía, 6. Cédulas hipotecarias, 7. Certificados financieros, 8. Certificados de inversión, 9. Certificados de arrendamiento mercantil, 10. Pólizas de acumulación, 11. Unidades de fondos de inversión, 12. Contratos a futuros.

En el Ecuador, los activos más titularizados por el sistema financiero son: créditos hipotecarios, créditos de consumo y crédito automotriz.

### **La Titularización como factor de calificación de gestión.**

Al titularizar cartera, y transferirla a un fideicomiso mercantil, y recibir por ella el dinero de los inversionistas, se está 'vendiendo' la cartera. Esta venta implica que la cartera, sus garantías y su riesgo salgan del balance de la institución financiera como activo, e ingrese dinero sin crear pasivos, pues como hemos visto es el financiamiento el objetivo de los procesos de titularización. Pero debemos aclarar que no siempre esta 'venta' es definitiva, pues existen casos, como en la sustitución de activos, en que la cartera que se ha deteriorado debe restituirse, es decir, volver al banco originador, para que éste remplace esos activos con otros del mismo tipo pero de mejor calidad, a fin de cumplir con lo ofrecido a los inversionistas.

Ahora bien, revisando los parámetros internacionales, hay que recordar que el Comité de Basilea desarrolló el Marco Común, fundamentándolo en tres pilares:

- 1) Requerimientos mínimos de capital, donde se analiza todo sobre los riesgos en las operaciones bancarias (el riesgo de tasa de interés en inversiones, el riesgo de crédito, riesgos operacionales, el riesgo de comunicación y cooperación entre países y titularización);
- 2) Examen del supervisor, autoridad que vigile la existencia de ese capital y de técnicas para enfrentar los riesgos (gestión de riesgo) a los que la banca se expone diariamente); y
- 3) Disciplina de mercado, que exige a los bancos divulgar o poner a disposición del público en general, toda la información sobre su gestión, el capital mínimo con el que cuenta para cubrir los riesgos, la determinación

de los riesgos a los que se enfrenta, sus técnicas para disminuir su impacto, y su calificación.

Cumpliendo con este marco común, la legislación ecuatoriana ha dispuesto que las instituciones financieras deban presentar mensualmente sus balances y situación financiera ante la Superintendencia de Bancos (supervisor), y ponerla en conocimiento del público a través de boletines y sistemas electrónicos. Además, todas las instituciones financieras son calificadas cada trimestre por calificadoras de riesgo con alto nivel técnico reconocido a nivel internacional, a fin de determinar la solvencia, eficiencia y manejo de factores que puedan afectar su operatividad, como los riesgos de mercado. Estas calificaciones también son de dominio público y proporcionan confianza en los clientes, pues se conoce cuál es la institución más conveniente para las inversiones deseadas, además de que motivan a los bancos por mejorar en la competencia y publicarse como el banco número uno.

Basilea establece que en los balances debe constar el capital mínimo requerido que mantiene el banco para cubrir los efectos de los riesgos. Este capital se calcula muy técnicamente y se compone de: requerimientos por riesgo de crédito, más requerimientos por riesgo operacional, más requerimientos de capital por riesgos de mercado.

Según el párrafo 701 (vi) de Basilea II, *todas las transacciones incluidas las compras y ventas a plazo, deberán incluirse en el cálculo de exigencias de capital a partir de la fecha en que se registraron.* Y entre las transacciones están las posiciones de titularización. Se espera que los supervisores apliquen los distintos mecanismos a su alcance para evitar

que los balances sean maquillados y no reflejen el verdadero riesgo de mercado al que están expuestos los bancos.

En Ecuador, siguiendo los lineamientos del Marco Común, el artículo 77 de la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero manifiesta:

*“Las instituciones del sistema financiero estarán obligadas a dar todas las facilidades para que la Superintendencia cumpla sus funciones y deberán dar acceso a su contabilidad, libros, correspondencia, archivos o documentos justificativos de sus operaciones al Superintendente o a sus delegados.”*

De la misma manera, el artículo 78 de la misma ley dispone que los bancos deben rendir informe mensual ante la Superintendencia de Bancos y Seguros sobre su situación, pérdidas y ganancias, cambios de posición financiera y de posición de patrimonio técnico. En estos informes mensuales o balances, deben constar contabilizados los derechos fiduciarios existentes en los procesos de titularización, que son instrumentados a través de fideicomiso mercantil, tal como lo manda el artículo 136 de la Ley de Mercado de Valores:

*“Quien tenga derechos contractuales derivados de un contrato de fideicomiso, como constituyente, constituyente adherente o beneficiario los deberán contabilizar en sus libros en atención a que las transferencias de bienes efectuadas en fideicomiso mercantil se hacen en beneficio del propio constituyente o del beneficiario, según el caso. Tal registro contable es de responsabilidad exclusiva de los titulares de los derechos fiduciarios, los cuales tienen carácter esencialmente personal; no siendo el fiduciario responsable por la omisión o incumplimiento de esta norma.*

*De acuerdo a las normas contables que expida la Superintendencia de Compañías"*

Con relación al capital mínimo requerido, Primer Pilar del Marco Común, la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero, artículo 47 dispone, que las instituciones del sistema financiero deben mantener un patrimonio técnico que respalde su solvencia y ayude a cubrir los posibles riesgos financieros.<sup>10</sup>

Este patrimonio técnico se compone del capital pagado; reservas; el total de las utilidades del ejercicio corriente una vez que se hayan constituido las provisiones, ajustes y reservas exigidas y que no se hayan concedido créditos superiores al 10% de ese patrimonio técnico; las utilidades acumuladas de ejercicios anteriores; aportes a futuras capitalizaciones; obligaciones convertibles menos la deficiencia de provisiones, amortizaciones y depreciaciones requeridas; desmedros y otras partidas que la institución financiera no haya reconocido como pérdidas. Es decir, existe relación directa entre el activo y el patrimonio.

Entonces, la alteración en los balances del riesgo existente en la cartera que mantiene un banco, a través de la titularización, conlleva un cambio en el patrimonio técnico, provisiones y reservas que está obligada la institución financiera a constituir, pues sale de su contabilidad el riesgo. Tal como afirma Norton, la titularización en Estados Unidos es una popular estrategia de balance contable para entidades bancarias. Recordemos que entre las ventajas para el emisor, se encuentra que la titularización puede ser una herramienta para mejorar los balances de las

---

<sup>10</sup>Ley de Instituciones Financieras y Ley de Mercado de Valores

instituciones financieras, por lo que es de vital importancia la transparencia en la información que se presenta a las autoridades de control, pues no podría darse una falsa impresión de eficiencia al tener alta liquidez, pero que no proviene de una adecuada gestión como intermediaria financiera, sino que proviene de varios procesos de titularización.

Para mitigar los riesgos, la innovación financiera ha permitido crear instrumentos denominados derivados financieros, que protegen de alguna manera las inversiones, como son los futuros, swaps, opciones.

Las bolsas de valores de Quito y Guayaquil se conformaron en el mes de julio del año de 1969 con un acceso limitado al mercado y girando en torno a la emisión de títulos del sector público, representando las negociaciones de renta fija el 96,5%, de los cuales uno de los títulos más importantes fueron las cédulas hipotecarias, cuyo mercado estaba representado entre un 70% y 80% por su principal comprador el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (IEES).

Sin embargo su consolidación se da a partir de la expedición de la primera ley de mercado de valores en mayo de 1993, la cual fue derogada y reemplazada por la emitida en 1998, los cambios más importantes que se realizaron fueron los de cambiar la figura legal de las bolsas de valores de compañías anónimas a corporaciones sin fines de lucro y a la conformación del Consejo Nacional de Valores conformado por cuatro miembros del sector público y tres miembros del sector privado, las nuevas legislaciones dieron paso a nuevos tipos y estructuras de negocio e inversión en el país, con la visión de fortalecer la posición del sector público y brindar apertura al sector privado financiero y mercantil.

En el año de 1995 las altas tasas de interés cambiaron las preferencias de inversión hacia instrumentos financieros de renta fija, lo que provocó un gran aumento de inscripciones y autorización de emisiones en las bolsas de valores.

La crisis económica e inestabilidad política acrecentó esta preferencia y se dio paso a un gran crecimiento de emisión de obligaciones, que en el año de 1999 tras una grave crisis financiera, alcanzó el 99% de las inversiones en oferta pública.

## **2.2 LA TITULARIZACIÓN EN EL ECUADOR**

Las titularizaciones son una fuente recurrente de financiamiento para las empresas. En los primeros nueve meses de este año (2011), 22 firmas acudieron al mercado de valores por un monto de 369,7 millones de dólares, una expansión del 24% en relación al mismo periodo de 2009, según la Superintendencia de Compañías.

Este mecanismo, mediante el cual una institución transforma un activo, que existe o se espera que exista en el futuro, en un título negociable en el mercado de valores, para captar recursos de los inversionistas, ha sido utilizado, en los últimos años, por grandes compañías como: Hotel Hilton Colón de Guayaquil, IIASA, Otecel (Movistar) y Burger King.

En este año, la perspectiva se incrementa ya que firmas como KFC (International Food Services), Casa Tosi, Banco Internacional, Banco Solidario, Interagua, Hotel Ciudad del Río y Latienvases, titularizaron su cartera en busca de liquidez.

Banco Solidario lanzará su segundo tramo de títulos por \$ 20 millones, de un total de \$ 60 millones, lo que servirá para entregar microcréditos productivos a sus clientes, los cuales han contado con gran acogida.

De acuerdo con Alberto Moscoso<sup>11</sup>, vicepresidente de Riesgos del Banco Solidario, esta segunda parte tendrá la misma respuesta porque las garantías son buenas y la calificación de los papeles también. Agrega que en la emisión pasada la totalidad fue negociada.

No solo las instituciones privadas buscan recursos frescos a través de este mecanismo, también las públicas. La Corporación Financiera Nacional (CFN) presentó su primera titularización de flujos-portafolio por \$ 45 millones, a un plazo de 1.080 días y con una calificación de riesgo AAA.

El gerente general de la CFN, Jorge Wated, indica que este proceso permitirá conseguir la liquidez para la institución pública, lo que facultará colocar créditos para el sector productivo.

A su criterio, las titularizaciones son un buen negocio que pueden realizar los inversionistas, debido a su rendimiento anual del 6.75%.

“El portafolio de la corporación fue estructurado en una emisión de títulos para ser vendidos y con los recursos captados continuar ofreciendo créditos al sector productivo, el cual generará un impacto económico por la generación de empleo”.

---

<sup>11</sup> Luis Alberto Moscoso, Economista, especialización en Finanzas

El presidente del directorio de la CFN, Camilo Samán, invitó al público a invertir en estos valores “porque es un mecanismo seguro y rentable”.

En Guayaquil existen 23 casas de valores que se encargan de realizar la negociación de los títulos de las compañías, y están registradas legalmente.

Para Arturo Bejarano, director general de la Bolsa de Valores, la razón por la que es utilizada esta vía de financiamiento para las empresas se debe a que la tasa de interés es competitiva y más baja, comparada con la de los créditos tradicionales.

La iniciativa de la CFN es buena porque le están dando liquidez a un portafolio de inversiones que tienen y que les va a permitir comprar más títulos valores.

Se puede ver una clara tendencia de que las compañías se financian mediante títulos, porque les permite decidir el plazo de los pagos a los inversionistas que comprenden esos valores, que pueden ser trimestrales, semestrales.

Las titularizaciones no son efectuadas solo para capital de trabajo o sustituir pasivos, sino que pueden ser para productos nuevos, o para renovar maquinarias, entre otras. No existe una tendencia particularizada, todo depende de quién lo haga y para qué.

Las últimas publicaciones del Banco Central del Ecuador presentan muy buenas noticias para el país. A falta de revisiones definitivas, Ecuador ha mostrado una tasa de crecimiento económico por encima de la media de lo esperado para América Latina y el Caribe durante el año 2011.

La tasa de crecimiento económico presentada por el BCE es del 6.5%, la cual es ampliamente superior al 4.5% que el Fondo Monetario Internacional (FMI) estimó para América Latina y el Caribe para el año 2011<sup>12</sup>.

Cabe recalcar que habrá que esperar hasta marzo para tener cifras definitivas, pero difícilmente éstas quedarán por debajo de la media regional.

No cabe dudas que es una gran noticia volver a estar por encima del promedio regional, especialmente para la administración del Presidente Correa ya que, después de que en los tres años previos a su mandato el Ecuador estuvo por encima de la media regional, en sólo tres de los últimos cinco años habíamos podido superar dicha marca.

Si nos comparamos con nuestros vecinos más cercanos los resultados son muy alentadores. De estar casi un punto porcentual por debajo de Colombia en el 2010, ahora puede que los superemos por un punto. Cabe recalcar que la economía colombiana no ha desacelerado. Inclusive puede que hayamos tenido mejor crecimiento que el “mejor de la clase”

Perú. Los peruanos han gozado de niveles de crecimiento relativamente insostenibles en los últimos cuatro años (más del 8.5% en tres de esos años), pero se esperaba que desaceleraran a un nada criticable 6.2%.

---

<sup>12</sup>[www.bce.fin.ec/](http://www.bce.fin.ec/)

Si es que esa previsión se cumple entonces los habríamos superado por poco. Por último, es muy importante destacar que nuestras cifras no guardan ninguna relación con las de una decadente Venezuela.

Hay que pasar a revisar lo más importante: ¿de qué se compone el crecimiento económico del país? Si bien se mostraba un crecimiento económico, se demostraba también que éste provenía casi en su totalidad del sector de la construcción. Las buenas noticias son que esto habría cambiado, y, si bien la construcción sigue siendo el principal motor de la economía, los servicios y la manufactura están aportando cada vez más a ella. La importancia de esto es que una economía más diversificada es más sostenible.

A pesar de los altos precios del petróleo, la participación de la extracción de crudo en nuestra economía está disminuyendo. Mientras en el 2008 este rubro representaba el 12.4% de nuestra economía, en el 2011 habría bajado al 11.1%. Este porcentaje debería seguir cayendo en los próximos años. Que no se entienda mal: somos y seguiremos siendo un país petrolero, pero otros sectores de la economía están creciendo más rápido que éste.

### **2.3.- VENTAJAS DE LA TITULARIZACIÓN**

La titularización es conocida dentro el campo de las inversiones, como una de las fuentes de ingreso más versátil de los tiempos, ya que es una herramienta financiera que nos permite obtener dinero de manera, variable, ajustando los flujos de efectivo de los diferentes títulos valores adquiridos a nuestras necesidades. Tomando en cuenta la variación de tiempo, la variación de los interés que estos títulos valores tienen, en los

últimos años el titularizar ha venido cogiendo auge e impulso en el país, convirtiéndose en un proceso indispensable de la economía ya que muchas empresas optan por este proceso y ya no recurren tan frecuentemente al préstamo bancario como en años anteriores.

Por ende la titularización impulsa el sector económico del país, generando mayor rentabilidad para la empresa, incluso si se lo pone a comparación con un crédito bancario en muchos de los casos, tiene más ventajas, ya que en el crédito bancario, el interés depende del monto requerido, y los flujos de efectivo cada vez son menores cuando el tiempo transcurre, en cambio con la titularización, es dinero al instante, y el interés de beneficio lo pone la oferta y la demanda de dichos títulos, es decir que mientras más atractivos sean, el interés a pagar será mayor para el inversionista pero para la empresa significa mayor liquidez, ya que dicho título valor aumenta su valor económico.

Además de esto como ventaja es que el proceso de titularización es un proceso ágil, y transparente, ya que los requisitos, reglamentos privaciones, están expuestos en la Ley de Mercado de Valores, y no existen juegos sucios. En lo que se refiere al crédito bancario, aclaro que no es que no es que se esté en contra, pero el crédito bancario pone muchas trabas a muchas empresas que necesitan un crédito, existe un montón de papeleo para verificar que todo esté en regla, y muchas de las veces no son otorgados, además de esto, las tasas de intereses de estos créditos muchas veces sobrepasan los límites a los cuales una empresa se puede ajustar.

## **2.4.- DESVENTAJAS DE LA TITULARIZACIÓN**

La titularización al ser un proceso de renta en el cual se cambia un activo a título valor, las Casas de Valores, piden como requisito la información transparente de las empresas, es decir que los balances deben ser claros, con la información fiel, empresas que no lleven doble contabilidad, sobre todo que presenten un plan que sustente por qué se decide titularizar, muchas de las empresas no optan por esto debido a que, un gran número, maneja valores no tan reales por el hecho de evitar un pago de impuestos, porque recordemos que a mayor utilidad, mayor es el impuesto que se deba pagar. La titularización también tiene como aspecto negativo el hecho de que para muchos, necesita de muchos componentes y factores que un crédito bancario no usa, como por ejemplo el mediador, el hacedor de mercado, y el factor tiempo que es lo que se demorara en cotizar el título valor.

Como muchas de las empresas necesitan el dinero instantáneamente o a corto plazo, piensan que el titularizar un activo es perder el tiempo ya que o no conocen como funciona el sistema, o no quieren revelar cuestiones que perjudiquen su status.

Otra de las desventajas de la titularización es que no se puede titularizar cualquier activo así como así, dentro de lo que es la Ley de Mercado de Valores, existen valores mínimos y los requisitos de los mismos haciendo referencia a los cuales se va a titularizar, la entrada al mercado es libre, pero la titularización es un poco más estricta, mas no restringida.

Este es el plano de muchas empresas del país, al escuchar titularización piensan cosas que no son, y aquí valdría la pena decir que es debido a

que ellos no se informan de manera adecuada, porque existe una gran cantidad de información en los diferentes medios donde se puede conocer muy a profundidad lo que el Mercado de Valores y como funciona.

## **2.5.-DETERMINACIÓN DE EMPRESAS QUE UTILIZAN LA TITULARIZACIÓN**

Los sectores productivos o económicos son las distintas ramas o divisiones de la actividad económica, atendiendo al tipo de proceso que se desarrolla. Se distinguen tres grandes sectores denominados primario, secundario y terciario.

### **A. El sector primario**

El **sector primario** está formado por las actividades económicas relacionadas con la transformación de los recursos naturales en productos primarios no elaborados. Usualmente, los productos primarios son utilizados como materia prima en otros procesos de producción en las producciones industriales. Las principales actividades del sector primario son la agricultura, la minería, la ganadería, la silvicultura, la apicultura, la acuicultura, la caza y la pesca.

Dentro de este sector, se pueden encontrar empresas como las camaroneras, el grupo Noboa con su bananera, etc.

### **B. El sector secundario o industrial**

El **sector secundario** reúne la actividad artesanal e industrial manufacturera, mediante las cuales los bienes provenientes del sector primario son transformados en nuevos productos. Abarca también la industria de bienes de producción, tales como materias primas artificiales,

herramientas, maquinarias, etc. De igual manera comprende la industria de bienes de consumo, así como también la prestación de los servicios a la comunidad.

Si una economía quiere mejorar los niveles de vida, es fundamental contar con un sector industrial importante y competitivo, dado que es el motor de la economía. Además, el desarrollo de los servicios está muy ligado a la expansión industrial.

Competitividad es cuando la industria de un país está integrada por un gran número de sectores y empresas con características muy diferentes, de modo que la situación competitiva de cada una de las empresas determinará la situación del sector.

La competitividad suele estar asociada a la productividad y es frecuente que se establezca en términos de menores precios y mayor calidad.

La competitividad de una empresa suele estar delimitada por la capacidad que tiene para competir y ganar cuota de mercado a las demás empresas.

### **C. El sector terciario o de servicios**

El **sector terciario** se dedica, sobre todo, a ofrecer servicios a la sociedad, a las personas y a las empresas. Lo cual significa una gama muy amplia de actividades que está en constante aumento. Esta heterogeneidad abarca desde la tienda de la esquina, hasta las altas finanzas o el Estado. Es un sector que no produce bienes, pero que es fundamental en una sociedad capitalista desarrollada. Su labor consiste en proporcionar a la población todos los productos que fabrica la industria, obtiene la agricultura e incluso el propio sector servicios. Gracias a ellos tenemos tiempo para realizar las múltiples tareas que exige la vida en la

sociedad capitalista de consumo de masas: producir, consumir y ocupar el tiempo de ocio.

El sector servicios está formado por las actividades que ofrecen un producto intangible. El sector servicios es el que tiene un mayor peso relativo en el producto total español. En los últimos años su crecimiento ha sido superior al experimentado en el resto de los sectores productivos.

Los servicios privados son aquellos que pueden comercializarse en el mercado, mientras que los servicios públicos son aquellos que son producidos directamente por el Estado o están sujetos a una especial tutela por parte de éste.

Los servicios públicos como la defensa y el orden público, los asume directamente el Estado, mientras que el resto de las actividades apunta hacia la desregulación y la privatización de los servicios.

En los últimos años el sector servicio ha experimentado un notable crecimiento alentado principalmente por el crecimiento del turismo. La apertura y la integración de la economía española al resto de los países más avanzados están generando un proceso de dinamización y modernización del sector.

#### **D. Los servicios y las nuevas tecnologías**

El **sector cuaternario** es un sector de reciente concepción que complementa a los tres sectores tradicionales, con actividades relacionadas con el valor intangible de la información, abarcando la gestión y la distribución de dicha información. Dentro de este sector se engloban actividades especializadas de investigación, desarrollo, innovación e información. Este nuevo enfoque surge del concepto de

sociedad de la información o sociedad del conocimiento, cuyos antecedentes se remontan al concepto de sociedad postindustrial, acuñado por Daniel Bell<sup>13</sup>.

La incorporación de las nuevas tecnologías, y en particular la robotización están revolucionando las formas tradicionales y también los hábitos de la sociedad.

Internet está influyendo en múltiples aspectos de la vida diaria: el fácil acceso a un gran volumen de información y la intercomunicación global condiciona la forma de hacer negocios. Una de las consecuencias del crecimiento de Internet puede ser la potenciación del sector servicios y la flexibilidad en la creación y cambio de empleo.

Algunos autores ya hablan de un **sector quinario**, relativo a las actividades relacionadas con la cultura, la educación, el arte y el entretenimiento. Sin embargo, las actividades incluidas en este sector varían de unos autores a otros, incluyendo en ocasiones actividades relacionadas con la sanidad.

La Ministra de Coordinación de la Política Económica, Katuska King, aseguró que los sectores productivos de la economía ecuatoriana crecen de manera sostenida. Asimismo, destacó las políticas tomadas por el Gobierno Nacional en este sector para superar de forma satisfactoria la crisis económica mundial del año anterior.

---

13 Daniel Bell, sociólogo y profesor emérito de la Universidad de Harvard, miembro residente de la Academia Estadounidense de las Artes y las Ciencias.

La proyección de crecimiento económico para este año (2011) ratifica la sostenida recuperación que se viene generando en la economía ecuatoriana desde el tercer trimestre del 2009. El buen momento que se tiene antes de la crisis internacional del año anterior y las acciones rápidas del Gobierno Nacional para solucionar los problemas generados por ella, han sido los factores determinantes para promover la reactivación sustentable del Ecuador que se ha blindado de la mala situación económica global. Producto de ello, se aspira que hasta fin de año se tenga una tasa de crecimiento del 3,7%.

Los sectores productivos han encontrado oportunidades para crecer, para obtener ganancias y para aportar al desarrollo nacional, lo cual se evidencia en las tasas de crecimiento comparadas con el año anterior y las proyectadas para el presente. La industria manufacturera decreció -1,5% en el 2009, pero este año obtuvo un 3,6% de crecimiento; la agricultura, ganadería, silvicultura, pesca y actividades conexas alcanzaría el 2,7%, cifra superior al 1,5% del año anterior. El transporte y almacenamiento pasaría del 3,7% al 4,8% en el 2010. Incluso el comercio al por mayor y menor, que en el 2009 decreció en -2,3%, en el 2010 puntúa un 4,1%. La Ministra explicó que pese a la crisis mundial del año anterior, Ecuador logró un crecimiento de su economía de 0,36, mientras que América Latina, en promedio, decreció en -1,9%, la Unión Europea en -4,2%, Estados Unidos -2,6%. Asimismo, el crecimiento acumulado desde el cuarto trimestre del 2008 hasta el primero de este año suma 6,2%, mientras que en países como Chile ese indicador fue de -4%, en Estados Unidos de -14,3%, y en México de -23%. Para ese mismo período, el crecimiento del PIB no petrolero ecuatoriano fue mayor todavía, llegando a 11,5%.

Hay que destacar que hasta fin de año se prevé un crecimiento del 4,6% del PIB del sector no petrolero, esto es fundamental si se toma en cuenta que el año anterior este sector creció en el 0,9%. Este cambio de tendencia vendrá acompañado de nuevas plazas de empleo y el fortalecimiento de encadenamientos productivos. Los sectores productivos crecen de manera sostenida. Esto se evidencia en las tasas de crecimiento comparadas con las del año anterior, según información del ministerio Coordinador de la Política Económica. De esta forma la industria manufacturera decreció -1,5% en el 2009, pero este año obtendría un 3,6% de crecimiento; la agricultura, ganadería, silvicultura, pesca y actividades conexas alcanzaría el 2,7%, cifra superior al 1,5% del año anterior. El transporte y almacenamiento pasaría del 3,7% al 4,8% en el 2010. Incluso, el comercio al por mayor y menor, que en el 2009 decreció en -2,3%, en el 2010 proyecta un 4,1%. Entendidos en la materia, explican que pese a la crisis mundial del año anterior, Ecuador logró un crecimiento de su economía de 0,36% mientras que América Latina, en promedio, decreció en -1,9%; la Unión Europea en -4,2%; Estados Unidos -2,6%. Asimismo, el crecimiento acumulado desde el cuarto trimestre del 2008 hasta el primero de este suma 6,2%, mientras que en países como Chile ese indicador fue de -4%, en Estados Unidos -14,3%, y en México de -23%. En ese mismo período, el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) no petrolero ecuatoriano llegó a 11,5%<sup>14</sup>.

Las empresas que tienen una participación mayoritaria en lo que se refiere a titularización son las del sector de la banca, es decir los bancos son los principales usuarios de este proceso, en segundo lugar de participación se encuentran las empresas que se dedican a la compra y

---

14 Banco Central del Ecuador, estadística latinoamericana

venta de líneas de producción, como por ejemplo línea blanca, electrodomésticos, en tercer lugar de participación, se encuentran las empresas que constantemente desarrollan su actualización de procesos, como aquellas cuyo lucro es la venta de comidas, desarrollo de productos químicos, etc., en si la tendencia de participación en el proceso de titularización no se establece por cantidad de empresas que pertenecen a un mismo sector, sino al monto de titularización que estas empresas realizan, concluyendo que el sector financiero es el que más incide en este proceso, siendo el principal actor del mercado.

### **III.VOLUMEN DE ACTIVOS TITULARIZADOS**

#### **3.1 ACTIVOS TITULARIZADOS DE ACUERDO A LA BOLSA DE VALORES**

El ingreso de compañías que buscan recursos en las bolsas de Valores, a través de diferentes operaciones, continúa. Unas 26 compañías entraron a realizar emisiones y titularizaciones en el mercado de valores de Guayaquil en el primer trimestre del año 2011.

La mayor parte de esas negociaciones han sido para captar fondos que servirán para reestructurar pasivos o incrementar las operaciones de las empresas. La Bolsa de Valores de Guayaquil registra 6 titularizaciones y 21 emisiones de obligaciones, dos de ellas efectuadas por una empresa.

En total, las emisiones fueron por un monto de US\$135,45 millones, mientras que las titularizaciones por US\$51 millones. Una de las titularizaciones de flujos futuros de fondos fue realizada por Artes Gráficas Senefelder. Esta industria, con sede en Durán, efectuó una emisión por US\$4 millones por medio de Multivalores BG. Según el prospecto de la emisión, el 95% de los recursos captados en la Bolsa iba para reestructurar pasivos de Senefelder y el 5% para el financiamiento del crecimiento de la empresa, cuya facturación anual bordea los US\$18 millones. En cambio, Ecu nave, que opera en la industria del cabotaje (transporte marítimo de hidrocarburos), acudió a la Bolsa de Guayaquil para realizar una emisión de obligaciones por US\$8 millones, que obtuvo una calificación de riesgo “AA” otorgada por PacificCredit Rating.

Roberto Maspons, gerente de proyectos, sostuvo que la emisión de obligaciones tiene como propósito la reestructuración de pasivos de la compañía, que opera con tres buques. Ecu nave<sup>15</sup>, que cuenta entre sus principales clientes a Petroecuador y empresas termoeléctricas, factura alrededor de US\$7 millones al año. Otras empresas que han efectuado operaciones son: Dipac Manta, Anglo Automotriz, Envases del Litoral, Ile, Telconet, entre otras. Las empresas privadas ven a la Bolsa de Valores como su nueva fuente de financiamiento.

La emisión de obligaciones, la titularización y la negociación de papeles comerciales son los mecanismos con los cuales se obtienen recursos para financiar planes de expansión o capital de trabajo. Comandato, por ejemplo, tiene tres programas de titularización de cartera. El primero fue de USD 6 millones, en enero; el segundo de USD 10 millones, en agosto; y una tercera se realizará por USD 10 millones. Fabricio Vizhnay, gerente general de la empresa, dice que existe un plan, a cinco años, para incrementar sus operaciones con el cambio de las tiendas. Este capital no siempre se logra obtener en las fuentes de financiamiento como la banca. Hasta lo que va del 2008 se negociaron USD 687,3 millones en las bolsas de Guayaquil y Quito. USD 477 millones corresponden al sector no financiero, superior al 2007.

Pedro Vélez, presidente ejecutivo de Citadel Casa de Valores, explica que en los últimos cuatro años las empresas volcaron su mirada a las bolsas, sobre todo porque obtienen un mejor interés. *“En los bancos dan préstamos a corto plazo, no más de un año, y en cada trimestre había que hacer abono al capital. Las obligaciones tienen plazos de tres y cinco*

---

<sup>15</sup><http://www.supervalores.gov.co>

*años. Las características del papel o del título va a la medida de la empresa y pueden pagar intereses o abono de capital de forma más flexible”.*

También se ha vuelto más fácil encontrar clientes o inversionistas, sobre todo del sector público. Hay un plan agresivo de entidades públicas con exceso de liquidez que son los compradores.

Los inversionistas privados y administradores de fondo también han participado activamente. Hace cuatro o seis años atrás se tomaba un poco más tiempo conseguir a los clientes que compren. Ahora no toma más de dos meses. Hay casos en que se hace en una semana o 15 días, y al final se colocan el 100 por ciento. Agrega también que aunque el mecanismo está vigente, hace varios años a las empresas les faltó profundizar y difundir la Ley de Mercados de Valores.

Y reconoce que ahora existe más confianza y estabilidad del mercado y de la moneda. La estabilidad la crean los propios ecuatorianos. Partiendo por ahí, las empresas como la mencionada deciden generar inversiones importantes.

Los procesos de titularización son los que tienen una mayor presencia en las negociaciones. De enero a octubre del 2008, la Superintendencia de Compañías autorizó ofertas públicas por USD 755 millones, de las cuales, USD 468 corresponden a titularizaciones, USD 219 a emisión de obligaciones, USD 38,8 millones en emisión de acciones y USD 29,2 millones en papeles comerciales.

En la Bolsa de Valores de Guayaquil los títulos tienen hasta cinco años plazo y se emiten al portador. La garantía general de los papeles es del 125% de los activos libres de todo gravamen, a excepción de los diferidos o los que están en litigios. En la Bolsa de Valores de Quito la emisión de obligaciones es muy utilizada, las titularizaciones aumentaron en los últimos tres años. También se comercializaron títulos emitidos por el Municipio de Guayaquil, por USD 35 millones.

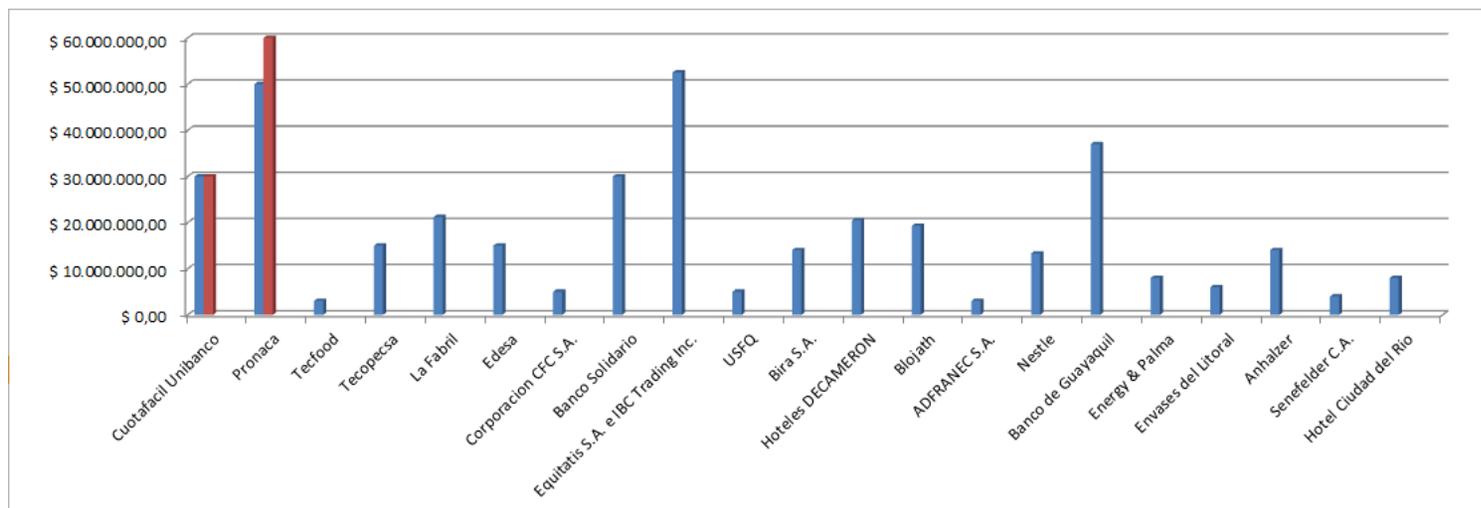
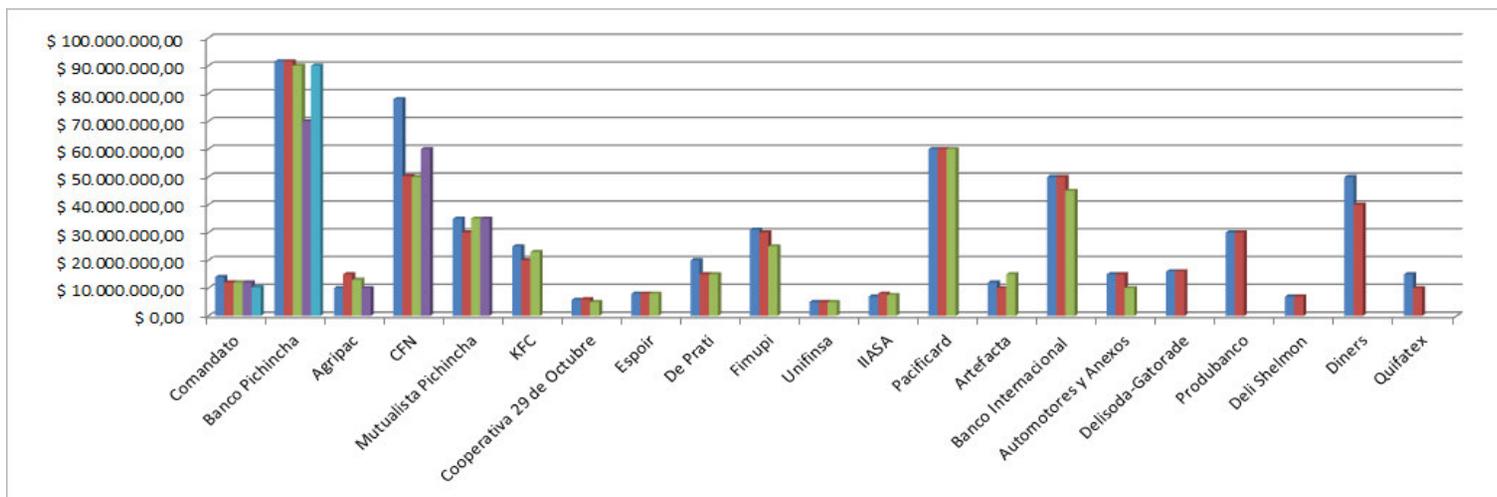
TABLA 3.1 Montos de Activos titularizados en el país

Nombre de la empresa	Monto Titularizado					Año
Comandato	\$ 14.000.000,00	\$ 12.000.000,00	\$ 12.000.000,00	\$ 12.000.000,00	\$ 10.300.000,00	2006-2007-2008-2009-2010
Banco Pichincha	\$ 91.556.000,00	\$ 91.556.000,00	\$ 90.000.000,00	\$ 70.000.000,00	\$ 90.000.000,00	2006-2007-2008-2009-2010
Agripac	\$ 10.000.000,00	\$ 15.000.000,00	\$ 13.000.000,00	\$ 10.000.000,00		2006-2008-2009-2010
CFN	\$ 78.000.000,00	\$ 50.300.000,00	\$ 50.000.000,00	\$ 60.000.000,00		2007-2008-2009-2010
Mutualista Pichincha	\$ 35.000.000,00	\$ 30.000.000,00	\$ 35.000.000,00	\$ 35.000.000,00		2006-2007-2009-2010
KFC	\$ 25.000.000,00	\$ 20.000.000,00	\$ 23.000.000,00			2006-2008-2010
Cooperativa 29 de Octubre	\$ 5.800.000,00	\$ 6.000.000,00	\$ 5.000.000,00			2006-2007-2009
Espoir	\$ 8.000.000,00	\$ 8.000.000,00	\$ 8.000.000,00			2008-2009-2010
De Prati	\$ 20.000.000,00	\$ 15.000.000,00	\$ 15.000.000,00			2007-2009-2010
Fimupi	\$ 31.068.022,00	\$ 30.000.000,00	\$ 25.000.000,00			2006-2007-2010
Unifinsa	\$ 5.000.000,00	\$ 5.000.000,00	\$ 5.000.000,00			2008-2009-2010
IIASA	\$ 7.000.000,00	\$ 8.000.000,00	\$ 7.500.000,00			2006-2007-2008
Pacifcard	\$ 60.000.000,00	\$ 60.000.000,00	\$ 60.000.000,00			2007-2009-2010
Artefacta	\$ 12.000.000,00	\$ 10.000.000,00	\$ 15.000.000,00			2006-2008-2009
Banco Internacional	\$ 50.000.000,00	\$ 50.000.000,00	\$ 45.000.000,00			2006-2008-2009

Automotores y Anexos	\$ 15.000.000,00	\$ 15.000.000,00	\$ 10.000.000,00			2007-2009-2010
Delisoda-Gatorade	\$ 16.000.000,00	\$ 16.000.000,00				2006-2007
Produbanco	\$ 30.000.000,00	\$ 30.000.000,00				2008-2010
Deli Shelmon	\$ 7.000.000,00	\$ 7.000.000,00				2009-2010
Diners	\$ 50.000.000,00	\$ 40.000.000,00				2006-2008
Quifatex	\$ 15.000.000,00	\$ 10.000.000,00				2006-2009
CuotafacilUnibanco	\$ 30.000.000,00	\$ 30.000.000,00				2007-2010
Pronaca	\$ 50.000.000,00	\$ 60.000.000,00				2008-2009
Tecfood	\$ 3.000.000,00					2006
Tecopecsa	\$ 15.000.000,00					2008
La Fabril	\$ 21.200.000,00					2009
Edesa	\$ 15.000.000,00					2006
Corporacion CFC S.A.	\$ 5.000.000,00					2010
Banco Solidario	\$ 30.000.000,00					2008
Equitatis S.A. e IBC Trading Inc.	\$ 52.500.000,00					2007
USFQ	\$ 5.000.000,00					2009
Bira S.A.	\$ 14.000.000,00					2006
Hoteles DECAMERON	\$ 20.500.000,00					2006
Blojath	\$ 19.300.000,00					2007

ADFRANEC S.A.	\$ 3.000.000,00					2010
Nestle	\$ 13.300.000,00					2009
Banco de Guayaquil	\$ 37.000.000,00					2008
Energy& Palma	\$ 8.000.000,00					2007
Envases del Litoral	\$ 6.000.000,00					2009
Anhalzer	\$ 14.000.000,00					2010
Senefelder C.A.	\$ 4.000.000,00					2006
Hotel Ciudad del Rio	\$ 8.000.000,00					2006
	\$ 959.224.022,00	\$ 618.856.000,00	\$ 418.500.000,00	\$ 187.000.000,00	\$ 100.300.000,00	<b>\$ 2.283.880.022,00</b>

Gráfico 3.1 Gráfico de barras de los montos titularizados



En el período 2006-2010, un total de 42 empresas de diferentes sectores productivos del país, han realizado uno o más procesos de titularización, con montos que van desde los \$3.000.000 de dólares hasta cantidades desorbitantes de más de \$90.000.000 de dólares, durante estos años, mayoritariamente del sector financiero y del sector de compra y venta de línea blanca son quienes más han recurrido a este proceso, en estos 5 años, se ha titularizado un total de activos por casi los \$2.300.000.000 de dólares, volviéndose una herramienta muy importante para estas empresas y para los sectores a los que pertenecen.

### **3.2 ESTUDIO DE MERCADO**

Los funcionarios del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INEC) sociabilizan con los gremios la aplicabilidad de los datos. Cifras preliminares muestran que en el país existen 541.889 negocios de distinto tipo, y el 90% de ellos, serían microempresas.

Con las validaciones finales de la información obtenida en 541.889 establecimientos se prevé que este mapeo, además de determinar cuántos locales comerciales, artesanales e industriales existen mostrará los niveles de financiamiento, capacitación y formalidad de los negocios. La idea es que se utilice toda la información, porque el INEC no gana mucho si tiene las cifras, luego de haber invertido tiempo y dinero para que no se usen. La idea es que los gremios la utilicen y la exploten para el beneficio de sus socios.

En la información preliminar se determinó que más del 50% de los establecimientos son de comercio y que, por ejemplo, Galápagos es la provincia que más establecimientos tiene en relación a sus habitantes. El Censo inició en septiembre del 2010 y concluyó en noviembre del 2011. En

el levantamiento inicial de información se determinó que la Sierra es la región que mayor número de establecimientos registra (284.629), mientras que la Costa contabilizó 232.132. En la Amazonía, hay 23.153 negocios y en Galápagos se registran 1.438. Guayas es la provincia con el mayor número de establecimientos (130.794)<sup>16</sup>. Esta información no se recogía en el país desde hace 30 años y que, por lo tanto, existía un vacío sobre todo para determinar qué sectores son los que mueven la economía de Ecuador. Esto se va a unir con la información final del Censo de Población y Vivienda, que sale en agosto. Con eso se podrán hacer incluso estudios de mercado para presentar proyectos o ideas de negocios.

Como ejemplo, la información puede servirle a una empresa que planifique abrir un supermercado en un determinado cantón. Podrá saber cuánta población hay en ese sector, pero también cuántas tiendas, cuántas ferreterías y todo puede salir a partir del censo. A lo mejor una empresa quiere ponerse una manufactura, pero resulta que la principal materia prima no hay en ese sector, todos esos análisis se pueden hacer en base a estas cifras.

Dentro de las preguntas que se hicieron a los establecimientos está la información sobre cuánta gente emplea el negocio, si son hombres o mujeres, el nivel de ventas y de activos fijos, si el gerente tiene calificación artesanal, las fuentes de financiamiento, gastos en energía y en capacitación, entre otros aspectos. Estas cifras nos van reflejar cuántas empresas hay en el país, cuántas están realmente establecidas, qué porcentaje son micro, pequeñas y medianas. Y será una radiografía para trabajar en programas y proyectos para cada sector y subsector. Para las

---

<sup>16</sup> Bolsa de Valores de Quito y de Guayaquil

Cámaras, podrían utilizar la información para establecer las necesidades de financiamiento de los negocios.

Nos va a mostrar quién accedió y a qué tipo de financiamiento, si es con un banco, con una entidad local, con una internacional y por qué no si es con el chulco. Además, hay un componente de información ambiental, que según Vera es importante al momento de plantear proyectos sectoriales.

Por ejemplo, en el sector químico farmacéutico, se puede conocer quién emplea las normas, quién hace estudios de sonido, del aire o del agua. Y en general, conocer qué sector está trabajando en este tema y cuál se está quedando atrás y con eso medir qué proyectos son necesarios. Junto al Ministerio de Industrias y Productividad, la Cámara realizó un censo a 4.000 establecimientos manufactureros, sector con el que se fijaron varios proyectos.

El gremio calcula que hay unos 20.000 micro, pequeñas y medianas empresas agremiadas, pero otras 40.000 que aún no forman parte de una Cámara o Asociación.

### **3.3 ELABORACIÓN DE ENCUESTA**

Encuesta dirigida a las empresas de diversos sectores productivos, que realizan o han realizado un proceso de titularización, con el fin de determinar la evolución de su estructura de capital a partir de la titularización.

#### **OBJETIVO**

Conocer la aplicación de la titularización de activos en las empresas, con qué fin, y preferencias de financiamiento.

## **CUESTIONARIO**

### **1.- ¿Qué lo motivó a titularizar?**

- a.- Remover cuenta no negociable
- b.- Incrementar el patrimonio
- c.- Inversión en proyecto futuro
- d.- Reducir intereses y eliminar intermediario financiero
- e.- Otro

### **2.- ¿Cuántos procesos de titularización ha realizado?**

- a.- 1
- b.- 2
- c.- 3
- d.- 4
- e.- Más de 4

### **3.- ¿Qué activo ha titularizado?**

- a.- Cartera
- b.- Activos Inmuebles
- c.- Proyecto Inmobiliario
- d.- Otro

### **4.- ¿Qué ventajas ha obtenido a partir de titularizar?**

### **5.- ¿Cómo ha cambiado la estructura de capital en la empresa?**

### **6.- ¿Por qué decidió titularizar y no realizar un préstamo bancario?**

### **7.- ¿Qué opinión tiene sobre el proceso administrativo que se lleva a cabo para titularizar?**

- a.- Excelente
- b.- Bueno
- c.- Malo
- d.- Regular
- e.- Pésimo

### **8.- ¿Le parece que el proceso administrativo que se lleva a cabo toma mucho tiempo, si, no, porque?**

### **9.- ¿En que ha invertido la titularización realizada?**

**10.- ¿Qué recomendaría en un futuro como método de apalancamiento, titularizar o un préstamo bancario?**

### **3.4 DETERMINACIÓN DE LA MUESTRA**

La muestra que se tomó en cuenta es para establecer las empresas del país, de cualquier sector, actividad financiera, magnitud e impacto financiero, que utilizan la titularización, en que emplean ese proyecto, los montos utilizados, que activos están dispuestos a titularizar, y las variaciones que ha tenido la empresa luego de utilizar la titularización, en especial lo que se refiere a préstamos bancarios, se lo realizó en base a las empresas registradas en la Superintendencia de compañías, la Superintendencia de Bancos, y además que estén inscritas en el Mercado de Valores.

En el Mercado de valores constan los registros de las empresas que han titularizado a nivel nacional, categorizadas por años, sin tomar en cuenta los montos titularizados ni los activos, donde de cada una de estas tiene un archivo descargable en donde consta todo el proceso que realizó para titularizar, no existen cuadros estadísticos sobre esto. Se utilizó la desviación estándar, conocida como población de éxito, que es del 95% que equivale al 1,96 esto muestra que dicha población es confiable, también podemos ver que el 0.50 proporciona el éxito y el fracaso de la población, con el margen de error del 5% esto nos sirve para conocer el nivel de confianza y desviación de esta forma podemos sacar la muestra.

$$n = \frac{N(Z)^2 pq}{(e)^2 (N - 1) + pq(Z)^2}$$

Dónde:

n= muestra

N= población

z= desviación estándar que también se la conoce como población éxito

p= proporción de éxito de la población

q= proporción de fracaso de la población

e= error

Datos:

N= 42 empresas que titularizan en el país, o que han realizado algún proceso de titularización.

Z= 95%, de la información real (1.96 para el cálculo estadístico)

e= 5%

p= 0.50

q= 0.50

$$n = \frac{42 \cdot (1,96)^2 \cdot 0,5 \cdot 0,5}{(0,05)^2 \cdot (42-1) + 0,5 \cdot 0,5 \cdot (1,96)^2}$$

$$n=37.949$$

Se debe realizar 38 encuestas a empresas que titularizan en el país para poder corroborar que la titularización es una buena alternativa de apalancamiento.

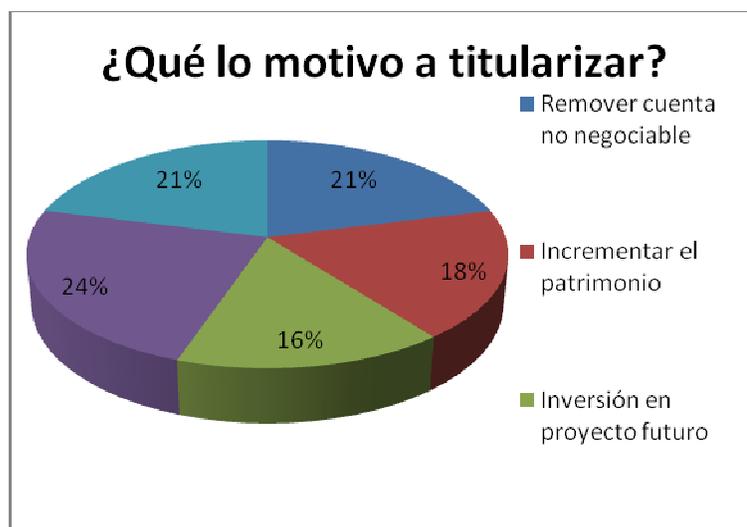
### 3.5.- ESTABLECIMIENTO DE RESULTADOS

Los resultados han sido generados y tabulados en el programa estadístico SPS, cada pregunta tiene su interpretación y su análisis respectivo.

#### 1.- ¿Qué lo motivó a titularizar?

- a.- Remover cuenta no negociable
- b.- Incrementar el patrimonio
- c.- Inversión en proyecto futuro
- d.- Reducir intereses y eliminar intermediario financiero
- e.- Otro

Gráfico 3.2



Como se puede apreciar en los resultados obtenidos, el 24% de las empresas encuestadas, es decir 9 de las 38, supieron manifestar que la razón por la cual titularizaron es el de reducir intereses, interés generado de un préstamo bancario u otro sistema de apalancamiento. En cuanto que el 21%, es decir 8 empresas señalaron que titularizaron por remover cuentas no

negociables, tales como cuentas incobrables, y el mismo porcentaje dijo que también lo hizo para eliminar el intermediario financiero el cual se genera al momento de realizar un apalancamiento en una institución financiera, la cual cobra un alto porcentaje por prestar el dinero. Un 18%, 7 empresas, indicaron que lo hicieron para incrementar su patrimonio, con la adquisición de nuevas máquinas, pagos de hipotecas, captación de nuevos socios, etc. Finalmente el 16%, 6 empresas, dijeron que la titularización la utilizaron para invertirlo en proyectos futuros, tales como la creación de nuevas sucursales, creación de nuevos productos, etc.

## 2.- ¿Cuántos procesos de titularización ha realizado?

a.- 1                      b.- 2                      c.-3                      d.- 4                      e.- Más de 4

Gráfico 3.3



En esta pregunta se comprueba que la titularización es una buena fuente de apalancamiento, aunque el 39%, es decir 15 empresas señalaron que la han realizado solo una vez, esto no indica que será la única vez que lo hagan, puesto que son procesos que toman años en terminar de capitalizar, inversión a largo plazo, pero con remuneraciones a corto plazo. El 29%, 11 empresas, indican que lo han hecho 3 veces, el 18%, 7 empresas, 2 veces; un 8%, 3 empresas, lo han hecho 4 veces; y el 5%, 2 empresas la han realizado más de 4 veces, con esto se puede apreciar en concreto que la tendencia de que los procesos de titularización cada vez más son reincidentes, es decir, estas empresas vuelven a generar procesos de titularización ya que son muy útiles, factibles y aceptados por ellas, haciendo de lado cada vez más al préstamo bancario.

### 3.- ¿Qué activo ha titularizado?

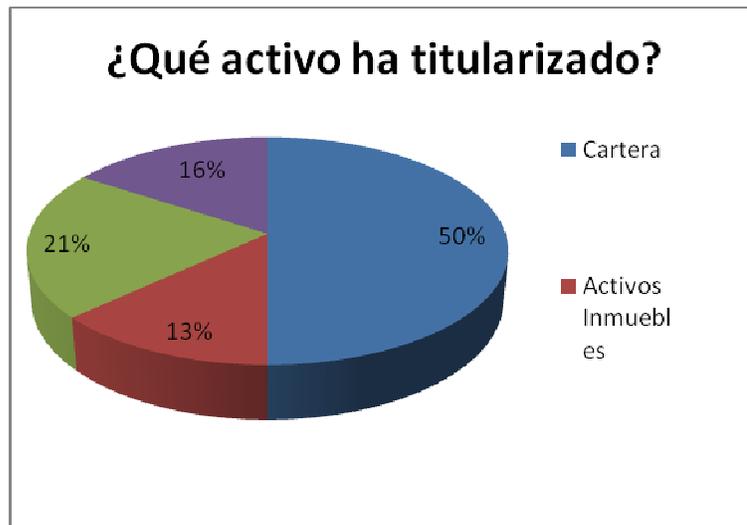
a.- Cartera

b.- Activos Inmuebles

c.- Proyecto Inmobiliario

d.- Otro

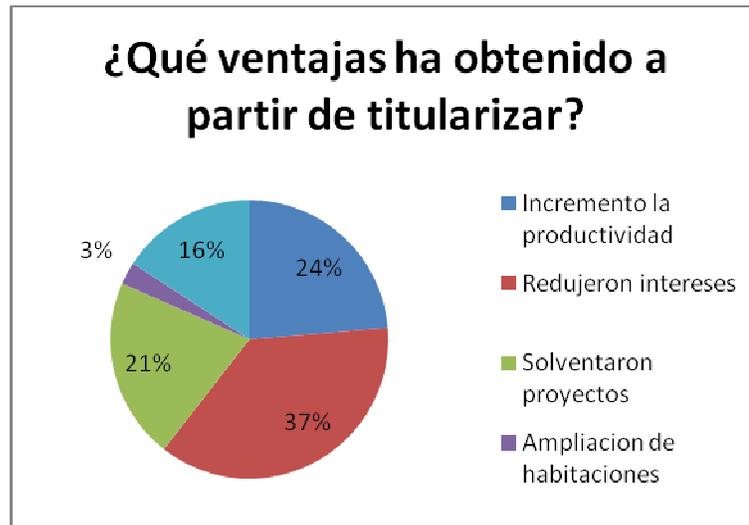
Gráfico 3.4



La mitad de las empresas encuestadas, es decir 19, señalaron que el principal activo a titularizar es la cartera, esto involucra las cuentas incobrables, documentos y cuentas que no se han podido recuperar en el período contable debido. El 21%, 8 empresas, realizan procesos de titularización de proyectos inmobiliarios, el 16%, 6 empresas, dieron respuestas variadas sobre su activo titularizado, tales como hipotecas vencidas, finalmente el 13%, 5 empresas titularizan activos inmuebles.

#### 4.- ¿Qué ventajas ha obtenido a partir de titularizar?

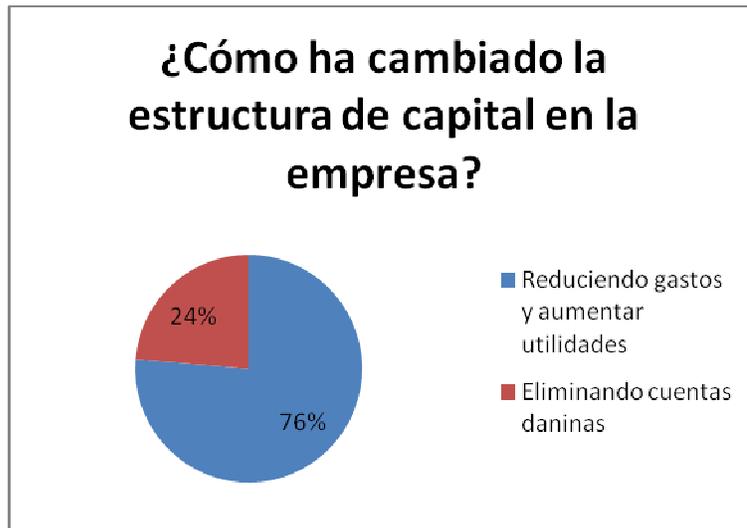
Gráfico 3.5



El objetivo principal de la titularización, es el de reducir los intereses generados en el período contable, así se puede maximizar las utilidades, los resultados de las encuestas corroboran esto, el 37%, 14 empresas, señalaron que la principal ventaja de este proceso es el de reducir intereses, el 24%, 9 empresas indican que a partir de la titularización lograron incrementar la productividad, con estudios de mercados más precisos, bombardear con publicidad más enfocada, etc., el 21%, 8 empresas, apuntan a que este proceso les permitió solventar proyectos que requería una inversión muy grande, una de ellas mencionó que los solvento para comprar un terreno enorme para poner otra planta de producción, el 16%, 6 empresas, dijeron que esto les ayudó a reestructurar su capital, debido a que varias cuentas se modificaron, otras que no se movían tiempo atrás lo hicieron y otras hasta se eliminaron; finalmente el 3%, 1 empresa, indicó que su objetivo con este proceso es el de ampliar las habitaciones, puesto que la demanda turística aumentó.

## 5.- ¿Cómo ha cambiado la estructura de capital en la empresa?

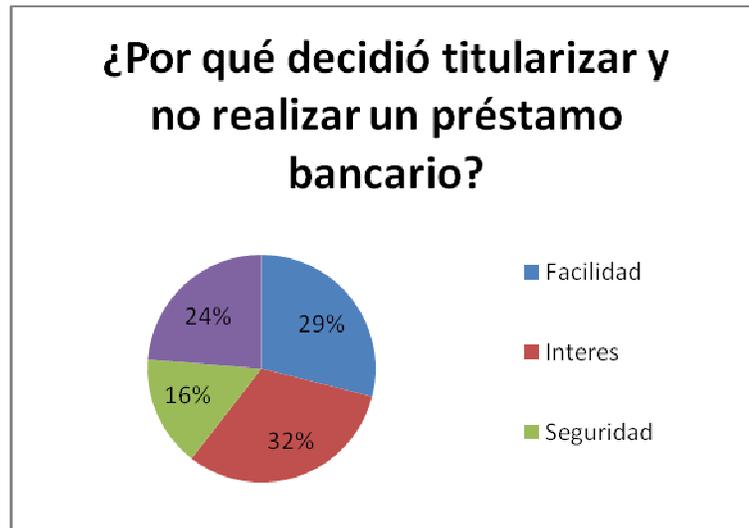
Gráfico 3.6



En esta pregunta los resultados son contundentes por decirlos de alguna manera, ya que el 76%, 29 empresas, indicaron que su capital se reestructuró al reducir gastos y aumentando las utilidades de la empresa, mejorando la rentabilidad de los socios y de los accionistas. Mientras que el 24% restante, 9 empresas, dijeron que con este proceso se han eliminado cuentas daninas, al referirse a daninas supieron manifestar que son cuentas que por algún tiempo ya no se movían, cuentas que se quedaron stancadas durante los años, afectando las utilidades, alterando los valores reales de los activos y que por ende disminuían su capital, por ejemplo, una de ellas indicó que hace 4 años tenían una hipoteca vencida que repercutía con sus utilidades, pero que gracias a la titularización pudieron eliminarla de sus balances, otra empresa indicó que con este proceso, pudieron reducir y hasta eliminar las cuentas incobrables que les generaba pérdidas.

## 6.- ¿Por qué decidió titularizar y no realizar un préstamo bancario?

Gráfico 3.7

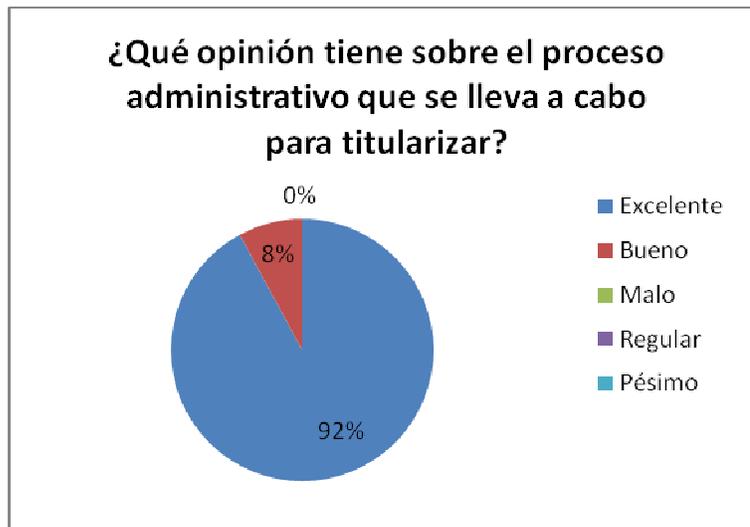


Entre las razones que las empresas indicaron de porque escogieron la alternativa de titularizar la principal fue por los intereses, ya que el 32%, 12 empresas, concordaron en que es preferible titularizar por que el interes es menor al de un préstamo bancario y se rige por el propio mercado, lo cual es muy conveniente, el 29%, 11 empresas, indicaron que se inclinaron por esta alternativa por la facilidad que el mercado les brinda para realizar una titularización, a diferencia de un préstamo, no necesita ni exige un aval ni una garantía adicional para esto, el 24%, 9 empresas digeron que lo hacen por diversificar el riesgo, es decir, realizan apalancamiento de diversas maneras para que los intereses que se generan no sean altos, y perder lo menos posible, finalmente el 16%, 6 empresas, optaron titularizar por seguridad, manifestaron que se referian a seguridad por que saben que el Mercado de Valores y la Bolsa de Valores, son entidades que en un 99% son imposibles de que quiebren o pierdan dinero a manos escrupulosas, lo cual garantiza que ambas partes queden beneficiadas y se cumpla el contrato.

**7.- ¿Qué opinión tiene sobre el proceso administrativo que se lleva a cabo para titularizar?**

a.- Excelente    b.- Bueno    c.- Malo    d.- Regular    e.- Pésimo

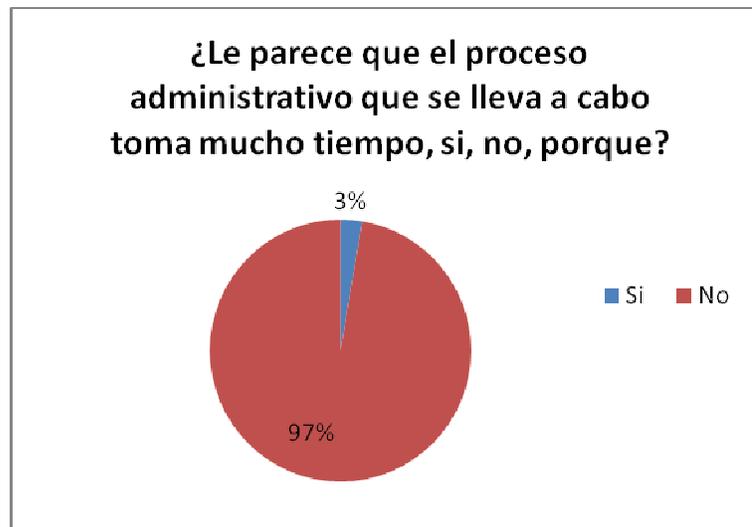
**Gráfico 3.8**



Las empresas que titularizan han manifestado que el proceso de titularización es el adecuado, el idóneo, ya que el 92%, 35 empresas dijeron que el proceso administrativo para poder titularizar es excelente, y a penas el 8%, 3 empresas señalaron que es bueno. Con esto se comprueba que el proceso es el indicado, es correcto, transparente y brinda facilidades para realizarlo, trabas no existen, simplemente se exige información correcta.

**8.- ¿Le parece que el proceso administrativo que se lleva a cabo toma mucho tiempo, si, no, porque?**

**Gráfico 3.9**



El tiempo que se demora en concretar el proceso administrativo, de acuerdo a los resultados de las empresas, se indica que este no es demoroso, ya que el 97%, 37 empresas indican que es un tiempo justo, en este tiempo se comprueba que la empresa en cuestión no tenga problemas, que la información presentada sea legal, y se realiza el traspaso debido del activo a titularizar, es un tiempo de espera adecuado, mientras que en contra parte tan solo el 3%, es decir 1 sola empresa indica que si toma mucho tiempo, este porcentaje mínimo no opaca la efectividad del proceso administrativo. Además indicaron que no es demoroso ya que existe una planificación en la cual se establece un cronograma indicando los pasos a seguir y el lapso.

## 9.- ¿En que ha invertido la titularización realizada?

Gráfico 3.10



La titularización apunta a varios objetivos empresariales, depende mucho del giro de negocio que haga, el tiempo que lleve en el mercado, su misión y su visión, es por eso que las empresas encuestadas han indicado que la razón por la cual han titularizado es la principal para actualizar procesos, procesos de embalaje, de distribución, otras la han utilizado para captar nuevos socios como es el caso de las cooperativas, la reformulación de productos en el caso de distribución agrícola, comprar material extranjero para brindar mayor variedad a los clientes, realizar estudios de mercado para conocer las necesidades que constantemente varían con el pasar del tiempo, y como si esto fuera poco, tecnificar procesos que en tiempos actuales ahorran dinero con gastos que no se necesitan.

**10.- ¿Qué recomendaría en un futuro como método de apalancamiento, titularizar o un préstamo bancario?**

**Gráfico 3.11**



Todas las empresas volverían a realizar un proceso de titularización, las 38 empresas encuestadas confían plenamente en la titularización, y recomiendan o sugieren utilizar este proceso, aquellas que utilizan este proceso saben las ventajas que conlleva, y sin dudarlo lo repetirían, por su parte han dejado de lado el préstamo bancario por la diversidad, saliendo del paradigma del intermediario financiero.

### **3.6.- ANÁLISIS FINANCIERO DE LAS EMPRESAS QUE UTILIZAN TITULARIZACIÓN**

Las encuestas arrojan resultados optimistas y favorables acerca de las empresas que utilizan la titulación, se muestra como les resulta beneficioso este proceso, pero, además de esto se debe realizar un análisis global de como las empresas en cada uno de sus sectores influye y contribuye cuando realizan este proceso, por eso se realizó un análisis de 4 empresas que realizan titularización, estas empresas son: Comandato, Banco Pichincha, Nestlé y KFC, con esta última se realizará una comparación con una empresa del mismo sector, con la misma actividad financiera, pero que no registra proceso de titularización, para apreciar de mejor manera como la titularización es ventajosa y mejora la situación económica de las empresas, todas estas en años diferentes para que los resultados sean con datos al azar por así decir ya que se han realizado en diferentes años, con resultados beneficiosos.

TABLA 3.2 Indicadores económicos del sector comercio venta al por mayor, Comandato

AÑO	Variación			Variación			Variación			Variación			
	2006	#	%	2007	#	%	2008	#	%	2009	#	%	2010
Liquidez	2,7463	0,8917	32,47	3,6380	0,4609	12,67	4,0989	-1,0988	-26,81	3,0001	1,5184	50,61	4,5185
Prueba Acida	1,3647	1,2234	89,65	2,5881	0,4715	18,22	3,0596	-0,3192	-10,43	2,7404	0,7648	27,91	3,5052
Deuda Activo	0,6318	-0,0583	-9,23	0,5735	0,0188	3,28	0,5923	-0,0188	-3,17	0,5735	0,0118	2,06	0,5853
Deuda Patrimonio	2,6273	-0,4681	-17,82	2,1592	0,2647	12,26	2,4239	-0,1418	-5,85	2,2821	0,3269	14,32	2,6090
Deuda Activo fijo neto	7,3442	1,9535	26,60	9,2977	-2,8008	-30,12	6,4969	0,599	9,22	7,0959	6,2755	88,44	13,3714
Apalancamiento	3,6273	-0,4681	-12,90	3,1592	0,2647	8,38	3,4239	-0,1418	-4,14	3,2821	0,3269	9,96	3,6090
Apalancamiento Financiero	3,0783	-1,3228	-42,97	1,7555	1,1166	63,61	2,8721	-0,2701	-9,40	2,6020	0,2933	11,27	2,8953
Rotación de cartera	35,1384	-20,3577	-57,94	14,7807	13,9081	94,10	28,6888	-3,8345	-13,37	24,8543	16,5393	66,55	41,3936
Rotación de activo fijo	122,5518	-71,195	-58,09	51,3568	10,545	20,53	61,9018	-26,0753	-42,12	35,8265	90,7987	253,44	126,6252
Rotación de ventas	4,8092	-1,7263	-35,90	3,0829	0,4016	13,03	3,4845	-1,3741	-39,43	2,1104	1,7609	83,44	3,8713
Periodo de cobranza	42,9522	35,3911	82,40	78,3433	-34,3255	-43,81	44,0178	155,796	353,94	199,8138	-163,8238	-81,99	35,9900
Periodo de pago	79,9812	42,3302	52,93	122,3114	-71,1439	-58,17	51,1675	223,0587	435,94	274,2262	-128,7526	-46,95	145,4736
Impacto gastos	0,3906	0,0169	4,33	0,4075	-0,0786	-19,29	0,3289	0,2711	82,43	0,6000	-0,2704	-45,07	0,3296
Impacto Carga financiera	0,0096	0,0648	675,00	0,0744	-0,0641	-86,16	0,0103	0,0295	286,41	0,0398	-0,0265	-66,58	0,0133
Rentabilidad neta activo	0,1238	0,0096	7,75	0,1334	0,02	14,99	0,1534	-0,0407	-26,53	0,1127	0,19	168,59	0,3027
Margen Bruto	0,3746	0,1005	26,83	0,4751	-0,0695	-14,63	0,4056	0,2414	59,52	0,6470	-0,2496	-38,58	0,3974
Margen Operacional	-0,0161	0,0736	-457,14	0,0575	0,0175	30,43	0,075	-0,01	-13,33	0,065	0,0028	4,31	0,0678
Margen neto	0,0769	-0,0162	-21,07	0,0607	0,0104	17,13	0,0711	-0,0029	-4,08	0,0682	0,0116	17,01	0,0798
Renta sobre patrimonio	0,3031	0,0073	2,41	0,3104	0,2216	71,39	0,532	0,113	21,24	0,645	0,1356	21,02	0,7806
Rentabilidad Financiera	0,3499	-0,0049	-1,40	0,3450	0,1036	30,03	0,4486	-0,1407	-31,36	0,3079	0,5075	164,83	0,8154

Comandato es una empresa cuyo fin de lucro es vender a crédito electrodomésticos de línea blanca, equipos de sonido, televisores; pertenece al sector de ventas al por mayor de enseres domésticos, debido al sector que pertenece, los índices más relevantes son el de liquidez, que en todos los años aumenta llegando en los 5 años que titulariza, de 2.7463 en el 2006 a 4.5185 en el año 2010, un incremento de 1.7722 que representa un 64.53%, la rotación de cartera es un factor determinante en este tipo de empresas a medida que titulariza y posee efectivo, la necesidad de cobrar se reduce, lo que amplía el período de cobranza, es por eso que en 2006, este índice empieza en 42.95, luego aumenta a 78.34 en 2007, en el 2008 disminuye a 44.01, en el 2009 aumenta drásticamente a 199.81 y en el 2010 finalmente disminuye a 35.99, esto debido a dos factores, el primero es los efectos de la titularización y el segundo es debido a la inestabilidad del mercado.

La prueba ácida es un índice en donde el inventario de la empresa no interviene, y en esta empresa, en los 5 años, es muy bueno, ya que no disminuye drásticamente comparado con el índice de liquidez, casi van de la mano; finalmente los márgenes operacionales, netos, brutos y las rentas sobre patrimonio y financiero, van subiendo año tras año, en un promedio estas cuentas crecen de un 40% a un 150%, incremento que con un préstamo bancario no se puede alcanzar.

TABLA 3.3 Indicadores económicos del sector financiero, Banco Pichincha

AÑO	2006	Variación		2007	Variación		2008	Variación		2009	Variación		2010
		#	%		#	%		#	%		#	%	
Liquidez	7,1691	-0,0425	-0,59	7,1266	1,1574	16,24	8,284	0,8635	10,42	9,1475	-0,0935	-1,02	9,054
Prueba Acida	7,1690	-0,1499	-2,09	7,0191	0,4389	6,25	7,458	1,4003	18,78	8,8583	0,0564	0,64	8,9147
Deuda Activo	0,2515	0,008	3,18	0,2595	0,0035	1,35	0,263	-0,0062	-2,36	0,2568	0,0033	1,29	0,2601
Deuda Patrimonio	0,5056	0,1126	22,27	0,6182	-0,0212	-3,43	0,597	0,0528	8,84	0,6498	-0,0531	-8,17	0,5967
Deuda Activo fijo neto	54,8974	-4,5487	-8,29	50,3487	1,3302	2,64	51,6789	-3,3492	-6,48	48,3297	0,7761	1,61	49,1058
Apalancamiento	1,5056	0,1126	7,48	1,6182	0,3468	21,43	1,965	-0,1103	-5,61	1,8547	0,0703	3,79	1,925
Apalancamiento Financiero	1,3015	-0,007	-0,54	1,2945	-0,0486	-3,75	1,2459	-0,0375	-3,01	1,2084	0,0788	6,52	1,2872
Rotación de cartera	46,6662	1,9085	4,09	48,5747	2,0723	4,27	50,647	1,2551	2,48	51,9021	0,5785	1,11	52,4806
Rotación de activo fijo	51,6747	-3,46	-6,70	48,2147	-0,5637	-1,17	47,651	1,3726	2,88	49,0236	-2,0178	-4,12	47,0058
Rotación de ventas	0,7525	-0,4536	-60,28	0,2989	0,0151	5,05	0,314	0,2188	69,68	0,5328	0,058	10,89	0,5908
Periodo de cobranza	135,0460	1,9521	1,45	136,9981	-2,8461	-2,08	134,152	3,0861	2,30	137,2381	-0,2476	-0,18	136,9905
Periodo de pago	78,65	-13,3207	-16,94	65,3293	9,0322	13,83	74,3615	-6,0286	-8,11	68,3329	3,6175	5,29	71,9504
Impacto gastos	1,3258	-0,2895	-21,84	1,0363	0,22909	22,11	1,26539	-0,14069	-11,12	1,1247	0,0403	3,58	1,165
Impacto Carga financiera	0,0313	0,1509	482,11	0,1822	-0,0292	-16,03	0,153	-0,059	-38,56	0,094	0,0357	37,98	0,1297
Rentabilidad neta activo	0,1516	0,0025	1,65	0,1541	0,0024	1,56	0,1565	0,0024	1,53	0,1589	0,0016	1,01	0,1605
Margen Bruto	1,0000	-0,1439	-14,39	0,8561	0,3904	45,60	1,2465	0,0222	1,78	1,2687	0,0117	0,92	1,2804
Margen Operacional	0,3258	-0,0295	-9,05	0,2963	0,0505	17,04	0,3468	0,0147	4,24	0,3615	3,1097	860,22	3,4712
Margen neto	4,1673	0,6641	15,94	4,8314	-0,3178	-6,58	4,5136	0,3576	7,92	4,8712	0,0666	1,37	4,9378
Renta sobre patrimonio	0,2831	0,0033	1,17	0,2864	0,0123	4,29	0,2987	0,0158	5,29	0,3145	0,0142	4,52	0,3287
Rentabilidad Financiera	0,2097	0,0166	7,92	0,2263	0,0104	4,60	0,2367	0,0111	4,69	0,2478	0,002	0,81	0,2498

El Banco Pichincha es una empresa que pertenece al sector financiero cuyo giro de negocio es el de prestar dinero, cuyo ingreso se basa en la diferencia de intereses de prestar el dinero y de tener el dinero de los clientes, por eso además del índice de liquidez que se incrementa en los 5 años notablemente en un total de 26.29%, lo cual para una empresa del sector de la banca es muy bueno, por la inestabilidad del mercado lo que genera desconfianza en los usuarios, en este caso vale recalcar el apalancamiento financiero, que se mantiene casi estable indicando que no tiene la necesidad de endeudarse para conseguir dinero que necesita para sus proyectos, bajando mínimamente año tras año llegando de 1.3015 en el 2006, a 1.2872 en el 2010, representando un 11% de disminución en 5 años. La rotación de cartera es un índice fundamental en este tipo de empresas, ya que de acuerdo a esto genera sus ingresos, en los 5 años, este índice se mantiene casi constante, con una ligera tendencia de incremento, indicando la ampliación de cartera que genera con el tiempo, aumentando en un 12.45%; a diferencia de Comanadato, la renta sobre patrimonio y financiera no se disparan tanto debido a la involucración de los accionistas, quienes reciben utilidades por inversiones realizadas y deciden qué hacer con los excedentes, manteniendo un mínimo o máximo de estos valores.

TABLA 3.4 Indicadores económicos del sector producción de alimentos, NESTLE

AÑO	2009	Variación		2010
		#	%	
<b>Liquidez</b>	2,1841	1,772	81,13	3,9561
<b>Prueba Acida</b>	1,2857	1,4788	115,02	2,7645
<b>Deuda Activo</b>	0,6391	-0,0545	-8,53	0,5846
<b>Deuda Patrimonio</b>	2,2142	0,1353	6,11	2,3495
<b>Deuda Activo fijo neto</b>	3,4239	0,7372	21,53	4,1611
<b>Apalancamiento</b>	3,2142	0,1353	4,21	3,3495
<b>Apalancamiento Financiero</b>	2,1388	0,6459	30,20	2,7847
<b>Rotación de cartera</b>	16,0447	18,0753	112,66	34,12
<b>Rotación de activo fijo</b>	23,6154	17,8526	75,60	41,468
<b>Rotación de ventas</b>	2,3158	0,3431	14,82	2,6589
<b>Periodo de cobranza</b>	29,0699	20,8791	71,82	49,949
<b>Periodo de pago</b>	64,3404	15,7366	24,46	80,077
<b>Impacto gastos</b>	0,2222	0,0417	18,77	0,2639
<b>Impacto Carga financiera</b>	0,0179	-0,009	-50,28	0,0089
<b>Rentabilidad neta activo</b>	0,0834	0,0865	103,72	0,1699
<b>Margen Bruto</b>	0,2608	0,0769	29,49	0,3377
<b>Margen Operacional</b>	0,0668	0,0071	10,63	0,0739
<b>Margen neto</b>	0,0343	0,0417	121,57	0,076
<b>Renta sobre patrimonio</b>	0,3156	0,1203	38,12	0,4359
<b>Rentabilidad Financiera</b>	0,241	0,192	79,67	0,433

En el sector de producción de alimentos, los índices de mayor relevancia son el de liquidez, con un incremento del 81.13%, el período de pago a sus proveedores aumenta, debido a tener mayor liquidez los plazos para pagar aumenta por la confianza que existe, el impacto en la carga financiera disminuye en la mitad, debido a que con mayor liquidez los ingresos son puros por así decirlos, no se ven afectados por los gastos en

su mayor parte, y los márgenes y las rentas en tan solo un año de titularización, han aumentado considerablemente en especial el margen neto que se duplica en su totalidad.

TABLA 3.5 Comparación de indicadores económicos entre KFC y Burguer King

AÑO 2008	KFC	Variación		BURGUER KING
		#	%	
Liquidez	3,2371	-1,2552	-38,78	1,9819
Prueba Acida	2,1737	-1,3083	-60,19	0,8654
Deuda Activo	0,5985	0,6828	114,09	1,2813
Deuda Patrimonio	2,5633	1,0839	42,29	3,6472
Deuda Activo fijo neto	3,5363	0,4185	11,83	3,9548
Apalancamiento	3,5633	0,5454	15,31	4,1087
Apalancamiento Financiero	2,7466	3,2344	117,76	5,981
Rotación de cartera	38,2785	12,37	32,32	50,6485
Rotación de activo fijo	23,7746	1,2266	5,16	25,0012
Rotación de ventas	3,8772	0,4553	11,74	4,3325
Periodo de cobranza	45,7068	13,6212	29,8	59,328
Periodo de pago	85,0949	-42,415	-49,84	42,6801
Impacto gastos	0,5207	1,938	372,19	2,4587
Impacto Carga financiera	0,0124	0,1826	1472,6	0,195
Rentabilidad neta activo	0,1708	-0,0946	-55,39	0,0762
Margen Bruto	0,5753	-0,2063	-35,86	0,369
Margen Operacional	0,2498	-0,0934	-37,39	0,1564
Margen neto	0,1765	-0,09	-50,99	0,0865
Renta sobre patrimonio	0,6584	-0,1652	-25,09	0,4932
Rentabilidad Financiera	0,5204	-0,1557	-29,92	0,3647

En este cuadro comparativo, KFC y Burguer King son dos empresas del mismo sector, ambas se dedican a la venta de servicio de comidas, mientras que KFC realiza procesos de titularización, Burguer King realiza emisión de acciones y préstamos bancarios, estos datos son del año

2008, con esto se puede ver como la titularización es una herramienta muy útil y poderosa, como se puede apreciar en el índice de liquidez de estas dos empresas, mientras que KFC tiene un índice de 3.2371, BK tiene solo de 1.9819, una diferencia de 1.2552, mientras que KFC tiene una deuda de activo pequeña de 0.5985, BK tiene una deuda más grande de 1.2813, tiene un 68% más que KFC, con lo que KFC tiene mejor capacidad de pago en sus activos, la deuda de patrimonio en KFC es de 2.5633, debido a las titularizaciones, no se realiza tantas provisiones para los accionistas, mientras que BK tiene una deuda de patrimonio de 3.6472, un 42% más que su competencia, el apalancamiento de BK es mayor que el de KFC, una diferencia de 15% donde BK posee una mayor apalancamiento que KFC, el período de pago a proveedores en KFC es mucho mayor que el de BK, debido a su capacidad de pago, los plazos se hacen más grandes, es por eso que mientras KFC tiene 85 días de pago, BK tiene tan solo 42 días; el impacto en los gastos de KFC es de apenas 0.52, mientras que de BK es de 2.45, es decir que los gastos en el estado de resultados en KFC afectan minoritariamente, y los ingresos son mayores, mientras que BK sus gastos son más fuertes, y las utilidades disminuyen, mientras que en los márgenes bruto, operacional y neto son altamente rentables a comparación de BK, por mencionar el margen neto de KFC es de 0.1765, mientras que de BK es de 0.0865, una diferencia porcentual de 50.99%, al igual que las rentas sobre patrimonio y financiera, KFC es mayor en 25.09% y 29.92% respectivamente.

Como lo demuestra este cuadro, la titularización genera gran rentabilidad y beneficiosos para las empresas, mejorando su situación económica, volviéndola más competitiva en el mercado, ayudando al sector al que pertenece, contribuyendo a la economía del país.

### **3.7.- CONCLUSIONES DE LAS ENCUESTAS**

Una vez concluidas las encuestas, éstas reflejan que la titularización es un proceso alterno que es eficaz a la hora de obtener fondos o recursos económicos a un plazo de tiempo adecuado para las funcionalidades de la empresa, eliminando el alto interés que se genera con un préstamo bancario, también elimina el intermediario financiero, que en este caso es el banco, las garantías de ambas partes se mantiene, lo que asegura que la titularización se realice en un 100%.

Las empresas que utilizan este proceso, se encuentran financieramente y económicamente muy bien, aseguran que la titularización es un proceso sin riesgo, y sirve mucho para, de cierta manera, eliminar aquellos activos que han quedado estancados en la empresa.

Aunque en el país titularicen 42 empresas, todas concuerdan en que el proceso para titularizar, no es demoroso y es el adecuado, ya que la empresa debe tener los datos claros y actualizados para poder ser inscrito en Mercado de Valores, de esta manera se corrobora que la información presentada sea transparente, generando confianza en que los intereses se pagaran en el momento indicado al igual que el capital a amortizar.

La pregunta que surge es ¿por qué tan solo 42 empresas son las que se han inclinado por este proceso?, la respuesta está en la falta de seriedad en hacer las cosas, ya que la transparencia es un requisito fundamental para esto, y aunque sea un mito, muchas empresas se manejan con doble contabilidad por motivo de impuestos, y prefieren un préstamo en el banco por los diferentes requisitos para obtener uno.

Estas encuestas en resumen global sirvieron para comprobar que la titularización es una buena alternativa de apalancamiento, sus fines son varios, no solo apuntan a lo financiero, abarca todos los campos posibles,

posee un proceso administrativo antes, durante y después del mismo óptimos, tomando su tiempo para evaluar la situación, cuyos activos mayormente titulizados son aquellos que por cuestión de tiempo no se pudieron liquidar, reduce los gastos de la empresa y por el contrario parte aumenta las ganancias de las empresas.

En general, el Mercado de Valores es una buena alternativa de financiamiento, la economía del país mejorará mucho más de lo que ya lo ha hecho, por ejemplo el BIESS, Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, invierte grandes cantidades de dinero para autofinanciar proyectos para el país, se pudiera decir que el dinero del pueblo se reinvierte en el pueblo, sin necesidad de préstamos.

Es así que queda comprobado que no sólo un intermediario financiero puede solventar la liquidez necesaria para un proyecto, cada vez más los procesos de apalancamiento van a surgir dependiendo de las necesidades de quienes interaccionen en el mercado.

## **IV. INCIDENCIA DE LA TITULARIZACIÓN EN EL PAÍS Y REESTRUCTURACIÓN DEL CAPITAL DE LAS EMPRESAS**

### **4.1 INCIDENCIA DE LA TITULARIZACIÓN EN EMPRESAS DEL SECTOR FINANCIERO**

En el sector financiero, la titularización cumple un papel muy importante, en muchos de los casos, ya que los activos que titularizan es la cartera incobrable, activo que es muy difícil de deshacerse después de un tiempo, además, activos como vehículos, muebles, equipos, obsoletos, lo puede

utilizar y convertirlos en títulos valores y así negociarse en bolsa de valores.

Proyectos a largo plazo se han podido sustentar a partir de esto, eso no quiere decir que con un préstamo obtenido en una IFFI no se lo pueda lograr, es simplemente el hecho de los intereses generados con el segundo método de apalancamiento en cuestión son mayores que los generados en una titulación, además, una titulación abarca cantidades muy grandes, por ejemplo 12'000.000 de dólares, montos que un banco no los da ni tiene para prestar.

El Mercado de Valores del país enfrenta problemas estructurales y coyunturales que afectan su principal función; proveer financiamiento de mediano y largo plazo a los sectores productivos. El Mercado de Valores ecuatoriano es joven y por tanto inmaduro. Para empezar, se debe tomar en cuenta el análisis económico. Este análisis sugiere que, el Mercado de Valores en el país es pequeño en relación a otras bolsas de valores de la región y también en relación a los demás componentes del PIB ecuatoriano. Por ejemplo en 2009 el porcentaje de negociaciones en relación al PIB nominal en Brasil significó el 40.23%.

Asimismo, las tasas de crecimiento referente a los montos transados, son significativamente variables lo que indica que el mercado presenta una crisis y su estabilidad es casi nula. El dinamismo de financiamiento para el sector productivo y sobre todo las PYMES es ínfimo, más aun el que proviene del Mercado de Valores. Partiendo de su rol fundamental; canalizar el ahorro hacia la inversión productiva. Toda esta suma de variables ha hecho que el Mercado de Valores ecuatoriano este actualmente en dificultad, no ha cumplido su papel esencial y menos en la dinamización necesaria para despuntar el sector productivo. En 2010 solamente 284 empresas, de los 499.045 establecimientos existentes en

el país pudieron acceder al mercado de valores, esto representa apenas el 0.056% del total de establecimientos, también se confirma dicha afirmación al saber que la mayoría de empresas que participan en el mercado son grandes.

Los esfuerzos en los distintos países van desde la capacitación y socialización de las ventajas del Mercado de Valores hasta la implementación de programas específicos. Esto no es lo único que tienen en común, pues también existen las mismas barreras; tales como, los altos costos de transacción de las operaciones pequeñas, la falta de transparencia, el costo de obtención de la información adecuada, la percepción de alto riesgo, la falta de garantías suficientes, y la exigencia por la normativa prudencial de provisionar los créditos a PYMES. La revisión de los instrumentos, del tamaño del mercado y de las características de la oferta permite concluir que los instrumentos disponibles a las PYMES se limitan al crédito tradicional a corto plazo y esto dificulta su inversión de largo plazo en activos fijos. Estas características exigen esfuerzos materiales y humanos significativos que dificultan el acceso de las PYMES. Como telón de fondo se despliega la falta de sistemas financieros consolidados en la mayoría de los países de la región, una baja intermediación y reducidos niveles de acceso al crédito para las empresas de menor tamaño<sup>17</sup>.

Esto parece no distar de la realidad ecuatoriana. Entre los esfuerzos existen varias iniciativas dirigidas a facilitar el acceso de las empresas a los mercados de valores que pueden clasificarse de la siguiente manera:

Las *iniciativas directas*, son aquellas que pasan por aliviar las exigencias generales para que dicho acceso se produzca, bien

---

<sup>17</sup>CARVAJAL, Mauricio, *Aspectos Jurídicos de la Titularización de Activos*, 1ra Edición, Editorial Biblioteca Jurídica DIKE, Colombia-Medellín, 1996.

eximiéndolas de la constitución de órganos de fiscalización interna o externa o bien exonerándolas de tasas públicas y comisiones privadas y;

Las *iniciativas indirectas*, aquellas que consisten en potenciar el uso por las empresas de mecanismos que faciliten aquel acceso, tales como el fideicomiso financiero.

Por otro lado, también cabe señalar las iniciativas que pretenden facilitar el acceso de las empresas al mercado primario de valores de aquellas otras que buscan permitir que los valores emitidos por las entidades cuenten con mercados secundarios de negociación que les den liquidez por ejemplo, mediante la creación de segmentos del mercado bursátil destinados a negociar valores emitidos por PYMES que actúen en ámbitos de innovación tecnológica parecidos a los *Venture Capitalists*. El acceso al crédito es uno de los temas que merecen exclusiva atención en la región en especial para el diseño y la implementación de políticas públicas. Comprender la diversidad del universo de las PYMES permite disponer de una caja de instrumentos de fomento diferenciados. Gracias a la focalización de las políticas es posible atender las distintas problemáticas que afectan a estas empresas y aprovechar las diferentes potencialidades de crecimiento.

## **4.2.- ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LAS EMPRESAS DEL SECTOR FINANCIERO**

### **4.2.1.- FUENTES DE APALANCAMIENTO FUTURO**

**Apalancamiento Financiero.-** Es el efecto que introduce el endeudamiento sobre la rentabilidad de los capitales propios. La variación resulta más que proporcional que la que se produce en la rentabilidad de las inversiones. La condición necesaria para que se produzca el

apalancamiento amplificador es que la rentabilidad de las inversiones sea mayor que el tipo de interés de las deudas.

Se denomina apalancamiento a la posibilidad de financiar determinadas compras de activos sin la necesidad de contar con el dinero de la operación en el momento presente. Es un indicador del nivel de endeudamiento de una organización en relación con su activo o patrimonio. Consiste en utilización de la deuda para aumentar la rentabilidad esperada del capital propio. Se mide como la relación entre deuda a largo plazo más capital propio.

Se considera como una herramienta, técnica o habilidad del administrador, para utilizar el Costo por el interés Financieros para maximizar Utilidades netas por efecto de los cambios en las Utilidades de operación de una empresa. Es decir: los intereses por préstamos actúan como una **palanca**, contra la cual las utilidades de operación trabajan para generar cambios significativos en las utilidades netas de una empresa. En resumen, debemos entender por Apalancamiento Financiero, la Utilización de fondos obtenidos por préstamos a un costo fijo máximo, para maximizar utilidades netas de una empresa.

### **Clasificación de Apalancamiento Financiero**

**Apalancamiento Financiero positivo:** Cuando la obtención de fondos proveniente de préstamos es productiva, es decir, cuando la tasa de rendimiento que se alcanza sobre los activos de la empresa, es mayor a la tasa de interés que se paga por los fondos obtenidos en los préstamos.

**Apalancamiento Financiero Negativo:** Cuando la obtención de fondos provenientes de préstamos es improductiva, es decir, cuando la tasa de rendimiento que se alcanza sobre los activos de la empresa, es menor a la tasa de interés que se paga por los fondos obtenidos en los préstamos.

**Apalancamiento Financiero Neutro:** Cuando la obtención de fondos provenientes de préstamos llega al punto de indiferencia, es decir, cuando la tasa de rendimiento que se alcanza sobre los activos de la empresa, es iguala la tasa de interés que se paga por los fondos obtenidos en los préstamos.

### **Riesgo Financiero**

Frente al apalancamiento financiero la empresa se enfrenta al riesgo de no poder cubrir los costos financieros, ya que a medida que aumentas los cargos fijos, también aumenta el nivel de utilidad antes de impuestos e intereses para cubrir los costos financieros.

El aumento del apalancamiento financiero ocasiona un riesgo creciente, ya que los pagos financieros mayores obligan a la empresa a mantener un nivel alto de utilidades para continuar con la actividad productiva y si la empresa no puede cubrir estos pagos, puede verse obligada a cerrar por aquellos acreedores cuyas reclamaciones estén pendientes de pago. El administrador financiero tendrá que decir cuál es el nivel aceptable de riesgo financiero, tomando en cuenta que el incremento de los intereses financieros, está justificado cuando aumenten las utilidades de operación y utilidades por acción, como resultado de un aumento en las ventas netas.

### **Grado de Apalancamiento Financiero**

Es una medida cuantitativa de la sensibilidad de las utilidades por acción de una empresa, el cambio de las utilidades operativas de la empresa es conocida como el GAF. El GAF a un nivel de utilidades operativas en particular es siempre el cambio porcentual en la utilidad operativa que causa el cambio en las utilidades por acción.

Con frecuencia se sostiene que el financiamiento por acciones preferentes es de menor riesgo que el financiamiento por deuda de la empresa emisora. Quizás esto es verdadero respecto al riesgo de insolvencia del efectivo pero el GAF dice que la variedad relativa del cambio porcentual en las utilidades por acción (UPA) será mayor bajo el convenio de acciones preferentes, si todos los demás permanecen igual. Naturalmente esta discusión nos conduce al tema del riesgo financiero y su relación con el grado de apalancamiento financiero.

En forma similar al apalancamiento de operación, el grado de Apalancamiento financiera mide el efecto de un cambio en una variable sobre otra variable. El Grado de Apalancamiento Financiero (GAF) se puede definir como el porcentaje de cambio en las utilidades por acción (UPA) como consecuencia de un cambio porcentual en las utilidades antes de impuestos e intereses (UAI)<sup>18</sup>.

### **RAZONES DE APALANCAMIENTO**

Las razones de apalancamiento, que miden las contribuciones de los propietarios comparadas con la financiación proporcionada por los acreedores de la empresa, tienen algunas consecuencias. Primero, examinan el capital contable, o fondos aportados por los propietarios, para buscar un margen de seguridad. Si los propietarios han aportado sólo una pequeña proporción de la financiación total. Los riesgos de la empresa son asumidos principalmente por los acreedores.

Segundo, reuniendo fondos por medio de la deuda, los propietarios obtienen los beneficios de mantener el control de la empresa con una inversión limitada. Tercero, si la empresa gana más con los fondos tomados a préstamo que lo que paga de interés por ellos, la utilidad de los

---

<sup>18</sup>[www.bce.fin.ec/](http://www.bce.fin.ec/)

empresarios es mayor. En el primer caso, cuando el activo gana más que el costo de las deudas, el apalancamiento es favorable; en el segundo es desfavorable.

Las empresas con razones de apalancamiento bajas tienen menos riesgos de perder cuando la economía se encuentra en una recesión, pero también son menores las utilidades esperadas cuando la economía está en auge. En otras palabras, las empresas con altas razones de apalancamiento corren el riesgo de grandes pérdidas, pero tienen también, oportunidad de obtener altas utilidades. Las perspectivas de grandes ganancias son convenientes, pero los inversionistas son reacios en correr riesgos. Las decisiones acerca del uso del equilibrio deben comparar las utilidades esperadas más altas con el riesgo acrecentado.

En la práctica, el apalancamiento se alcanza de dos modos. Un enfoque consiste en examinar las razones del balance general y determinar el grado con que los fondos pedidos a préstamo han sido usados para financiar la empresa. El otro enfoque mide los riesgos de la deuda por las razones del estado de pérdidas y ganancias que determinan el número de veces que los cargos fijos están cubiertos por las utilidades de operación. Estas series de razones son complementarias y muchos analistas examinan ambos tipos de razones de apalancamiento.

### **Fuentes de financiamiento a corto plazo con garantía**

Las principales instituciones que conceden préstamos a corto plazo con garantías son: los bancos comerciales y las compañías financieras comerciales. Aunque el principal tipo de préstamo que conceden los bancos es sin garantía a corto plazo, también conceden préstamos con garantía. Generalmente son los grandes bancos comerciales, pues los pequeños tienen restricciones sobre la cantidad máxima de dinero que pueden conceder a un solo cliente.

Las compañías financieras comerciales, son instituciones financieras sin autorización gubernamental para operar como bancos que conceden préstamos con garantía sobre cuentas por cobrar, inventarios o hipotecas de bienes muebles sobre activos circulantes.

Existen tres tipos de fuentes de financiamiento a corto plazo con garantías específicas:

- a) Cuentas por cobrar.
- b) Inventarios.
- c) Otras fuentes.

**Cuentas por cobrar:** Las empresas utilizan dos técnicas con base en cuentas por cobrar para obtener financiamiento a corto plazo:

- Pignoración de cuentas por cobrar.
- Factorización de cuentas por cobrar.

Es bueno aclarar que solo la pignoración de cuentas por cobrar origina un préstamo a corto plazo con garantía, la factorización solo impone la venta con descuento de las cuentas por cobrar, sin embargo se incluye dentro de esta fuente de financiamiento pues implica el uso de cuentas por cobrar para obtener fondos a corto plazo.

**Pignoración de cuentas por cobrar:** Consiste en el uso de las cuentas por cobrar como garantía de préstamo a corto plazo, pues las cuentas por cobrar al ser perfectamente líquidas resultan atractivas a la hora de solicitar financiamiento a corto plazo a las instituciones financieras. Existen dos formas de pignoración de cuentas por cobrar:

- a) Pignorar cuentas por cobrar sobre una base selectiva.

- b) Pignorar cuentas por cobrar aceptando un gravamen abierto sobre todas las cuentas por cobrar de la empresa.

**Pignorar cuentas por cobrar sobre una base selectiva:** La institución que concederá el préstamo analiza los antecedentes de las cuentas por cobrar de la empresa solicitante, para determinar cuáles representan una garantía de préstamo aceptable y el prestamista puede conceder hasta un 90 % sobre el valor en libros de las cuentas seleccionadas.

**Pignorar cuentas por cobrar aceptando un gravamen abierto sobre todas las cuentas por cobrar de la empresa:** En este caso no se evalúa cada cuenta por separado para determinar su aceptabilidad, sino que se impone un gravamen sobre todas las cuentas por cobrar de la empresa (cuentas que en promedio tengan un pequeño valor). En este caso el préstamo consiste en un valor inferior al 50 % sobre el valor en libros de las cuentas.

El proceso de pignoración consta de cuatro pasos esenciales:

1. Selección de las cuentas aceptables
2. Ajuste de cuentas aceptables.
3. Determinación del préstamo.
4. Notificación y cobro de las cuentas pignoradas.

**Selección de las cuentas aceptables:** En este paso el prestamista evalúa todas las cuentas por cobrar de la empresa, para determinar si son o no aceptables como garantía, uno de los elementos para considerar su aceptabilidad es su volumen, si son suficientemente grandes pueden ser

valoradas como garantía y si no se le concede un gravamen abierto. Otro elemento es analizar los comportamientos de pago sobre las diferentes cuentas por cobrar de los clientes de la empresa, las cuentas por cobrar de clientes con riesgos de crédito bueno (riesgo mínimo) se consideran aceptables como garantía.

**Ajuste de cuentas por cobrar aceptables:** Una vez seleccionadas las cuentas aceptables, el prestamista ajusta el valor de las mismas, tomando en consideración las posibles devoluciones o descuentos por pronto pago, que en consecuencia disminuyen el monto de la garantía. Para protegerse contra estos sucesos el prestamista le aplica un porcentaje fijo al valor de la garantía aceptable.

**Determinación del préstamo:** Una vez realizados los dos primeros pasos el prestamista determina el por ciento que va a prestar contra la garantía, el que generalmente oscila entre un 50 % y 90 %.

**Notificación y cobro:** Generalmente la pignoración de cuentas por cobrar se hace sin notificación, lo que significa que el cliente cuya cuenta ha sido pignorada no se le comunica, sino que sigue realizando sus pagos a la empresa. En el caso que la pignoración sea notificada, el cliente de la empresa debe girar su pago directamente al prestamista, sin embargo el prestatario prefiere la pignoración sin notificación pues de lo contrario sus clientes pueden interpretarlo como: que la empresa está presentando dificultades financieras.

**Factorización de cuentas por cobrar:** Consiste en la venta directa de cuentas por cobrar a un factor u otra institución financiera. Algunos bancos comerciales y compañías financieras también factorizan cuentas por cobrar. La factorización no implica necesariamente un préstamo a corto plazo, pero tiene mucha similitud al préstamo que tiene como garantía las cuentas por cobrar.

La factorización tiene grandes ventajas que la hacen atractiva para las empresas, entre ellas está: la capacidad inmediata de convertir las cuentas por cobrar en efectivo, sin preocuparse por su cobro. Otra ventaja está asociada a los flujos de caja de las cuentas por cobrar que recibirá la empresa (exceptuando una comisión de factorización) en determinada fecha. Además no hay necesidad de mantener un departamento de cobros pues el factor acepta todos los riesgos del crédito y por ende cubre los costos de cobranza. De manera general, las principales ventajas del factoring son el costo y los problemas financieros relacionados a él.

**Inventario:** Es otro de los activos circulantes de la empresa de mayor liquidez luego de cuentas por cobrar y además un activo atrayente como garantía para solicitar préstamo, pues generalmente tiene un valor mayor en el mercado que su valor en libros. Existen tres formas de obtener financiamiento a corto plazo con garantía por medio de inventario:

1. Gravámenes abiertos sobre inventario.
2. Préstamos con recibo de depósito de inventario (recibos de fideicomiso).
3. Préstamos con certificado de depósito (recibos de almacenes).

**Gravámenes abiertos sobre inventarios:** Consiste en que el prestamista garantiza un préstamo con el inventario bajo gravamen abierto, siempre que la empresa tenga un nivel estable de inventario y el valor de los artículos sea promedio. Generalmente el prestamista otorga un préstamo inferior al 50 % sobre el valor en libro del inventario promedio y el cargo por interés sobre el gravamen abierto oscila entre un 3 % y 5 % sobre la tasa prima.

**Préstamos con recibo de depósito de inventario (recibos de fideicomiso):** El inventario bajo este tipo de préstamo, es una mercancía costosa, que permanece en manos de los prestatarios. En este caso el prestatario recibe la mercancía y el prestamista la paga y además registra un gravamen sobre los artículos que financia y sobre los que tiene una descripción detallada. El prestatario puede vender la mercancía a quien desee, pero se le exige que devuelva al prestamista la suma prestada en correspondencia con el artículo vendido. Además el prestamista realiza verificaciones periódicas para asegurarse que la mercancía (utilizada como garantía), está aún en manos del prestatario.

**Préstamos con certificado de depósito (recibos de almacenes):** Consiste en un arreglo en el que el prestamista tiene un control total sobre la garantía pignorada, proporcionándole un alto grado de seguridad. El prestamista selecciona el inventario aceptable como garantía y contrata a una compañía de almacenes de depósitos, para que adquiera físicamente el inventario, esto puede ser en almacenes de depósitos públicos y privados.

## **OTRAS FUENTES**

**Otras fuentes de préstamos con garantías:** Dentro de otras fuentes se incluyen acciones y bonos, préstamos con codeudor, seguros de vida con valor de rescate, activos no corporativos y préstamos gubernamentales garantizados. Las más comunes son las acciones y préstamos con fiador (codeudor).

**Garantía de acciones y bonos:** Ciertos tipos de bonos y acciones emitidas al portador pueden ser cedidos como garantía, en este caso al prestamista le interesa aceptar aquellas acciones o bonos que tengan un precio estable en un mercado fácil. En estos casos los prestamistas otorgan hasta un 90 % del precio de mercado de estos valores ofrecidos

en garantía y los cargos por interés oscilan entre un 2% y 5 % sobre la tasa prima.

**Préstamos con codeudor:** Tienen su origen cuando existe una tercera persona (fiador o codeudor) que le interesa el futuro de la empresa y asume la liquidación del préstamo en caso de que el prestatario no la pueda liquidar. En este caso no existe una garantía tangible que pueda ser pignorada sino que se utiliza la capacidad de una tercera persona (de solidez financiera), como garantía de préstamo. En estos casos el fiador puede ser un cliente, un proveedor y en algunos casos hasta un amigo de la empresa. Las tasas que se cargan en este tipo de financiamiento son similares a las de bonos y acciones<sup>19</sup>.

#### **4.2.2.- EVOLUCIÓN DE ACTIVOS TITULARIZADOS**

En las últimas décadas la figura de las PYMES y su rol ha ido tomando fuerza como puntal del desarrollo en las economías, sobre todo en aquellas emergentes. El Mercado de Valores es y ha sido una herramienta para el desarrollo de este sector a través de créditos canalizados por las Bolsas de Valores. En el país el mercado en su esencia es joven desde su esperada aparición a finales de la década de los 60.

El concepto “PYMES” en el Ecuador tomó una figura distinta es así que, ahora se apela a un término más amplio pero que no difiere de su naturaleza, se trata pues de las “MIPYMES”, comprendido por; la Micro, Pequeña y Mediana empresa. Por objeto de este estudio, fijaremos la mirada únicamente en; *La pequeña empresa*, aquella unidad productiva que tiene entre 10 a 49 trabajadores, un valor de ventas o ingresos brutos anuales entre cien mil uno y un millón USD 100.001 – USD1´000.000;

---

19 RODRIGUEZ, Sergio, *La Responsabilidad del Fiduciario*, 1ra Edición, Editorial Biblioteca Jurídica DIKE, Colombia-Medellín, 1997.

*La mediana empresa*, aquella unidad productiva que tiene entre 50 a 199 trabajadores, un valor de ventas o ingresos brutos anuales entre un millón uno y cinco millones USD 1.000.001 – USD5.000.000.

A lo largo del tiempo el conocimiento del Mercado de Valores ha sido reservado para unos pocos instruidos en la materia. Actualmente esta tendencia está cambiando. La inversión en valores y/o capitales realizada en forma adecuada, puede ofrecer una rentabilidad superior a las fuentes habituales de financiamiento, permitiendo de esta forma la canalización adecuada de los recursos provenientes del ahorro hacia las actividades productivas.

El establecimiento de las Bolsas de Valores en el Ecuador, no solamente que constituyó un proyecto largamente esperado, sino que también respondió a la evolución y naturaleza de los procesos económicos y comerciales que se vienen dando en nuestro país a través del tiempo, tanto así que en octubre de 2004 el gobierno ecuatoriano declaró como política de estado la promoción del Mercado de Valores, aunque esta política poco o nada se cumpla.

Con la breve revisión de estos antecedentes, lo que busca la presente investigación es; identificar las alternativas de financiamiento que tienen las PYMES en un Mercado de Valores ecuatoriano debilitado. Identificando los obstáculos y sobre todo las oportunidades de financiamiento y la posibilidad que, en el corto y mediano plazo se dinamice el sector a través de colocación de crédito propicio para la actividad de las PYMES. El diagnóstico del entorno del Mercado de Valores es fundamental para comprender el estado de esta importante herramienta, así como la experiencia regional e interregional, a fin de identificar y emular aquellas experiencias positivas, de esta manera explotar las oportunidades actuales y futuras.

Para hablar de las PYMES y su rol en el Mercado de Valores debemos empezar contextualizando el ambiente macro del mercado ecuatoriano. En tal sentido, citaré un breve análisis del escenario económico actual en torno al Mercado de Valores. Un hecho digno de destacar y a partir del cual ha cambiado totalmente la actividad, es la crisis bancaria de 1999 y la dolarización del año 2000. En el caso particular de la dolarización interviene otra figura teórica puesto que, bajo este esquema la oferta monetaria depende de la balanza de pagos es decir, de las transacciones con el exterior (FLACSO Arauz, Andrés; 2009).

En términos macroeconómicos en 2010 el monto nacional transado en el Mercado de Valores, que incluye la Bolsa de Valores de Quito y la Bolsa de valores de Guayaquil, en relación al PIB representó 8.8%, esto da cuenta que, el monto transado en relación a otros sectores de la economía es bajo, considerando el rol estratégico que tiene para el desarrollo.

Por ejemplo, las exportaciones de petróleo en el mismo período representaron el 15% del PIB.

SUBSECRETARIA DE MIPYMES Y ARTESANIAS

TABLA 4.6 (PIB por sectores y su participación en miles USD

<b>PIB por Sectores 2010</b>			
<b>En miles de dólares</b>			
<b>Sector/Indicador</b>	<b>Total</b>	<b>% Participación</b>	<b>Acumulado</b>
PIB	57978116	100%	100%
Otros Servicios	16058728	27,70%	28%
Minas y canteras	8679222	14,97%	42,97%
Comercio al por mayor y al por menor	6837083	11,79%	54,76%
Construcción	5973023	10,30%	65,06%
Industrias manufacturas (no petróleo)	5406723	9,33%	74,39%
Transporte y almacenamiento	3583472	6,18%	80,57%
Agricultura, ganadería, caza y silvicultura	3395436	5,86%	86,43%
Otros elementos del PIB	3121710	5,38%	91,81%
Administración pública y defensa	3118073	5,38%	97,19%
Intermediación financiera	1618474	2,79%	99,98%
Productos de la refinación de petróleo	849631	1,47%	101,45%
Suministro de electricidad y agua	460439	0,79%	102,24%
Pesca	428819	0,74%	102,98%
Hogares probados con servicio doméstico	72858	0,13%	103,11%
Intermediación financiera	1625575	-2,80%	100,31%

Fuente: Banco Central

Elaboración: Ronnie Pinto

De igual forma si observamos la variación de los montos negociados comprendidos entre 2001 y 2010, en la Tabla 1.2, evidenciamos una tasa de crecimiento extremadamente variable e inconsistente en el tiempo, por mencionar algunos en relación al año 2001-2002 hay un incremento de capitalización del 93.97%, en contraste a su siguiente período, 2002-2003, donde existe una disminución del 34.79%; en el inicio del período de estudio, en el año 2006 la capitalización se incrementó en un 31.8%, y solo existe un año negativo, el 2009, donde la disminución fue mínima tan solo de un 5.96%.

Lo que indica que, el mercado es altamente volátil, no presenta una estabilidad y peor aún un crecimiento duradero en el tiempo, aunque esto

es típico de los mercados de capitales, e infiere por tanto que, el mercado presenta una crisis en cuanto a estabilidad y crecimiento.

TABLA 4.7 (Transacciones en el Mercado de Valores vs PIB)

<b>CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL Miles USD</b>		
<b>Año</b>	<b>Capitalización</b>	<b>Tasa de crecimiento</b>
2001	\$ 1.428,75	0%
2002	\$ 2.771,35	93,97%
2003	\$ 1.807,08	-34,79%
2004	\$ 2.733,58	51,27%
2005	\$ 3.175,12	16,15%
2006	\$ 4.184,69	31,80%
2007	\$ 4.474,93	6,94%
2008	\$ 4.553,75	1,76%
2009	\$ 4.294,71	-5,69%
2010	\$ 5.144,26	19,78%
2011	\$ 5.778,99	12,34%

Fuente: Banco Central y Superintendencia de compañías

Elaboración: Ronnie Pinto

La contribución del Mercado de Valores en una economía es fundamental. Lamentablemente en el país esa premisa se ha venido a menos por una serie de circunstancias que serán examinadas más adelante. Posterior a estos hechos, el Ecuador ha logrado estabilidad macroeconómica, lo cual ha favorecido durante los últimos años la toma de decisiones en el ámbito empresarial, reactivándose poco a poco los proyectos y en consecuencia las necesidades de financiamiento.

En otros países como Estados Unidos el Mercado de Valores es considerado símbolo del sistema y el eje que sostiene la economía, este mercado ha logrado la dinamización que necesita el sector con su mayor bolsa el NYSE (New York Stock Exchange) por sus siglas en inglés, creada en 1817, pero que no necesariamente incluye a las PYMES entre sus prioridades, caracterizado por oligopolios, la relación entre monto negociado y PIB en ese mercado para 2010 llegó al 17% (NYSE & Bureau of Economic Analysis, 2011).

Por su parte en el entorno ecuatoriano esta dinamización hacia el sector productivo y en particular a las PYMES resulta ínfimo, tomando en cuenta que la economía ecuatoriana se encuentra en vías de desarrollo y es relativamente pequeña, esta afirmación también se puede demostrar con la variabilidad de la tasa de crecimiento que no presenta un ritmo sostenible en el tiempo.

En 2009 se identificó 8.640 pequeñas empresas y 3.566 medianas empresas lo que nos da un total de 12.206 PYMES, la mayor cantidad de pequeñas empresas (72%) facturan anualmente entre USD 100.000 y USD 500.000. En cuanto a las medianas empresas un (78%) factura entre USD 3 a USD 5 millones anuales (Morillo, 2010). A esto se añade la estructura primario - exportadora de la economía ecuatoriana y la dependencia de las exportaciones de Petróleo. Esto ha dispuesto que, el Mercado de Valores no tenga el peso necesario como para dinamizar el sector PYMES y canalizar el flujo de la liquidez y el ahorro al sector real de la economía. Por otro lado, la tasa promedio de crecimiento de la capitalización bursátil del mercado en el período 2001-2010 ha sido de 35,47%, siendo importante destacar que, en la mayoría de años presenta un crecimiento. Además de las anteriores formas de cotejar el peso del Mercado de Valores en la economía, podemos comparar la capitalización bursátil vs el PIB.

En el caso de Ecuador no llega ni a 1% del PIB, lo contrario sucede con otros países de la región que alcanzan el 30% y 40% del PIB. En el año 2002 se registró la tasa de crecimiento más alta 93.97%; tan solo dos años muestra un retroceso; 2003 y 2009. Es importante señalar que, el año 2010 terminó con un crecimiento del 19.78%. El siguiente gráfico muestra la creciente valoración que ha otorgado año tras año el mercado a las empresas que cotizan en bolsa específicamente en cuanto a acciones se refiere.

Generalmente las PYMES en el Ecuador han recurrido a otro tipo de financiamiento como fuentes de ahorro propio y los tradicionales bancos. Según el último censo económico que realizó el INEC en 2010, el 95% de los establecimientos en el Ecuador son micro, pequeñas y medianas empresas. Sin embargo, esto hace pensar que, la mayoría de empresas en el país comprende el sector MIPYMES y solo el restante 5% sería considerado entre medianas-grandes y grandes<sup>6</sup>. Es evidente entonces, que este sector es el más numeroso y en consecuencia el que más necesita financiamiento en cuanto a volumen de empresas, más no en unidades monetarias. Esta realidad no difiere de los demás países Iberoamericanos, a excepción de Panamá que presenta un dato *suigeneris*, pues solo el 36% de la masa empresarial representan a las PYMES.

No obstante, la nutrida masa empresarial ecuatoriana revela que la realidad de las compañías que más generan contribución al PIB no son las micro ni pequeñas empresas sino, las medianas-grandes y grandes; 22.700 establecimientos perciben 76% de las ventas a nivel nacional (Castellanos, 2011), en correlación al principio de Pareto, de un total de 499.045 esto representa el 4.55% del total de establecimientos según el censo económico 2010. Es necesario que aquellas empresas que generan el 76% de las ventas nacionales generen e impulsen

encadenamientos productivos para que el flujo del ahorro se canalice a la inversión productiva y estas empresas que tengan la posibilidad de despuntar, acuñen a las micro y pequeñas en este proceso de reinversión de un verdadero proceso desarrollo económico a través de una eficiente asignación de recursos.

Una vez puntualizado el elemento económico, el análisis de la parte legal es fundamental para entender el verdadero papel y alcance desde una perspectiva transversal.

El desarrollo inherente que ha tenido el Mercado de Valores en el país a partir de la expedición de la primera ley en 1993, ha estado sometido a un conocimiento limitado de su funcionamiento y de las ventajas existentes en la utilización de sus mecanismos, esto denota la juventud e inmadurez del mercado. La experiencia de aplicación de la ley del 93 mostro ciertas inconsistencias, que algún momento constituyeron serios limitantes para el desarrollo estructural del Mercado de Valores. Por ahora referimos la actual ley de Mercado de Valores, publicada en el Suplemento del Registro Oficial No. 20, de 7 de septiembre de 1998, posteriormente codificada en el Registro Oficial Suplemento No. 215 de 22 de febrero de 2006. En contraste, entre 2009 y 2011, el Ministerio de Coordinación de la Política Económica tuvo a su cargo la elaboración de la propuesta de nueva Ley, que se encamina a una invitación para el que hacer bursátil ecuatoriano y que ya se encuentra lista para ser debatida en la Asamblea Nacional.

Entre varios aspectos de la ley de 1998 destacan; la inclusión de nuevos conceptos, la ampliación de la normativa para fideicomisos y aparece la figura de la titularización que posibilita convertir activos improductivos en fuente de recursos.

De acuerdo a estas consideraciones, los requisitos para una PYME son relativamente complicados de lograr. Esto se confirma con las empresas que cotizan en bolsa pues presentan mayores ofertas públicas y son las de mayores posibilidades; tal es el caso de Corporación Favorita, Holcim, etc. Aunque también existen PYMES pero que no toman un papel protagónico. Justamente, según el Ministerio de Coordinación de la Política.

Económica uno de los objetivos de la nueva ley es democratizar el acceso a financiamiento a través del Mercado de Valores para PYMES.

Por otro lado, las Instituciones de Control son:

- a) Consejo Nacional de Valores y
- b) Superintendencia de Compañías. Estas instituciones han perdido su hegemonía de control sobre el sistema de valores. La institucionalidad de estos organismos se limita al control y regulación que, en escasas excepciones van más allá. El rol de estas instituciones debería sobrepasar el mero simplismo y observancia para construir e implementar verdaderas políticas eficientes que se reflejen en el mediano y largo plazo.

Asimismo, una serie de competencias que se excluyen en la ley y en su accionar, tal es el caso de la difusión de este sector, del fortalecimiento del Mercado de Valores, de la construcción de un nuevo y mejor entorno de la institucionalidad y su rol. Estos entes de control presentan alto grado de discrecionalidad y se ven limitados en su accionar debido a las competencias que les otorga la ley, pero también debido a su incapacidad de articular funciones en pro del desarrollo del Mercado de Valores. Estas piezas importantes del sector, también han perdido credibilidad y su reputación se ve reducida entre el sector bursátil del país. A pesar de ello, estos cuerpos son víctimas de un sistema casi ambiguo, producto del marco institucional, estructural y jurídico pobre que enfrenta actualmente

esta importante herramienta de crecimiento y desarrollo económico. Como sabemos el objeto de la legislación y el derecho es normar, permitir y prohibir.

Dentro de los principios básicos del derecho intervienen las instituciones de control o reguladoras antes ya descritas amparadas bajo la Ley. Pues el rol e incidencia es evidente en las actividades e instituciones vinculadas al que hacer bursátil. La generación de políticas para el Mercado de Valores es uno de los principales objetos de los reguladores y hacedores de políticas que actúan bajo el brazo del gobierno. Es decir, representan directamente al gobierno y sus intereses, en ese sentido, las regulaciones y controles se pueden tornar favorables o desfavorables dentro del ambiente macro y político a favor de inversionistas, emisores y compañías de intermediación. Podemos concluir entonces que, depende en gran medida de los entes hacedores de política y reguladores y en consecuencia de su marco jurídico, cuanto se desarrolle la actividad bursátil que limitaciones y que facilidades presente.

El Mercado de Valores del país enfrenta problemas estructurales y coyunturales que afectan su principal función; proveer financiamiento de mediano y largo plazo a los sectores productivos. El Mercado de Valores ecuatoriano es joven y por tanto inmaduro. Antes ya se ha detallado el escenario tanto económico como legal, ahora se lo analizará de forma conjunta.

Un análisis económico sugiere que, el Mercado de Valores en el país es pequeño en relación a otras bolsas de valores de la región y también en relación a los demás componentes del PIB ecuatoriano. Por ejemplo en

2009 el porcentaje de negociaciones en relación al PIB nominal en Brasil significo el 40.23%.<sup>20</sup>

Asimismo, las tasas de crecimiento referente a los montos transados en el Gráfico 4.13, son significativamente variables lo que indica que el mercado presenta una crisis y su estabilidad es casi nula. El dinamismo de financiamiento para el sector productivo y sobre todo las PYMES es ínfimo, más aun el que proviene del Mercado de Valores. Partiendo de su rol fundamental; canalizar el ahorro hacia la inversión productiva. Toda esta suma de variables ha hecho que el Mercado de Valores ecuatoriano este actualmente en dificultad, no ha cumplido su papel esencial y menos en la dinamización necesaria para despuntar el sector productivo. En 2010 solamente 284 empresas, como muestra la Tabla 4.8 de los 499.045 establecimientos existentes en el país pudieron acceder al mercado de valores, esto representa apenas el 0.056% del total de establecimientos, también se confirma dicha afirmación al saber que la mayoría de empresas que participan en el mercado son grandes.

---

<sup>20</sup>Schwarcz, Steven L. *La Alquimia de la Securitización de Activos*. Stanford Journal of Law, Business and Finance, 1994.

TABLA 4.8 (Evolución de emisores a nivel nacional)

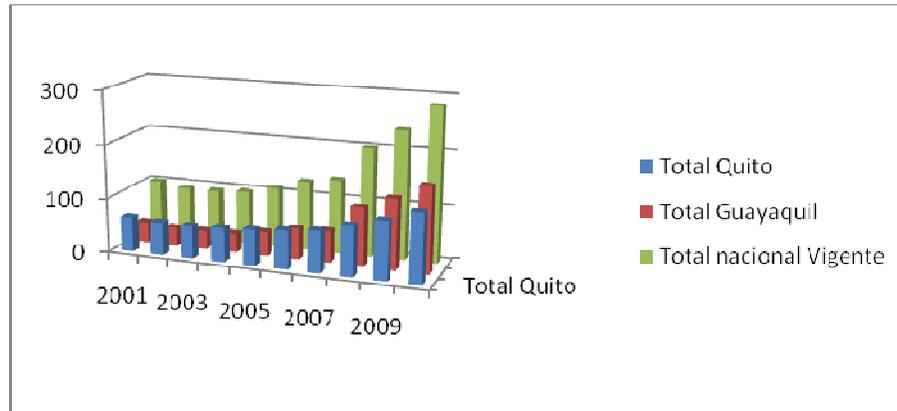
Consolidado de emisores a nivel Nacional			
Año/Bolsa	Total Quito	Total Guayaquil	Total nacional Vigente
2001	64	38	102
2002	60	34	94
2003	60	34	94
2004	63	35	98
2005	66	44	110
2006	71	57	128
2007	77	59	136
2008	92	108	200
2009	107	130	237
2010	127	157	284

Fuente: Superintendencia de Compañías Anuarios estadísticos

Elaboración: Ronnie Pinto

Si observamos la Tabla 4.8 nos damos cuenta que, el número de emisores presenta un crecimiento sostenido en ambas ciudades y a nivel nacional.

GRÁFICO 4.12 (Evolución de emisores a nivel nacional)



Fuente: Superintendencia de Compañías Anuarios estadísticos

Elaboración: Ronnie Pinto

En el caso del marco legal, también encontramos ciertas falencias, como la débil estructura jurídica del Mercado de Valores. Los entes de control se han venido a menos y no están cumpliendo con lo encomendado, en

parte por su incapacidad para articular esas políticas a favor del mercado bursátil, pero por otra y como el mayor problema está la débil institucionalidad que les otorga la ley. A esto se suma los intereses individualistas de los actores del mercado, los intereses de los grupos hegemónicos y la ausencia de buenas prácticas de gobierno corporativo.

En conclusión el Mercado de Valores de forma más positiva se encuentra estancado tanto desde el punto de vista legal, económico y hasta político. En este tiempo que es relativamente corto pero suficiente, no se ha podido lograr que, el Mercado de Valores tome impulso, sin duda estos desajustes no solo se deben a los desatinos de un sector o un actor, sino que responde a una caída compartida, en la cual todos los involucrados tienen directa injerencia en el eminente fracaso del Mercado de Valores, en dónde, las PYMES y el sector productivo asumen las consecuencias directas.

En la experiencia española en 2007, las PYMES tienen un papel muy relevante. Según el Directorio Central de Empresas (DIRCE) del Instituto Nacional de Estadística, a 1 de enero del año 2006 había en España 3.161.480 PYMES empresas comprendidas entre 0 y 249 asalariados. Es decir, el 99,87% de las 3.165.619 empresas que conforman el censo, excluida la agricultura y la pesca.

Los mercados extranjeros buscan que el sector PYME, despunte a través de este instrumento, en ocasiones esto se ha logrado pero en la mayoría de los casos no se puede decir lo mismo. En la experiencia de mercados maduros como Estados Unidos y Europa, las PYMES son beneficiarias del flujo de capital de los *Venture Capitalists*. Estos recursos aportados por las entidades de capital de riesgo pueden llegar a ser vitales para emprendedores y PYMES, aunque en Europa la forma más común de participar de los agentes de capital de riesgo es a través de proyectos de

expansión y cambios en el accionario de las compañías (Ortigueira, 2004). Estados Unidos tiene, sin duda, la industria más grande de capital de riesgo del mundo, esta podría ser una luz en el caso ecuatoriano. Sin embargo, la inversión en PYMES es todavía limitada debido a la baja información así como la percepción de alto riesgo, entre otros factores ya mencionados.

#### **4.2.3.- LA BANCA COMO FUENTE ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO**

Tiene como actividad principal la regulación y el control de la política cambiaria monetaria y crediticia del país. Asimismo es el representante del país en las negociaciones de la deuda externa y frente al Fondo Monetario Internacional.

#### **COMISIÓN NACIONAL BANCARIA**

Es la encargada de coordinar y regular la operación de las instituciones de crédito, de banca comercial o múltiple y las organizaciones auxiliares de crédito, y a su vez, a la banca de desarrollo. Tiene a su cargo la vigilancia y auditoría de las operaciones bancarias, y está autorizada para sancionar en el caso de que alguna institución viole la Ley Federal de Títulos y Operaciones de Crédito o a la Ley General de Sociedades Mercantiles.

#### **COMISIÓN NACIONAL DE SEGUROS Y FIANZAS**

Es la encargada de coordinar y regular las operaciones de instituciones de seguros y las instituciones de fianzas.

#### **COMISIÓN NACIONAL DE VALORES**

Tiene a su cargo principalmente regular y vigilar el Mercado de Valores, las operaciones bursátiles y actividades de los agentes de bolsa, así como

el estudio de las empresas que quieren participar en la Bolsa, a través de la BMV, las casas de bolsa, sociedades de inversión y las sociedades operadoras de sociedades de inversión.

Las instituciones de crédito están formadas por dos grandes grupos:

- La Banca Comercial o Múltiple
- La Banca de Desarrollo

### **BANCA COMERCIAL O MÚLTIPLE**

Esa integrada por todas las instituciones encargadas de realizar la intermediación financiera con fines de rentabilidad, ésta última constituye el centro de la actividad financiera, capta los recursos del público sobre los que constituye su capacidad de financiamiento, haciendo uso de ésta principalmente en operaciones activas.

Las operaciones que puede efectuar son las siguientes:

- ✓ Recibir depósitos bancarios de dinero
- ✓ Emitir bonos bancarios
- ✓ El efectuar descuentos y otorgar préstamos o créditos
- ✓ Constituir depósitos en instituciones de crédito y entidades financieras del exterior.
- ✓ Expedir tarjetas de crédito con base en contratos de apertura de crédito en cuenta corriente.

La banca comercial o múltiple ofrece los siguientes financiamientos:

#### **CRÉDITO SIMPLE**

Este crédito se documenta con pagarés que tienen un plazo de pago no mayor a 180 días y se amortiza a liquidarlos en uno o varios pagos.

## **PRÉSTAMO DE HABILITACIÓN O AVÍO**

Es un crédito a corto plazo, siendo el plazo máximo a cinco años, garantizándolo con los bienes adquiridos o sus frutos.

### ***Características.***

- ✓ Se utiliza para financiar la producción de la actividad industrial, agrícola y ganadera.
- ✓ En la industria se destina para adquirir materias primas, materiales, mano de obra y los costos relacionados con la producción en proceso.
- ✓ En la agricultura se destina en la compra de semillas, fertilizantes, insecticidas y costos en general para la preparación de la tierra.
- ✓ En la ganadería se utiliza en la compra y engorda de ganado que requiera un tiempo reducido para su venta.
- ✓ El máximo de crédito será el 75% de los insumos adquiridos o costos realizados.

Los intereses son datos por el Costo Porcentual Promedio, más una sobretasa fijada por el Banco y son cobrados sobre saldos insolutos vencidos.

## **PRÉSTAMO QUIROGRAFARIO**

Se otorgan con base en la solvencia económica y moral del solicitante, puede disponerse del crédito en forma revolvente pero debe liquidarse a su vencimiento.

Son créditos a corto plazo, generalmente a 90 días, pero pueden extenderse hasta un año. Puede requerir de un aval. Los intereses se cobran anticipadamente los cuales son dados por el CPP o una tasa líder en el mercado más una sobretasa fijada por el banco.

## **PRÉSTAMOS REFACCIONARIOS**

Es un crédito a largo plazo, 15 años para la industria y 5 años para la ganadería y agricultura.

### ***Características***

- En la industria se utiliza para la adquisición de activos fijos para liquidar adeudos fiscales o pasivos relacionados con la operación.
- En la agricultura se otorga con el fin de financiar la compra de activos fijos, apertura de tierras de labranza, para liquidar adeudos fiscales o pasivos relacionados con la operación.
- En la ganadería se utiliza con el fin de financiar la compra de activos fijos, compra de ganado para la reproducción, para liquidar adeudos fiscales o pasivos relacionados con la operación.
- El monto máximo del préstamo es del 75% de los bienes adquiridos.
- Se garantiza con los activos fijos adquiridos que serán en prenda hipotecaria.

## **PRÉSTAMO HIPOTECARIO**

Son financiamiento a largo plazo de gran flexibilidad para la adquisición, construcción o mejoras de inmuebles destinados al objeto social de la empresa, también para el pago o consolidación de pasivos originados en la operación normal, excluyendo pasivos por financiamiento otorgado por otra institución bancaria.

La garantía está consolidada por activos fijos tangibles, en algunos casos se requiere garantías adicionales y la demostración de que el acreditado tenga la capacidad de pago.

### ***Características.***

- El valor del crédito no podrá exceder del 50% del valor de las garantías otorgadas comprobado mediante avalúo.
- El plazo máximo para un crédito hipotecario destinado a la agricultura y ganadería es de 15 años, teniendo por lo regular un año de periodo de gracia. En los créditos hipotecarios en la industria el plazo es e 15 años, pudiendo tener 2 años de periodo de gracia.
- Los intereses se cobran sobre saldos insolutos vencidos, mensualmente cuando se trata de empresas iniciales y de servicios, y semestralmente en empresas agrícolas y ganaderas.

### **CRÉDITO HIPOTECARIO INDUSTRIAL**

Su destino debe ser diferente al utilizado en los préstamos de habilitación o avío, refaccionario e hipotecario. Generalmente se utiliza en la consolidación de pasivos y cuando no exista un crédito específico al cual acudir.

### ***Características.***

- ❖ Se otorga con garantía hipotecaria de la unidad industrial, que incluye todos los activos de la misma.
- ❖ Puede existir un periodo de gracia con pagos de intereses, difiriéndose en el capital.
- ❖ Se requiere autorización previa del Banco de México, y ratificación ante notario público.

### **DESCUENTO DE DOCUMENTOS**

Representa la transmisión de títulos de crédito en los que la institución bancaria liquida anticipadamente el importe de dichos títulos descontando los intereses y una comisión por el descuento.

Su propósito principal es darle a la empresa una recuperación inmediata de los documentos por cobrar a sus clientes, es un crédito revolvente.

Es un crédito a corto plazo (90 días) pudiendo ser hasta de 180 días, los intereses se cobran anticipadamente, el interés es el CPP o tasa líder más una sobretasa fijada por el banco y su característica principal es que proporciona liquidez inmediata a la empresa.

### **CRÉDITO COMERCIAL**

Requiere de un contrato para que los bancos corresponsales paguen a un beneficiario por cuenta del acreditado contra documentación, el importe de los bienes específicos que se hayan señalado en el contrato, puede ser revocable cuando la cancelación se haga por alguna de las partes, y puede ser irrevocable cuando para cancelarse se requiera de la autorización de todos los contratos.

Capital e intereses se amortizan generalmente de manera mensual, y se requiere que el contrato esté inscrito en el Registro Público de la Propiedad y del Comercio.

Aunque la titularización es una buena fuente de financiamiento para las empresas, muchas de ellas optan por el método tradicional de la banca. El sistema bancario es el más frecuentado ya que las empresas son tradicionales, se mantienen en los procesos que han venido desde años, sin indicar que estos sean malos, indicando que hay que renovar. El apalancamiento bancario es la opción número uno del sistema debido a la falta de información que las empresas tienen acerca de otra alternativa, aunque la liquidez que el banco brinda es casi inmediata, los intereses que se generan en este proceso es mucho más alto que en el proceso de titularizar, ya que el lucro del sistema bancario es el interés por prestar

dinero. Para realizar la titularización, se debe seguir un proceso en el cual la empresa que la va a realizar, debe detallar todo lo que constara en la titularización, contiene datos como el nombre de la empresa, la dirección, razón social, el cuadro de accionistas, además de esto tiene la información acerca del proceso que se va a realizar, los montos a titularizar, el tipo de activo que se va a titularizar, el plazo y el interés a amortizar y cada que tiempo también.

Una vez que este proceso está esclarecido, ambas partes, Mercado de Valores y funcionarios, firman e integran el documento en Bolsa, legalizando todo. Además de estas razones, el préstamo bancario es la forma más antigua de obtener dinero, pagando un interés por este, a través de los años se ha visto como las pequeñas, medianas y grandes empresas han recurrido a este sistema de apalancamiento, y se mantendrá a través de los tiempos así. El paradigma de que solo con un intermediario financiero se pueden obtener fondos para realizar un proyecto no se romperá así de fácil, debido al sistema conservador que existe en el país.

Esto no quita la idea de que en un futuro, la banca sea solo netamente un sistema de almacenamiento de dinero, y que la generación de efectivo sea el Mercado en sí, se eliminaría incluso patrones de corrupción, y lo más probable es que los intereses tanto la activa como la pasiva se regulen y la inflación disminuya.

## CONCLUSIONES

- La titularización es una buena alternativa de apalancamiento que ofrece más y mejores ventajas que el préstamo bancario, ya que las empresas que la utilizan manifiestan de acuerdo a las encuestas realizadas, que se tiene costos menores, el plazo es mayor al que ofrece las Instituciones Financieras, el monto que se maneja es más grande al de la IFI's, y que las facilidades en los procesos de titularización son más adecuadas.
- En los últimos años, las empresas han incursionando en mayor cantidad dentro del Mercado de Valores, tan solo hay que darse cuenta de que en los últimos dos años el valor del mercado negociado ha aumentado en un 24%, equivalente a casi 400 millones de dólares más. Este monto se divide entre acciones, titularizaciones y bonos de empresas, nuevas y existentes en el mercado, que han optado por este método de apalancamiento.
- Con el apoyo de las encuestas realizadas a diversas empresas, y la Tabla 3.1 se pudo constatar que el volumen de activos titularizados alcanza sumas de 90 millones de dólares, los resultados también indican que la reestructuración de capital beneficia a la empresa reduciendo gastos, eliminando cuentas muertas y a su vez mejora indicadores económicos, como lo demuestra la Tabla 3.5 donde se aprecia los índices de KFC que titulariza, y Burguer King que no titulariza.
- La titularización es en los últimos años la inyección económica que varias empresas de los diferentes sectores necesitaban para poder desarrollarse en el mercado, como el Gráfico 4.2 y la Tabla 4.6, en los que se indica los cuadros comparativos relacionados al

incremento de valores inscritos en Bolsa y el PIB; a raíz de la titularización, el PIB del país se incrementa de la mano con el monto de activos negociables en Bolsa de Valores, convirtiéndose en un ingreso importante para el país y su desarrollo.

- En la práctica se puede dar cuenta que las empresas están en un nivel financiero estable, como lo muestra la Tabla 3.2 y la Tabla 3.3, donde se indica que el apalancamiento de estas empresas se estabiliza y se lo disminuye aumentando así las utilidades debido a que los gastos son menores.
- El crédito proporcionado por el Mercado de Valores a través de los distintos instrumentos financieros, resulta más eficiente y eficaz que cualquier otra fuente de financiamiento tradicional, la Tabla 4.8 muestra como cada vez son más las empresas que acuden a este mercado, por lo atractivo que resulta, ya que los intereses son mayores respecto de la tasa pasiva para los inversionistas y menores que la tasa activa para los emisores, a plazos más prolongados que las que ofrece el sistema financiero tradicional. El crédito es esencial en la economía y en el proceso de convertirse en empresario, puesto que, garantiza que la corriente circular se cumpla eficientemente.

## RECOMENDACIONES

- Difundir información en cuanto se refiere a los beneficios que ofrece el trabajar en y con la Bolsa de Valores, en especial a lo que se refiere a la titularización, realizar conferencias y prácticas sobre cómo funciona esta herramienta financiera y como beneficia a sus empresas.
- Establecer tablas y gráficos más detallados sobre el crecimiento de la Bolsa de Valores, las empresas que incursionan en el mercado, indicando a que sector pertenecen, los montos titularizados y como incide en el crecimiento del PIB, así también de como los indicadores económicos del país varían con el efectivo que el Mercado de Valores genera.
- Las empresas que titularizan deberían crear una página web de las mismas, y si ya la tienen, publicar información acerca de los proyectos financieros que tienen en futuro, o a su vez, publicar sus estados financieros, emisión de acciones o procesos de titularización, ya que estos datos son difíciles de encontrar para estudios como el presente realizado.
- Utilizar la titularización como fuente alternativa de financiamiento, dejar de ver al préstamo bancario como la única manera de obtener recursos financieros para sustentar proyectos, fomentar en la empresa la idea de diversificación de riesgos a la hora de apalancamiento.

## BIBLIOGRAFÍA

- BORJA, Ramiro, *La Fiducia o Fideicomiso Mercantil y la Titularización*, 1ra Edición, Editorial Jurídica del Ecuador, 1995
- CARREGAL, Mario, *El fideicomiso regulación jurídica y posibilidades prácticas*, Ed. Universidad Buenos Aires, 1982.
- BETANCOURT, Natalie, “*Fideicomiso y Titularización*”, ponencia presentada en el Banco Solidario, Quito.
- PERALVO, Juan Carlos, “*Negocios Fiduciarios y Titularización*”, ponencia presentada en la Bolsa de Valores de Quito, Noviembre 2007.
- PHILIPPATOS, G. C, “*Fundamentos de Administración Financiera*”, Ed. McGraw Hill, México, 1974.
- LARREA, Mario, *Régimen Jurídico de la Titularización de Activos*, 1ra Edición, Ediciones Legales, Quito-Ecuador.
- PETIT, Eugéne, *Tratado Elemental de Derecho Romano*, 1ra edición, Edición Porrúa, México.
- REGISTRO OFICIAL No. 215, Ley de Merco de Valores, 22 de febrero 2006.
- LEY ORGANICA DE REGIMEN MUNICIPAL, Ediciones, Corporación de Estudios y Publicaciones, julio 2009.
- Guitierrez Junquera, P. El crecimiento de los servicios: Causas, repercusiones y políticas. Madrid: Alianza Ed. 1993
- Stutely Richard, Diccionario financiero The Economist, primera edición 2010, Quito ecuador
- Tennent John, Gestión Financiera, primera edición 2010, Quito, Ecuador
- Regimen Tributario
- Ley de Mercado de Valores

## **NETGRAFÍA**

- <http://www.bolsavaloresquito.gov.ec>
- <http://www.supervalores.gov.co>