

UNIVERSIDAD CATÓLICA DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL

Facultad de: Ciencias Económicas

Carrera de: Economía

PLAN DEL PROYECTO DE INVESTIGACIÓN

TÍTULO DEL PROYECTO:

“LAS TITULARIZACIONES DE ACTIVOS EN EL ECUADOR”

NOMBRES:

RICARDO PARRA GONZÁLEZ

TITO ZEA QUINDE

Guayaquil, 04 de abril del 2011

INDICE GENERAL

ABREVIATURAS.....	1
RESUMEN EJECUTIVO.....	2
I.INTRODUCCIÓN.....	3
1.1. ANTECEDENTES.....	5
1.2. IMPORTANCIA Y JUSTIFICACIÓN.....	10
1.3. OBJETIVOS.....	11
1.3.1 Objetivo General.....	11
1.3.2 Objetivos Específicos.....	11
1.4. MARCO TEÓRICO.....	12
1.4.1 Teoría Financiera.....	12
1.4.1.1. Decisión de invertir.....	12
1.4.1.2. Decisión de financiar.....	12
1.4.1.3. Decisión de distribuir utilidades.....	12
1.4.2. NATURALEZA DE LA FUNCIÓN FINANCIERA DE LA EMPRESA.....	12
1.4.3. TIPOS DE FINANCIAMIENTO.....	13
1.4.3.1. Financiamiento a corto plazo.....	14
1.4.3.2. Financiamiento a largo plazo.....	14
II. EL MERCADO DE TITULARIZACIONES DE ACTIVOS EN EL ECUADOR...16	
2.1.DEMANDA	16
2.2.EVOLUCIÓN DE LAS TITULARIZACIONES.....	17
2.3.DISTRIBUCIÓN DEL MERCADO SEGÚN EL TIPO DE TITULARIZACIONES	19
2.4.EMPRESAS PARTICIPANTES EN LAS TITULARIZACIONES	24
2.5.PARTICIPACIÓN DE LAS TITULARIZACIONES CON RESPECTO A LA INVERSIÓN PRIVADA DEL ECUADOR.....	25
2.6.PARTICIPACIÓN ENTRE LAS TITULARIZACIONES Y EL RESTO DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS.....	26
2.7. COMPARATIVO DEL VOLUMEN DE FINANCIAMIENTO ENTRE LAS TITULARIZACIONES Y EL CRÉDITO BANCARIO.....	29
2.8. LOS OBJETIVOS DE LA NUEVA LEY DE MERCADO DE VALORES.....	31
2.9. ANTECEDENTES DE PAISES LATINOAMERICANOS QUE HAN TITULARIZADO SUS ACTIVOS.....	33
2.10 IMPACTO ECONÓMICO DE LAS TITULARIZACIONES EN EL ECUADOR.....	36
III.TITULARIZAR ACTIVOS DE LA EMPRESA.....38	
3.1 QUÉ, CUANDO Y CÓMO TITULARIZAR.....	38

3.1.1 Lo que se titulariza en una empresa.....	38
3.1.2 La decisión de titularizar.....	39
3.1.3 El cómo se titulariza.....	39
3.2. ORGANISMOS REGULADORES Y QUE INTERVIENEN EN LA TITULARIZACIÓN.....	39
3.3. OBJETIVOS DE LA TITULARIZACIÓN.....	41
3.4 BIENES Y ACTIVOS OBJETO DE TITULARIZACIÓN.....	42
3.5. ELEMENTOS QUE INTERVIENEN EN UN PROCESO DE TITULARIZACIÓN.....	42
3.6.VENTAJAS DE LA TITULARIZACIÓN.....	43
3.7. FINALIDAD DE LA TITULARIZACIÓN.....	45
3.8. COSTOS DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN.....	45
3.9 ANÁLISIS DE RIESGO DE LAS TITULARIZACIONES.....	48
3.9.1.RIESGOS INHERENTES PARA OPERAR.....	49
3.9.2.CRITERIOS PARA CALIFICAR RIESGOS.....	49
3.9.3.PROCESO PARA CALIFICAR.....	50
IV. ESTRUCTURA BÁSICAS Y ETAPAS DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN.....	51
4.1.PROCEDIMIENTO PARA LA AUTORIZACIÓN DE EMISIÓN DE VALORES DERIVADOS DE UN PROCESO DE TITULARIZACIÓN.....	53
4.2 REGLAMENTO INTERNO DE EMISIÓN DE VALORES DE UNA TITULARIZACIÓN	57
4.3.CONTENIDO DEL FACSIMILE DEL VALOR.....	59
4.4.PARÁMETROS Y MONTO DE LA EMISIÓN DE VALORES SEGÚN EL TIPO DE TITULARIZACIÓN.....	61
4.5.CONTENIDO DEL PROSPECTO DE OFERTA PÚBLICA.....	62
4.6.DENOMINACIÓN DE LOS VALORES.....	71
4.7. FACTORES, DOCUMENTACIÓN Y ANÁLISIS REQUERIDOS PARA LA DETERMINACIÓN DEL ÍNDICE DE SINIESTRALIDAD GENERAL.....	73
V.CONFLICTOS Y BENEFICIOS QUE GENERAN LAS TITULARIZACIONES.....	78
5.1 FORTALEZAS.....	78
5.2 OPORTUNIDADES.....	78
5.3 DEBILIDADES.....	79

5.4 AMENAZAS.....	79
-------------------	----

VI.CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.....	80
6.1 CONCLUSIONES.....	80
6.2 RECOMENDACIONES.....	82

VII. BIBLIOGRAFÍA.....	83
-------------------------------	-----------

INDICE DE GRÁFICOS Y TABLAS

Gráfico 1.1: Operaciones por Título de las Bolsas de Guayaquil y Quito.....	9
Gráfico 2.1 Número de transacciones de Titularizaciones.....	17
Gráfico 2.2. Evolución de las Titularizaciones.....	18
Gráfico 2.3 Variación Porcentual de la Evolución de las Titularizaciones (miles de dólares).....	18
Tabla 2.1: Emisión de titularizaciones con su descripción según el tipo de titularización.....	19-22
Gráfico 2.4: Titularizaciones v. Inversión privada (miles de dólares).....	24
Gráfico 2.5: Relación Porcentual entre Titularizaciones v. Inversión privada (miles de dólares).....	25
Gráfico 2.6. Titularizaciones/Instrumentos Financieros (miles de dólares).....	26
Gráfico 2.7. Participación (%) Titularizaciones/Instrumentos Financieros.....	27
Tabla 2.2. Evolución de Títulos: Obligaciones, Papel Comercial y Titularizaciones.....	28
Gráfico 2.8.Tendencia de Títulos: Obligaciones, Papel Comercial y Titularizaciones.....	28
Gráfico 2.9.Variación Porcentual de Títulos.....	29
Gráfico 2.10.Comparativo del Mercado de Valores vs. Mercado Financiero.....	30
Gráfico 2.11: Participantes Mercados de Valores actual y Nuevo.....	31
Gráfico 2.12 Estructura Actual del Mercado de Valores.....	32
Gráfico 2.13.: Estructura Propuesta del Mercado de Valores.....	33
Tabla 3.1. Costos que se incurren en el proceso.....	47

ABREVIATURAS

BVQ: Bolsa de Valores de Quito.

BVG: Bolsa de valores de Guayaquil.

CAF: Corporación Andina de Fomento.

REVNI: Registro de Valores no Inscritos.

RESUMEN

La elaboración del presente trabajo de investigación constituye un esfuerzo de contribuir al conocimiento haciendo un análisis de las titularizaciones y difundiendo el tema, ya que ha permitido dinamizar la economía incentivando a las empresas a iniciar sus inversiones o proyectos, lo cual permite que nuestra economía logre un crecimiento y desarrollo.

Realizamos un análisis histórico en el inicio y desarrollo de la titularización en Ecuador desde un punto real y práctico mediante cifras tomadas de la Bolsa de Valores y del Banco Central. Podemos asegurar que existe un aumento sostenible de esta incipiente forma de financiamiento para los inversionistas frente a las restricciones de la banca. Se examinó el proceso de titularización, identificando las vías jurídicas para llevar con éxito los activos susceptibles de titularización, en general todos los aspectos relacionados que participan en el desarrollo de esta manera de financiación.

ABSTRACT

The development of this research is an effort to contribute to knowledge by analyzing and disseminating of this topic, because it allowed stimulate the economy by encouraging businesses to start their investments or projects, allowing to our economy achieve growth and development.

We carried out a historical analysis in the beginning and development of securitization in Ecuador from a real and practical point by means of values taken from the Stock Exchange and the Central Bank. We are confident that there is a sustainable increase in this emerging form of financing for investors because of restrictions of the banks. We examined the securitization process, identifying the legal aspects to successful securitization of assets, in general all aspects related that participate in the development of this way of financing.

I. INTRODUCCIÓN

En un país en donde hace falta recursos para el sector productivo y las tasas de interés son muy elevadas, es necesario recurrir a nuevas fuentes de financiamiento que faciliten el desarrollo económico. Fuentes como el factoring, la emisión de obligaciones, la emisión de acciones o la titularización.

La titularización es un mecanismo de financiamiento muy utilizado en los mercados extranjeros desde hace aproximadamente cuarenta años, por empresas públicas y privadas, rentable en grandes proyectos, que le ha ganado terreno al crédito bancario.

En el Ecuador se instituyó la figura en 1998, pero ha despuntado a partir del 2001 y cada vez es más aprovechado este recurso, pues la crisis financiera de 1999 provocó en los sujetos del mercado la búsqueda de nuevas fuentes de financiamiento e inversión. Empresas como Petroecuador, el Banco Ecuatoriano de la Vivienda, el Terminal Terrestre de Guayaquil, bancos y mutualistas han participado en procesos de titularización. La mayoría de fideicomisos constituidos en este país tienen como objetivo la titularización; sin embargo existe aún mucho campo por explotar. Se ha pensado en titularizar fondos de cesantía, fondos de empleados públicos, flujos futuros de energía eléctrica, entre otros activos, buscando estimular nuevos proyectos de desarrollo.

Toda empresa, independiente de su naturaleza pública o privada, a los fines de ejecutar sus actividades de una manera eficiente o de proyectar el desarrollo de nuevos objetivos de inversión, requiere indiscutiblemente de la disponibilidad de recursos financieros suficientes, por lo que pueden obtener fondos de dos fuentes ya sea generando ganancias o mediante la obtención de fondos externos provenientes del mercado financiero o del de valores, nosotros nos enfocaremos al estudio macro de titularizaciones, el impacto

económico, además de sus nuevas ofertas de productos derivados de programas de titularización.

La titularización de activos es una herramienta, que ha sido creada en la cartera de productos financieros, para auxiliar como fuente alternativa de financiamiento. Además incluye la emisión de títulos valores respaldados por el flujo futuro de ingresos de un conjunto de activos financieros, los cuales son conocidos como activos subyacentes. En los últimos tiempos este instrumento de capitalización ha tenido tal acogida, que puede afirmarse que ha revolucionado el mercado financiero, al traer consigo el diseño de nuevas formas de producir fondos de capital, a bajo costo.

El objetivo más importante de toda empresa es impulsar el bienestar económico y social, por conducto de una adecuada inversión de capitales que tienda a generar el mayor nivel de rendimiento.

Nuestra investigación consiste en demostrar el comportamiento de las titularizaciones en los últimos años. Adicionalmente analizaremos la relación entre las titularizaciones y la inversión privada en el Ecuador, a más de conocer la participación de las titularizaciones como instrumento de financiamiento a través del mercado bursátil, medir el volumen de financiamiento entre las titularizaciones y el crédito bancario, todos los aspectos para desarrollar el proceso de titularización en el país

Para cumplir los objetivos utilizaremos índices para determinar el nivel de desarrollo y de influencia con respecto al volumen de financiamiento a través de la bolsa de valores investigando la evolución de captaciones de títulos o valores todas estas cifras y estadísticas serán tomados de la Bolsa de Valores y del Banco Central.

1.1. ANTECEDENTES

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, truncaran su desarrollo.

Es indudable que en los mercados financieros y de valores que se encuentran en proceso de desarrollo, uno de los principales retos es generar una adecuada oferta de instrumentos que satisfagan las necesidades de los inversionistas y permitan facilitar la financiación a los emisores de valores.

Como todos conocemos, el actual proceso de ensanchamiento económico en que se encuentra el mundo, debido al preponderante proceso de globalización, está propiciando y requiriendo nuevos métodos y productos financieros que puedan suplir la necesidad creada por el mismo crecimiento del mercado mundial.

Entonces, ¿Cómo lograr una fuente de financiamiento para las empresas con un nivel de riesgos inferior y con mejores condiciones de competitividad?, una de las respuestas a esta interrogante viene a ser la Titularización de activos, la cual se ha convertido en unos de los mecanismos más utilizado en los últimos años por las compañías para financiar sus proyectos y capitalizar sus negocios.

Existen varios instrumentos financieros de utilidad en el Mercado de Valores, especialmente para las Pequeñas y Medianas Empresas, de vital importancia mencionar con cuales contamos en nuestro mercado actualmente, en lo que corresponde a valores de corto plazo con tasa de interés, cuyo plazo de vigencia total se ubica entre 1-360 días y devengan una tasa de interés son los siguientes: **Pagarés, Pólizas de Acumulación, Certificados de**

Depósito, Certificados de Inversión, Certificados de Ahorro, Certificados Financieros, Papel Comercial.

Así también se negocian valores de corto plazo con descuento, cuyo plazo de vigencia total se ubica 1-360 días y al no devengar tasa de interés, su rendimiento se determina por el descuento en el precio de compra – venta. Los principales son: **Cupones, Letras de Cambio, Cartas de Crédito Domestica, Aceptaciones Bancarias, Certificados de Tesorería, Títulos del Banco Central TBC.** Finalmente tenemos los valores de largo plazo que son aquellos valores de deuda cuyo plazo de vigencia total es mayor a 360 días y devengan una tasa de interés entre ellos tenemos: **Bonos del Estado, Cédulas Hipotecarias, Obligaciones, Valores de Titularización, Otros valores.** No olvidar que existen *las Notas de Crédito*, son valores emitidos el Servicio de Rentas Internas, que sirven para pagar impuestos o tributos, es decir en operaciones de crédito tributario. No tienen un plazo de vencimiento ni devengan interés, son negociados en bolsa en base a precio.

Una de las mayores dificultades que enfrentan los emprendedores es poder contar con una inversión inicial para desarrollar su idea. En Ecuador se puso en funcionamiento un novedoso sistema que ofrecerá la venta de acciones de proyectos a través de la Bolsa de Valores de Quito (BVQ). Ello les permitirá contar con el capital semilla necesario para poner en marcha su negocio.

De esta manera, se establece un vehículo de inversión, conformado conjuntamente por la Bolsa de Valores de Quito y otros potenciales interesados -como la Corporación Andina de Fomento (CAF)-, con la finalidad de aportar económicamente a los emprendimientos mediante la adquisición de las acciones de los mismos. Las acciones están suscritas en el Registro de Valores no Inscritos (REVNI), un sistema transaccional administrado por las Bolsas de Valores de Ecuador.

LA CAF además de potencial inversionista participa ideando el mecanismo para que los emprendimientos puedan convertirse en empresas. Esto incluye técnicas de negociación, requisitos para formación de empresas, acompañamiento futuro, prácticas de buen gobierno corporativo, apoyo a los directorios de la BVQ y búsqueda de otros inversionistas.

Uno de los mecanismos para acceder a la captación de capital fresco para iniciar o ampliar un negocio, lo constituye la emisión de acciones y su colocación en Bolsa. A través de este mecanismo, la compañía comparte su capital con otros accionistas y puede llevar a efecto sus metas y conseguir financiamiento. También puede emitir acciones preferidas para captar únicamente capital y pagar un interés determinado sobre esos valores. En este caso, los tenedores tienen voz pero no voto en las decisiones de la compañía.

El Registro Especial de Valores No Inscritos (REVNI) constituye un mecanismo de negociación, que es de utilidad para las compañías que desean intervenir en el mercado de valores y que requieren una plataforma de ambientación previa y menores requisitos, nace de la autorregulación de las Bolsas de Valores. En él se negocian valores que no se encuentran inscritos en el Registro del Mercado de Valores y no que no poseen calificación de riesgo.

Existen varias alternativas de financiamiento a través del mercado de valores, sea a través de los activos como la titularización, del pasivo, como la emisión de obligaciones, obligaciones convertibles en acciones, papel comercial y pagaré empresarial. O bien a través del Patrimonio, con la emisión de acciones comunes o acciones preferidas.

Una de las principales ventajas de intervenir en el mercado de valores es que permite a la empresa plantear condiciones de financiamiento que se adecuan

a sus necesidades y no a las posibilidades de los financiadores, como sucede con el financiamiento mediante la banca.

Las pequeñas y grandes empresas del Ecuador de los diversos sectores de la economía acuden al mercado financiero tales como la Corporación Financiera Nacional, el Banco Nacional de Fomento para obtener un préstamo para realizar una inversión. De esta manera buscaban incrementar la capacidad productiva de la empresa participante en el mercado bursátil. Sin embargo, las garantías presentadas la mayoría de la veces no cumplen las condiciones o no son suficientes por lo que les he negado, y la empresa se ve obligada a examinar otras opciones de financiamiento.

El Mercado de Valores es una buena alternativa para financiar proyectos de inversión por lo que empresarios acuden a la Casa de Valores, para conocer sobre la Titularización y realizar un estudio de factibilidad sobre una posible emisión de Flujos Futuros de Fondos, o según el tipo de titularización que se puede llevar a cabo.

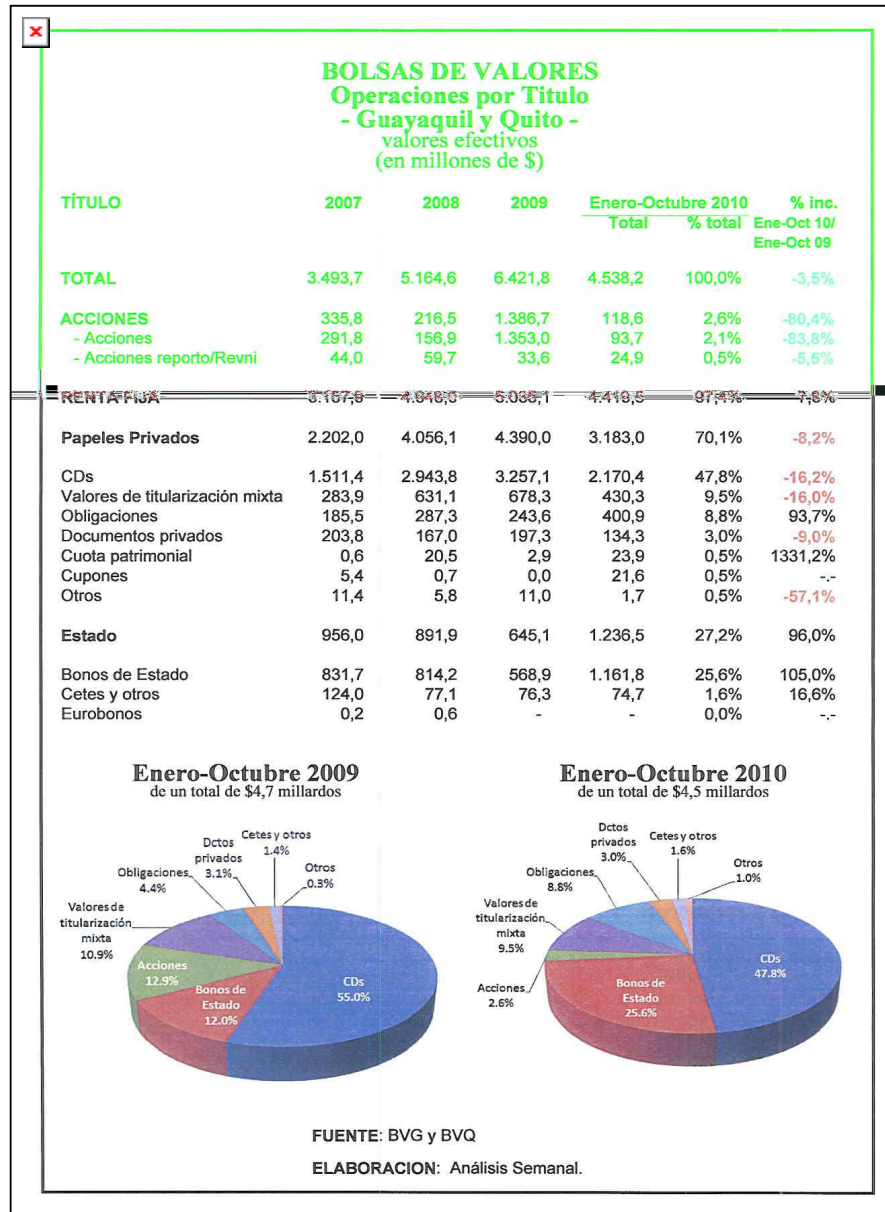
En el 2010 entre participantes directos e indirectos ha llegado a 350.000 por lo que se está trabajando, en las dos bolsas de valores para llegar a un millón de participantes en los próximos años.

Aproximadamente existen 300 empresas inscritas en la bolsa de valores de Guayaquil y Quito que han resuelto apelar al mercado para apalancar el financiamiento de sus procesos productivos.

Las empresas que más han transado en el mercado de valores se derivan de las siguiente manera: En instrumentos de renta variable las empresas que más transaron son: La Favorita, que regenta los supermercados Supermaxi, Cervecería Nacional, Cementera Holcim; Banco de Guayaquil, Produbanco, Banco Pichincha, Hotel Colón, entre las principales. En instrumentos de renta fija incursionan todas las empresas que transan en el mercado, sin importar el monto.

En el siguiente gráfico se muestran datos desde el año 2007 al 2010 de las operaciones por Título de las Bolsas de Valores de Guayaquil y Quito:

Gráfico 1.1: Operaciones por Título de las Bolsas de Guayaquil y Quito



1.2. IMPORTANCIA Y JUSTIFICACION

Es muy claro el indudable crecimiento que los mercados financieros y de valores están experimentando en nuestro país, por lo tanto, uno de los principales retos es generar una adecuada oferta de instrumentos que satisfagan las necesidades de las empresas, en su búsqueda de capitales y que también les asegure un buen clima de inversión para los inversionistas, proveyendo la financiación a los emisores de valores.

Puesto que uno de los grandes obstáculos que impiden llegar a un nivel de profundización adecuado del mercado de valores es la escasa oferta de títulos, la estructuración de procesos de titularización permite ampliar la gama de posibilidades de emisión de valores en el mercado.

Adicionalmente, facilita el acceso a nuevos participantes en el mercado que encuentran beneficios al actuar como originadores de procesos, sin verse obligados a cumplir con las exigencias que tendrían como emisores de valores.

Lograr entender y manejar el tema de la titularización permitirá ofrecer al mercado ecuatoriano una herramienta que todavía no está siendo explotada en nuestro país, con lo cual se lograría insertar un nuevo producto al área financiera para motivar la adquisición de recursos por esta vía.

Nuestro país, llamado a dinamizarse al ritmo de los imparables cambios mundiales, está en franco crecimiento en el mercado de valores, por lo que la titularización fluye en este panorama como una herramienta que tiene mucho futuro como alternativa de inversión.

1.3. OBJETIVOS

1.3.1. OBJETIVO GENERAL

Analizar la titularización de activos, como fuente de financiamiento de las empresas y los inversionistas y el impacto que generan a la economía ecuatoriana en los últimos años.

1.3.2. OBJETIVOS ESPECIFICOS

- Establecer el alcance de la titularización de activos en el Mercado de Valores.
- Detallar la estructura misma del proceso de titularización en cuanto a etapas, elementos que lo componen y partes que lo integran.
- Establecer las ventajas comparativas de la titularización de activos frente al financiamiento de la banca comercial tradicional.
- Definir el concepto y presentar las normas legales que rigen la titularización en el Ecuador.
- Analizar la relación entre las titularizaciones y la inversión privada en el Ecuador
- Conocer la participación de las titularizaciones como instrumento de financiamiento a través del mercado bursátil.

MARCO TEÓRICO (TEORÍA FINANCIERA)

1.3.3. TEORÍA FINANCIERA

La teoría financiera de la empresa proporciona las herramientas tendientes a interpretar los hechos que ocurren en el mundo financiero y su incidencia en la empresa, como también, a reconocer situaciones que antes eran irrelevantes y pueden traer aparejado consecuencias graves, en una época de cambios constantes en el mundo.

El fin perseguido por la teoría financiera se encuadra en las denominadas decisiones básicas:

- 1.3.3.1. **Decisiones de inversión:** implican planificar el destino de los ingresos netos de la empresa –flujos netos de fondos- a fin de generar utilidades futuras;
- 1.3.3.2. **Decisiones de financiación:** persiguen encontrar la forma menos onerosa de obtener el dinero necesario, tanto para iniciar un proyecto de inversión, como para afrontar una dificultad coyuntural;
- 1.3.3.3. **Decisiones de distribución de utilidades:** tienden a repartir los beneficios en una proporción tal, que origine un rédito importante para los propietarios de la empresa, y a la vez, la valoración de la misma.

Una combinación óptima de las tres decisiones genera el mayor valor de la empresa para sus dueños.

1.3.4. NATURALEZA DE LA FUNCIÓN FINANCIERA DE LA EMPRESA

Una empresa es un conjunto de personas con un objetivo común, y que para su logro utilizan recursos naturales, humanos, informáticos, servicios, capital, etc. Si la empresa tiene fines de lucro, el objetivo es la máxima obtención de beneficios. Es decir, que hay una organización, dentro de la cual se desenvuelve la función financiera de la empresa.

El enfoque del análisis de las finanzas de la empresa ha cambiado a través del tiempo; en la actualidad, el objetivo de la función financiera es la maximización del valor de la empresa para sus dueños.

Algunos autores como **FRANCO MODIGLIANI y MERON H. MILLER** ganadores del Premio Nobel de economía de 1985 y 1990, respectivamente, consideran solamente las dos primeras funciones. Otros autores (entre ellos los latinoamericanos) sostienen que la decisión de distribución también es básica, dado que el mercado de capitales es muy sensible por su escaso desarrollo.

1.3.5. TIPOS DE FINANCIAMIENTO

El Financiamiento se define de diversas maneras; veamos:

- Obtención de recursos con una finalidad u objetivo.
- Conjunto de medios por los que la empresa se abastece de recursos generalmente dinerarios.
- “La adquisición de recursos para obtener los bienes tangibles y / o los elementos monetarios necesarios para: perfeccionar la organización, unir sus operaciones y permitir su conformidad hasta que la empresa se sostenga por sí misma”.

El financiamiento comprende todas aquellas actividades encaminadas a proveer el capital necesario para la organización de las empresas o bien, para el desenvolvimiento de sus funciones. En consecuencia, la función del financiamiento es sencillamente el esfuerzo para proporcionar los recursos que necesitan las empresas, en las condiciones más favorables para ellas.

El concepto de financiamiento hace resaltar la esencia de la función financiera, que consiste en mantener al negocio con el capital necesario para

lograr sus metas. Existen básicamente dos tipos de financiamiento a los que pueden recurrir las empresas dependiendo de las necesidades:

1.4.3.1 **Financiamiento a corto plazo:** son todas aquellas fuentes de efectivo que cubren las necesidades de liquidez de la empresa en forma inmediata, se utilizan para solventar los pasivos de corto plazo, es decir aquellos a menos de un año. Las principales fuentes de este tipo de financiamiento son, el financiamiento espontáneo y el mercado de dinero constituido principalmente por la banca comercial.

1.4.3.2 **Financiamiento a largo plazo:** Son las fuentes de financiamiento utilizadas para el desarrollo de grandes proyectos o activos a largo plazo. Las principales fuentes de este financiamiento son la banca comercial y el mercado de capitales, que es la fuente más barata. Dentro de las fuentes a largo plazo se encuentra la titularización, que es la base para el desarrollo de esta investigación. Por ello, a continuación, se define el término titularización y todos los elementos relacionados con la misma.

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, truncan su desarrollo.

Es por esto que el estudio y determinación del costo de los recursos disponibles y la fuente para obtenerlos, son los aspectos más relevantes a la hora de desarrollar un proyecto, que impone a las empresas el deber de ser cada vez más selectivas y diversificadas en la búsqueda de fuentes

económicas seguras de financiamiento, lo que ha llevado en los últimos tiempos, a que muchas de ellas recurran al mercado de valores a través de la emisión de títulos valor y papeles comerciales.

Es en este preciso panorama que aparece en escena la titularización de activos, como una alternativa que además de ser confiable, se impone por ser una de las opciones de financiamiento a bajo costo.

La titularización de Activos puede concebirse como una de las alternativas de financiamiento a largo plazo, que pueden ser utilizadas por las empresas para el desarrollo de sus proyectos, previa cumplimiento de los requisitos establecidos por las leyes nacionales y autorización de los organismos oficiales designados para tal fin, como la Superintendencia de Compañías, el Consejo Nacional de Valores, las Bolsas de Valores, Casa de Valores, etc.

_ James Rosenthal la define como “el proceso cuidadosamente estructurado a través del cual créditos y otros activos son empaquetados, suscritos y vendidos en forma de títulos valores a Inversionistas.

_ La Titulación de activos no es más que la transformación del valor de cualquier clase de activos (como créditos o cuentas por cobrar, inmuebles, etc.) en títulos valores que se puedan negociar en el mercado de valores.

Acopiadas las antedichas nociones, se puede globalizar la definición de la titularización como 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.

II. MERCADO DE TITULARIZACIONES DE ACTIVOS EN EL ECUADOR.

La titularización es un proceso en el cual se transforman los activos o bienes de poca, lenta o nula rotación en valores negociables en el Mercado de Valores, para así obtener liquidez en condiciones competitivas

La oferta de títulos (Obligaciones, Papel Comercial y Titularizaciones) es un instrumento que permite financiar a los inversionistas es una gran alternativa que tienen pero eso si el proyecto pasa por un proceso de planeación, presupuestación, de evaluación técnica, económica y financiera para así conocer con certeza la factibilidad del mismo según su tipo que pueden ser los que a continuación detallamos: Titularización de cartera, Titularización de inmuebles, Titularización de proyectos inmobiliarios o Titularización de flujo de fondos futuros.

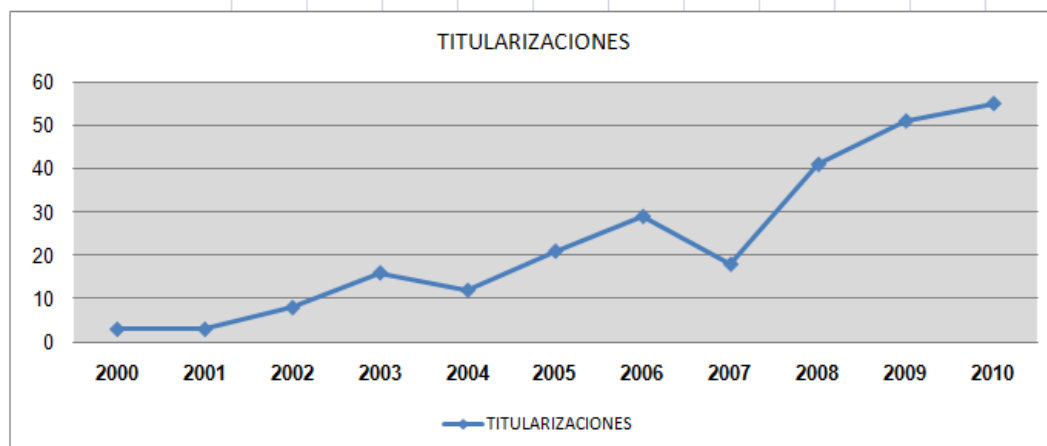
2.1. DEMANDA

De acuerdo a la gráfica 2.1 podemos observar que es lo que sucede en el mercado bursátil con respecto a las titularizaciones que hay un decrecimiento en los años 2004 en un 25% (negativo) con respecto al 2003 y en el 2007 con un 38% (negativo) tomando como referencia el 2006.

Probablemente una de las razones de este suceso se ha dado porque las empresas decidieron optar por el mercado financiero porque los inversionistas lo ven como un sistema que provee financiamiento a largo plazo cosa que no sucede en el mercado de valores y como resultado existe una caída en las transacciones de titularizaciones, luego de este último desfase vuelve a subir el volumen de ingreso de empresas que optan por las titularizaciones como alternativa de financiación y se mantiene esta subida actualmente.

Gráfico 2.1 Número de transacciones de Titularizaciones

NÚMERO DE TRANSACCIONES											
REGISTRO HISTÓRICO											
TÍTULO	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
TITULARIZACIONES	3	3	8	16	12	21	29	18	41	51	55



Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil y Quito
 Elaborado por: Ricardo Parra González; Tito Zea Quinde

2.2 EVOLUCIÓN DE LAS TITULARIZACIONES

La titularización se inicia en el Ecuador en el año 2002 con la primera emisión. En sus inicios era desconocida para los inversionistas, sin embargo actualmente tiene mucha acogida y cada vez el número de titularizaciones por año aumenta, esto se debe a que cada vez existe una mayor diversificación de tipos de activos titularizados y del tipo de estructuras, que lleva a inversionistas regionales a participar en transacciones de activos originados en los mercados locales, como lo podemos ver en el crecimiento que poseen las titularizaciones en el año 2006.

Las titularizaciones, han logrado crear un mercado de deuda a largo plazo, ya que permite la mejora de la circulación de recursos en la estructura financiera ecuatoriana.

En los gráficos 2.2 y 2.3 observamos que en el 2003 tuvimos nuevas ofertas públicas por un total de 24.140 mil dólares y en el 2010 las ofertas llegaron a

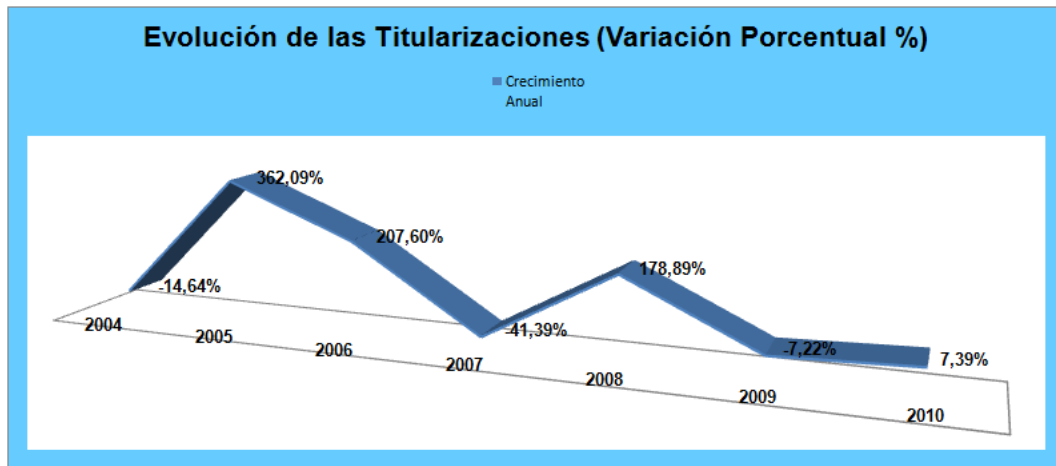
los 570 mil dólares, lo cual significa un crecimiento del 7%. Esto muestra una tendencia sostenida.

Gráfico 2.2. Evolución de las Titularizaciones



Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil y Quito
 Elaborado por: Ricardo Parra González; Tito Zea Quinde

Gráfico 2.3 Variación Porcentual de la Evolución de las Titularizaciones (miles de dólares)



Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil y Quito
 Elaborado por: Ricardo Parra González; Tito Zea Quinde

2.3 DISTRIBUCIÓN DEL MERCADO SEGÚN EL TIPO DE TITULARIZACIONES

Según la tabla se muestra las emisiones de titularizaciones con la respectiva descripción de su tipo de titularización, podemos observar que la titularización que más se realiza en Ecuador es la de cartera de crédito, seguido de los flujos futuros, de inmobiliarias e inmuebles como última alternativa de financiación.

Tabla 2.1: Emisión de titularizaciones desde el Año 2003-2010 con su descripción según el tipo de titularización

EMISIÓN DE TITULARIZACIONES AÑO 2003		
	EMISOR	OBJETO DE LA EMISIÓN
1	UNIBANCO	Titularización de Cartera.
2	FIDEICOMISO MERCANTIL CTH 1	Titularización de Cartera.
EMISIÓN DE TITULARIZACIONES AÑO 2004		
	EMISOR	OBJETO DE LA EMISIÓN
1	AMAZONAS	Titularizar Cartera de Crédito.
2	AMAZONAS	Titularizar Cartera de Crédito.
3	FIDEICOMISO MERCANTIL CTH 2	Titularizar Cartera Hipotecaria.
EMISIÓN DE TITULARIZACIONES AÑO 2005		
	EMISOR	OBJETO DE LA EMISIÓN
1	ZOFRAGUA	Titularización de Cartera.
2	AMAZONAS (SEGUNDA TITULARIZACIÓN)	Titularizar Cartera de Crédito.
3	AMAZONAS (PRIMERA TITULARIZACIÓN)	Titularizar Cartera de Crédito.
4	FIDEICOMISO MERCANTIL (MUTUALISTA PICHINCHA)	Titularizar Cartera Hipotecaria.
5	AMAZONAS (SEGUNDA TITULARIZACIÓN)	Titularizar Cartera de Crédito.
6	UNIBANCO (SEGUNDA TITULARIZACIÓN) PRIMER TRAMO	Titularizar la Cartera de Consumo.
7	AMAZONAS (SEGUNDA TITULARIZACIÓN)	Titularizar Cartera de Crédito.
8	FIDEICOMISO MERCANTIL CTH 3	Titularizar Cartera Hipotecaria.
EMISIÓN DE TITULARIZACIONES AÑO 2006		
	EMISOR	OBJETO DE LA EMISIÓN
1	UNIBANCO - SEGUNDA TITULARIZACIÓN SEGUNDO TRAMO	Titularización de Cartera.
2	FIDEICOMISO MERCANTIL PRODUBANCO 1 FIMPROD 1	Titularización de Cartera Hipotecaria.
3	FIDEICOMISO MERCANTIL TITULARIZACION HIPOTECARIA DEL BANCO DEL PICHINCHA 1	Titularización de Cartera Hipotecaria.
4	FIDEICOMISO MERCANTIL TITULARIZACIÓN DE CARTERA DE CONSUMO BANCO TERRITORIAL	Titularización de Cartera.
5	FIDEICOMISO MERCANTIL " FIDEICOMISO TITULARIZACIÓN CFC-UNO"	Titularización de Cartera.
6	FIDEICOMISO MERCANTIL DE TITULARIZACIÓN DE CARTERA VIVIENDA GUAYAQUIL # 1 VIG1	Titularización de Cartera Vivienda.
7	TERCERRA TITULARIZACION CARTERA AUTOMOTRIZ - AMAZONAS (PRIMER TRAMO)	Titularización de Cartera Automotriz
8	FIDEICOMISO MERCANTIL MUTUALISTA PICHINCHA 2 - FIMUPI2	Titularización de Cartera Hipotecaria.

9	TITULARIZACION DE FLUJOS - CENTRAL HIDROELECTRICA MARCEL LANIADO DE WIND	Titularización de Flujos
10	VTC - CFC - DOS	Titularización de Cartera.
11	FIDEICOMISO MERCANTIL TITULARIZACIÓN DE CARTERA DE CONSUMO BANCO TERRITORIAL	Titularización de Cartera de Consumo.
12	TIT. DE FLUJOS FUTUROS DE FONDOS DE BURGER KING - RESTAURANTES DEL NORTE "RESNORTE"	Titularización de Inmueble.
13	FIDEICOMISO MERCANTIL MUTUALISTA PICHINCHA 3 - FIMUPI3	Titularización de Cartera Hipotecaria.
EMISIÓN DE TITULARIZACIONES AÑO 2007		
	EMISOR	OBJETO DE LA EMISIÓN
1	TERCERA TITULARIZACION CARTERA AUTOMOTRIZ - AMAZONAS SEGUNDO TRAMO	Titularización de Cartera Automotriz.
2	FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "TITULARIZACION DE FLUJOS - TASAS TERMINAL TERRESTRE DE GUAYAQUIL"	Titularización de Flujos.
3	FIDEICOMISO MERCANTIL DE TITULARIZACION DE CARTERA HIPOTECARIA "VOLARE" (**)	Titularización de Cartera Hipotecaria.
4	FIDEICOMISO MERCANTIL DE TITULARIZACION DE CARTERA HIPOTECARIA "VILLA MARINA"	Titularización de Cartera Hipotecaria.
5	PRIMERA TITULARIZACION CARTERA COMERCIAL - AMAZONAS (PRIMER TRAMO).	Titularización de Cartera Comercial.
6	PRIMERA TITULARIZACION CARTERA AUTOMOTRIZ GMAC ECUADOR	Titularización de Cartera Automotriz.
7	FIDEICOMISO MERCANTIL MUTUALISTA PICHINCHA 4 FIMUPI 4	Titularización de Cartera Hipotecaria.
8	FIDEICOMISO MERCANTIL PRIMERA TITULARIZACION CARTERA COMERCIAL COMANDATO	Titularización de Cartera Comercial.
9	FIDEICOMISO MERCANTIL TITULARIZACIÓN DE CARTERA DE CONSUMO BANCO TERRITORIAL.	Titularización de Cartera.
10	FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE SEGUNDA TITULARIZACIÓN PACIFICARD / MASTERCARD FLUJOS DEL EXTERIOR	Titularización de Flujos.
EMISION DE TITULARIZACIONES AÑO 2008		
	EMISOR	OBJETO DE LA EMISIÓN
1	TERCERA TITULARIZACION CARTERA AUTOMOTRIZ - AMAZONAS (TERCER TRAMO)	Titularización de Cartera Automotriz.
2	FIDEICOMISO MERCANTIL BANCO GENERAL RUMIÑAHUI 1 BGR 1	Titularización de Cartera Hipotecaria.
3	FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "PRIMERA TIT DE FLUJOS- TARJETA DE CREDITO DE PRATI" (**)	Titularización de Cartera.
4	FIDEICOMISO MERCANTIL CTH 4 FIMECTH 4	Titularización de Cartera Hipotecaria.
5	FIDEICOMISO MERCANTIL "FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN DE CARTERA CACPECO"	Titularización de Cartera.
6	FIDEICOMISO MERCANTIL DE TITULARIZACIÓN DE FLUJOS FUTUROS "PRIMERA TITULARIZACION - PEAJES CONORTE" (**)	Titularización de Flujos.
7	FIDEICOMISO MERCANTIL DE SEGUNDA TITULARIZACIÓN DE CARTERA DE CONSUMO BANCO TERRITORIAL	Titularización de Cartera.
8	FIDEICOMISO MERCANTIL "FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN DE CARTERA DE CONSUMO COOPROGRESO"	Titularización de Cartera de Consumo.
9	FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "SEGUNDA TITULARIZACION CARTERA AUTOMOTRIZ - GMAC ECUADOR"	Titularización de Cartera Automotriz.
10	FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "SEGUNDA TITULARIZACION CARTERA COMERCIAL COMANDATO" (**)	Titularización de Cartera Comercial.
11	FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "PRIMERA TIT DE FLUJOS- TARJETA DE CREDITO DE PRATI" SEGUNDO TRAMO (**)	Titularización de Flujos.
12	FIDEICOMISO DE TITULARIZACIONES DE FLUJOS INDUSTRIAS ALES	Titularización de Flujos.
13	FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "PRIMERA TIT DE FLUJOS- F A D E S A (**)	Titularización de Flujos.
14	FIDEICOMISO MERCANTIL MUTUALISTA PICHINCHA 5	Titularización de Cartera.
15	FIDEICOMISO MERCANTIL CON FINES DE TITULARIZACION - MUNICIPALIDAD DE GUAYAQUIL - PROYECTO PAVIMENTACIÓN DE CALLES, PROGRAMA DE OBRAS POPULARES PROVISIONALES EMERGENTES	Titularización de Activos Inmobiliario.
16	CUARTA TITULARIZACION CARTERA AUTOMOTRIZ - AMAZONAS (PRIMER TRAMO)	Titularización de Cartera Automotriz.
17	FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "PRIMERA TITULARIZACION DE FLUJOS - PESCASUR"	Titularización de Flujos.

18	FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "SEGUNDA TITULARIZACION CARTERA COMERCIAL COMANDATO" SEGUNDO TRAMO (**)	Titularización de Cartera Comercial.
19	FIDEICOMISO MERCANTIL DE PRIMERA TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS DE FONDOS ARTEFACTA (**)	Titularización de Flujos.
20	FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "FIDEICOMISO DE TITULARIZACION DE FLUJOS NESTLE ECUADOR" (**)	Titularización de Flujos.
21	FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "SEGUNDA TITULARIZACION CARTERA COMERCIAL - COMANDATO" TERCER TRAMO (**)	Titularización de Cartera Comercial.
22	FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "TERCERA TITULARIZACION CARTERA DE CONSUMO - TERRITORIAL" TERCER TRAMO (**)	Titularización de Cartera de Consumo.
23	FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN DE FLUJOS - PRONACA"	Titularización de Flujos.
24	FIDEICOMISO MERCANTIL PRODUBANCO 2 FIMPROD 2	Titularización de Cartera Hipotecaria.
EMISIÓN DE TITULARIZACIONES AÑO 2009		
	EMISOR	OBJETO DE LA EMISIÓN
1	FIDEICOMISO MERCANTIL DE TITULARIZACIÓN DE FLUJOS FUTUROS DE VENTAS PRODUCTOS DE LA FABRIL (**)	Titularización de Flujos.
2	FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "PRIMERA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS AGRIPAC" (**)	Titularización de Flujos
3	FIDEICOMISO PRIMERA TITULARIZACIÓN CARTERA HIPOTECARIA DE VIVIENDA MACHALA	Titularización de Cartera Hipotecaria.
4	FIDEICOMISO MERCANTIL DE TITULARIZACIÓN DE FLUJOS FUTUROS "PRIMERA TITULARIZACION - PEAJES CONORTE" (**)	Titularización de Flujos.
5	FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN DE FLUJOS - MOVISTAR" (**)	Titularización de Flujos.
6	TITULARIZACIÓN DE FLUJOS FUTUROS DE FONDOS DE BURGER KING CCI- RESTAURANTES INSTANTANEOS REINSTANT	Titularización de Flujos.
7	FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "TERCERA TITULARIZACION CARTERA COMERCIAL - COMANDATO" PRIMER TRAMO (**)	Titularización de Cartera Comercial.
8	PRIMERA TITULARIZACION CARTERA COMERCIAL - IIASA	Titularización de Cartera Comercial.
9	FIDEICOMISO MERCANTIL TITULARIZACION DE FLUJOS DINERS	Titularización de Flujos.
10	FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "FIDEICOMISO TITULARIZACIÓN HOTEL COLON GUAYAQUIL - CERO UNO" (**)	Titularización de Activos Inmobiliario.
11	FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "PRIMERA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS DELCORP"	Titularización de Flujos.
12	FIDEICOMISO MERCANTIL BANCO BOLIVARIANO 1	Titularización de Flujos.
13	FIDEICOMISO MERCANTIL MUTUALISTA PICHINCHA 6- FIMUPI 6	Titularización de Flujos.
14	FIDEICOMISO MERCANTIL DE PRIMERA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS FUTUROS DE VENTAS INTEROC . (VTC- INTEROC)	Titularización de Flujos.
15	FIDEICOMISO MERCANTIL DE TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS DE FONDOS ECUAFARMACIAS I	Titularización de Flujos.
16	FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "TERCERA TITULARIZACION CARTERA COMERCIAL - COMANDATO" SEGUNDO TRAMO (**)	Titularización de Cartera Comercial.
17	FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "TERCERA TITULARIZACION CARTERA AUTOMOTRIZ - GMAC ECUADOR"	Titularización de Cartera Automotriz.
18	FIDEICOMISO MERCANTIL DE TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS TELCONET (**)	Titularización de Flujos.
19	FIDEICOMISO MERCANTIL DE TITULARIZACION DE CARTERA IMPORTADORA	Titularización de Cartera.
20	FIDEICOMISO PRODUBANCO CARTERA AUTOMOTRIZ CERO UNO (**)	Titularización de Cartera Automotriz.
21	FIDEICOMISO PRIMERA TITULARIZACION DE CARTERA HIPOTECARIA DE VIVIENDA BANCO PROMERICA (**)	Titularización de Cartera Hipotecaria.
22	FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE " FIDEICOMISO TITULARIZACION MOBILSOL - CERO UNO" (**)	Titularización de Flujos.
23	FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "SEGUNDA TITULARIZACION DE FLUJOS - FADESA" (**)	Titularización de Flujos.
24	FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "SEGUNDA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS DE PRATI - TARJETAS DE CREDITO " (**)	Titularización de Flujos.
25	FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN DE FLUJOS - EBC" (**)	Titularización de Flujos.
26	FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "TERCERA TITULARIZACION CARTERA COMERCIAL COMANDATO" TERCER TRAMO (**)	Titularización de Cartera Comercial.
27	FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "FIDEICOMISO TITULARIZACIÓN CUOTA FACIL UNIBANCO - CERO UNO" (**)	Titularización de Cartera.

28	FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN DE FLUJOS - AZUCARERA VALDEZ" (***)	Titularización de Flujos.
29	FIDEICOMISO MERCANTIL "CUARTA TITULARIZACION CARTERA AUTOMOTRIZ - AMAZONAS SEGUNDO TRAMO	Titularización de Cartera Automotriz.
30	SEGUNDA TITULARIZACION CARTERA COMERCIAL - AMAZONAS PRIMER TRAMO	Titularización de Cartera Comercial.
EMISION DE TITULARIZACIONES AÑO 2010		
	EMISOR	OBJETO DE LA EMISIÓN
1	FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "PRIMERA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS VECONSA" (**)	Titularización de Flujos.
2	FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "PRIMERA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS ECUAVEGETAL" (**)	Titularización de Flujos.
3	FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "TITULARIZACIÓN SINDICADA -FLUJOS CADENA PRODUCTIVA INTEGRADA" (**)	Titularización de Flujos.
4	FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "CUARTA TITULARIZACION CARTERA COMERCIAL COMANDATO" (**)	Titularización de Cartera Comercial.
5	FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "PRIMERA TITULARIZACION DE FLUJOS EXPALSA"	Titularización de Flujos.
6	FIDEICOMISO MERCANTIL DE TITULARIZACIÓN DE CARTERA INMOBILIARIA "VOLANN" TRAMO I (**)	Titularización de Cartera Inmobiliaria.
7	FIDEICOMISO MERCANTIL BANCO INTERNACIONAL 1 INTER1	Titularización de Cartera Hipotecaria.
8	FIDEICOMISO MERCANTIL SOLIDARIO UNO (1) FMS 1	Titularización de Cartera.
9	FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "FIDEICOMISO SEGUNDA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS INDUSTRIAS ALES" (**)	Titularización de Flujos.
10	FIDEICOMISO PRIMERA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS FUTUROS DE FONDOS DE INT. FOOD SERVICES CORP	Titularización de Flujos.
11	FIDEICOMISO SEGUNDA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS FUTUROS DE FONDOS DE INT. FOOD SERVICES CORP	Titularización de Flujos.
12	FIDEICOMISO MERCANTIL CTH 5 FIMECTH 5	Titularización de Cartera Hipotecaria.
13	FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "PRIMERA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS CASA TOSI" (**)	Titularización de Flujos.
14	SEGUNDA TITULARIZACION CARTERA COMERCIAL - IIASA PRIMER TRAMO	Titularización de Cartera Comercial.
15	FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "PRIMERA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS LATIENVASES" (**)	Titularización de Flujos.
16	FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN DE FLUJOS MAREAUTO" (**)	Titularización de Flujos.
17	PRIMERA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS FUTUTROS DE NOVACERO (**)	Titularización de Flujos.
18	FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN DE FLUJOS MARESA"	Titularización de Flujos.
19	FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "QUINTA TITULARIZACIÓN CARTERA COMERCIAL COMANDATO" (**)	Titularización Cartera Comercial.
20	FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "SEXTA TITULARIZACIÓN CARTERA AUTOMOTRIZ AMAZONAS" (**)	Titularización Cartera Automotriz.
21	FIDEICOMISO MERCANTIL DE PRIMERA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS EN DERECHOS DE COBRO INTERAGUA (**)	Titularización de Flujos.
22	FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "PRIMERA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS PORTAFOLIO CFN" (**)	Titularización de Flujos.
23	FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "FIDEICOMISO SEGUNDA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS NESTLÉ ECUADOR" (**)	Titularización de Flujos.
24	FIDEICOMISO MERCANTIL DE TITULARIZACIÓN DE FLUJOS FUTUROS "PRIMERA TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS COFINA" (**)	Titularización de Flujos.
25	FID. MERCANTIL IRREVOCABLE "SEGUNDA TIT. FLUJOS - AGRIPAC"	Titularización de Flujos.
26	FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "FIDEICOMISO PRIMERA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS AUTOMOTORES Y ANEXOS" (**)	Titularización de Flujos.
27	FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "	Titularización de Flujos.
28	FIDEICOMISO MERCANTIL DE TITULARIZACIÓN DE CARTERA INMOBILIARIA "VOLANN" TRAMO II (**)	Titularización de Cartera Inmobiliaria.
29	FIDEICOMISO MERCANTIL DE SEGUNDA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS "ARTEFACTA" (**)	Titularización de Flujos.
30	FIDEICOMISO MERCANTIL MUTUALISTA PICHINCHA 7- FIMUPI 7	Titularización de Activos Inmobiliarios.
31	SEGUNDA TITULARIZACION CARTERA COMERCIAL - IIASA SEGUNDO TRAMO	Titularización de Cartera Comercial.

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil y Quito
Elaborado por: Ricardo Parra González; Tito Zea Quinde

Observando en la tabla el volumen de las titularizaciones emitidas entre el 2003 al 2010 generando un gran avance al posicionarse en nuestro mercado de valores producto de las nuevas opciones de inversión que desean cubrir mediante los rendimientos que generan los activos o flujos futuros al emitir la titularización de los mismos. Cabe también mencionar que muchas empresas a lo largo de 2007 y 2008, como el Grupo Nobis, realizaron inversiones de infraestructura que fueron apalancadas mediante los rendimientos que tuvieron en sus titularizaciones.

2.4 EMPRESAS PARTICIPANTES EN LAS TITULARIZACIONES

Los mercados de capitales ahora son globales, las grandes empresas emiten rutinariamente deuda y acciones para reducir sus costes de financiación. Las empresas desarrollan la estructura, los modelos básicos para la toma de decisiones financieras en la actualidad, como la de titularizar sus activos.

Los sectores que más han intervenido y que optaron como estrategia este tipo de financiamiento desde el 2003 al 2010 es el Financiero (como el Banco Amazonas, Banco Promérica que han titularizado los créditos de sus clientes seleccionados), seguido por el Comercial e Industrial y Agrícola como la empresa COFINA (titularizo sus flujos futuros), automotriz (titularizo su cartera de consumo) y el hidroeléctrico (titularizó sus flujos futuros), el farmacéutico, y finalmente el de servicios y construcción tales como Burgen King (titularizo sus flujos futuros.)

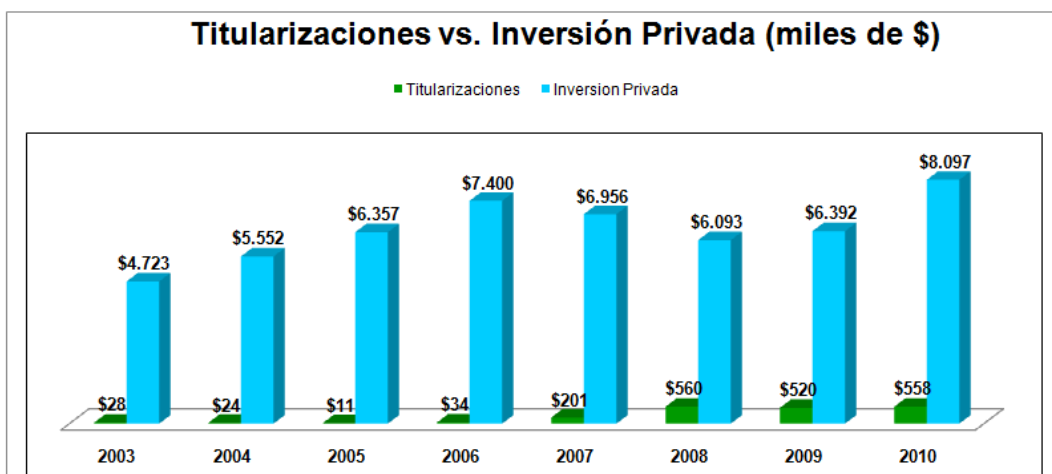
2.5 PARTICIPACIÓN DE LAS TITULARIZACIONES CON RESPECTO A LA INVERSIÓN PRIVADA DEL ECUADOR.

En este caso podemos relacionar el monto de las titularizaciones con respecto a la inversión privada. Si profundizamos el análisis podemos considerar un ejemplo claro como sucede en el sector agrícola que un productor de camarón desea realizar una inversión y acude al mercado

financiero pero lamentablemente ha sido rechazado su propuesta para el préstamo entonces como mecanismo ante dicha situación toma la decisión de acudir al mercado de valores y titularizar sus activos entonces esta alternativa no paraliza al sector productivo, es decir que un buen punto es que el productor tiene otro plan de acción para efectuar su proyecto.

En relación de las titularizaciones como parte de la inversión privada en el 2003 inició como un 0,35% y se incrementó esta participación hasta un 9,19% en el 2008 y llega a un 6,89% en el año 2010. (Gráfico 2.4 y 2.5).

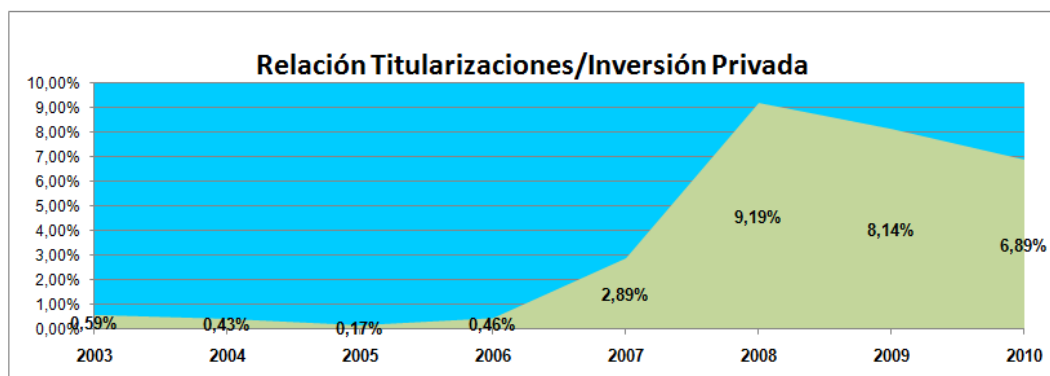
Gráfico 2.4: Titularizaciones v. Inversión privada (miles de dólares)



Fuente: Banco Central del Ecuador
Bolsa de Valores de Guayaquil y Quito
Elaborado por: Ricardo Parra González; Tito Zea Quinde

En el grafico 2.5 realizamos un índice en el cual, en términos nominales, utilizamos el total de titularizaciones emitidas en los años de estudio desde el 2002 al 2010, con respecto a la Inversión Privada de los respectivos años.

Gráfico 2.5: Relación Porcentual (%) Titularizaciones vs. Inversión privada



Fuente: Banco Central del Ecuador
Bolsa de Valores de Guayaquil y Quito
Elaborado por: Ricardo Parra González; Tito Zea Quinde

Observamos cómo ha sido el impacto de las titularizaciones en la Inversión Privada. Desde la adaptación de este nuevo mecanismo o instrumento financiero e el mercado de valores del país, ha logrado ser un componente muy significativo para el crecimiento de la Inversión, aunque eso no se refleje en los 3 primeros años ya que las compañías no pronosticaban ni tomaban en cuenta este tipo de financiamiento alternativo, lo cual solo reflejo en el estudio de esos años un porcentaje sobre la Inversión Privada del 0.59%, 0.43% y 0.17% respectivamente.

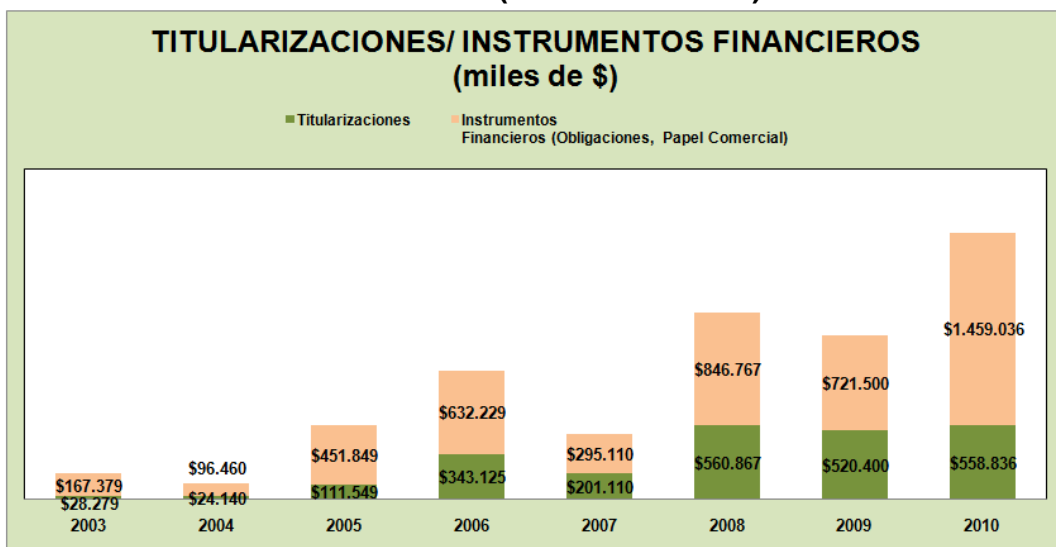
Cuando reflejaron en la Bolsa de Valores de Guayaquil y Quito los rendimientos generados por las emisiones de títulos, las compañías en el 2006 ,2007 y 2008 (9.19%) empezaron a realizar mayores números de emisiones de titularizaciones de carteras.

Al principio, como una forma de prototipo para observar el mecanismo y la viabilidad de los mismos, con la finalidad de mantenerse dentro del mismo mecanismo financiero o sino buscar otras formas de manejar sus fondos, pero en el año 2009 empezó a decaer hasta llegar a un 6,89% en el 2010.

2.6 PARTICIPACIÓN ENTRE LAS TITULARIZACIONES Y EL RESTO DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS

La participación de las titularizaciones sobre el resto de instrumentos financieros (Obligaciones, Papel Comercial) es un gran componente de financiamiento (ver el gráfico 2.6) en el año 2010 en referencia a la relación que existe entre las mismas, podemos decir que en las bolsas de valores de Quito y Guayaquil se negoció \$558.856 / \$1'450.000.

Gráfico 2.6. Titularizaciones/Instrumentos Financieros (miles de dólares)



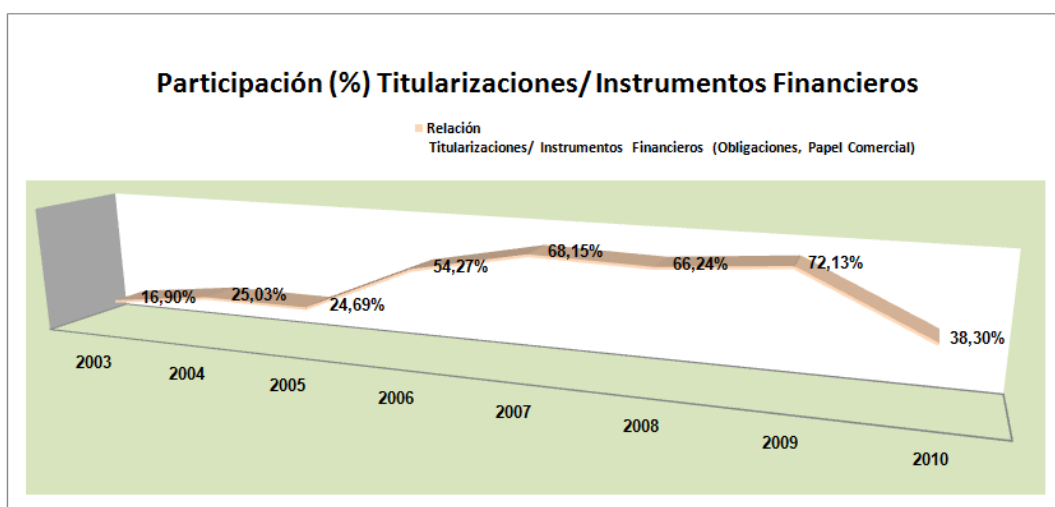
Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil y Quito
 Elaborado por: Ricardo Parra González; Tito Zea Quinde

A lo largo del 2002 y 2003 se registraron las primeras titularizaciones oficiales dentro del mercado financiero como un instrumento nuevo y atractivo para el desarrollo de la rentabilidad empresarial. Dentro de estos 2 años las expectativas que se manejaron al operar esta nueva figura en el mercado financiero ecuatoriano, no fueron del agrado del público para que tomara esta nueva forma de financiamiento, ya que recién lograba entrar a un mercado muy irregular como lo es el ecuatoriano. Sin embargo el apogeo de esta nueva figura empezó en el año 2004, captando una participación del

25.03% con respecto a los demás instrumentos financieros que operan dentro del país, como lo son las obligaciones, bonos, títulos a valor, etc. Las empresas encontraron muchas ventajas al momento de tomar la decisión de titularizar, ya sea flujos futuros o por ventas de activos, como lo son las carteras de créditos, obteniendo mayores rentabilidades a corto o largo plazo.

Con la llegada al poder del Presidente Econ. Rafael Correa, la incertidumbre se apodero de la política económica que se maneja, incluso en la actualidad por las nuevas medidas y cambios que genero dentro de la Constitución de la República y también Reformas a nivel tributario , pero eso no fue un obstáculo para que las empresas que, teniendo flujos rentables y recursos monetarios, adapten este instrumento para generar mayores recursos a largo plazo, como lo podemos observar desde el 2006 al 2009, dando una participación del 72.13% al finalizar el 2009, pero en el 2010 sufre una disminución y se ubica en un 38.30% con respecto a Obligaciones , Papel comercial. Esto se debe a que poco a poco se ha logrado descartar al crédito bancario tradicional como una fuente más de financiamiento empresarial.

Gráfico 2.7. Participación (%) Titularizaciones/Instrumentos Financieros



Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil y Quito
 Elaborado por: Ricardo Parra González; Tito Zea Quinde

Con los datos estadísticos proporcionados por la Bolsa de Valores de Guayaquil y Quito determinamos la tendencia de los títulos y la variación porcentual considerado desde el 2002 al 2010 según (ver gráficos 2.8 y 2.9 y tabla 2.2.) podemos observar que las empresas optan en primer lugar por emitir Obligaciones, luego Titularizar y finalmente Papel Comercial.

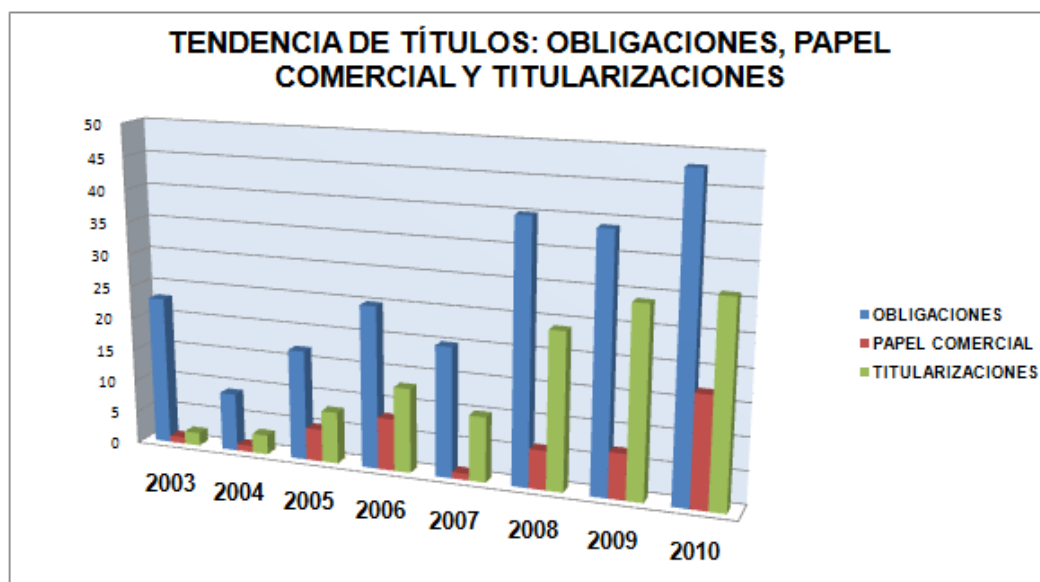
Tabla 2.2. Evolución de Títulos: Obligaciones, Papel Comercial y Titularizaciones

TÍTULO/AÑO	NUMERO DE EMPRESAS PARTICIPANTES								VARIACIONES PORCENTUALES							
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
OBLIGACIONES	23	9	17	25	20	40	39	48	50%	88%	69%	57%	54%	65%	57%	52%
PAPEL COMERCIAL	1	1	5	8	1	6	7	17	18%	4%	8%	17%	17%	3%	9%	9%
TITULARIZACIONES	2	3	8	13	10	24	29	31	32%	8%	23%	27%	28%	32%	34%	39%
TOTAL EMPRESAS	26	13	30	46	31	70	75	96								

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil y Quito

Elaborado por: Ricardo Parra González; Tito Zea Quinde

Gráfico 2.8. Tendencia de Títulos: Obligaciones, Papel Comercial y Titularizaciones



Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil y Quito

Elaborado por: Ricardo Parra González; Tito Zea Quinde

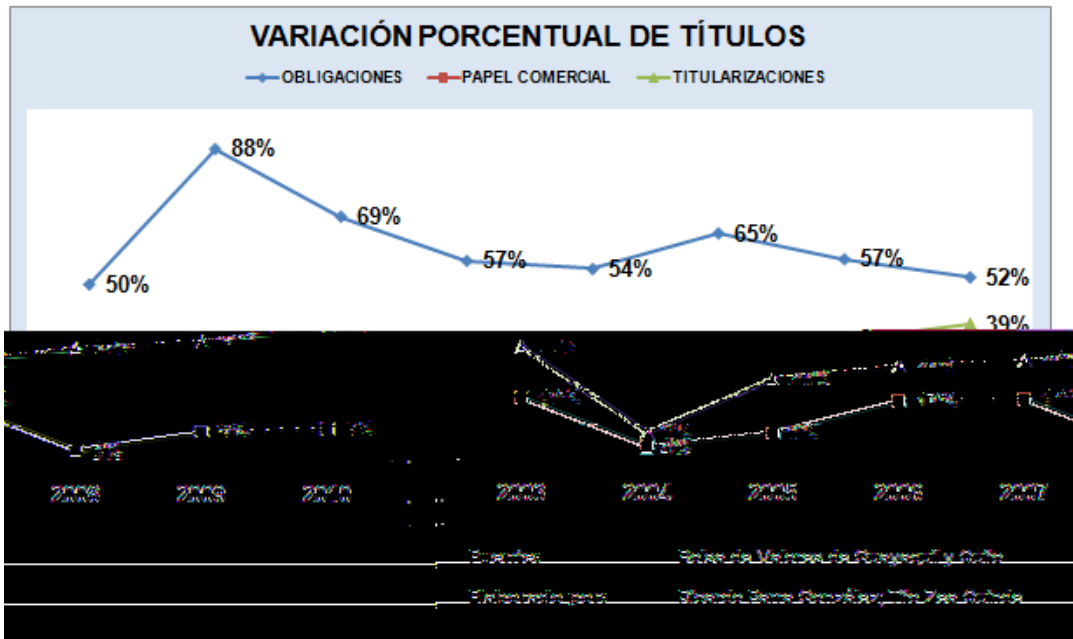


Gráfico 2.9. Variación Porcentual de Títulos

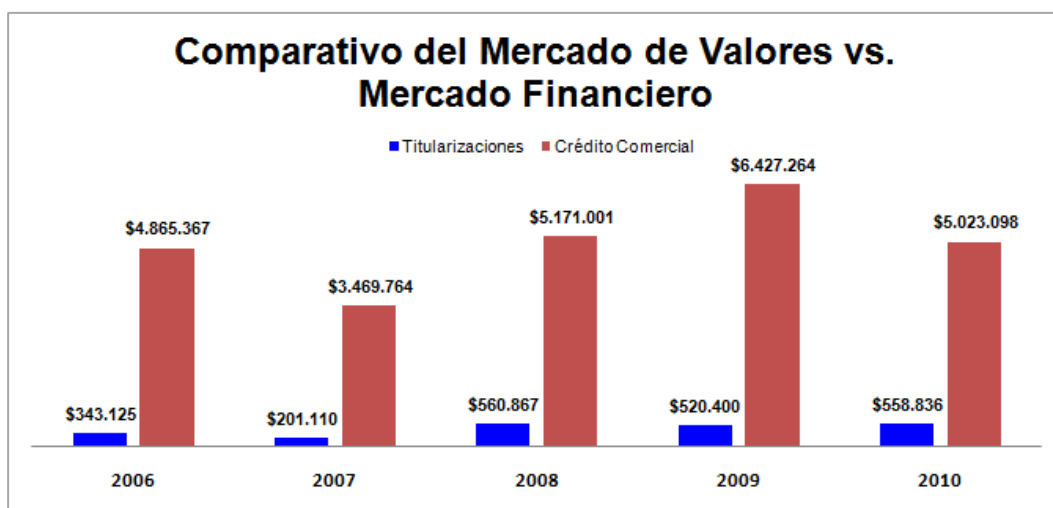
2.7 MEDICIÓN DEL VOLUMEN DE FINANCIAMIENTO ENTRE LAS TITULARIZACIONES Y EL CRÉDITO BANCARIO.

El diagnóstico (gráfico 2.10) demuestra la incidencia del sistema financiero en el Mercado de Valores ha sido demasiada elevada y la mayor cantidad de valores tranzados en el mercado corresponden a emisiones financieras pese a otros índices que demuestra que ha mejorado este mercado en lo que respecta a titularizar activos de las empresas a nivel nacional.

Para el caso de nuestro país, se presentan ciertos beneficios ante una economía que presenta el dólar como una de las monedas de curso legal, puesto que en la labor de estructuración de los flujos de caja de los activos para realizar las emisiones, el nulo riesgo cambiario favorece el pronóstico de pago del interés y/o capital de los valores, y el desuso de algún colateral o mejora crediticia que si puede utilizarse en la estructuración en otro país emergente con tasas de devaluación volátiles.

La dolarización también es beneficiosa para inversionistas extranjeros que quisieran formar una titularizadora o alguno de los negocios inherentes al proceso. Gracias a que el país presenta al dólar como moneda de curso legal, las emisiones por titularizaciones en el mercado externo son también reconocidas para la compra de los títulos, como es el caso de los títulos generados por Cervecería Nacional, el cual posee cerca del 10% vendido a participantes extranjeros en su titularización generada en el 2009.

Gráfico 2.10. Comparativo del Mercado de Valores vs. Mercado Financiero



Fuente: Banco Central del Ecuador
Bolsa de Valores de Guayaquil y Quito
Elaborado por: Ricardo Parra González; Tito Zea Quinde

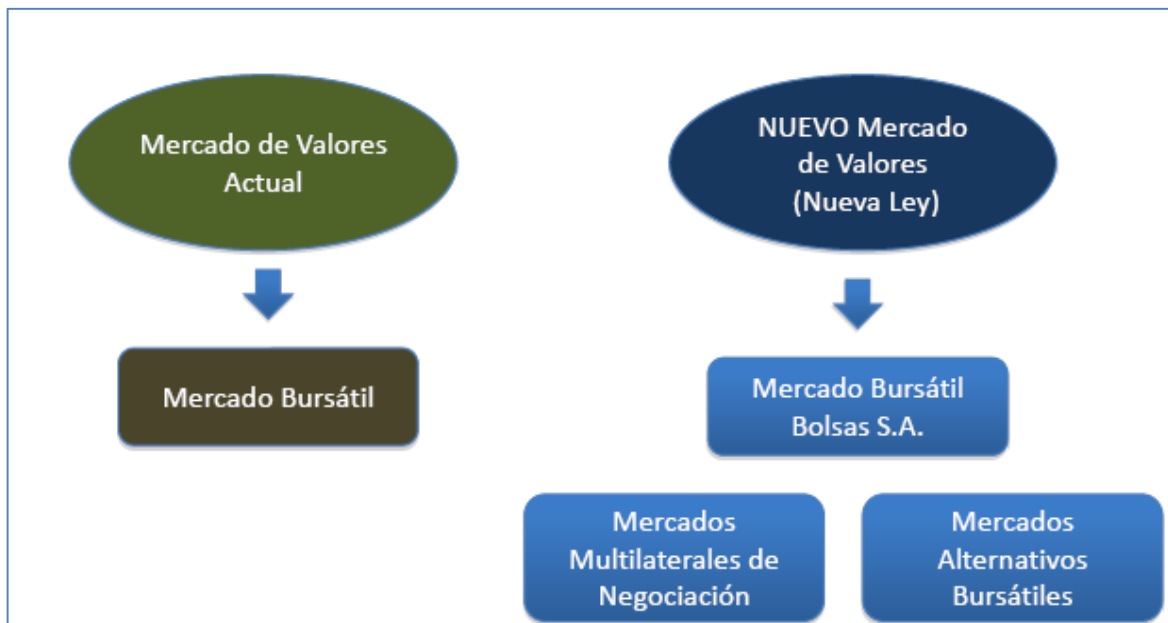
Toda empresa, como regla general, necesita contar con una base de recursos que le permita soportar su funcionamiento y la ejecución de proyectos. En principio, se tiene que el dinero es un recurso cuya obtención en el corto plazo puede resultar difícil y muy costosa para la mayoría de las empresas, cuando se recurre exclusivamente al mercado de dinero (la banca comercial), como fuente de financiamiento.

2.8 LOS OBJETIVOS DE LA NUEVA LEY DE MERCADOS DE VALORES.

El Estado pretende que exista un mercado de valores más amplio y accesible, lo que originará mayores opciones de financiamiento en el sector productivo.

- Eliminar las trabas y distorsiones económicas, sociales y culturales que han impedido un normal desarrollo del mercado de valores en el Ecuador
- Generar alternativas de financiamiento para el sector productivo en especial aquellos actores excluidos por las normas y requerimientos existentes.
- Proyección internacional del mercado de valores ecuatoriano dentro de la lógica de la integración regional.

Gráfico 2.11: Participantes Mercados de Valores actual y Nuevo.



En el nuevo mercado de valores existen otros aspectos fundamentales como:

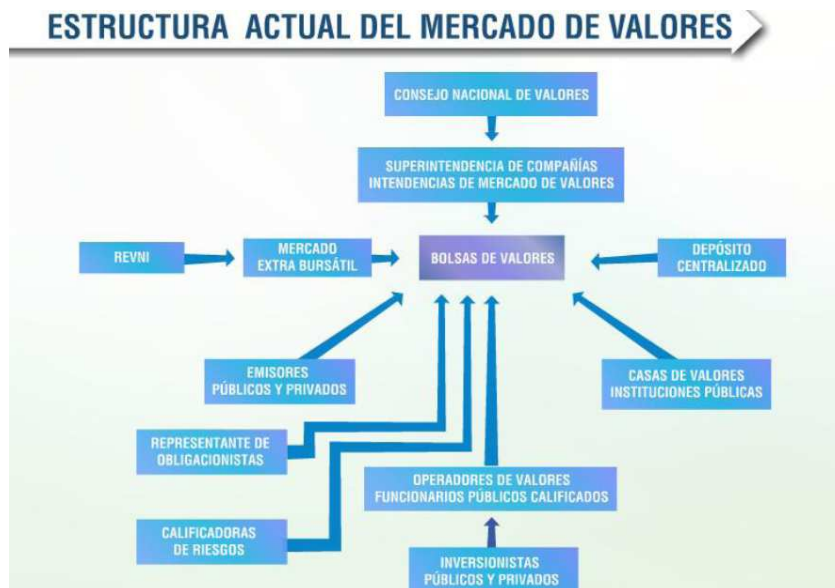
REGULACIÓN Y CONTROL: Se mejora el esquema de Regulación y Control y se crea al Defensor del Inversionista.

EMISIONES: Se aclaran y refuerzan las garantías ofrecidas a los inversores

CALIFICACIÓN DE RIESGO: Se aumenta el control de las calificaciones (distorsiones en el mercado y riesgo camuflado)

A continuación en la gráfica 2.12 muestra la estructura actual del mercado de valores:

Gráfico 2.12 Estructura Actual del Mercado de Valores



El cambio para esta estructura quedará de la siguiente manera según gráfico 2.13:

Gráfico 2.13.: Estructura Propuesta del Mercado de Valores.



2.9. ANTECEDENTES DE PAISES LATINOAMERICANOS QUE HAN TITULARIZADO SUS ACTIVOS.

La Titularización, una técnica compleja del financiamiento, ha sido utilizada por Latinoamérica desde el final de los años ochenta. Después de la crisis de la deuda a mediados de los años ochenta, las empresas latinoamericanas necesitaron desarrollar nuevas maneras de asegurar a los inversionistas extranjeros temerosos de riesgo político; La Titularización, una estructura de la transacción que había llegado a ser popular en los Estados Unidos, estaba bien adaptada para este propósito.

La Titularización en América latina no es muy vieja. Las primeras apariciones de la titularización, las podemos encontrar en México, cuando en 1987 se titularizaron las cuentas por cobrar telefónicas de Telmex (compañía de teléfonos de México).

Argentina presenció su primera titularización a finales del 1993. A partir de 1995-97, había una carencia general del interés en el mercado, puesto que los emisores Latinoamericanos dependieron en gran parte de los inversionistas fronterizos.

Sin embargo, en 1997 y 1998, un número de transacciones se han divulgado que indicaban profundidad y anchura en el mercado. La gama de usos incluye préstamos para autos, hipotecas residenciales e hipotecas comerciales, tarjetas de crédito, renta de la exportación de petróleo, derechos del campo petrolífero, La titularización de los billetes de avión, etc.

Brasil y México son los países en los cuales existe un mejor desarrollo del mecanismo de titularización, y desde 2002 a la fecha, ocupan hasta el 70% de los montos transados en estas operaciones. Otras economías con un menor dinamismo son Argentina, Colombia, Chile y Perú, que han modificado su normativa de valores, en función de mejorar las operaciones de titularización.

La titularización es la mejor fuente de Financiamiento para Latinoamérica, porque:

- La alta volatilidad Económica y Política de estos países, precisa de emisiones de alta calidad crediticia e inmunes a esos problemas.
- Es necesario titularizar flujos que no tengan vínculos con los problemas del Originador.
- Es un Mecanismo menos vulnerable a las crisis y citamos como ejemplo el caso de Argentina de cómo las titularizaciones de flujos futuros de las exportaciones pudieron soportar la crisis.
- Llevamos el “pecado original”, por lo tanto se debe romper el “techo soberano” (tenemos empresas y proyectos AAA atrapados en países BB), como buenos vecinos viviendo en malos vecindarios.

En América Latina ha estado creciendo rápidamente como un instrumento financiero en los recientes años, con más de 400 transacciones emitidas en los mercados locales en 2007, ascendiendo a US\$16,000 millones. Pese a esta favorable evolución, el mercado de productos titulizados en América Latina continúa siendo reducido, sobre todo si se compara con los de regiones desarrolladas u otras economías emergentes como Asia

El desarrollo del mecanismo de titularización, ha ido de la mano con el establecimiento de la normativa adecuada en el mercado de valores, supervisión, garantías, comercio, bancos y seguros. Entre más rápida sea la creación de la legislación, y más completa, será más fácil que los mercados la adopten como un nuevo instrumento financiero.

Los tipos de activos subyacentes utilizados en las operaciones de titularización, también se han ido modificando lo cual indica que la misma titularización está madurando. En su momento existían muchas operaciones con flujos de efectivo futuros, pero después se han incorporado activos más tradicionales (cuentas por cobrar, derechos sobre ingresos por exportaciones y cartera de tarjetas de crédito).

Por otro lado, aunque a un menor ritmo, se están titularizando activos con un mayor riesgo, lo cual también es muestra de profundización financiera.

La Titularización de activos inmobiliarios es la de mayor trascendencia en América Latina, con un 41.33 %. A pesar que la titularización ha mejorado las condiciones de liquidez, inversión y financiamiento en Latinoamérica, algunas variaciones de este mecanismo, usadas en economías como la estadounidense aún no se han desarrollado. Actualmente, en algunos países las operaciones suelen estar dominadas por un único activo, lo cual no permite hacer paquetes o cartera de activos, que ayudaría a diluir el riesgo para el inversionista.

2.10. IMPACTO ECONÓMICO DE LAS TITULARIZACIONES EN EL ECUADOR

La titularización 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. 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.

A través de los procesos de titularización se incrementaron los participantes en el Mercado de Valores Ecuatoriano, ingresando mayor número de Entidades que pueden financiarse a través de la Bolsa de Valores. El volumen total de transacciones en el año 2010 superó los 5.000 millones de dólares. La mayoría de ofertas públicas son realizadas a plazos superiores a un año. Las colocaciones primarias siguen siendo las más significativas frente a las que se hacen en el mercado secundario.

En nuestro país optamos por titularizar los activos como una nueva alternativa de financiamiento, lo cual permite que la economía ecuatoriana se dinamice de la siguiente manera: Por un lado la empresa emisora obtiene mediante esta vía el dinero para llevar a cabo sus proyectos y el ahorrista que decide invertir comprando títulos para canalizar sus ahorros y obtener un rendimiento con un mínimo riesgo según el plazo que el determine.

En el caso de vivienda, la titularización es un mecanismo de financiamiento comprobado en reducir las tasas de los créditos hipotecarios de vivienda. La eficiencia de asignar el ahorro dinamiza al mercado de vivienda ha generado que se se cierre un poco la brecha entre la oferta y demanda de vivienda y así también cabe mencionar que este sector es generador de crecimiento y empleo.

En el momento de que la empresa toma la decisión de titularizar se considera que un es un choque de liquidez positivo para la economía de un país a más que se está incentivando la inversión también aporta a la generación de empleo ya que implica que su proyecto en poco tiempo se llevará a cabo y demandará trabajo para que la empresa empiece a operar.

El impacto en la economía Ecuatoriana se dio al incrementar el volumen financiado por el mercado de valores con recursos más baratos, lo cual ha fortalecido los balances e incrementado los activos de importantes empresas cuyas operaciones han impactado en el sector productivo y exportador de Ecuador, como el eléctrico, bebidas, electricidad, farmacéutico, cementero, hotelero, y otros tales como: La Favorita, que regenta los supermercados Supermaxi; Cervezas Nacionales, Cementera Holcim; Banco de Guayaquil, Produbanco, Banco Pichincha, Hotel Colón, entre las principales.

III.TITULARIZAR ACTIVOS DE LA EMPRESA

3.1 QUÉ, CUANDO Y CÓMO TITULARIZAR

3.1.1 Lo que se titulariza en una empresa

Actualmente contamos con los siguientes tipos de titularizaciones:

Los de contenido crediticio por los cuales los inversionistas adquieren el derecho a percibir la restitución del capital invertido mas el rendimiento financiero correspondiente, con los recursos provenientes del fideicomiso mercantil, según los términos y condiciones de los valores emitidos.

Los de participación por los cuales los inversionistas adquieren una alícuota en el patrimonio de propósito exclusivo, a prorrata de su inversión, con lo cual participa de los resultados, sea utilidades, sea pérdidas, que arroje dicho patrimonio respecto del proceso de titularización

Los de tipo mixto: Por los cuales los inversionistas adquieren valores que combinan las características de valores de contenido crediticio y valores de participación, según los términos y condiciones de cada proceso de titularización.

Así también las garantías que es uno de los requisitos para poder negociar por este medio:

- Subordinación de la emisión
- Sobrecolateralización
- Exceso de flujo de fondos
- Sustitución de activos
- Contratos de apertura de crédito
- Garantía o aval
- Garantía bancaria o póliza de seguro
- Fideicomiso de garantía

3.1.2 La decisión de titularizar

Una persona natural o jurídica toma la decisión de titularizar sus activos por dos motivos porque ha recurrido al mercado financiero y no ha logrado obtener un crédito o ya sea porque considera que tiene mayores beneficios diversificando sus proyectos a un riesgo mínimo.

3.1.3 El cómo se titulariza

El procedimiento para titularizar consiste en que el originador transfiere activos ilíquidos a través de un Contrato de Cesión de Derechos de Bienes o Activos al Agente de Manejo, el cual constituirá un Patrimonio Autónomo con la instrucción de emitir valores. Este deberá contar con una calificación otorgada por la Calificadora de Riesgo. Los títulos son negociados a través de las Casas de Valores hacia los inversionistas. El dinero recaudado será administrado por la Fiduciaria, quien entregará los recursos al Originador para su financiamiento. Luego, la Fiduciaria, a través de un Agente Pagador, se encargará de pagar a los inversionistas el capital más los intereses, producto de los Flujos Futuros generados por el Fideicomiso.

3.2. ORGANISMOS REGULADORES Y QUE INTERVIENEN EN LA TITULARIZACIÓN

La regulación de las actividades corre por cuenta de una Superintendencia de Valores y Seguros, manejados por el Consejo Nacional de Valores. Además del organismo regulador existen otras entidades que intervienen en el proceso de titularización, dentro de los cuales están:

-CONSEJO NACIONAL DE VALORES es el órgano adscrito a la SUPERINTENDENCIA DE COMPANIAS que establece la política general del mercado de valores y regula su funcionamiento.

-SUPERINTENDENCIA DE COMPANIAS es la institución que ejecuta la política general del mercado de valores y controla a los participantes del mercado.

-BOLSAS DE VALORES a través de su facultad de autorregulación pueden dictar sus reglamentos y demás normas internas de aplicación general para todos sus participantes, así como, ejercer el control de sus miembros e imponer las sanciones dentro del ámbito de su competencia.

-EMISORES son compañías públicas, privadas o instituciones del sector público que financian sus actividades mediante la emisión y colocación de valores, a través del mercado de valores.

-INVERSIONISTAS son aquellas personas naturales o jurídicas que disponen de recursos económicos y los destinan a la compra de valores, con el objeto de lograr una rentabilidad adecuada en función del riesgo adquirido. Para participar en el mercado de valores no se requiere de montos mínimos de inversión.

-CASAS DE VALORES son compañías anónimas autorizadas, miembros de las bolsas de valores cuya principal función es la intermediación de valores, además de asesorar en materia de inversiones, ayudar a estructurar emisiones y servir de agente colocador de las emisiones primarias.

-DEPOSITO CENTRALIZADO DE COMPENSACION Y LIQUIDACION DE VALORES, es una compañía anónima que se encarga de proveer servicios de depósito, custodia, conservación, liquidación y registro de transferencia de los valores. Opera también como cámara de compensación.

-CALIFICADORAS DE RIESGO, son sociedades anónimas o de responsabilidad limitada, independientes, que tienen por objeto la calificación de emisores y valores.

-ADMINISTRADORAS DE FONDOS Y FIDEICOMISOS son compañías anónimas que administran fondos de inversión y negocios fiduciarios.

3.3. OBJETIVOS DE LA TITULARIZACIÓN

El principal objetivo de la titularización es lograr el desarrollo de un sistema de adquisición de recursos financiero más eficiente y profundo. Es pertinente enfatizar que la titularización persigue otros objetivos no menos importantes, como 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, siempre dependiendo del manejo que se le dé a las variables macroeconómicas del lugar.
- Posibilitar la disminución del costo del endeudamiento.
- Contribuir al desarrollo del mercado de capitales.

3.4 BIENES Y ACTIVOS OBJETO DE TITULARIZACIÓN

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:

- 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.

No obstante lo anterior, la Superintendencia de Valores podrá autorizar la estructuración de procesos con bienes o activos diferentes de los anteriormente señalados.

3.5. ELEMENTOS QUE INTERVIENEN EN UN PROCESO DE TITULARIZACIÓN

La titularización no se desata en un solo acto, sino que implica una serie de etapas en las que participan activamente los siguientes elementos:

- **Entidad originadora:** es quien transfiere los bienes o activos base del proceso de titularización, puede ser persona natural o jurídica, nacional o extranjera.
- **El agente de manejo:** es el vocero que representa el patrimonio autónomo, recauda los recursos provenientes de la emisión y se relaciona con los inversionistas.

-Entidad administradora: Es la entidad encargada de la administración, custodia y conservación de los activos o bienes objeto de la titularización, así como el recaudo y transferencia al agente de manejo de los flujos provenientes de dichos activos o bienes. Puede actuar como administrador el originador, el agente de manejo o una entidad diferente.

- **Entidad colocadora:** Es la entidad que facultada por su objeto social puede actuar como suscriptor profesional de una emisión, es el encargado de colocar los títulos en el mercado. Su existencia no es esencial en los procesos de titularización ya que la emisión puede ser colocada por el agente de manejo.

3.6. VENTAJAS DE LA TITULARIZACIÓN

El proceso de Titularización, tal y como ya se ha esbozado anteriormente, presenta ventajas diferenciales, las cuales trataremos, de forma más extensa:

En sentido General:

-Reduce el riesgo ya que el dinero se invierte en organismos especializados en la materia de inversiones.

-Genera uniformidad en los pagos y las fechas: el inversionista conoce de antemano el flujo que habrá de recibir por sus intereses y devolución de su capital en las fechas precisas.

-Representa para los inversionistas una nueva alternativa que ofrece una mejor rentabilidad que las que pueden brindar los depósitos tradicionales del sector financiero.

-Para la entidad originadora resulta atractiva la titularización, como un recurso para obtener liquidez, recursos que podrá utilizar para realizar con ellos nuevas operaciones.

- Reactiva el mercado público de Valores.
- Es una nueva fuente de Financiación.
- Permite movilizar créditos.

De forma más estructurada las ventajas se pueden clasificar por grupos:

Para el originador:

- Liquidez: permite acceder a liquidez mediante la aceleración de flujos futuros, la reducción de activos fijos o el aumento de rotación de activos.
- Endeudamiento: no existen restricciones ante entidades crediticias, las condiciones de financiamiento encaja a los flujos de la empresa, mejora el indicador de endeudamiento y se obtienen mejores tasas de financiamiento.
- Nivel de activos improductivos: disminuyen recursos ociosos, mejora los índices de rentabilidad.
- Capacidad de crecimiento: no requiere de incremento en patrimonio o endeudamiento adicional, facilita la inversión en nuevos proyectos.
- Capacidad de asumir el cambio: facilidad de financiar reconversión industrial y reestructuraciones.
- Gestión de riesgos: transferencia de parte o todo el riesgo al mercado, equilibra estructura de plazos de activos y pasivos.

Para el inversionista:

- Ofrece una gran gama de alternativas de inversión debido a la gran cantidad de títulos existentes en el mercado.
- Alta rentabilidad: Ofrece una rentabilidad mucho mejor que la del mercado financiero tradicional.
- Bajo riesgo: Tienen una alta calificación por parte de las calificadoras de riesgo.
- Buena experiencia de pago de los títulos en otros países.

Para el mercado:

- Genera una nueva área de operaciones para los agentes.
- Promueve el desarrollo del mercado.
- Estructura financiera que mejora circulación de los recursos.
- Sustituye intermediación financiera tradicional por una mediación directa.

3.7. FINALIDAD DE LA TITULARIZACIÓN

Las razones que usualmente motivan a los originadores llevar a cabo procesos de titularización son:

-Rotación de activos: Los reutiliza para mejorar la rotación de activos de baja o nula liquidez.

-Alternativa de búsqueda de fondos menos costosa que el endeudamiento tradicional: es una forma de financiamiento por la vía de transformación del activo y no el incremento del pasivo.

-Potenciación del patrimonio del originador: se mejoran los índices de endeudamiento, esto permite mayor crecimiento sin el costo del capital asociado.

-Equilibrio y estructura de balance: al obtener activos más líquidos permite atender obligaciones de vencimiento más próximo.

3.8. COSTOS DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN

Los efectos que conlleva la aplicación de la Titularización son importantes, ya que ofrece al mercado de capitales nuevos instrumentos, fomenta la disponibilidad de crédito, genera mayor competitividad y eficiencia, sustituye

mecanismos tradicionales de financiación y diversifica el portafolio de los inversionistas.

Los costos de operación de la titularización son variados y no todos fácilmente cuantificables. Hay cinco principales tipos de costos vinculados al proceso de titularización:

- 1-Costos de constitución y administración;
- 2-Costos de las Garantías;
- 3-Costos de Aseguramiento;
- 4-Margen del inversor
- 5-Otros costos de difícil cuantificación.

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

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

-El marco normativo es incierto o incompleto. Aunque ello depende de las características de cada derecho positivo aplicable, aun en los países que cuentan con una regulación legal de la titularización o un desarrollo importante de su mercado de capitales, aquella no siempre es completa, y no abarca todos los aspectos importantes de la estructuración del proceso.

Dentro del proceso de titularizar a nivel nacional se recurre a realizar los siguientes procedimientos:

- Inscripción en el registro del Mercado de Valores.
- Inscripción en la Bolsa de Valores.
- Mantenimiento en la Bolsa de Valores.
- Contrato con la Administradora de Fondo.
- Honorarios de la Administradora de Fondo / Fiduciaria.
- Pago a la Calificadora de Riesgo.
- Pago al Estructurador Financiero.
- Pago a la Casa de Valores por la colocación de los títulos.

En la tabla 3.1. Visualizamos y se especifica a qué lugar y que trámite le corresponde a cada uno:

Tabla 3.1. Costos que se incurren en el proceso

Lugar	Tarea
Superintendencia de Compañías	Inscripción Registro Mercado de Valores
Bolsa de Valores	Inscripción, Mantenimiento, Comisión
Casa de Valores	Comisión
Calificadora Riesgos	Calificación Inicial, Actualización Calificaciones
Agente de Manejo / Administradora de Fondos y Fideicomisos / Fiduciaria	Estructuración Financiera, Administración del Fideicomiso, Liquidación del Fideicomiso.
Agente de Pago	Comisión por pagar a los inversionistas
Estructurador Legal	Contrato de Cesión de Derechos de Bienes o Activos

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil y Quito

Elaborado por: Ricardo Parra González; Tito Zea Quinde

3.9 ANÁLISIS DE RIESGO DE LAS TITULARIZACIONES

Describimos cómo surgió la calificación de riesgos se remonta al 1860 cuando Henry V. Poor inició los servicios de calificación de riesgos para los inversionistas en renta fija, en el mercado estadounidense. Posteriormente, en 1909, John Moody realizó las primeras calificaciones de emisiones y en la década de los veinte el Moody's Investors Service, inició la época moderna de las calificadoras.

Ciertamente, resumir en unas letras un cúmulo de información que difícilmente alguien puede buscar y analizar por su cuenta, ofrece al inversionista una guía inestimable para tomar sus decisiones. La calificación de riesgo permite satisfacer también, las expectativas de inversionistas extranjeros acostumbrados al uso de una herramienta ampliamente conocida y difundida en los mercados internacionales.

La calificación de riesgo es una opinión que emite la sociedad calificadora y que se orienta a distinguir entre estos grados en la titularización inmobiliaria: Desde la triple A (AAA) hasta la doble E (EE). Puede realizarse sobre una entidad financiera, sobre un título valor o sobre cualquier otro papel que circule en el mercado. Cuando la calificación se refiere a inmuebles, va precedida de la letra I.

Las entidades Calificadoras de Riesgo tienen como finalidad principal la calificación de valores de oferta pública y de personas jurídicas o emisores en el mercado de valores. Son entidades especializadas en el estudio del riesgo que emite una opinión sobre la calidad crediticia de una emisión de título valores.

Las Calificadoras de Riesgos son instituciones especializadas en el análisis del riesgo crediticio, sobre tres perspectivas:

- **Calidad del activo:** evaluación de los criterios de selección, métodos de origen de los créditos, análisis de las características del administrador y vehículo de titularización.

-**Flujo de caja:** riesgo de no cobrar o mora, riesgo de prepago, a sincronías en los plazos.

- **Seguridad jurídica:** estructura del vehículo, derechos y obligaciones de las partes, sustento jurídico y económico de la cobertura de riesgos crediticios.

La calificación de riesgos es un elemento de gran utilidad para los ahorristas, porque le brinda un estudio especializado y consistente respecto de las condiciones de su inversión.

3.9.1. RIESGOS INHERENTES A LAS OPERACIONES

Este riesgo consiste en la posibilidad de no pago de los deudores o el desmejoramiento de los inmuebles que respaldan las operaciones de Crédito. Como en la titularización se movilizan activos de la más alta maduración, es necesario dotarlo de la mayor seguridad, para hacerlo más atractivo para los inversionistas, estableciendo medidas de seguridad destinadas a preservar la integridad del patrimonio que respalda la emisión.

3.9.2. CRITERIOS PARA CALIFICAR RIESGOS

Entre los criterios más usados para calificar riesgos, se tiene:

El equipo directivo: Historial de la empresa, situación actual y perspectivas futuras, así como el estudio de la trayectoria personal de cada componente del mismo.

Posición en el mercado: Dimensión de la empresa, antigüedad, cuota de mercado, líneas de productos y el sector en el que opera.

Posición financiera: Liquidez actual, acceso a la financiación, volumen de endeudamiento, comparación entre los vencimientos de sus inversiones y de sus deudas, acuerdos restrictivos de su capacidad de endeudamiento o de venta de activos.

Plan de actividades: Comprobación de la adecuación de las políticas del grupo de gestión y juzgar su consistencia con respecto al tipo de mercado en el que opera y a su posición financiera.

3.9.3. PROCESO DE CALIFICACIÓN

La sociedad titularizadora, en primer lugar, elige y contrata los servicios de una sociedad calificadora de riesgos, la cual le define la documentación requerida. Posteriormente proporciona todos los documentos requeridos por la sociedad calificadora de riesgos, quien analiza la información y realiza una visita técnica a la empresa.

Una vez realizado el estudio, la calificadora define la calificación obtenida informa al emisor la calificación inicialmente otorgada. El emisor autoriza la divulgación de la calificación y posteriormente la publicación en los prospecto de oferta pública. La calificadora evalúa periódicamente la calificación otorgada y procede a la publicación de la misma.

IV. ESTRUCTURA BÁSICAS Y ETAPAS DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN

La titularización de activos, ha hecho su aparición en el mercado internacional, como un mecanismo que, siempre que sea utilizado por operadores responsables y comprometidos con el cumplimiento de su marco legal, minimiza la intermediación financiera y moviliza las carteras crediticias, abriendo la puerta para acceder a un mercado de capitales ágil y eficiente, que brinde a la sociedad las respuestas que necesita en cuanto a financiamiento se refiere.

Para llevar a cabo el proceso de Titularización, es necesario cumplir con varias etapas generales las cuales dependerán del tipo de activo que se quiere titularizar, ya que no todos los activos son de la misma naturaleza. Para llevar a cabo este proceso es preciso de cumplir con ciertos requisitos en una serie de pasos ordenados que se presentan a:

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

-Bursatilización: consiste en transformar el activo en título valor capaz de ser transado en la bolsa de valores, con lo que se le otorga liquidez y un mayor interés comercial al bien, esto constituye la principal ventaja del proceso de titularización. Para llevar a cabo esta transformación es necesario trasladar el activo a un patrimonio autónomo fiduciario, para que este lo convierta en unidades bursátiles.

-Estudio de la superintendencia de valores: este organismo es el encargado de reglamentar, controlar, y registrar los títulos. La misma, una vez consignados los estudios financieros, jurídicos y económicos y todos los documentos contemplados en las normas legales, realiza un estudio que

puede durar hasta 60 días. Durante ese tiempo es posible que se soliciten aclaraciones sobre la información presentada en los estudios. Una vez aclarados todos los aspectos, la Superintendencia de Valores ordena la inscripción en el Registro Nacional de Valores, mediante una resolución, y autoriza la oferta pública de los Títulos. Es necesario aclarar que existen montos mínimos para una emisión, y eso varía de acuerdo a los reglamentos de cada nación.

-Calificación de riesgo: Toda emisión de valores provenientes de procesos de titularización deberá contar con calificación de riesgo y auditoría externa, durante el período de vigencia de la emisión.

Este proceso puede desarrollarse en paralelo con el estudio de la Superintendencia de Valores, ya que básicamente los requisitos son los mismos. El proceso consiste en examinar el activo con la finalidad de conocer su calidad y expectativas de valorización, ubicación y riesgos futuros. Lleva a cabo igualmente un análisis de la estructura del sistema de titularización empleada para determinar si es el más adecuado, también analiza de la calidad del emisor y del arrendatario, los flujos futuros, etc. Con toda esta información la calificadora clasifica el título según el nivel de riesgo establecido en el estudio.

-Emisión: Una vez los títulos han sido autorizados y calificados, puede llevarse a cabo la emisión, para lo cual se inscriben en la Bolsa de Valores y se hace la oferta pública. Así el título queda inscrito en el mercado primario y puede llevarse a cabo el proceso de promoción y colocación en el mercado secundario, que es el que le va a otorgar la mayor liquidez al título y es función del promotor bursátil interesar al público en este, para que existan compradores interesados en la recompra del título.

Los mecanismos de garantía establecidos en la Ley, deben cubrir en 1.5 veces el índice de siniestralidad o el de desviación, según corresponda.

La Superintendencia de Compañías podrá autorizar valores con redención inferior o con amortizaciones parciales que superen el porcentaje mencionado, cuando las condiciones particulares del proceso así lo requieran.

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

-Plazo: El plazo de emisión de los valores provenientes de procesos de titularización no podrá ser inferior a un año. No obstante, podrán efectuarse amortizaciones parciales a término inferior a un año, siempre que la sumatoria de las mismas no supere el treinta por ciento del valor del capital del título.

4.1.PROCEDIMIENTO PARA LA AUTORIZACIÓN DE EMISIÓN DE VALORES DERIVADOS DE UN PROCESO DE TITULARIZACIÓN.

Para efectuar oferta pública de estos valores, se deberá presentar a la Superintendencia de Compañías la información que se señala a continuación, cuya responsabilidad de elaboración, análisis y verificación corresponderá al agente de manejo.

- Solicitud de autorización de oferta pública y de inscripción en el Registro del Mercado de Valores, suscrita por el representante legal de la administradora de fondos y fideicomisos y firmada por el abogado patrocinador, con indicación del monto requerido de autorización de la emisión.

- Prospecto de oferta pública.

- Documento en el que se indique: los montos y la forma en que se han establecido los flujos futuros de fondos que se generarán, el mismo que deberá contemplar una proyección de, por lo menos, el tiempo de vigencia de los valores emitidos en el proceso de titularización.
- Facsímile del valor, en caso de que en el proceso de titularización se emitan títulos.
- Escritura pública que contenga el mecanismo utilizado en el proceso de titularización.
- Criterio positivo del proceso de titularización emitido por la Superintendencia de Bancos, en el caso de que el originador sea una institución sometida a su control.
- Reglamento de gestión que deberá constar como documento habilitante a la escritura pública del mecanismo de titularización.
- Declaración juramentada del representante legal del agente de manejo, acerca de la veracidad de la información contenida en el prospecto de oferta pública.

La presentación de la documentación descrita servirá para la autorización de la emisión y de la oferta pública de la titularización, y para la inscripción de los valores en el Registro del Mercado de Valores. Adicional a esta información según el tipo de titularización se debe adjuntar lo siguiente:

Para 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.*

Para 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.

Para la 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, con 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 pro formas 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.

Para 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.*

Los procesos de titularización quedarán 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 ella ordene.

4.2 REGLAMENTO INTERNO DE EMISIÓN DE VALORES DE UNA TITULARIZACIÓN

El reglamento interno de emisión de valores derivados de una titularización, estructurado a través de un fideicomiso mercantil o fondo colectivo, contendrá la siguiente información:

1. Información general sobre la administradora de fondos y fideicomisos.
2. Denominación del fondo colectivo o fideicomiso mercantil.
3. Plazo de duración del fondo colectivo o fideicomiso mercantil.
4. Gastos a cargo del fondo colectivo o fideicomiso mercantil.
5. Honorarios y comisiones de la administradora de fondos y fideicomisos.
6. Política de endeudamiento, ventas, crédito, administración de cuentas por cobrar y provisiones, del fondo colectivo o fideicomiso mercantil.
7. Información que deberá proporcionar a los inversionistas con indicación de la periodicidad y forma de entrega.

8. Normas sobre el cambio de administrador, la liquidación anticipada o al término del plazo del fideicomiso o fondo, si se contemplare tales situaciones.

9. Indicación del medio de prensa de circulación nacional en el que se efectuarán las publicaciones informativas para los aportantes de los fondos colectivos y fideicomisos mercantiles.

10. Régimen aplicable para la obtención de los recursos o flujos futuros, para lo cual deberá presentar la información de sustento con indicación del o los procedimientos utilizados; además, deberá considerar, entre otros, los siguientes aspectos:

- Indicación del tipo de activo motivo de la titularización.
- Naturaleza y denominación del tipo de valores a ser emitidos.
- Partes intervinientes: originador, agente de manejo o fiduciario, fideicomiso mercantil, etc., con indicación de sus obligaciones.
- Características de los valores a ser emitidos con indicación de los derechos que otorgan a los inversionistas.
- Indicación de los mecanismos de garantía a utilizarse y la forma en que éstos se harán efectivos, de ser el caso.
- Detalle de la historia de los flujos, con indicación de sus características particulares, según el tipo de titularización y el activo a ser titularizado.
- Forma de determinación de los flujos futuros.
- Metodología utilizada para el cálculo del índice de siniestralidad o de desviación, según corresponda, con el detalle de los cálculos matemáticos realizados.
- Destino de la liquidez temporal de los recursos y de los flujos futuros, en caso de existir; para el efecto, se deberá considerar al menos la política de

inversiones de los recursos y de los remanentes por pagos o flujos anticipados, con indicación de las normas de diversificación de las inversiones y manejo de la liquidez.

- Casos en los cuales procede la redención anticipada de los valores emitidos, con indicación de la metodología a utilizarse.

11. Características y forma de determinar el punto de equilibrio para iniciar la ejecución del proyecto, considerando, para el efecto, al menos lo siguiente:

- Indicación de su viabilidad jurídica, técnica y financiera, especificando las normas que se observarán en el caso de que este punto de equilibrio no se alcance, a fin de restituir a los inversionistas, los recursos aportados y el respectivo rendimiento.

- Otros elementos que deberán ser considerados:

- Indicación de la compañía calificadora de riesgo, de la periodicidad de las revisiones y de su publicación.
- Indicación de las obligaciones de la administradora de fondos y fideicomisos.
- Forma, medio y periodicidad en la cual los inversionistas y el ente de control involucrado conocerán la gestión de la administradora de fondos y fideicomisos, a cargo del patrimonio autónomo.
- Forma de liquidación del patrimonio autónomo.

4.3.CONTENIDO DEL FACSIMILE DEL VALOR

El facsímile del valor o el macro título, en el caso que sea una emisión desmaterializada, debe contener, al menos, lo siguiente:

1. Nombre y domicilio de la administradora de fondos y fideicomisos.
2. Denominación del mecanismo utilizado para llevar adelante el proceso de titularización.
3. Derechos incorporados en el valor y las condiciones financieras del mismo.
4. Fecha de expedición y plazo del valor.
5. Indicación si los valores serán nominativos o a la orden.
6. Garantías de la titularización.
7. Valor nominal.
8. Indicación del rendimiento financiero de ser el caso.
9. Forma y término de redención y procedimiento para la liquidación, indicando los sitios en los que se cancelará.
10. Firma del representante legal de la administradora de fondos y fideicomisos.
11. Nombre, dirección domiciliaria y de correo electrónico, número de teléfono y número de fax del agente pagador.
12. Indicación de que la gestión del agente de manejo es de medio y no de resultado.
13. Indicación de que el patrimonio autónomo constituido es el que respalda los valores emitidos.
14. Número secuencial y cantidad de valores que representan el título.
15. Fecha y número de resolución de inscripción, en el Registro del Mercado de Valores, del mecanismo utilizado para la titularización y del valor.

16. Fecha y número de la resolución expedida por la Superintendencia de Bancos y Seguros autorizando la titularización, de ser el caso.

17. Calificación inicial de riesgo.

18. Indicación de la notaría y fecha de la escritura pública que contiene el mecanismo que da origen al proceso de emisión de valores derivados de una titularización.

4.4. PARÁMETROS Y MONTO DE LA EMISIÓN DE VALORES SEGÚN EL TIPO DE TITULARIZACIÓN:

1. *Titularización de cartera.*- 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 valor de la cartera transferida, a la fecha de emisión de los valores derivados de la titularización.

2. *Titularización de inmuebles.*- 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.

3. *Titularización de proyectos inmobiliarios.*- 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.

4. *Procesos de titularización de flujos de fondos en general.*- Se deberá acreditar la relación jurídica en virtud de la cual el originador tiene derecho a percibir los flujos a titularizar.

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 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. El mismo porcentaje y procedimiento se aplicarán para el caso de que la titularización se realice por un segmento del proyecto.

4.5. CONTENIDO DEL PROSPECTO DE OFERTA PÚBLICA

El prospecto de oferta pública primaria de valores resultantes de un proceso de titularización, deberá contener, al menos, la siguiente información:

1. Información general:

1. Portada:

1.1. Título: "PROSPECTO DE OFERTA PÚBLICA", debidamente destacado.

1.2. Nombre o razón social del originador.

1.3. Nombre o razón social del agente de manejo.

1.4. Denominación específica del fideicomiso mercantil o del fondo colectivo emisor de los valores.

1.5. Tipo de valores a emitir: de contenido crediticio, de participación o mixtos.

1.6. Monto de la emisión.

1.7. Calificación de riesgo otorgada a la emisión.

1.8. Nombre del agente pagador.

1.9. Número y fecha de la resolución expedida por la Superintendencia de Compañías, autorizando la oferta pública y la inscripción de los valores en el Registro del Mercado de Valores.

1.10 Número y fecha de la resolución expedida por la Superintendencia de Bancos y Seguros autorizando la titularización, de ser el caso.

1.11 Cláusula de exclusión, según lo establece el artículo 15 de la Ley de Mercado de Valores.

1.2 Información general del originador:

1.2.1. Nombre, dirección, número de teléfono, número de fax y dirección de correo electrónica.

1.2.2. Objeto social, de ser el caso.

1.2.3. Descripción de la actividad económica, productos y participación en el mercado.

1.2.4. Grupo financiero al que pertenece, si fuere del caso.

1.2.5 Finalidad de la titularización.

1.2.6 Información económica y financiera; estados financieros del último ejercicio fiscal, junto con las notas y dictamen del auditor externo, análisis vertical e índices.

1.3 Información general del agente de manejo:

1. 3.1. Nombre, dirección, número de teléfono, número de fax y dirección de correo electrónico.

1.3.2. Grupo financiero al que pertenece, si fuere del caso.

1.3.3. Fecha de constitución y plazo de duración de la sociedad.

1.3.4. Organización de la sociedad.

1.3.5. Recurso humano e infraestructura técnica y administrativa para el manejo de fondos y fideicomisos.

1.3.6. Identificación y experiencia del personal directivo.

1.3.7. Autorización de funcionamiento e inscripción en el Registro del Mercado de Valores;

1.3.8. Capital social y composición accionaria.

1.3.9. Información económico - financiera; estados financieros del último ejercicio fiscal, junto con las notas y dictamen del auditor externo y un análisis vertical e índices.

1.3.10. Indicación de que las obligaciones asumidas por el agente de manejo son de medio y no de resultado.

1.4 Información sobre el patrimonio autónomo emisor de los valores y del proceso de titularización:

1.4.1. Denominación específica del patrimonio autónomo.

1.4.2. Fecha y escritura pública de constitución.

1.4.3. Inscripción de la escritura pública de constitución en los registros pertinentes, si fuere el caso.

1.4.4. Resumen del contrato del mecanismo utilizado para titularizar incluyendo: finalidad y objeto, deberes y responsabilidades del agente de manejo, derechos de los inversionistas, rendición de cuentas y remuneración del agente de manejo.

1.4.5. Descripción y valor de los activos transferidos para el desarrollo del proceso de titularización y de sus garantías, si las hubiere.

1.4.6. Copia del reglamento de gestión del proceso de titularización.

1.4.7. Descripción detallada, de la historia de los flujos, de la proyección de los mismos, por un período equivalente al de la vigencia de la emisión y del procedimiento empleado para su cálculo.

1.4.8. Descripción detallada de los mecanismos de garantía utilizados en el proceso de titularización.

1.4.9. Procedimiento a seguir en el caso en que los inversionistas no ejercieren sus derechos dentro de los seis meses posteriores a la fecha en que haya nacido, para el agente de manejo, la última obligación de pagar los flujos de fondos o de transferir los derechos de contenido económico.

1.4.10. Relación de costos y gastos a ser asumidos por el patrimonio autónomo.

1.4.11. Aspectos tributarios del patrimonio autónomo.

1.4.12. Causales de terminación del mecanismo utilizado para titularizar y procedimiento para su liquidación.

1.4.13. Causales y procedimiento para la sustitución del agente de manejo.

1.4.14. Nombre o razón social de la firma auditora.

1.4.15 Información económico - financiera: estados financieros a la fecha de constitución del patrimonio autónomo o al último ejercicio mensual anterior a la fecha de la solicitud de autorización de la oferta pública, según sea el caso.

1.5 Características de la emisión:

1.5.1. Monto total de la emisión.

1.5.2. Plazo de la oferta pública.

1.5.3. Procedimiento para la colocación.

1.5.4. Condiciones especiales de la colocación, si fuere del caso.

1.5.5. Monto mínimo de la inversión.

1.5.6. Forma y lugar de suscripción de los valores.

1.5.7. 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.

1.5.8 Extracto del estudio técnico de la calificadora de riesgo.

1.6. Contenido adicional del prospecto para la titularización de cartera de crédito: Además de la información general, el prospecto para la titularización de cartera de crédito, deberá contener la siguiente información especial:

1.6.1. Descripción del tipo cartera: comercial, de consumo o para la vivienda; y de sus características: edad promedio, número de deudores y valor promedio de los créditos, calificación de riesgo, distribución geográfica, tasa de interés efectiva promedio, garantías y coberturas de seguros, si las hubiere.

1.6.2. Resumen de la última valoración realizada por la comisión especial de activos de riesgo, siempre que la misma no exceda de tres meses; en el caso de cartera de crédito de instituciones financieras.

1.6.3. Resumen de la valoración realizada por la calificadora de riesgo o auditora externa, debidamente inscrita en el Registro del Mercado de Valores en el caso de cartera de compañías o entidades no financieras.

1.6.4. Índice de siniestralidad y descripción detallada de la metodología empleada para su fijación e indicación de los cálculos matemáticos realizados.

1.7. Contenido adicional del prospecto para la titularización de inmuebles: Además de la información general, el prospecto para la

titularización de inmuebles deberá contener la siguiente información especial:

1.7.1. Descripción detallada del inmueble titularizado que contenga al menos: Tipo de bien, ubicación, área de construcción, número y fecha de inscripción en el Registro de la Propiedad.

1.7.2. Índice de desviación y descripción detallada de la metodología empleada para su fijación e indicación de los cálculos matemáticos realizados.

1.7.3. Descripción de la póliza de seguro que ampara el inmueble contra todo riesgo, acorde con lo establecido por la Ley de Mercado de Valores.

1.7.4. Resumen de los dos avalúos actualizados, efectuados por peritos independientes del originador y del agente de manejo.

1.7.4.1 Contenido adicional del prospecto para la titularización de proyectos inmobiliarios. Además de la información general, el prospecto para la titularización de proyectos inmobiliarios deberá contener la siguiente información especial:

1. Descripción detallada del bien inmueble transferido al patrimonio autónomo que contenga al menos: tipo de bien, ubicación, área, número y fecha de inscripción en el Registro de la Propiedad.

2. Descripción del proyecto inmobiliario a desarrollar, incluyendo un resumen de los aspectos más relevantes del estudio técnico, económico y de factibilidad; programación y presupuesto de obra del mismo.

3. Etapas y duración estimada de la ejecución del proyecto.

4. Descripción detallada de la determinación del punto de equilibrio del proyecto y tratamiento, en caso de no alcanzarse el mismo.

5. Nombre o razón social del constructor y resumen de su experiencia en el sector de la construcción y en obras de similar naturaleza y envergadura, a la que será desarrollada.

6. Nombre o razón social del fiscalizador y resumen de su experiencia en el sector de la construcción y en obras de similar naturaleza y envergadura, a la que será desarrollada.

7. Índice de desviación y descripción detallada de la metodología empleada para su fijación, e indicación de los cálculos matemáticos efectuados.

8. Resumen del contrato de construcción.

9. Resumen del contrato de fiscalización.

10. Descripción de las garantías bancarias o póliza de fiel cumplimiento del contrato de construcción y de buen uso de los anticipos y de los fondos recibidos.

11. Resumen de los dos avalúos actualizados efectuados por peritos independientes del originador y del agente de manejo.

12. Descripción de la póliza de seguro que ampara el inmueble contra todo riesgo, acorde con lo establecido en la Ley de Mercado de Valores.

1.8. Contenido adicional del prospecto para la titularización de flujos de fondos en general. Además de la información general, el prospecto para la titularización de flujos de fondos deberá contener la siguiente información especial:

1.8.1. Descripción detallada del activo o proyecto titularizado, a partir del cual se generarán los flujos de fondos materia de la titularización. Tratándose de bienes inmuebles, descripción detallada del bien transferido

al patrimonio autónomo: tipo de bien, ubicación, área, número y fecha de inscripción en el Registro de la Propiedad.

1.8.2. Resumen de los aspectos más relevantes del estudio técnico - económico que respalda la generación de los flujos de fondos proyectados.

1.8.3. Etapas y duración estimada de la ejecución del proyecto, si fuere el caso.

1.8.4. Descripción detallada de la determinación del punto de equilibrio del proyecto y tratamiento, en caso de no alcanzarse el mismo, si fuere el caso.

1.8.5. La información señalada en los literales 1.8.5), 1.8.6), 1.8.8), 1.8.9), 1.8.10), 1.8.11) y 1.8.12) del numeral anterior, si fuere el caso.

1.8.6. Índice de desviación y descripción detallada de la metodología empleada para su fijación e indicación de los cálculos matemáticos efectuados.

1.8.7. Características de los activos, indicando por lo menos lo siguiente:

1. Detalle y descripción de todos los aspectos relevantes de los que lo integran o integrarán, en especial lo relativo a su titularidad o propiedad anterior o al momento de lanzarse la oferta; sus garantías y los gravámenes a los que estuvieren afectos, entre otros.

2. Valor monetario de los activos, con la descripción detallada del procedimiento de valuación y con el sustento respectivo de una reconocida sociedad auditora o empresa especializada.

3. Valor de adquisición.

4. Régimen de sustitución y de adquisición o inversión en nuevos activos, de ser el caso.

5. Análisis del flujo esperado de efectivo o de derechos de contenido económico a ser generados a partir del patrimonio.

6. Relación de costos y gastos a ser asumidos con los activos que integran el patrimonio.

7. Garantías adicionales que se hubieran establecido o se fueran a establecer en relación al patrimonio, en su conjunto.

Para mantener la inscripción de estos valores, el agente de manejo deberá enviar la información continua y ocasional establecida para los fideicomisos mercantiles o para los fondos de inversión, según corresponda, inscritos en el Registro del Mercado de Valores.

Adicionalmente, mientras se encuentren en circulación los valores, el agente de manejo deberá remitir en forma mensual la siguiente información:

1. Cuantía colocada, condiciones de plazo y de rendimiento de los valores emitidos en el mes.

2. Valor total de los documentos en circulación al corte del mes.

3. Información consolidada sobre los compradores de los documentos, clasificados por grupos, con indicación del monto adquirido por cada grupo, así:

- Personas naturales.
- Sistema financiero.
- Fondos de inversión.
- Demás personas jurídicas.

Una vez finalizado el plazo de la oferta pública, deberá remitir un informe detallado sobre la situación del proceso de titularización, con énfasis en el desarrollo del proyecto cuando fuera del caso.

Además, el agente de manejo deberá informar a la Superintendencia de Compañías, la nómina de los miembros que conforman el comité de vigilancia, dentro del término de tres días contados a partir de su designación.

El comité de vigilancia deberá informar a la Superintendencia de Compañías cualquier incumplimiento a la Ley, a esta codificación, así como a las normas que rigen al fideicomiso mercantil, al fondo colectivo y al proceso de titularización en general, dentro de los tres días de detectado el mismo.

Además de la información prevista en el contrato del mecanismo utilizado para titularizar y en el reglamento de gestión, el agente de manejo deberá poner a disposición de los inversionistas, la información requerida para el mantenimiento de la inscripción en el Registro del Mercado de Valores, del fideicomiso mercantil y del fondo colectivo de titularización; además de un informe semestral detallado sobre la situación del proceso de titularización, con énfasis en el desarrollo del proyecto cuando fuera del caso.

4.6.DENOMINACIÓN DE LOS VALORES

Los valores pueden ser de tres tipos: de contenido crediticio, de participación o mixtos. La denominación que se dará a estos valores será la siguiente:

1. Valores de titularización de contenido crediticio.
2. Valores de titularización de participación.
3. Valores de titularización mixtos.

Cuando los valores se emitan a partir de la estructuración de un proceso de titularización que tenga como patrimonio de propósito exclusivo un fondo colectivo de inversión, el cual cuente con activos transferidos por un originador, se denominarán cuotas.

Las personas naturales o jurídicas que vayan a actuar como originadores en un proceso de titularización, deberán acreditar la propiedad de los activos transferidos al patrimonio autónomo y justificar las rentas, los derechos de contenido económico y los flujos futuros que éste va a generar.

Para la valoración de mercado de la cartera de crédito a titularizarse, las administradoras de fondos y fideicomisos deberán considerar al menos lo siguiente:

1. En el caso de las instituciones financieras controladas por la Superintendencia de Bancos y Seguros, el originador presentará al agente de manejo la valoración de cartera realizada por la comisión especial de activos de riesgo, adjuntando para el efecto el respectivo informe actualizado de calificación de conformidad con las normas de calificación de activos de riesgo y su clasificación expedida por la Superintendencia de Bancos y Seguros. La valoración de la cartera de crédito a presentarse por parte del originador será la vigente a la fecha de la solicitud de autorización de oferta pública y de la inscripción en el Registro del Mercado de Valores.

Para la valoración de cartera deberá especificarse su clase y la combinación de las categorías de calificación, no pudiendo, para efectos de una titularización, mezclarse diferentes clases de cartera de crédito.

Se entenderá como clases de cartera de crédito, la comercial, la de consumo y para la vivienda; y como categorías de calificación los créditos de riesgo normal, el riesgo potencial deficientes, de dudoso recaudo y pérdidas.

2. Para el caso de las compañías que no pertenezcan al sistema financiero y que, por lo tanto, están controladas por la Superintendencia de Compañías, el originador presentará al agente de manejo la valoración de cartera realizada por la calificadora de riesgo o por la firma auditora, debidamente inscrita en el Registro del Mercado de Valores; para el efecto, se sujetará a las normas constantes en el numeral anterior, en lo que fuere aplicable o en cualquier otra metodología aceptada en la técnica financiera. Las mismas disposiciones se aplicarán para otras entidades de derecho privado que titularicen cartera.

4.7. FACTORES, DOCUMENTACIÓN Y ANÁLISIS REQUERIDOS PARA LA DETERMINACIÓN DEL ÍNDICE DE SINIESTRALIDAD GENERAL:

-De la cartera de crédito

Para efecto de la autorización de procesos de emisión de valores derivados de una titularización de cartera, se deberán adjuntar los documentos, realizar los análisis que permitan establecer el índice de siniestralidad general de la cartera y utilizar los factores que se indican a continuación:

1. Porcentaje de cartera castigada durante los tres últimos años, excluyendo la cartera recuperada con relación a la cartera total; las estadísticas se tomarán desde la fecha de la generación del castigo, a menos que sea la primera vez que el originador vaya a generar cartera de créditos, en cuyo caso se tomarán índices del mercado fundado en estudios, debidamente realizados por el originador y que sean aceptados por la Superintendencia de Compañías.

2. Porcentaje de cartera total morosa no castigada, que presenta morosidades de treinta, sesenta o noventa días, de los últimos tres años; los datos se deberán tomar desde la fecha de inicio de la morosidad.

3. Clasificación de cartera en cuanto a montos y plazos, considerando el siguiente detalle: Tasa de interés, tipos de garantías, relación entre el monto del crédito y el monto de la garantía.

4. Existencia de garantías y coberturas que amparen los créditos que serán el objeto de la emisión de valores derivados de una titularización, así como la exigibilidad e idoneidad de las mismas.

5. Determinación de los flujos futuros que generará la cartera, por un período que deberá ser igual al del plazo de la emisión de los valores derivados de la titularización.

6. Elementos considerados para otorgar el crédito originador de la cartera, tales como el tiempo de vinculación del cliente con la entidad.

7. Posición expuesta por diferencial cambiario, de ser el caso.

8. Análisis de sensibilidad, a fin de determinar la variabilidad de los flujos futuros de la cartera, en escenarios pesimista, moderado y optimista; con indicación de las probabilidades de ocurrencia de estos escenarios. Estos análisis deberán sustentarse debidamente.

La metodología ponderará, tanto el comportamiento promedio de la cartera como los casos extremos de siniestro, con base a las probabilidades establecidas.

Para la emisión de valores derivados de una titularización de cartera, el índice de siniestralidad tomará como referencia lo siguiente:

- **Cartera nueva:**

Será aquella cuya historia es inferior a tres años, para lo cual se tomará como índice el factor de siniestralidad de la cartera general del originador, referido a la clase de cartera a la que pertenecen los créditos objeto de la titularización, dentro de un período no inferior a la edad máxima de dicha clase de cartera.

En caso de que sea la primera vez que el originador vaya a generar cartera de crédito, obtendrá el índice de siniestralidad en función de carteras de crédito de similares características, con base a un análisis de mercado en el sector económico al que pertenece, el mismo que deberá estar debidamente realizado, para que luego sea aceptado por la Superintendencia de Compañías.

- **Cartera cuya historia es superior a tres años:**

En este caso, se tomará el mayor de los valores resultantes de determinar el índice de siniestralidad general de la cartera en la clase correspondiente y el especial, referido concretamente a la cartera que se va a titularizar.

Para ambos casos, el factor resultante no podrá exceder el cien por ciento del valor de los créditos transferidos al patrimonio autónomo, junto con el de sus correspondientes intereses.

-De inmuebles, proyectos inmobiliarios y flujos de fondos: Para la autorización de procesos de emisión de valores derivados de una titularización de inmuebles, proyectos inmobiliarios y flujos de fondos en general, se deberán adjuntar los documentos, realizar los análisis que permitan establecer el índice de desviación general y utilizar los factores que se indican a continuación. Para el efecto, se considerarán las variables que puedan incidir en eventuales desviaciones de la generación de flujos futuros de fondos, por parte del patrimonio autónomo constituido para el proceso de emisión de valores derivados de una titularización.

El agente de manejo de la titularización considerará, al menos, los siguientes aspectos para realizar el análisis del patrimonio autónomo, según corresponda:

1. Costos y gastos de mantenimiento de los inmuebles de los últimos tres años y proyección debidamente sustentada, para cubrir igual período que la emisión de valores.

2. Utilidad operacional y utilidad neta de los tres últimos años y proyección debidamente sustentada, por un período igual al de la emisión de valores.

3. Ingresos adicionales previstos dentro del período de vigencia de la emisión de los valores derivados de la titularización o cuotas, contados a partir de la fecha de constitución del fideicomiso mercantil o del fondo colectivo, respectivamente.

4. Otros costos y gastos adicionales del fideicomiso mercantil o del fondo colectivo previstos para los tres años siguientes, contados a partir de la fecha de constitución del fideicomiso mercantil o fondo colectivo.

5. Posición expuesta por diferencial cambiario, de ser del caso.

6. Información estadística de los últimos tres años, respecto de la generación de flujos de fondos del patrimonio autónomo o independiente. Si la generación de los flujos de fondos es menor a tres años, las estadísticas se tomarán desde la fecha de inicio del flujo.

7. Proyección de la capacidad de generación de flujos de fondos para un período no inferior al de la vigencia de la emisión.

8. Demostración de la existencia de garantías y coberturas que amparen los bienes objeto de la emisión de valores derivados de una titularización e idoneidad de las mismas.

Para la aplicación de los mecanismos de garantía, previstos en el artículo 150 de la Ley de Mercado de Valores, en la emisión de valores derivados de

una titularización el índice de desviación se aplicará en consideración al siguiente procedimiento:

Tratándose de titularización inmobiliaria, el índice de desviación de flujos se calculará, al menos, sobre la base de la desviación estándar de los flujos generados durante los últimos treinta y seis meses.

En caso de no existir información histórica por tratarse de nuevos inmuebles, proyectos inmobiliarios o flujos de fondos en general, se realizará un análisis de sensibilidad, a fin de determinar la variabilidad de los flujos futuros.

El análisis de sensibilidad se estimará en tres escenarios: pesimista moderado y optimista. En cada caso se calculará la probabilidad de ocurrencia y dentro de cada escenario, se presentará el respectivo índice de desviación.

Sobre la base de los índices de desviación en cada uno de los tres escenarios, antes mencionados, se calculará el índice de desviación promedio ponderado. El grado de desviación de los flujos de fondos deberá, ser revisado con la periodicidad que el agente de manejo estime necesario, durante el período de vigencia de los valores derivados de una titularización.

Los mecanismos de garantía establecidos en la Ley, deben cubrir en 1.5 veces el índice de siniestralidad o el de desviación, según corresponda.

La Superintendencia de Compañías podrá autorizar valores con redención inferior o con amortizaciones parciales que superen el porcentaje mencionado, cuando las condiciones particulares del proceso así lo requieran.

Toda emisión de valores provenientes de procesos de titularización deberá contar con calificación de riesgo y auditoría externa, durante el período de vigencia de la emisión.

V.CONFLICTOS Y BENEFICIOS QUE GENERAN LAS TITULARIZACIONES

5.1.FORTALEZAS

- Financiamiento con tasas de interés y plazo con mayor rentabilidad.
- La titularización no crea una deuda para la empresa (originador), sino se utiliza un activo real o proyectado.
- El patrimonio autónomo recibe la calificación de riesgo de una titularización independiente al estado del originador.
- Financiamiento a largo plazo, promedio 5 años.
- Diversificación de las fuentes de financiamiento.
- Al acudir al mercado de capitales se disminuyen los costos de la financiación por la desintermediación.

5.2.OPORTUNIDADES

- Mecanismo de financiación alternativo que no implica endeudamiento adicional por parte del emisor.
- Adelanta flujos futuros necesarios para el financiamiento de proyectos.
- Proporciona flujo de efectivo a partir de activos ilíquidos o improductivos.
- Al transferir los activos titularizados a un patrimonio autónomo se disminuye el riesgo asociado con los mismos y serán estos los que respondan de forma exclusiva por el pago.

5.3. DEBILIDADES

-El largo procedimiento que hay que realizar para ejecutarlo, no sucediendo así en la banca tradicional.

5.4. AMENAZAS

-Los factores externos influyen cada día más en el administrador financiero: desregulación de servicios financieros, competencia entre los proveedores de capital y los proveedores de servicios financieros, volatilidad de las tasas de interés y de inflación, variabilidad de los tipos de cambio de divisas, reformas impositivas, incertidumbre económica mundial, problemas de financiamiento externo, excesos especulativos y los problemas éticos de ciertos negocios financieros.

VI. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

6.1. CONCLUSIONES

La titularización es una nueva forma de desarrollar el mercado de valores de nuestro país, el cual todavía se encuentra dando pequeños pasos, con este nuevo producto los empresarios nacionales, que muchas veces tiene que adquirir recursos de manera no muy rentable, pueden encontrar la forma de maximizar sus beneficios y reducir sus costos.

La titularización reduce el riesgo, genera uniformidad en los pagos y las fechas, presenta una nueva alternativa para el inversionista, resulta atractiva para el que emite los títulos, reactiva el mercado, permite movilizar los créditos.

Creemos conveniente el uso de esta herramienta financiera porque nos permite seguir desarrollando nuestro mercado de capitales y así tratar de conseguir mejores condiciones macroeconómicas al mundo, lo cual se traducirá en mejores condiciones de vida.

El Ecuador posee una legislación que viabiliza los procesos de titularización, pero un mercado poco desarrollado, al punto que se pueden contar con los dedos de la mano el número de originadores calificados en las Bolsas de Valores.

En una región tan necesitada de financiamiento para proyectos de desarrollo y con tanta desigualdad en la distribución de la riqueza, la titularización puede ser aprovechada como un puente entre estos extremos que facilite la realización de esos proyectos con alta rentabilidad para sus inversionistas.

Un aspecto clave para el desarrollo del mecanismo de titularización en general y en el país -en particular-, lo constituye el presentar un marco legal adecuado para su desarrollo, el Ecuador presenta un alto potencial de Activos sujetos a ser titularizados, y además es considerado por los inversionistas internacionales como un país con grado de inversión, lo que hace impulsar a la adquisición de valores generados por titularizaciones. Sin embargo hay que hacer énfasis a que las políticas económicas que deben manejarse en el país deben ser claras, eficaces y concretas para mantener este nivel alto, en el caso de las titularizaciones.

6.2. RECOMENDACIONES

- 1) Se debería fortalecer su mercado de valores, es decir un lugar físico y con la tecnología necesaria donde los inversionistas y las personas que buscan financiamiento puedan ir a desarrollar sus actividades.
- 2) Debe crearse una campaña de incentivo y concienciación para que los organismos de inversión de nuestro país crean en este medio de invertir y al mismo tiempo los empresarios que necesitan recursos de financiamiento puedan confiar en este mecanismo.
- 3) Se deben presentar las facilidades necesarias para que cada día más y más personas se puedan preparar en el uso y manejo de la titularización y esto traerá como consecuencia el desarrollo de este importante producto financiero.
- 4) El gobierno, tal y como lo acaba de hacer debe ser el primero que utilice titularización y esto servirá de ejemplo para que los demás sectores de la economía ecuatoriana también lo hagan.
- 5) La titularización no se debe dejar de un lado como un producto financiero, al momento de planificar en las empresas es conveniente tenerla como una de las forma de adquirir o de invertir los recursos.
- 6) Es necesario contar con una supervisión y control entero y neutral que en realidad brinde seguridad al país de que la gestión de riesgos del sistema financiero está bien administrada.

VII. BIBLIOGRAFÍA

Andrade Ubidia S.(Ed.). (2002). *Los Títulos Valor en el Derecho Ecuatoriano*. Quito: Colegio de Jurisprudencia de la Universidad San Francisco.

Corporación Civil Bolsa Valores de Quito. (2006).*La Guía del Inversionista Bursátil*. Quito

Titman S.(Eds.). (2003). *Mercados Financieros y Estrategia Empresarial*. España: Graw Hill Interamericana.

www.bce.fin.ec (Página Web del Banco Central del Ecuador)

www.bolsadequito.com (Página Web de la Bolsa de Valores de Quito)

www.mundobvg.com (Página Web de la Bolsa de Valores de Guayaquil)

www.mcpe.gob.ec (Página Web del Ministerio de Coordinación de la Política Económica)

www.supercias.gob.ec (Página Web de la Superintendencia de Compañías del Ecuador)