

ANÁLISIS E IMPACTO DE LA TITULARIZACIÓN DE CARTERA EN MUTUALISTA PICHINCHA

Larreátegui Maldonado Xavier Oswaldo¹

¹Maestrante en Finanzas Empresariales; Escuela Politécnica del Ejército, Sangolquí, Ecuador

I. RESUMEN:

Dentro del Sistema Financiero existe una diversidad de variables que afectan su entorno por lo cual es indispensable evaluar constantemente las estrategias utilizadas por las Instituciones Financieras. Actualmente, diferentes Organismos de Control están tomando medidas con respecto a la liquidez del Sistema Financiero mismas que afectan de manera importante a Mutualista Pichincha, motivo por el cual esta institución requiere liquidez adicional a la que mantiene actualmente. La titularización ha transformado activos de largo plazo de la empresa en activos líquidos que le han permitido enfrentar épocas de crisis en el Sistema Financiero. Desde que Mutualista Pichincha empezó los procesos de titularización, el crecimiento de su cartera total (cartera propia más cartera administrada) se ha incrementado en un 50%. Un proceso de titularización disminuye el saldo de cartera y los intereses que la misma causa, sin embargo genera otras fuentes de ingresos que pueden compensar y superar estos intereses. Cualquier institución financiera no solamente depende de las oportunidades de negocio que tenga en el mercado para incrementar su colocación de cartera sino también de la limitación de su Patrimonio Técnico, particular que es aún más crítico en las mutualistas donde han existido restricciones o importantes limitaciones para incrementar su patrimonio. Mutualista Pichincha ha adquirido una importante experiencia en estos procesos lo cual ha permitido efectuarlos más eficientemente y ha logrado que sus títulos valores sean reconocidos y aceptados en el mercado.

II. PALABRAS CLAVE:

- Activo
- Captaciones
- Crédito para Vivienda
- Fideicomiso Mercantil
- Inversionista
- Liquidez
- Mercado de Valores
- Rentabilidad

III. ABSTRACT:

Within the financial system there are a variety of variables that affect its environment, therefore, is essential to constantly evaluate the strategies used by financial institutions in order not to lag behind. Currently, the organizations in charge of the control of financial institutions are making decisions that strongly affect the liquidity of the financial system, thus directly affect to Mutualista Pichincha because this institution requires more liquidity than what it currently holds. Securitization has turned long-term assets of the company in liquid assets which has enabled it to face crisis periods in the financial system. Since Mutualista Pichincha started with securitization, its overall portfolio (portfolio in the enterprise's balance sheet and administrated sold portfolio) has increased by 50%. A securitization process reduces the amount of loans portfolio and the interest generated from it, but produces other revenue sources that can compensate and overcome these concerns. Any financial institution not only depends on the business opportunities in the market to be able to increase its portfolio but also it is limited by its technical heritage which is even more critical in mutuals where there have been significant restrictions or limitations to increase heritage. Mutualista Pichincha has gained significant experience in this kind of process which has allowed to conduct them each time more efficiently and has made its securities to be recognized and accepted in the market.

IV. KEY WORDS:

- Assets
- Deposits
- Mortgage
- Mercantil trust
- Investor
- Liquity
- Stock market
- Profitability

V. INTRODUCCIÓN:

Alcanzar buenos niveles de rentabilidad y liquidez y luego mantener un equilibrio entre estas dos variables es fundamental dentro de cualquier institución financiera y más aún dentro de una mutualista, misma que tiene importantes limitaciones para incrementar capital en épocas de crisis o simplemente para emprender nuevos proyectos que contribuyan al crecimiento de la empresa.

Mutualista Pichincha desde el año 2005 ha efectuado procesos de titularización de cartera hipotecaria de vivienda que finalmente se han convertido en toda una estrategia y modelo de negocio institucional. Estas titularizaciones repercuten de manera importante en el desempeño de la empresa generando beneficios significativos pero también un importante costo de oportunidad, motivo por el cual se realizó un estudio minucioso sobre las mismas y sobre la factibilidad de adoptar una nueva titularización de cartera de vivienda.

Dentro del estudio, se analizaron los niveles de liquidez y rentabilidad de la empresa desde hace varios años atrás, al igual que el manejo de los activos financieros que intervienen en este proceso pues cada uno de ellos implica distintos niveles tanto de rentabilidad como de liquidez y es importante alcanzar un equilibrio entre estas dos variables ubicadas dentro del contexto actual en el que se desempeña la organización. De igual manera se analizaron los gastos derivados de los procesos de titularización, con lo cual se logró una visión global del costo beneficio que en las actuales circunstancias implica efectuar un proceso de Titularización en Mutualista Pichincha.

VI. METODOLOGÍA:

En primer lugar se realizó un análisis del entorno en el que se desenvuelve Mutualista Pichincha y de la relevancia que tiene dentro del mercado de colocación de créditos de vivienda en el Sistema Financiero. De igual manera, se revisó la figura y características de las titularizaciones de Mutualista Pichincha para poder comprender de manera íntegra el proceso adoptado por la institución. Con respecto al ámbito financiero, se analizaron todos los activos al igual que todas las cuentas de resultados de la institución que intervienen o se ven afectadas dentro de un proceso de titularización, con un horizonte de tiempo de diez años y se las segmentó en dos períodos, uno con la información previa a la utilización de las titularizaciones en la empresa y otro con las cifras alcanzadas luego de adoptar esta estrategia

Esta segmentación permitió observar el nivel de crecimiento y volumen de resultados que Mutualista Pichincha obtuvo tanto en el período durante el cual no utilizaba estos procesos como en los años en los que la empresa efectuó diferentes titularizaciones de cartera. La mayor parte de esta información tuvo como fuente directa a los balances de la institución, mismos que son manejados internamente y también por la Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador, Órgano Regulador del sistema financiero.

Por otra parte, luego de situar a Mutualista Pichincha en la coyuntura y contexto actual, se hicieron proyecciones de los flujos relacionados con una titularización, utilizando tanto un escenario en que se adopta un nuevo proceso de titularización como uno que simula dejar de utilizar esta estrategia, para así poder observar cuál de los dos supuestos es más favorable para la institución. Estas proyecciones incluyeron todos los costos que genera un proceso de titularización así como el costo de oportunidad que implica el efectuarlo, además de las cuentas propias relacionadas al proceso o a activos afectados por el mismo.

De igual manera, se elaboraron proyecciones utilizando los dos escenarios anteriormente mencionados, para observar el comportamiento del Índice de Patrimonio Técnico de la institución, punto crítico dentro de Mutualista Pichincha y de cualquier institución del Sistema Financiero, para de esta manera estar en capacidad de advertir el impacto que una titularización tiene en este índice.

VII. EVALUACIÓN DE RESULTADOS Y DISCUSIÓN:

A. Origenación de cartera de vivienda en el Sistema Financiero

Con la finalidad de identificar la situación de mercado que Mutualista Pichincha tiene con respecto al activo base utilizado para sus titularizaciones, y para poder conocer la relevancia que la empresa tiene dentro del mismo, se desglosó por institución la colocación de cartera dentro del Sistema Financiero, encontrándose lo siguiente:

Cuadro 1: Participación de Mercado - Origenación Cartera de Vivienda – Instituciones Financieras Privadas

Entidad	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Pichincha	15.2%	17.7%	21.8%	18.7%	23.8%	26.0%	28.2%	30.9%	25.4%	23.1%
Mut Pichincha	11.3%	16.8%	15.0%	18.4%	13.0%	15.7%	16.1%	15.5%	13.3%	13.2%
Pacífico	4.0%	4.2%	10.3%	8.5%	6.6%	3.6%	6.4%	5.1%	13.4%	13.0%
Guayaquil	2.3%	3.2%	2.5%	1.8%	2.6%	5.7%	7.8%	8.3%	7.6%	9.6%
Bolivariano	10.1%	2.9%	1.6%	2.8%	4.3%	4.4%	3.7%	5.0%	4.0%	4.8%
Produbanco	7.6%	5.5%	2.6%	5.5%	4.3%	3.9%	3.4%	5.1%	3.5%	4.6%
Internacional	4.4%	6.0%	5.6%	5.7%	8.0%	10.2%	8.5%	7.0%	4.9%	3.6%
Promerica	1.8%	3.3%	2.9%	3.5%	4.8%	3.1%	4.2%	4.3%	4.5%	3.4%
Azuay	0.9%	2.0%	2.2%	1.8%	3.0%	1.8%	1.5%	2.3%	2.7%	3.1%
De Loja	1.9%	1.9%	2.3%	2.3%	1.5%	1.2%	1.7%	1.0%	2.1%	2.5%
29 De Octubre	0.1%	1.0%	0.9%	1.3%	0.6%	1.1%	1.2%	2.0%	2.1%	1.7%

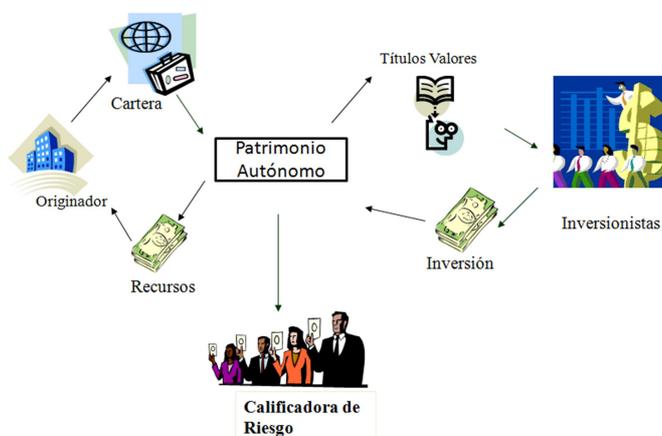
Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros

En la tabla se pueden observar las principales instituciones financieras privadas generadoras de crédito de vivienda, encabezadas por Banco Pichincha, seguido por Mutualista Pichincha y, en tercer lugar, por Banco del Pacífico. Claramente se puede visualizar que el Banco Pacífico es una entidad que incrementa de manera importante su participación mientras que las demás instituciones reducen o mantienen su porción de mercado. Esto se da debido a las nuevas políticas del mencionado banco, donde principalmente se bajó de manera considerable la tasa de interés de los préstamos. Por su parte, Mutualista Pichincha se mantuvo desde el año 2007 al 2009 con una participación de alrededor del 16%, porcentaje que se redujo al 13% en los años 2010 y 2011.

Esta participación, sin embargo, debe ser transparentada con la información de la colocación de cartera del Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (BIESS), lo cual disminuye el porcentaje de cada entidad en un poco más de la mitad en el año 2011. De todas formas, es importante recalcar que el monto en sí de origenación de cartera entre las instituciones financieras no se ha reducido, de hecho, sin considerar la origenación del BIESS, en el año 2010 el sistema financiero generó USD 688 mil millones mientras que en el año 2011 originó USD 696 mil millones, es decir, se dio un crecimiento en el monto total de créditos desembolsados. Por tanto, la participación que actualmente tiene el BIESS no ha reducido la producción de las demás instituciones del sistema financiero aunque es un hecho que ha mermado el crecimiento que pudieran tener. En base a lo expuesto, se puede observar que el volumen de financiamiento de vivienda en el país ha crecido de una manera muy importante y que la entrada del BIESS en el mercado dinamizó y aumentó el volumen de créditos de vivienda, siendo Mutualista Pichincha uno de los actores principales en el sector.

B. Esquema de Titularización dentro de Mutualista Pichincha

Gráfico 1: Esquema de Titularización de Cartera de Créditos – Mutualista Pichincha



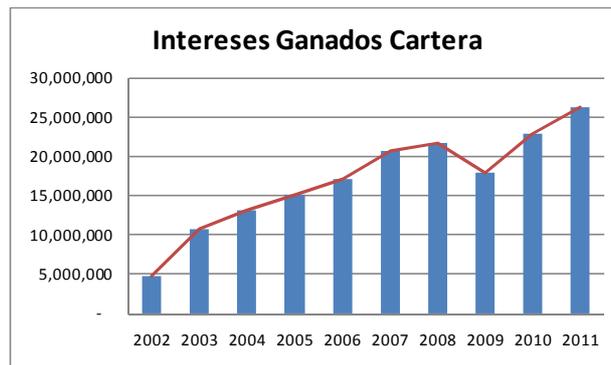
En la gráfica se describe el esquema que utiliza la empresa para sus titularizaciones. Es importante resaltar que Mutualista Pichincha al momento de efectuar una titularización no recibe de manera directa el efectivo proveniente de la cartera que es titularizada pues lo que recibe son la totalidad de los títulos valores derivados de la titularización. De esta manera, la empresa no mantiene en sus libros una cantidad exagerada de efectivo sino que se queda con títulos valores que le siguen generando rentabilidad y que van siendo vendidos de acuerdo a las necesidades de liquidez de la institución.

Adicionalmente, cabe recalcar que el activo que es transferido al fideicomiso para titularización es cartera con calificación A y de buen comportamiento crediticio, lo cual provoca que los títulos que se generen en base a este activo sean atractivos en el mercado pues es esta cartera la que respalda la emisión de los títulos que adquieren los inversionistas. Por otra parte, Mutualista Pichincha es el administrador de la cartera que titulariza en lo que respecta a la relación con los clientes, función que le representan ingresos adicionales.

C. Impacto Económico – Financiero de titularizaciones anteriores

Tal como se mencionó previamente, para observar el impacto que han tenido los anteriores procesos de titularización, se analizó información de años anteriores segmentándola en un período anterior a la adopción de la estrategia de titularización de cartera hipotecaria y otro posterior a la misma. De este análisis se obtuvo lo siguiente:

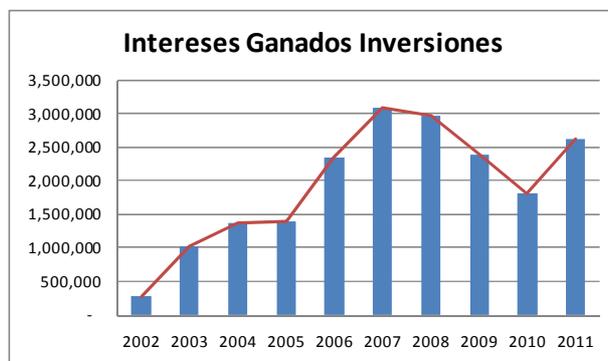
Gráfico 4.7: Intereses Ganados de Cartera de Créditos



Fuente: Superintendencia de Bancos

Tal como se puede observar en el gráfico, los intereses provenientes de la cartera de créditos, fuente principal de ingresos de la institución, año tras año mantienen un crecimiento sostenido, siendo solo una excepción el año 2009 período en el cual se realizaron ventas directas de cartera muy fuertes por lo que la acumulación de interés se vio afectado. Los intereses de cartera se mantienen crecientes a pesar de las titularizaciones que restan saldo de cartera y la acumulación de interés, básicamente debido a que gran parte de los fondos generados por la misma son reinvertidos en más cartera. Si se analizan por separado los períodos antes de las titularizaciones se puede observar que en promedio la generación de ingresos por intereses se situó en USD 10.9 millones anuales mientras que durante los años en que ya se ha utilizado esta estrategia, el promedio anual alcanza los USD 21.1 millones

Cuadro 4.8: Intereses Ganados de Inversiones



Fuente: Superintendencia de Bancos

Tal como se señaló en párrafos anteriores, los títulos valores provenientes de la titularización permanecen en los balances de la empresa hasta el momento en que se requiera la liquidez, tiempo durante el cual estos títulos valores generan intereses que también incrementan los ingresos de la institución. La información obtenida muestra que existe una gran diferencia entre los dos períodos analizados pues el ingreso que generan estos títulos mientras están en libros de Mutualista Pichincha son considerables y ayudan en parte a compensar los intereses de la cartera titularizada que la entidad deja de percibir. Adicionalmente, estos intereses generados, por ser provenientes de títulos valores con un plazo superior a un año, son exentos del pago al Impuesto a la Renta por lo que el rendimiento se puede incrementar hasta un 33.33% sobre los intereses que sí son gravados, generando un beneficio adicional a la empresa. Bajo la misma comparación realizada previamente, en la lapso que Mutualista Pichincha no efectuó titularizaciones su ingreso por concepto de intereses de inversiones tuvo un promedio anual de USD 1 millón mientras que después de adoptados estos procesos, el promedio alcanzó los USD 2.5 millones por año. Si se realiza una equivalencia de estos USD 2.5 millones de intereses por inversiones con los intereses por cartera, aplicando el efecto tributario, alcanzarían los 3.4 millones de dólares.

Estrechamente relacionada a las titularizaciones de Mutualista Pichincha se encuentra la cuenta de Utilidad en Venta de Activos Productivos misma que refleja la comisión que la institución ha generado al momento de transferir la cartera al fideicomiso mercantil. Sumando las ocho titularizaciones llevadas a cabo por la institución, el monto alcanzado en este rubro es de USD 12 millones.

De igual manera, existe otra fuente de ingreso que entra en la figura que Mutualista Pichincha utiliza en sus procesos de titularización misma que se encuentra relacionada con la administración de la cartera que la institución transfiere al fideicomiso. Operativamente es mucho más conveniente que el administrador de la cartera que pasa a pertenecer al patrimonio autónomo sea la misma institución financiera que otorgó los créditos y que tiene la relación comercial con los clientes por lo que en este caso el Fideicomiso Mercantil contrata a Mutualista Pichincha para administrar la cartera lo cual le genera ingresos adicionales a la institución. En poco más de 6 años Mutualista Pichincha ha generado casi USD 6.5 millones lo cual representa en promedio alrededor de 1.1 millones anuales.

D. Proyecciones de Flujos para una nueva Titularización

Cuadro 4.5: Flujo de Cuentas sin efectuar una nueva Titularización (USD miles de dólares)

Concepto	-	Mes 1	Mes 2	Mes 3	Mes 4	Mes 5	Mes 6	Mes 7	Mes 8	Mes 9	Mes 10	Mes 11	Mes 12
Saldo Cartera No Titularizada		32,000	31,886	31,772	31,656	31,539	31,422	31,303	31,183	31,063	30,941	30,818	30,694
Tasa Promedio de Cartera de Vivienda		10.25%	10.25%	10.25%	10.25%	10.25%	10.25%	10.25%	10.25%	10.25%	10.25%	10.25%	10.25%
Intereses Cartera No Titularizada		273	272	271	270	269	268	267	266	265	264	263	262
Ingresos que permanecen en la entidad		273	272	271	270	269	268	267	266	265	264	263	262
Ingreso incluido el Efecto Tributario		205	204	204	203	202	201	201	200	199	198	197	197
Flujo Neto	-	205	204	204	203	202	201	201	200	199	198	197	197
Flujo Neto Descontado (Tasa = 10.25%)	-	186	168	152	137	124	112	101	92	83	75	67	61
Valor Actual Neto	1,358												

Fuente: Mutualista Pichincha

Cuadro 4.7: Flujo de Cuentas de una nueva Titularización (USD miles de dólares)

Concepto	-	Mes 1	Mes 2	Mes 3	Mes 4	Mes 5	Mes 6	Mes 7	Mes 8	Mes 9	Mes 10	Mes 11	Mes 12
Costos de Estructuración del Proceso	96												
Costos de Calificación de la Emisión	9												
Costos de Colocación	30												
Costos del Proceso - Mutualista Pichincha	135	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Saldo Cartera Titularizada		32,000	31,886	31,772	31,656	31,539	31,422	31,303	31,183	31,063	30,941	30,818	30,694
Tasa Promedio de Cartera de Vivienda		10.25%	10.25%	10.25%	10.25%	10.25%	10.25%	10.25%	10.25%	10.25%	10.25%	10.25%	10.25%
Saldo Títulos Valores en Libros		32,000	27,000	22,000	17,000	12,000	7,000	2,000	-	-	-	-	-
Tasa Promedio de Títulos		6.33%	6.33%	6.33%	6.33%	6.33%	6.33%	6.33%	6.33%	6.33%	6.33%	6.33%	6.33%
Intereses Inversiones		169	142	116	90	63	37	11	-	-	-	-	-
Origenación de Cartera con Fondos Nuevos		-	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	2,000	-	-	-	-
Saldo de Cartera Originada		-	5,000	9,982	14,947	19,893	24,821	29,730	31,621	31,505	31,387	31,268	31,148
Intereses Cartera Nueva		-	43	85	128	170	212	254	270	269	268	267	266
Administración de Cartera		20	20	20	20	20	20	20	19	19	19	19	19
Precio en Venta de Clase Subordinada													457
Precio en Venta de Cartera	960												
Ingresos que se generan	960	189	205	221	237	253	269	284	290	289	287	286	742
Ingreso incluido el Efecto Tributario	720	184	189	195	200	206	211	216	217	216	216	215	557
Flujo Neto	585	184	189	195	200	206	211	216	217	216	216	215	557
Flujo Neto Descontado (Tasa = 10.25%)	585	167	156	145	136	126	117	109	99	90	81	73	173
Valor Actual Neto	2,058												

Fuente: Mutualista Pichincha

Los dos cuadros precedentes reflejan los flujos tanto para el caso en que no se efectúa una titularización como para el caso que sí se la lleva a cabo, y para poder tener un punto de comparación sólido entre estos dos flujos y estar en capacidad de establecer cuál de los dos es más conveniente para la empresa se realizó el cálculo del Valor Actual Neto (VAN) de los mismos. Los flujos fueron descontados a la tasa equivalente al rendimiento de la cartera de vivienda de la institución. Se toma la mencionada tasa (10.25%) debido a que es la tasa que representa el rendimiento que tendrían los recursos de la institución tanto si la cartera permanece en la empresa como cartera hipotecaria, cuanto si los recursos provenientes de la titularización posteriormente son colocados de nuevo en este mismo tipo de cartera.

El resultado de este ejercicio fue que el VAN de la Titularización es superior al VAN del escenario en que no se efectúa este proceso lo cual indica que la alternativa que le genera un mayor beneficio a la empresa es realizar un nuevo proceso de titularización.

Cuadro 4.8: Proyección del Índice de Patrimonio Técnico sin Titularización

	Índice Patrimonio Técnico Inicial	Utilidad Mensual	Variación de Cartera al 50%	Variación de Cartera al 100%	Variación de Inversiones al 50%	Índice Patrimonio Técnico Final
Mes 1	10.01%	260,000	2,710,641	2,693,991	0	9.97%
Mes 2	9.97%	260,000	2,710,641	2,693,991	0	9.92%
Mes 3	9.92%	260,000	2,710,641	2,693,991	0	9.87%
Mes 4	9.87%	260,000	2,710,641	2,693,991	0	9.83%
Mes 5	9.83%	260,000	2,710,641	2,693,991	0	9.78%
Mes 6	9.78%	260,000	2,710,641	2,693,991	0	9.74%
Mes 7	9.74%	260,000	2,710,641	2,693,991	0	9.70%
Mes 8	9.70%	260,000	2,710,641	2,693,991	0	9.66%
Mes 9	9.66%	260,000	2,710,641	2,693,991	0	9.62%
Mes 10	9.62%	260,000	2,710,641	2,693,991	0	9.58%
Mes 11	9.58%	260,000	2,710,641	2,693,991	0	9.54%
Mes 12	9.54%	260,000	2,710,641	2,693,991	0	9.51%

Fuente: Mutualista Pichincha

Cuadro 4.9: Proyección del Índice de Patrimonio Técnico con Titularización

	Índice Patrimonio Técnico Inicial	Utilidad Mensual	Variación de Cartera al 50%	Variación de Cartera al 100%	Variación de Inversiones al 50%	Índice Patrimonio Técnico Final
Mes 1	10.01%	823,800	-29,289,359	2,693,991	32,000,000	10.15%
Mes 2	10.15%	245,132	7,710,641	2,693,991	-5,000,000	10.10%
Mes 3	10.10%	251,355	7,710,641	2,693,991	-5,000,000	10.05%
Mes 4	10.05%	257,469	7,710,641	2,693,991	-5,000,000	10.00%
Mes 5	10.00%	263,474	7,710,641	2,693,991	-5,000,000	9.95%
Mes 6	9.95%	269,368	7,710,641	2,693,991	-5,000,000	9.91%
Mes 7	9.91%	275,149	7,710,641	2,693,991	-5,000,000	9.87%
Mes 8	9.87%	277,425	4,710,641	2,693,991	-2,000,000	9.84%
Mes 9	9.84%	277,392	2,710,641	2,693,991	0	9.80%
Mes 10	9.80%	277,359	2,710,641	2,693,991	0	9.77%
Mes 11	9.77%	277,326	2,710,641	2,693,991	0	9.73%
Mes 12	9.73%	277,293	2,710,641	2,693,991	0	9.70%

Fuente: Mutualista Pichincha

En el caso de Mutualista Pichincha, al momento de efectuar la titularización la cartera deja de tener un requerimiento de Patrimonio Técnico, motivo por el cual el índice se incrementa, sin embargo, al mismo tiempo la empresa adquiere títulos valores por el mismo monto de la cartera transferida y que tienen el mismo porcentaje de ponderación de riesgo (50%) lo cual elimina este incremento en el índice. El motivo por el cual se incrementa de manera importante este índice es debido a la utilidad que genera la titularización, lo cual incrementa el Patrimonio Técnico constituido y por tanto la posibilidad de tener un mayor crecimiento en los activos de la empresa.

E. TRABAJOS RELACIONADOS:

El haber realizado un estudio de los procesos de titularización que Mutualista Pichincha ha llevado a cabo en los últimos años permitió saber a ciencia cierta el beneficio que le ha representado a la institución. Adicionalmente, el hecho de situar a la empresa en la coyuntura actual, bajo las circunstancias en las que actualmente se encuentra y construir una proyección con todas las aristas que un proceso de titularización tiene, resultó un ejercicio de gran utilidad pues una posible decisión de efectuar una nueva titularización en la organización, estaría basada en cifras analizadas de manera profunda y específica y no solamente por ser un mecanismo ya adoptado por la institución como modelo de negocio o por el conocimiento conceptual y teórico de los procesos de titularización.

F. CONCLUSIONES Y TRABAJO FUTURO:

La utilización de información contable y de herramientas financieras ha permitido efectuar un análisis sobre el impacto que ha tenido la estrategia de titularización de cartera hipotecaria dentro de Mutualista Pichincha y ha demostrado el beneficio y el crecimiento que estos procesos han aportado a la institución. De igual manera, se ha podido constatar que en el contexto y coyuntura actual todavía representa una ventaja para la empresa el efectuar titularizaciones de cartera de vivienda. Sin embargo, es importante realizar este tipo análisis de manera periódica pues las circunstancias dentro de cualquier sector y especialmente en el Sistema Financiero pueden cambiar de manera repentina. Adicionalmente, las mutualistas en el Ecuador están atravesando una época de transición y hay que prestar mucha atención a la legislación y normativa que les aplique.

G. AGRADECIMIENTOS:

Mis agradecimientos van dirigidos a mi familia por su permanente apoyo, al igual que a la Escuela Politécnica del Ejército y a mi director de tesis, Economista Francisco Vizcaíno por la guía brindada antes y durante el desarrollo de este proyecto. De igual forma, agradezco a Mutualista Pichincha por el acceso permitido a la información de la empresa para poder efectuar el estudio.

H. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS:

- Helfert, R. (1975). **Técnicas de análisis financiero. LABOR S.A.**
- Levin & Rubin. (1996). **Estadística para Administradores. México.**
- Saenz R. (1999). **Manual de Gestión Financiera. Ecuador.**
- Ross-Westerfield. (2001). **Fundamentos de Finanzas Corporativas. México.**
- Faus J. (1999). **Finanzas Estructurales y Estrategias Financieras. España.**
- Borja Gallegos, R. (1995). **La Fiducia o Fideicomiso Mercantil y la Titularización. Quito: Jurídica del Ecuador.**
- **Ley General de Instituciones del Sistema Financiero.**
- **Ley de Mercado de Valores.**
- **Ley de Régimen Tributario Interno**
- **Estatutos de Mutualista Pichincha**
- **Memoria de Sostenibilidad Mutualista Pichincha**
- **WIKIPEDIA. (2012). WWW.WIKIPEDIA.COM**
- **SUPERINTENDENCIA DE BANCOS. (2012). WWW.SBS.GOB.EC**
- **SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS. (2012) WWW.SUPERCIA.S.GOB.EC**
- **BANCO CENTRAL DEL ECUADOR. (2012) WWW.BCE.FIN.EC**
- **CTH. (2012). WWW.CTH.COM.EC**
- **MUTUALISTA PICHINCHA. (2012). WWW.MUTUALISTAPICHINCHA.COM**
- **INEC. (2012). WWW.INEC.GOB.EC**
- **ECUADOR EN CIFRAS. (2012). WWW.ECUADORENCIFRAS.COM**