

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL ECUADOR
FACULTAD DE ECONOMÍA**

Disertación previa para la obtención del título de Economista

***La Titularización como mecanismo de financiamiento en Ecuador. Su
evolución y desempeño en el periodo 2003 - 2011***

Silvia Villota Meza

silvillota@hotmail.com

Director: Mtr. Juan Pablo Erráez

jperraez@puce.edu.ec

Quito, enero de 2013

Resumen

Los mercados financieros son aquellos que se encargan de canalizar el ahorro de unos individuos hacia la iliquidez de otros, es por esto que en la actualidad existen varios mecanismos de financiamiento para equilibrar lo antes dicho.

Las titularizaciones son un mecanismo de financiamiento para empresas o entidades que cuentan con recursos a largo plazo y desean traerlos al presente con distintos fines. Existen varios tipos de titularizaciones que se adaptan a las necesidades de las empresas que lo requieran, teniendo que regirse a lo dispuesto en la Ley de Mercado de Valores, el Consejo Nacional de Valores y la Superintendencia de Compañías.

Actualmente en Ecuador se ha visto gran aceptación a este mecanismo de financiamiento ya que los costos financieros para las empresas se reducen y no necesariamente se requiere de hipoteca de activos fijos para proceder a la oferta de títulos valores. Se puede crear Fideicomisos de Titularización con flujos futuros, cartera por vencer o activos que se tienen o se espera tener, es un mecanismo flexible que se adapta a las necesidades y recursos de quien desee hacer uso de este.

Palabras clave: Titularización, Mercado de Valores, Fideicomiso, Títulos valores.

*A mis padres quienes han sido un apoyo incondicional, por sus valores,
amor y constancia que han hecho de mí una persona de bien*

La Titularización como mecanismo de financiamiento en Ecuador. Su evolución y desempeño en el periodo 2003 - 2011

<i>Introducción</i>	7
<i>Capítulo I: Metodología de Trabajo</i>	9
<i>1.1. Planteamiento del Problema:</i>	9
<i>1.2. Metodología de la Investigación</i>	10
<i>1.3. Hipótesis de Trabajo</i>	11
<i>1.4. Objetivos</i>	11
<i>Capítulo II: Fundamentación Teórica</i>	12
<i>2.1. Mercados Financieros</i>	12
<i>2.2. Negocios Fiduciarios</i>	15
<i>Capítulo III: Sistema Financiero Ecuatoriano</i>	25
<i>3.1. Legislación del Sistema Financiero Ecuatoriano</i>	25
<i>3.2. Evolución del Sistema Financiero Ecuatoriano</i>	26
<i>Capítulo IV: Mercado de Valores Ecuatoriano</i>	33
<i>4.1. Estructura del Mercado de Valores en el Ecuador</i>	33
<i>4.2. Relación Mercado de Valores y Sistema Financiero</i>	48
<i>Capítulo V: Titularizaciones</i>	52
<i>5.1.-Experiencias Internacionales</i>	52
<i>5.2. Titularizaciones en Ecuador</i>	55
<i>Conclusiones</i>	76
<i>Recomendaciones</i>	77
<i>Referencias Bibliográficas</i>	78
<i>Anexos</i>	81

Índice de Gráficos

Gráfico 1: Flujo de fondos a través del sistema financiero	12
Gráfico 2: Procedimiento de Titularización	19
Gráfico 3: Crédito Total en Ecuador	27
Gráfico 4: Montos Colocados en el Sector Financiero.....	28
Gráfico 5: Estructura porcentual por tipo de crédito	29
Gráfico 6: Estructura porcentual del crédito comercial	30
Gráfico 7: Tasa de crecimiento del crédito comercial	31
Gráfico 8: Evolución Cartera de Crédito Comercial Vencida y Cartera de Crédito Comercial No Devenga Intereses Periodo 2011 (miles de dólares).....	32
Gráfico 9: Participación Bolsa de Valores	35
Gráfico 10: Participación fiduciarias año 2011	37
Gráfico 11: Patrimonio administrado por fiduciaria año 2011	39
Gráfico 12: Número de emisiones colocadas año 2011	40
Gráfico 13: Montos emitidos por institución año 2011	41
Gráfico 14: Número de informes calificados por ciudad año 2011	47
Gráfico 15: Relación Mercado de Valores – Sistema Financiero	49
Gráfico 16: Titularizaciones	56
Gráfico 17: Montos promedio colocados	58
Gráfico 18: Montos totales por emisor	59
Gráfico 19: Calificación de riesgos de titularizaciones	61
Gráfico 20: Calificadoras de riesgos en titularizaciones	62
Gráfico 21: Plazos por titularización	63
Gráfico 22: Participación por plazos de pago	64

Índice de Tablas

Tabla 1: Participación casas de valores	36
Tabla 2: Categorías calificaciones de riesgos	45
Tabla 3: Comparativo de procesos para la obtención de Crédito y Titularización	49
Tabla 4: Comparación de la estructura de las titularizaciones	54
Tabla 5: Características de los valores	67
Tabla 6: Comparativo de fideicomisos en Ecuador	74

Introducción

Los Fideicomisos de Titularización son mecanismos que permiten transformar activos fijos, de lenta rotación o flujos que se espera recaudar en un futuro en efectivo. Esto se logra por medio de la colocación de títulos valores en el mercado, mismos que estarán respaldados por un patrimonio autónomo constituido previamente en la transferencia de dominio a nombre del Fideicomiso Mercantil.

La Titularización es una alternativa en la que no es necesaria la hipoteca de bienes existentes para respaldar la futura cancelación de las cuotas amortizadas ya que los constituyentes están en la libertad de aportar al patrimonio autónomo los bienes, contratos o cartera necesarios para asegurar a los inversionistas la rentabilidad del negocio.

La presente investigación analizará el financiamiento total otorgado a los prestatarios en el periodo 2003–2011, en base a estos datos se obtendrá el porcentaje de capital que ha sido financiado por medio de titularizaciones. Posteriormente se hará un análisis de las preferencias de los tipos de titularizaciones en el mercado y los montos promedio autorizados por la Superintendencia de Compañías.

En base a la nueva ley de mercado de valores, en la misma que se prohíbe la constitución de titularizaciones en las que los constituyentes aportan al patrimonio autónomo bienes o efectivo que se espera que exista en un futuro, se calculará el impacto que este decreto podría generar en el mercado.

En el primer capítulo se podrá encontrar la metodología de trabajo, la problemática, los objetivos y las hipótesis utilizadas, que se buscan comprobar en la presente investigación. Posteriormente, en el segundo capítulo se detalla un resumen de los conceptos que serán estudiados en la disertación.

En la tercera parte se detalla y estudia el Sistema Financiero Ecuatoriano, su evolución crecimiento e integrantes en el mercado. Dentro de este capítulo se detalla la legislación ecuatoriana dentro del sistema financiero y realiza análisis de sus variables.

Posteriormente se describe el Mercado de Valores Ecuatoriano, su estructura y principales entidades que forman parte del mismo. Dentro de esta parte, se relaciona el sistema financiero y el mercado de valores para de esta manera tener una visión clara de la participación de cada uno de estos en el financiamiento ecuatoriano.

El capítulo quinto contiene información sobre las Titularizaciones, en dicho capítulo se describe experiencias internacionales sobre estos procesos y el enfoque del Ecuador se da de manera más amplia detallando los montos titularizados, tipos de titularización existentes, participantes en el mercado entre

otros. Adicionalmente se realiza un análisis de los distintos tipos de titularización con experiencias reales de Ecuador.

Finalmente, se presentan los resultados por medio de las conclusiones en donde se corrobora la hipótesis planteada y resuelve las preguntas de investigación, brindando recomendaciones que giran en torno a la problemática presentada.

Capítulo I: Metodología de Trabajo

1.1. Planteamiento del Problema:

A continuación se plantea y describe la problemática en la cual se basa la presente disertación, la justificación, delimitación del problema y preguntas de investigación. Siendo este capítulo una guía base para el desarrollo del análisis.

1.1.1. Delimitación del Problema:

La presente investigación se enfocará en el análisis de la evolución de los proyectos de Titularización en el periodo 2003 – 2011, los tipos de Titularización existentes en el mercado, y los rendimientos de estas tanto para inversionistas como para constituyentes.

1.1.2. Preguntas Específicas:

- ¿Cuál ha sido la evolución y desempeño de los fideicomisos de titularización?
- Tomando en cuenta las estadísticas existentes, ¿qué tipo de titularizaciones y montos titularizados son las más comunes en el mercado?
- En base a las experiencias de titularizaciones en Ecuador, cuál es la que brinda mejores beneficios tanto a constituyentes como a inversionistas?

1.1.3. Justificación:

Los fideicomisos de titularización son mecanismos que permiten dar flujo de caja a empresas que requieren grandes cantidades de dinero para financiar construcciones, remodelaciones, ampliaciones y hasta compra de mercancía mismas que permitan el crecimiento y desarrollo de la compañía. Este dinero está respaldado por un aporte al patrimonio autónomo del fideicomiso constituido, mismo que pueden ser contratos de compra venta de bienes pre suscritos con otras empresas, cartera, y en casos la mercancía adquirida con esos fondos.

La constitución de fideicomisos de titularización es un tema poco conocido por las empresas del Ecuador que, en muchas ocasiones requieren altos montos de dinero para financiar sus proyectos de expansión, es por esta razón que se deben ampliar los estudios referentes a las titularizaciones en la Facultad de

Economía ya que hasta el momento hay poco interés en investigaciones de temas relacionados y es importante dar una visión de la facilidad que mecanismos como este brinda al mercado.

El mercado y las bolsas de valores de Ecuador mantienen una legislación sólida que brinda al mercado confianza para el buen desarrollo y funcionamiento del mismo. Por este motivo es importante que los sectores de la economía conozcan y utilicen este mecanismo de financiamiento que al ser manejado por un fiduciario brinda confianza tanto a los constituyentes como a los inversionistas.

1.2. Metodología de la Investigación

1.2.1. Tipo de Investigación:

Se realizará una investigación de tipo descriptivo, ya que se utilizarán valores y cifras a través de la recopilación de estadísticas, mismas que indiquen la evolución del financiamiento por medio de procesos de Titularización.

1.2.2. Técnicas de Investigación:

Para el desarrollo de la investigación se utilizará el método Inductivo, ya que se estudiarán elementos que darán lugar a la obtención de resultados globales que permitan el correcto desarrollo de la disertación.

1.2.3. Fuentes de Información:

El desarrollo de la presente disertación se basará principalmente en la recopilación de datos e información existente de fuentes secundarias. Se tomará como principal referencia los datos existentes en la Bolsa de Valores, Superintendencia de Compañías, Superintendencia de Bancos y Seguros y el Banco Central del Ecuador.

1.2.4. Tratamiento de la información:

Se recopilará información de los negocios constituidos desde el año 2003 hasta el 2011, para armar una base de datos en la que se puedan obtener información como tipos de titularizaciones, montos autorizados, número de titularizaciones constituidas en el periodo mencionado, tasas de interés, plazos de pago a inversionistas, entre otros.

1.3. Hipótesis de Trabajo

A pesar que los fideicomisos de titularización son una fuente de financiamiento segura y rápida, este mecanismo no ha sido considerado como opción por muchas empresas del Ecuador.

1.4. Objetivos

1.4.1. General

Determinar la evolución y desempeño de los Fideicomisos de Titularización como medio de financiamiento en el Ecuador en el periodo 2003 – 2011.

1.4.2. Específicos

- Determinar el monto de títulos colocados en el mercado por Titularizaciones.
- Establecer montos de crédito nacional obtenido por titularización y determinar su evolución en el periodo 2003 – 2011.
- Analizar las Titularizaciones existentes en Ecuador y definir la rentabilidad de las mismas por tipo de Titularización.

Capítulo II: Fundamentación Teórica

2.1. Mercados Financieros

Los mercados financieros son aquellos encargados de canalizar los fondos de las familias, empresas, y gobiernos que han ahorrado los excedentes que resultan de un consumo menor al ingreso recibido a quienes tienen un déficit de fondos. Como se puede observar en el gráfico 1, los fondos fluyen de los prestamistas a los prestatarios por medio de dos rutas, el financiamiento directo y el indirecto.



Fuente: Frederic S. Mishkin. Moneda, Banca y Mercados Financieros. Octava Edición. 2008. Pág 24.

Elaboración: Silvia Villota

En el financiamiento directo los prestatarios solicitan los fondos requeridos directamente a los prestamistas en los mercados financieros vendiéndoles valores o instrumentos financieros, mismos que son derechos sobre los ingresos o activos futuros de los prestatarios. Los valores se convierten en activos para la persona que los compra y pasivo (deuda) para quien los emite.

El financiamiento indirecto es aquel que requiere de la intervención de un intermediario financiero, mismo que ayuda a transferir los fondos entre el prestamista y el prestatario.

2.1.1. Mercados de Instrumentos de deuda

Para obtener fondos en el mercado financiero, el método más común es la emisión de instrumento de deuda tales como bonos o hipotecas, estos representan un acuerdo en el cual el prestatario se compromete a pagar al tenedor de dichos instrumentos montos en los que está incluido capital e intereses hasta cumplir el plazo establecido.

2.1.1.1. Capital Contable.- La emisión de instrumentos de capital contable son derechos para participar en la utilidad neta de los activos de un negocio. Estos instrumentos realizan pagos periódicos a sus tenedores, y por no tener fecha de vencimiento se consideran de largo plazo.

2.1.1.2. Mercado Primario.- Los mercados primarios son aquellos en los cuales se venden nuevas emisiones de valor como bonos o acciones a compradores iniciales (Mishkin, 2008:26). La banca de inversión es una institución que ayuda en la venta inicial de valores en este mercado, esta, por medio de la emisión de valores, asegura un precio para los valores y posteriormente los vende al público.

2.1.1.3.- Mercados Secundarios.- Los mercados secundarios se dedican a revender los valores emitidos en forma previa. Se transan bonos que se encuentran el poder del público, por lo tanto el producto de la venta no se dirige al emisor sino al vendedor. (Gomez, 2010:143). La venta de dichos bonos o acciones son generalmente negociadas por las bolsas de valores de todo el mundo.

Los mercados secundarios tienen dos funciones importantes, hacen más fácil y rápida la venta de los instrumentos financieros para dar liquidez a los tenedores de los bonos y ayudan a determinar el precio del valor que la empresa emisora vende en el mercado primario. (Mishkin, 2008:26,27)

2.1.1.3.1. Bolsas de Valores.- Las bolsas de valores son instituciones en donde los compradores y vendedores o en su defecto los corredores, se reúnen para negociar el precio de acciones o valores. “En esta se enlazan los demandantes y oferentes de productos, instrumentos y mecanismos financieros”. (Fabozzi, 1996:29).

Los mercados de bolsa se crearon para financiar a las empresas y los gobiernos por medio de instrumentos de capital y deuda como lo son las acciones y bonos respectivamente.

2.1.1.4. Mercados de dinero.- Es un mercado financiero en el que únicamente se negocian instrumento de deuda a corto plazo, generalmente el vencimiento original es de menos de un año. Estos valores son fáciles de negociar que los que son a largo plazo, es por esta razón que son más líquidos.

Si en esencia el mercado de dinero es un mercado de componentes de la oferta monetaria, podemos establecer que ésta es resultado de la multiplicación que sufre el dinero por las instituciones financieras cada vez que otorgan o consiguen prestamos. (Fabozzi, 1996:163).

Las principales características del mercado de dinero son las siguientes:

- Se integra por títulos que representan deudas: es una emisión de pagarés.
- Títulos tienen fecha de vencimiento: estos valores de deuda tienen vida limitada, se deben devolver al público en una fecha estipulada en la fecha de adquisición de dicho documento.
- El rendimiento está determinado por una tasa de interés: el emisor tiene la obligación de pagar un interés por el uso temporal del dinero. Dicha tasa puede ser constante o variable según el plazo y las características de cada título.

Cada deuda o título se estructura de manera distinta adaptándose a las necesidades del emisor. Sin embargo existen tres componentes comunes para todo tipo de papeles de deuda, se detalla a continuación:

- Fecha de amortización: esta fecha determina el plazo que la entidad deudora tiene para devolver el capital y los intereses a los inversionistas.
- Valor nominal: se refiere al precio del título, es la cantidad de dinero que el inversionista presta al emisor por cada título que adquiere.
- Tasa de interés: es el costo de la deuda, el porcentaje que el emisor se compromete a cancelar al inversionista.

2.1.1.5. Mercado de Capitales.- Este es un mercado intermediario, mismo que canaliza los recursos de los ahorristas hacia las necesidades de los emisores. Está conformado por deudas a mediano y largo plazo, en las que se incluye préstamos y créditos bancarios, instrumentos de capital contable, instrumentos de renta fija y variable.

“Tienen fluctuaciones de precio mucho más amplias que las de los instrumentos de mercado de dinero y se les considera inversiones bastante arriesgadas”. (Mishkin, 2008:31)

Los principales instrumentos del mercado de capitales son:

- **Acciones.-** Son derechos patrimoniales sobre la utilidad neta y los activos existentes en una empresa.
- **Hipotecas.-** Son préstamos emitidos a personas naturales o jurídicas para que estos adquieran viviendas, terrenos o algún otro tipo de inmueble que sirven por sí mismas como garantía para dichos préstamos.

- **Bonos Corporativos.-** Este tipo de bonos son emitidos por empresas que tienen evaluaciones de crédito muy altas, estos bonos generalmente son negociados pagando al tenedor de los mismos los intereses dos veces al año y liquidando su valor nominal al vencimiento del documento. También existen los denominados bonos convertibles, estos pueden convertirse en un número específico de acciones de capital hasta cumplir la fecha de vencimiento.
- **Bonos de gobiernos estatales y locales.-** Son instrumentos emitidos por los gobiernos para financiar gastos tales como mejoramiento de carreteras, construcción y remodelación de escuelas, hospitales, entre otras. El pago de este tipo de intereses está exento de impuestos sobre la renta. (Mishkin, 2008:32)

2.2. Negocios Fiduciarios

Un negocio fiduciario es un acto de confianza, por el cual una persona entrega a otra uno o más bienes específicos, transfiriéndole o no la propiedad de los mismos, con el fin que esta tercera persona cumpla una finalidad determinada. Siempre que hay transferencia de dominio o propiedad de los bienes, el fideicomiso constituido, se denominará mercantil, en caso de no existir dicha transferencia, el negocio será un encargo fiduciario.

Los principales negocios que se constituyen y administran se detallan a continuación:

2.2.1. Encargos Fiduciarios

Es un contrato escrito y exclusivo por el cual una o varias personas, mejor conocidas como constituyente instruye a un tercero, en este caso la fiduciaria de manera irrevocable, y temporal cumplir diversas finalidades, en favor del propio constituyente o de un tercero llamado beneficiario. Un Encargo Fiduciario no posee Registro Único de Contribuyentes ya que no hay transferencia de dominio a un patrimonio autónomo. Este tipo de contratos se manejan con la personería jurídica de los Constituyentes.

2.2.2. Fideicomisos Mercantiles

En este tipo de contratos se opera con transferencia de propiedad de los bienes. En este caso una o más personas llamadas constituyentes transfieren, de manera temporal e irrevocable, la propiedad de bienes muebles o inmuebles corporales o incorporeales, que existen o se espera que existan, a un patrimonio autónomo, que cuenta con personalidad jurídica, para que la fiduciaria, su representante legal, cumpla con las finalidades específicas establecidas en el contrato de constitución. Los beneficios pueden ser a favor del propio constituyente o de un tercero llamado beneficiario.

Entre las modalidades de negocios fiduciarios, se encuentran las siguientes:

2.2.2.1. De garantía.- Se puede definir estos fideicomisos como aquellos cuyo fin es de afianzar la realización o cumplimiento de las obligaciones contraídas por el constituyente o un tercero. (Borja, 1995:55). En estos fideicomisos el constituyente transfiere de manera irrevocable la propiedad de uno o varios bienes al patrimonio autónomo del fideicomiso mercantil, para garantizar con ellos y/o con su producto, el cumplimiento de ciertas obligaciones, designando como beneficiario al acreedor de éstas, quien en caso de incumplimiento puede solicitar a la fiduciaria, la realización o venta de los bienes ingresados a un fideicomiso para que con su producto se pague el valor de la obligación. La fiduciaria, en ningún caso se convierte en deudora de la obligación garantizada; sólo asegura que en caso de que el deudor no cumpla tales obligaciones, cumplirá con las disposiciones previstas en el contrato. Debe además practicar avalúos periódicos de los bienes a fin de mantener actualizado su valor comercial. El contrato de fideicomiso deberá contemplar claramente la obligación del constituyente o del beneficiario de sufragar los costos de los avalúos.

2.2.2.2. De administración.- En este tipo de contrato, el constituyente transfiere dinero, o bienes diferentes al dinero como títulos valores, bienes muebles o inmuebles, activos de empresas, entre otros a un patrimonio autónomo, para que la fiduciaria los administre y desarrolle la gestión encomendada por el constituyente y destine los rendimientos, si los hay, al cumplimiento de la finalidad señalada en el contrato de constitución. (Borja, 1995:55). El primer requerimiento es que se debe manejar los bienes de manera adecuada, misma que los proteja, física y jurídicamente, contra los riesgos que pueda afectarlos. (Rodríguez, 2005:383).

2.2.2.3. De inversión.- Es un contrato en virtud del cual los constituyentes o fideicomitentes adherentes entregan al patrimonio autónomo sumas de dinero para que la fiduciaria los invierta o coloquen a cualquier título cantidades de dinero de las cuales se puedan derivar rendimientos considerables, según sus instrucciones para beneficio propio o de terceros. En este tipo de fideicomiso caben todas las posibilidades existentes en la forma de colocar recursos, estas pueden ser, designar al fiduciario una destinación específica e invariable de los recursos o dejar en discreción el manejo de los recursos. (Rodríguez, 2005:386). Los fondos comunes se conforman por papeles de contenido crediticio y renta fija. (Rodríguez, 2005:407). Pueden ser ordinarios y especiales.

En los fondos comunes ordinarios los contratos fiduciarios deben realizarse por separado llegando a conformar un conjunto de patrimonios autónomos, de tal manera que la relación con los constituyentes es individualmente distinta a la de los demás. (Borja, 1995:51). Los recursos deben ser invertidos en títulos valores negociables en el mercado de valores.

Los fondos comunes especiales son un conjunto de bienes fideicomitados entregados al fiduciario con la finalidad de invertir o colocar a cualquier título sumas de dinero de acuerdo con las instrucciones señaladas por el fideicomitente. (Borja, 1995:50-51).

Existen también los denominados Fondos de Inversión Inmobiliaria, estos se constituyen para invertir los recursos en acciones y papeles de renta variable o títulos corporativos. (Rodríguez, 2005:407). Pueden ser creados para incentivar la construcción de vivienda de interés social.

Los Fondos voluntarios de Pensiones son aquellos en los cuales los aportes son realizados por partícipes individuales o empresas patrocinadoras, esto con el fin de realizar un ahorro progresivo mismo que permita tener al final una pensión de jubilación e invalidez para el fiduciante. Este aporte puede hacerse por una sociedad en liquidación, como mecanismo de recibo para atender por este medio el pago de las pensiones a su cargo. (Rodríguez, 2005:423).

Los planes de pensiones pueden ser los siguientes:

- **De prestación definida:** es de conocimiento el valor de la pensión que espera obtenerse en un determinado tiempo, este puede variar en el tiempo.
- **De contribución definida:** se conoce el monto y la periodicidad de los aportes, pero con exactitud la pensión resultante.
- **Mixtos:** están incluidos los de prestación y contribución definida. Se conoce la pensión con exactitud, sin embargo los aportes tienen que ajustarse forzosamente en un momento dado.
- **Abiertos:** es aceptable la vinculación de cualquier persona natural.
- **Cerrados:** también llamados institucionales, solo pueden ser partícipes los trabajadores de las entidades patrocinadoras. (Rodríguez, 2005:427).

2.2.2.4. Fideicomisos Inmobiliarios.- Es un contrato en el que se transfieren bienes para que el fiduciario realice gestiones administrativas y legales con el fin de desarrollar proyectos inmobiliarios, todo en provecho de los beneficiarios instituidos en el contrato. La presencia de un fideicomiso inmobiliario asegura a los futuros compradores de los inmuebles el desarrollo ordenado y progresivo del proyecto, y al dueño del bien inicial altas rentabilidades, ya que se asegura el cumplimiento del pago de las cuotas periódicas y no se inicia el proceso de construcción hasta haber llegado al denominado punto de equilibrio, en el que la venta de los inmuebles cubra los costos de construcción.

2.2.2.4.1. Etapas del Fideicomiso.- Existen tres etapas en este tipo de contratos:

a) Preliminar.- Se debe tener seguridad de los requisitos mínimos para lograr el objetivo, jurídico, financiero, técnico y comercial, estos deben cumplirse antes de iniciar la obra. El tiempo

aproximado de duración de esta etapa es de seis meses desde la constitución del Fideicomiso, dentro de esta etapa se incluye la obtención de licencias municipales, estudios de factibilidad, elaboración de planos, venta de inmuebles por medio de promesas de compra venta. Esta etapa concluye con la obtención de los puntos de equilibrio, técnico, financiero y comercial.

b) Desarrollo.- Durante esta etapa, una vez obtenidos los puntos de equilibrio se inicia el proceso de construcción del inmueble sobre el denominado patrimonio autónomo.

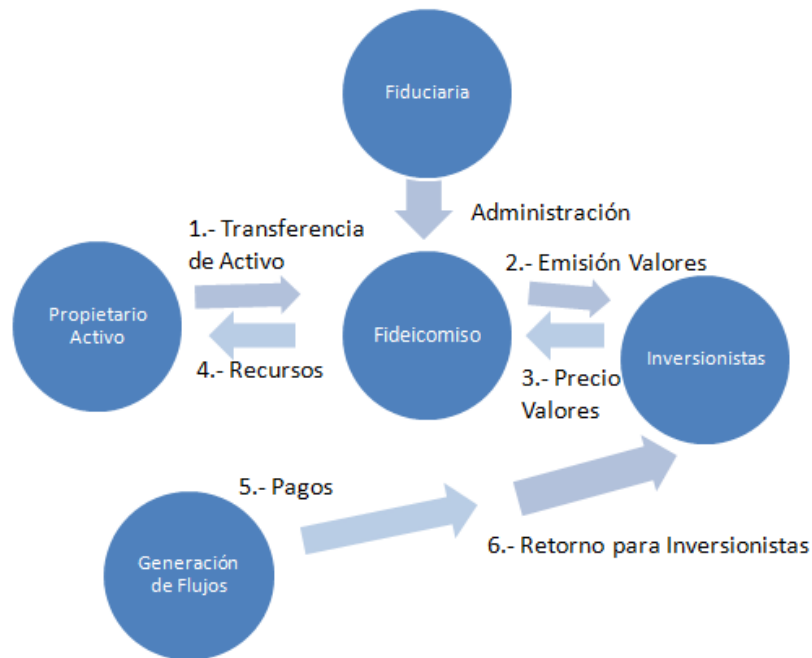
c) Liquidación.- Una vez concluida la construcción y vendidos todos los bienes se puede proceder a la liquidación del Fideicomiso. Para concluir esta etapa, se debe finiquitar las relaciones con instituciones financieras, en caso de existir pago de inmuebles con préstamo hipotecario. Una vez pagados y escriturados todos los bienes del proyecto se puede proceder a liquidar el contrato de Fideicomiso. (Rodríguez, 2005:449-453).

En caso de falta de liquidez se pueden utilizar otros medios de financiamiento, entre los cuales están fideicomisos de garantía, en los cuales se puede expedir certificados de garantía para obtener un crédito respaldado con los bienes fideicomitidos, y fideicomisos de titularización, en estos casos se lanza al mercado títulos valores, respaldando el pago de los mismos con los rendimientos generados por la venta de los inmuebles.

2.2.2.5. Titularización.- Este tipo de Fideicomisos permiten transformar en efectivo, activos fijos o de lenta rotación, o flujos cuyo ingreso se espera en un futuro, esto se logra a través de la colocación en el mercado de títulos homogéneos, respaldados en un patrimonio autónomo construido previamente en la transferencia de dominio a nombre del Fideicomiso, para posteriormente emitir papeles de deuda. Por medio de este mecanismo, se puede titularizar todo lo que es susceptible de evaluación económica, sea físico o inmaterial, cosa o derecho. (Borja, 1995:90).

Como forma de contraprestación a los derechos transferidos, el patrimonio autónomo se obliga con la empresa transferente a entregarle los fondos obtenidos mediante la colocación de títulos y los flujos y activos excedentes, esto una vez cumplidas las obligaciones con los inversionistas, como se puede observar en el gráfico 2.

Gráfico 2
Procedimiento de Titularización



Fuente: Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles
Elaboración: Silvia Villota

Este proceso ofrece grandes ventajas tanto para el empresario como para los inversionistas.

- Para el empresario ya que le permite tener liquidez o recursos económicos sin necesidad de endeudarse al movilizar sus activos o recurrir a los demás recursos que el sistema financiero ofrece. Con este mecanismo, el empresario puede acudir directamente al ahorrador, lo cual implica un menor costo financiero ya que no existe una intermediación de alguna entidad financiera, sino un proceso de transformación directa de los activos.
- Para el inversionista, es una manera de estimular la inversión ya que se maneja un portafolio más amplio y esto hace que se diversifique el riesgo. Con este sistema se promueve el ingreso de pequeños, medianos y grandes inversionistas que puedan invertir en proyectos de todo tipo mediante determinada clase de títulos negociables.

2.2.2.5.1. Procedimiento.- La titularización, se puede llevar a cabo mediante los contratos de fiducia mercantil irrevocables, no se puede realizar por medio de la constitución de un encargo fiduciario ya

que se requiere transferencia de dominio de los bienes que constituirán las bases del proceso o la suma de dinero destinadas exclusivamente a la adquisición de bienes que harán parte del patrimonio autónomo.

El representante legal del patrimonio autónomo es la fiduciaria, esta se encargará de emitir los títulos movilizados, recaudar los fondos provenientes de la emisión y mantener la relación con los inversionistas.

2.2.2.5.2. Partes que intervienen.- En este proceso intervienen las siguientes partes esenciales: (Superintendencia de Compañías, 2006:art.139)

a) Constituyente.- También llamado originador, es una o más personas naturales o jurídicas poseedora de los activos o derechos sobre flujos, mismos que serán susceptibles a formar parte del patrimonio autónomo de del contrato de fideicomiso.

b) Agente de manejo emisor.- La administradora de fondos y fideicomisos que a su vez es el representante legal del contrato, esta recibe los bienes, y los traslada a un patrimonio autónomo. Se encarga de la obtención de autorizaciones estatales, emisión y colocación de los documentos en el mercado. La fiduciaria es la responsable de responder ante terceras personas sobre el patrimonio, los rendimientos y el capital producidos.

Esta administradora de fondos debe tener a su cargo además de las funciones detalladas en el contrato de fideicomiso las siguientes:

- Obtener las autorizaciones que se requieran para procesos de titularización en los cuales los valores a emitirse vayan a ser colocados mediante oferta pública.
- Recibir del originador los activos a ser titularizados.
- Emitir valores respaldados con el patrimonio.
- Colocar los valores emitidos mediante oferta pública.
- Administrar los activos integrados en el patrimonio tendiendo a la obtención de los flujos futuros, sea de fondos o de derechos de contenido económico.
- Distribuir entre los inversionistas los resultados obtenidos.

Las tres primeras funciones deben ser manejadas exclusivamente por la fiduciaria, el resto de estas pueden ser delegadas siempre y cuando así lo detalle el contrato de constitución del Fideicomiso.

c) Patrimonio de propósito exclusivo.- Es un patrimonio independiente integrado en un principio por los activos transferidos por el originador y posteriormente por los activos, pasivos y contingentes que resulten o se integren como consecuencia del desarrollo del respectivo proceso de titularización.

d) Comité de vigilancia.- Debe estar compuesto por lo menos por tres miembros, mismos que deben ser elegidos por los tenedores de títulos y no deben estar relacionados con el agente de manejo. No podrán ser elegidos miembros del comité aquellos inversionistas que o tenedores de títulos que pertenezcan a empresas vinculadas con el agente de manejo.

e) Calificadora de riesgos.- Son compañías especializadas en evaluar las emisiones de los papeles y asignarles una calificación de referencia antes de salir al mercado, sin embargo, esta calificación puede ser revisada periódicamente hasta concluir la totalidad de las obligaciones de pago.

Estas instituciones califican las emisiones no al emisor. Suelen establecer dos niveles de calificación, el que se conoce como grado de inversión refleja bajos niveles de riesgo y el denominado grado especulativo que por definición supone un riesgo para el inversionista. (Rodríguez, 2005:513).

f) Inversionistas.- Una de las partes más complementarias de la titularización, ya que sin estos individuos la constitución de este contrato carecería de sentido.

g) Títulos.- Conforme lo estipulado en el art. 147 de la Ley de Mercado de Valores, en Ecuador, los valores que pueden emitirse por consecuencia de procesos de titularización son los siguientes:

- Valores de Contenido Crediticio: los inversionistas adquieren el derecho de percibir el retorno de su capital invertido más el rendimiento financiero correspondiente de los recursos provenientes del fideicomiso.
- Valores de Participación: los inversionistas adquieren una alícuota de participación en el patrimonio autónomo, con lo que es beneficiario de los resultados que el fideicomiso arroje a la finalización de cada periodo, ya sean utilidades como pérdidas.
- Valores Mixtos: En este caso los valores obtenidos por los inversionistas son una combinación de valores de contenido crediticio y valores de participación, esto se da según los términos y condiciones de cada uno de los procesos de titularización.

5.2.2.5.3. Tipos de Titularización

a) Titularización Inmobiliaria.- Es un mecanismo sumamente atractivo para los inversionistas y los clientes ya que a través del desarrollo de productos inmobiliarios se puede capturar distintos segmentos de mercados potencialmente inversionistas.

La titularización inmobiliaria tiene tres modalidades, titularización de un inmueble, de un proyecto de construcción y los fondos inmobiliarios.

b) La titularización de un inmueble.- Consiste en la transferencia de un activo inmobiliario con el fin de efectuar su transformación en valores mobiliarios. El patrimonio autónomo constituido puede emitir títulos de participación. La emisión total no podrá ser mayor al 110% de avalúo del inmueble.

- **Titularización de un proyecto en construcción.-** El patrimonio autónomo está constituido por el terreno o inmueble, y todos los diseños, estudios técnicos de prefactibilidad económica, cronograma de actividades de la obra y presupuestos para la construcción.
- **Fondos inmobiliarios.-** La titularización inmobiliaria se puede desarrollar mediante la creación de fondos comunes en una entidad fiduciaria, esto con el fin de ofrecer en el mercado de valores las constancias o certificados de participación en el fondo.

c) Titularización de cartera.- El patrimonio autónomo está compuesto por cartera aportada por los constituyentes y en caso que el contrato de constitución lo disponga, de compra de cartera por parte del Fideicomiso. De esta manera, con el pago de las cuotas amortizadas por parte de los deudores, se provisiona el pago de capital e intereses de los inversionistas.

d) Titularización en concesiones.- Las dificultades fiscales por las que muchos países atraviesan hacen que los gobiernos no tengan la suficiente liquidez para invertir en obras públicas importantes. Por esta razón muchos gobiernos han optado por el sistema de concesiones, esto consiste en invitar a particulares a desarrollar los proyectos, estos con sus propios recursos o con los obtenidos en el mercado realizan el proyecto de infraestructura y posteriormente se comprometen a administrarlo y mantenerlo, pagándose sus inversiones y la rentabilidad esperada con el producto de los ingresos generados por la obra. (Rodriguez, 2005:524).

5.2.2.5.4. Riesgos de los procesos de Titularización.- El principal riesgo de los procesos de titularización es que el fideicomiso no tenga la capacidad de recaudar los flujos esperados en el tiempo determinado y no sea posible devolver el capital y los intereses generados a sus inversionistas.

Previa constitución del fideicomiso y colocación de los valores, tanto los constituyentes como la fiduciaria realizan estudios de factibilidad, y mercado para con esos informes obtener una calificación de riesgo y brindar seguridad a los inversionistas, es por esta razón que los riesgos en los procesos de

titularización puntualmente se pueden dar cuando existen problemas externos al fideicomiso, tales como:

a) Crisis económica: una crisis de este tipo en el país puede ocasionar el no pago de las obligaciones que las personas tienen hacia el fideicomiso, ya sea por deudas de cartera, el incumplimiento de contratos pre suscritos entre otros.

b) Desastres Naturales: en el caso de una titularización que genere flujos por motivo de administración de un bien, y suceda algún tipo de desastre ya sea natural o de otro tipo como un incendio. El fideicomiso no estará en la capacidad de cancelar las deudas con los inversionistas.

En todos los casos el riesgo corre por cuenta del inversionista, no del originador ya que una vez transferido el aporte al fideicomiso, ya sean bienes o derechos de cobro, el constituyente deslinda su responsabilidad al ser el fideicomiso una persona jurídica independiente quien al ofertar y vender papeles de deuda adquiere la obligación de responder por las mismas.

Si bien es cierto que situaciones ajenas al fideicomiso pueden ocasionar el no pago de las obligaciones, para constituir una titularización es necesario cumplir con varios requisitos mismos que permitan reducir lo más posible los riesgos: (Superintendencia de Compañías, 2006:art.150).

a) Subordinación de la emisión: respalda un porcentaje de la emisión para en caso de faltantes responder a los inversionistas.

b) Sobrecolateralización: los originadores aportan al fideicomiso mayor valor del colocado en el mercado con el fin de cubrir el índice de siniestralidad.

c) Exceso de flujo de fondos: el flujo de fondos generados por los activos titularizados debe ser superior al de los derechos en los valores emitidos.

d) Sustitución de activos: en caso que los activos sufran desviaciones o distorsiones, el originador está en la obligación de sustituir los activos dañados por otros sin riesgo o en mejores condiciones.

e) Contratos de apertura de crédito: un valor que el originador debe aportar al fideicomiso en caso de existir problemas de liquidez, este valor lo debe pagar el originador, el fideicomiso no se hace responsable.

f) Garantía o Aval: garantías constituidas por el originador o por terceros, mismas en que se comprometen a cumplir total o parcialmente con los valores.

g) Garantía bancaria o póliza de seguro: son emitidas por una institución, esta se ejecutará únicamente en caso de no sea posible cumplir con los pagos a inversionistas.

h) Fideicomisos en garantía: se constituyen patrimonios independientes para garantizar el cumplimiento de los derechos reconocidos.

Con el fin de reducir los riesgos a su mínima expresión los activos aportados al fideicomiso deben ser de clasificación AAA en caso de tratarse de cartera o deudas. En caso de bienes, estos deben ser de la mejor calidad y cotizados por el mercado para que en el caso que los flujos esperados no sean los suficientes, el fideicomiso pueda ejecutar estos y responder de la mejor manera a sus inversionistas. (C.N.V.,1998:art.3).

El presente capítulo presenta la fundamentación teórica de los mercados financieros y los fideicomisos para brindar una visión general de la estructura actual de los diferentes mecanismos de financiamiento existentes en Ecuador para de esta manera proceder a realizar un análisis de la evolución de las titularizaciones en dicho país.

En los siguientes capítulos de desarrollo de la disertación, conjuntamente con las estadísticas reunidas, se realizará el análisis de la evolución de los mecanismos de financiamiento para el sector comercial dentro del Sector Financiero y el Mercado de Valores.

Capítulo III: Sistema Financiero Ecuatoriano

El sistema financiero constituye uno de los sectores más importantes de la economía ya que facilita el abastecimiento de servicios de pagos, ahorro, crédito, además de diversificar el riesgo resultante de distinto tipo de actividades a todos los miembros de la economía. Surgió ya que en una economía existen unidades excedentarias de liquidez por un lado y unidades económicas deficitarias de liquidez por el otro. Esto hace que se canalice el ahorro de un individuo hacia la inversión de otro. (Chiriboga Rosales, 2010:6). Con las empresas sucede lo mismo, para lograr su desarrollo y crecimiento en caso de no contar con la liquidez suficiente, solicitan créditos a los distintos sectores de la economía, donde se encuentran opciones como entidades financieras o el mercado de valores.

Las distintas instituciones financieras entre las que podemos nombrar a bancos, mutualistas, cooperativas, sociedades financieras, entre otras brindan este servicio de abastecimiento a quien lo requiera, ya sean personas naturales, jurídicas o el gobierno. El servicio es brindado por medio de una diversa cantidad de instrumentos entre los que se puede nombrar créditos en efectivo, tarjetas de crédito, bonos, depósitos a plazo.

3.1. Legislación del Sistema Financiero Ecuatoriano

El Sistema Financiero en Ecuador está compuesto por dos sectores, el formal y el no regulado o el informal.

3.1.1. Sistema Financiero Formal

Este sector del sistema financiero está conformado por bancos privados, instituciones financieras públicas, cooperativas de ahorro y crédito, sociedades financieras privadas, almaceneras, compañías de seguros, emisores de tarjetas de crédito e inversiones, entre otros.

Se encuentra normado por la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero publicada en el año 1994 y está sujeto a la supervisión de la Superintendencia de Bancos y Seguros por lo que su política crediticia está ajustada y normada al programa monetario del país.

3.1.2. Sistema Financiero Informal

A diferencia del Sistema Financiero Formal, el informal no se encuentra normado y regularizado por la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero (1994). La principal función de estas instituciones es la de dar financiamiento total o parcial a programas y proyectos agropecuarios, mismos que contribuyan al desarrollo social y económico del sector campesino del país.

Este sector fue creado y con el tiempo desarrollado debido a la falencia de los servicios formales de financiamiento para los pequeños agricultores ya que en la sociedad rural ecuatoriana no existe una cultura de financiamiento selectivo para el desarrollo de actividades productivas articulando la agricultura con los demás sectores de la economía. (Chiriboga Rosales, 2010:9).

Según datos arrojados por la Superintendencia de Compañías, en Ecuador existen alrededor de 800 instituciones de este tipo que se dedican a la intermediación financiera informal, entre estas se puede encontrar cooperativas de ahorro y crédito y ONGs.

3.1.2.1. Organizaciones No Gubernamentales (ONGs).- Estas organizaciones otorgan crédito a grupos de beneficiarios, ya sean asociaciones o cooperativas, siempre y cuando los miembros del grupo asuman la responsabilidad solidaria y mancomunada para el buen uso de los recursos entregados.

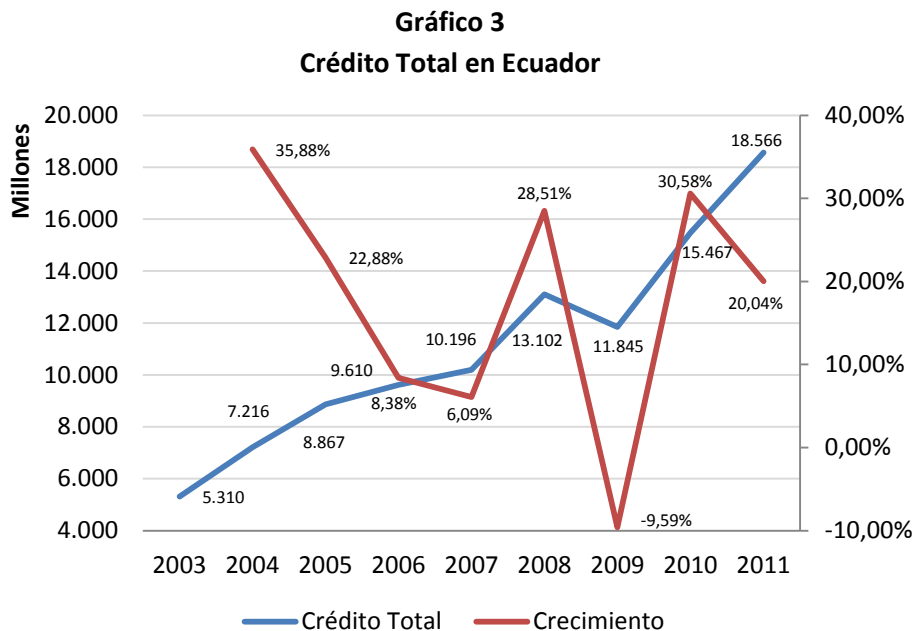
3.1.2.2. Cooperativas de Ahorro y Crédito (CACs).- Son instituciones pequeñas que se encuentran regidas por la Ley de Cooperativas y a su vez supervisadas por el Ministerio de Bienestar Social. Desde el año 1992, la Superintendencia de Bancos y Seguros resuelve que toda cooperativa que maneje un monto de activos superior a 20.000 sueldos mínimos vitales inmediatamente estará regulada, controlada y supervisada por dicha institución.

Estas cooperativas aparte de ofrecer el servicio de crédito, se dedican a la captación del ahorro del pequeño agricultor, lo mismo que permite que este tipo de instituciones basen su operación en la flexibilidad y su relativa autonomía. Sin embargo tienen el limitante que únicamente pueden prestar a terceros los fondos depositados por sus clientes.

3.2. Evolución del Sistema Financiero Ecuatoriano

A partir del año 2003 tanto el sistema financiero público como el privado en el Ecuador ha evolucionado considerablemente, el crecimiento porcentual en el periodo analizado es de 249.64%, en ocho años transcurridos el crédito total otorgado se ha incrementado de USD\$ 5,310 a USD\$ 18,566 millones, como se puede observar en el gráfico 3.

En el periodo 2003-2004 el crecimiento fue el más alto, sin embargo en el 2008-2009 hubo un decrecimiento del 9.59%, este resultado se lo puede relacionar con la crisis financiera mundial que ocurrió a finales de 2008, ya que se vivió una incertidumbre de la situación económica por lo que se estancaron los créditos a nivel mundial. A partir de ese año, los créditos empezaron nuevamente a incrementarse hasta llegar al 2011 con un stock de 18,566 millones de dólares.



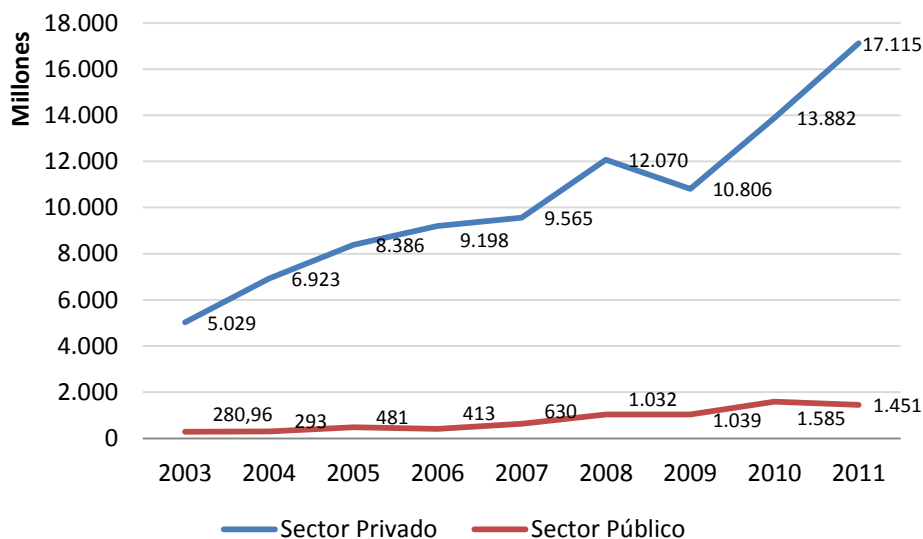
Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros

Elaborado por: Silvia Villota

En Ecuador el Sistema Financiero se encuentra estructurado por los sectores público y privado, ambos sectores otorgan créditos a personas naturales o jurídicas según las necesidades de cada uno de los consumidores, a continuación se realizará un análisis de los montos de crédito otorgados por cada uno de los sectores.

Se observa en el gráfico 4 que el sector privado es quien otorga la gran mayoría de los créditos al mercado, en el 2011 cerró con US\$ 17.11 mil millones mientras que el sector público colocó US\$ 1.4 mil millones al finalizar el mismo año. Esta diferencia se relaciona con el número de entidades públicas y privadas encargadas de otorgar créditos, en el sector público únicamente cinco instituciones están dentro de este grupo, mientras que en el sector privado son 80 las instituciones dentro de las cuales se encuentran bancos, cooperativas de ahorro y crédito, mutualistas y sociedades financieras.

Gráfico 4
Montos Colocados en el Sector Financiero

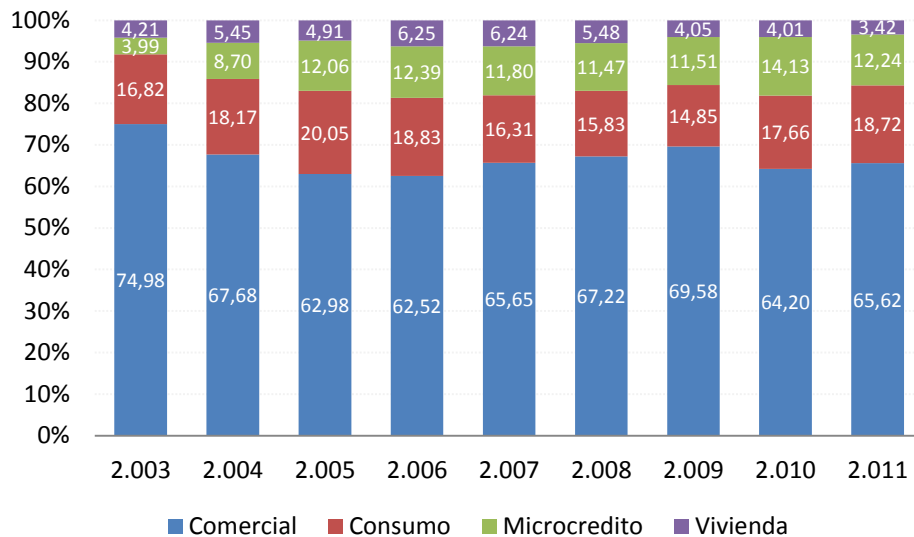


Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros
Elaborado por: Silvia Villota

El monto total de crédito otorgado por el sistema financiero se encuentra dividido en distintos tipos de préstamos, entre esos se detallan el comercial, de consumo, microcrédito y vivienda, de los cuales en el periodo de estudio, el comercial abarca alrededor del 66.72% del total colocado, y la diferencia, es decir el 33.28% es colocado en los tres restantes tipos de crédito.

Para el análisis posterior de la disertación se tomará como referencia únicamente el crédito comercial, ya que esos créditos son otorgados a personas jurídicas para fines productivos, tal como los fideicomisos de titularización. Los créditos de consumo, microcrédito y vivienda, al ser otorgados a personas naturales, no se pueden comparar con las titularizaciones ya que están dirigidos a otro sector.

Gráfico 5
Estructura Porcentual por Tipo de Crédito



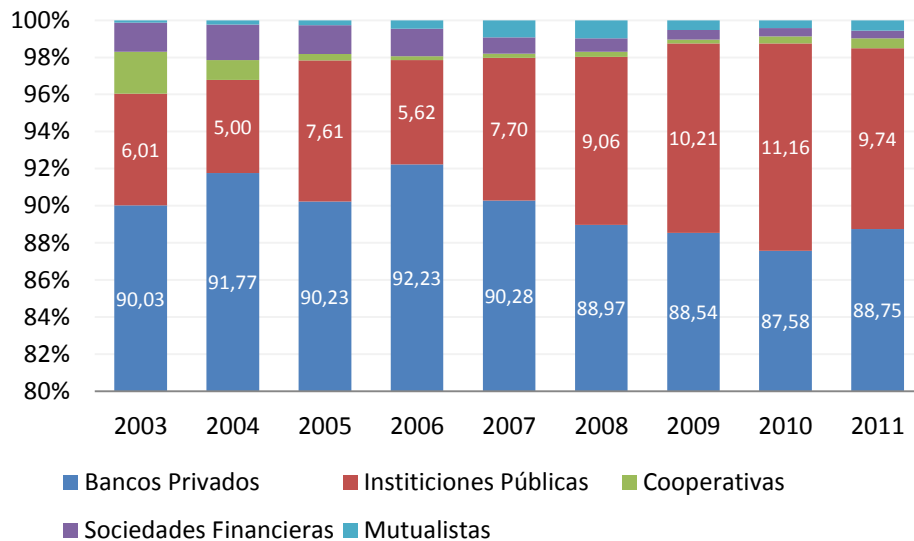
Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros
Elaborado por: Silvia Villota

Dentro de los créditos comerciales otorgados por el sistema financiero, los Bancos privados son las instituciones con mayor posicionamiento de colocación, representan alrededor del 90% del total otorgado tanto por el sector público como el privado. Las instituciones financieras públicas se encuentran en segundo lugar, a inicios del año 2003 el porcentaje de crédito era del 6.01%, valor que fue oscilando hasta que en el 2007 se fue incrementando hasta llegar en el 2011 al 9.74%, este incremento se lo relaciona directamente con el actual gobierno, ya que ha fomentado la inversión por parte del sector público.

Con respecto a las sociedades financieras y las cooperativas de ahorro y crédito, estas han perdido fuerza en el periodo de estudio mientras que las mutualistas han incrementado sus montos en pequeñas cantidades.

Se observa en el gráfico 6, que las instituciones públicas han captado mercado de todas las demás instituciones financieras, por lo que estas han caído en sus montos colocados. Los prestatarios pueden optar y preferir los créditos del sector público por las facilidades y tasas de interés preferenciales que estas otorgan a los demandantes.

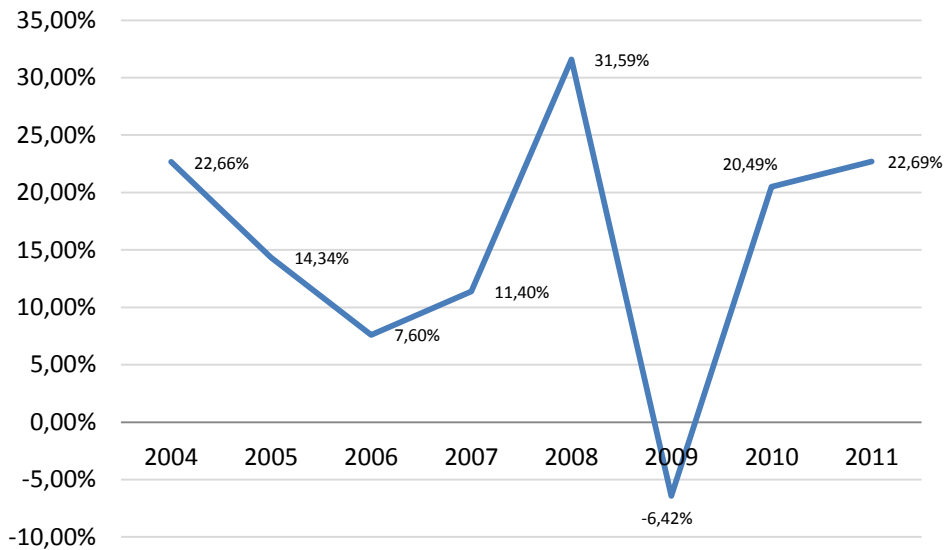
Gráfico 6
Estructura Porcentual del Crédito Comercial



Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros
Elaborado por: Silvia Villota

En el periodo de estudio, la tasa de crecimiento del crédito comercial nacional ha oscilado considerablemente como se puede observar en el gráfico 7, el crecimiento del año 2004 fue de 22.66%, mientras que el del 2011 fue de 22.69%, únicamente es 0.03% mayor, sin embargo en el transcurso de estos años, se observa una variación considerable, hasta que en el año 2008, la tasa de crecimiento llega al 31.59%, el mayor crecimiento del periodo, sin embargo dicho crecimiento no permaneció constante el siguiente año, ya que en el 2009, cayó drásticamente hasta llegar al (6.42%), los montos se redujeron considerablemente y no permitió que la cartera siga la tendencia que mantenía en los últimos años, sin embargo esto fue superado al año siguiente cuando se obtuvo un crecimiento del 20.49%.

Gráfico 7
Tasa de crecimiento de crédito comercial



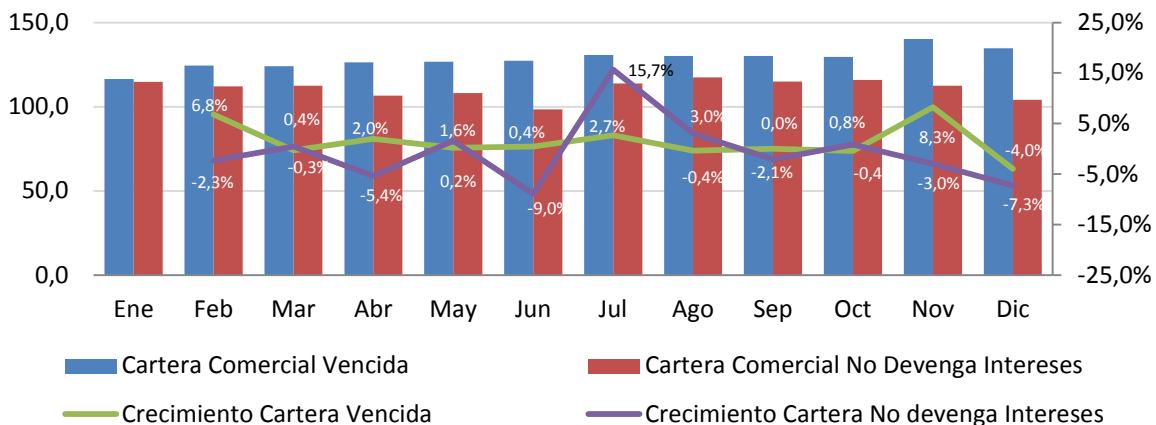
Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros
Elaborado por: Silvia Villota

Como se observa en el gráfico 8, dentro del periodo 2011, la cartera de crédito no devenga intereses ha tenido oscilaciones, presentando un aumento durante el mes de julio y a partir de ese mes manteniendo una tendencia a la baja mientras que la cartera vencida se ha mantenido en los valores sin presentar variaciones representativas.

A finales del año, se observa que la recaudación de ambas carteras mejora, generando una disminución del 4% en cartera vencida y 7.3% en cartera no devenga intereses.

Ambas carteras representan el 0.024% del total de los créditos existentes en Bancos, Sociedades Financieras, Instituciones Públicas, Mutualistas y Cooperativas en el año 2011, dicho porcentaje obtenido representa la eficiencia del sistema financiero al momento de colocar créditos comerciales ya que las instituciones miden el riesgo que cada uno de los prestatarios posee, y con el resultado de dicho análisis desembolsar el crédito, de manera que, la cartera vencida y no devenga intereses vaya en decrecimiento.

Gráfico 8
Evolución Cartera de Crédito Comercial Vencida y Cartera de Crédito Comercial No Devenga Intereses Periodo 2011 (miles de dólares)



Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros
 Elaborado por: Silvia Villota

Conforme lo descrito en el presente capítulo, el sistema financiero ha tenido un crecimiento considerable como sector de la economía, sin embargo no es la única opción para los prestatarios ya que por otro lado existe el mercado de valores que brinda a los deudores diversas alternativas para dar liquidez a sus empresas.

Capítulo IV: Mercado de Valores Ecuatoriano

El Mercado de Valores es un mercado público regulado por organismos de control, juega un papel sumamente importante en la economía de un país y su desarrollo, ya que promueve la desintermediación financiera de tal modo que los costos financieros para las empresas emisoras se reducen considerablemente.

Este mecanismo es ventajoso también para los inversionistas, ya que permite la intervención de todo tipo de ahorristas en el mercado, sin importar los montos que estos deseen invertir ya sea en procesos de titularización, acciones, papel comercial, emisión de obligaciones y fondos de inversión.

4.1. Estructura del Mercado de Valores en el Ecuador.

En Ecuador, el Mercado de Valores está regulado por la Superintendencia de Compañías y el Consejo Nacional de Valores.

El Consejo Nacional de Valores es una institución que fue creada para establecer la política general del mercado de valores y regular su funcionamiento en el Ecuador, fue creado adscrito a la Superintendencia de Compañías como órgano rector del Mercado de Valores. (Superintendencia de Compañías, 2006:art.5). Se encuentra estructurado por siete miembros, cuatro del sector público; el Superintendente de Compañías, persona que presidirá el Consejo, un delegado del Presidente de la República, el Superintendente de Bancos y Seguros, y el Presidente del Directorio de Banco Central del Ecuador; y tres del sector privado, mismos que deberán ser designados por el Presidente de la República de las ternas enviadas por el Superintendente de Compañías. Los miembros del sector privado deberán ser ecuatorianos, mayores de treinta y cinco años de edad, con título universitario relacionado con el área, demostrar experiencia de por lo menos cinco años en el área económica o en el mercado de valores, deberán acreditar probidad e idoneidad en el ejercicio de su profesión y de las funciones desempeñadas (Superintendencia de Compañías, 2006:art.5).

Obligatoriamente, el Consejo se deberá reunir, por lo menos una vez al mes en sesiones ordinarias, también podrán haber extraordinarias cada vez que el presidente o subrogante del Consejo lo convoque, éstas únicamente podrán llevarse a cabo con la presencia de al menos cinco de los siete participantes, ya que las decisiones podrán adoptarse con esta cantidad de votos. (Superintendencia de Compañías, 2006:art.6).

Las atribuciones del Consejo Nacional de Valores se enfocan básicamente a la creación de políticas, regulación del funcionamiento e impulso del desarrollo del Mercado de Valores en el Ecuador.

Se encargan se promover la apertura de capitales y financiamiento y establece normas de control que constituye resguardos para los emisores. A nivel nacional e internacional realiza convenios de cooperación con distintos organismos. (Superintendencia de Compañías, 2006:art.6).

La Intendencia de Mercado de Valores es una entidad encargada de estructurar los marcos jurídicos e institucionales del Mercado de Valores, está conformado por las siguientes entidades:

- Bolsas de Valores
- Casas de Valores
- Administradoras de Fondos
- Emisores
- Calificadoras
- Auditoras
- Depósitos de Valores

4.1.1. Bolsas de Valores.

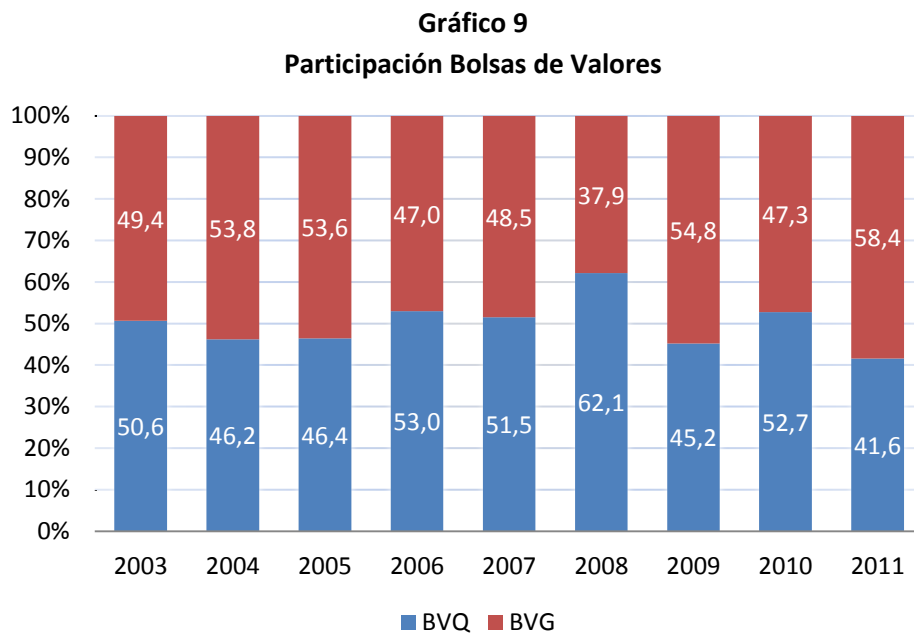
Son corporaciones civiles sin fines de lucro, mismas que se encuentran autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías. El objeto principal de las bolsas de valores es brindar los servicios y mecanismos necesarios para la correcta negociación de valores. Sus principales miembros son las casas de valores, y para poder operar debe tener al menos diez de estos miembros. (Superintendencia de Compañías, 2006:art.45).

En el caso que el ejercicio anual produjere algún beneficio económico para la institución, las bolsas de valores están obligadas a reinvertir dichos valores para llegar al cumplimiento de su objeto social, esto, ya que son organizaciones sin fines de lucro.

Como lo establece el artículo 48 de la Ley de Mercado de Valores de la Superintendencia de Compañías las principales obligaciones de las bolsas de valores son fomentar un mercado integrado, informado, competitivo y transparente manteniendo actualizada la información referente a las colocaciones realizadas, los emisores, intermediarios de valores y operaciones bursátiles para suministrarla al órgano regulador y el público en general.

En el Ecuador existen dos Bolsas de Valores ubicadas en las ciudades más grandes del país, la Bolsa de Valores de Quito (BVQ) y la Bolsa de Valores de Guayaquil (BVG).

Ambas bolsas de valores mantienen una participación anual de alrededor el cincuenta por ciento en el mercado bursátil del Ecuador, como se puede observar en el gráfico 9, estos valores oscilan año a año, manteniendo la misma tendencia, existen periodos en los cuales la participación de la bolsa de valores de Quito es mayor a la de Guayaquil y periodos en los que sucede lo contrario.



Fuente: Anuario Estadístico 2003-2011, Superintendencia de Compañías
Elaboración: Silvia Villota

4.1.2. Casas de Valores

Son compañías anónimas autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías, que se dedican específicamente a la intermediación de valores. Al año 2011 en todo el país existían un total de 39 casas de valores inscritas vigentes, de las cuales 25 se encuentran inscritas en la ciudad de Quito y 14 en Guayaquil.

Al finalizar diciembre del año 2011 el ranking de las casas de valores permanecía de la siguiente manera como se observa en la Tabla 1, PICAVAL Casa de Valores, es la que se encuentra con mayor participación en el mercado con el 26.98%, este valor es 2.33 veces mayor a la participación de IBCORP Quito, que, con

el 11.53% se encuentra segundo en esta lista. Ambas casas de valores son del sector privado y abarcan el 26.98% del total de la participación en el mercado de las 39 casas de valores existentes en el país.

El tercer puesto en el ranking lo tiene Valores Bolivarianos S.A. con una participación de 10%, mientras que Multivalores y Valpacífico mantienen el cuarto y quinto puesto con el 9.92 y 6.20% respectivamente.

Entre las cinco Casas de Valores líderes en el mercado se encuentra el 64.63% de la participación total y entre las 34 restantes está dividida la diferencia.

Tabla 1
Participación Casas de Valores

RANKING	CASA DE VALORES	PARTICIPACION
1	PICAVAL S.A. CASA DE VALORES	26.98%
2	IBCORP QUITO S.A. - CASA DE VALORES	11.53%
3	VALORES BOLIVARIANO S.A. CASA DE VALORES	10.00%
4	MULTIVALORES BG S.A. CASA DE VALORES	9.92%
5	VALPACIFICO S.A. CASA DE VALORES	6.20%

Fuente: Anuario Estadístico 2011, Superintendencia de Compañías

Elaboración: Silvia Villota

4.1.3. Administradoras de Fondos y Fideicomisos

Son compañías anónimas controladas y autorizadas por la Superintendencia de Compañías dedicadas a la administración de fondos de inversión, negocios fiduciarios, actuar como emisores en procesos de titularización, y representar fondos internacionales de inversión. (Superintendencia de Compañías,2006:art.97).

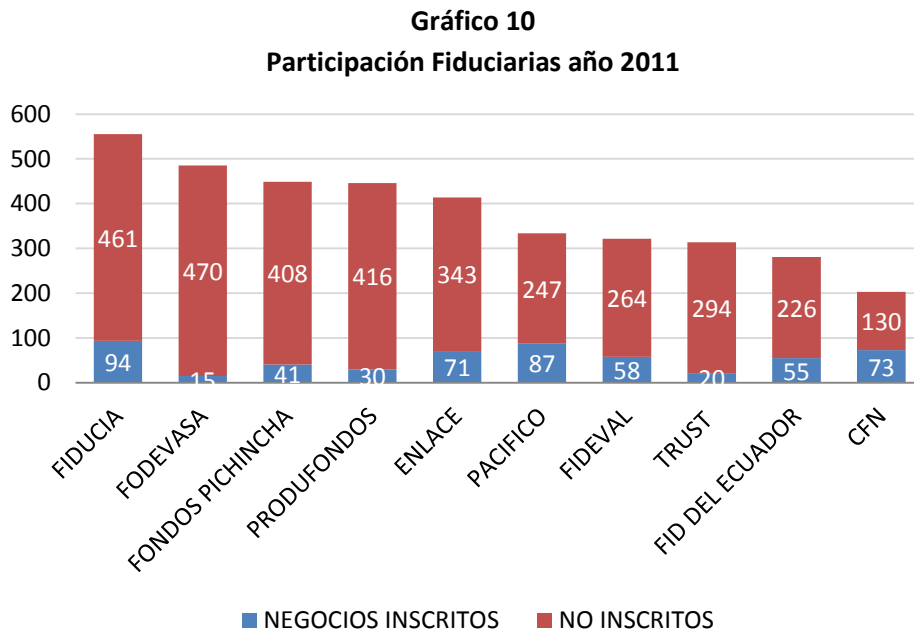
En el Ecuador a la finalización del año 2011, existen 33 administradoras de fondos registradas, de estas únicamente 3 pertenecen a entidades del sector público, mismas que son Corporación Financiera Nacional, Banco Central del Ecuador y Banco Nacional de Fomento, de estas tres únicamente la Administradora de Fondos y Fideicomisos de la Corporación Financiera Nacional (CFN) se encuentra activa y en funcionamiento para administrar negocios fiduciarios. De las treinta restantes pertenecientes

al sector privado, doce se encuentran inscritas en la ciudad de Quito y 18 en la ciudad de Guayaquil, sin embargo de estas únicamente 26 están en actividad.

A continuación se realizará un análisis de las fiduciarias con mayor participación en el mercado del Ecuador.

4.1.3.1. Por número de negocios administrados.- Como se puede observar en el gráfico 10, la fiduciaria que mayor número de negocios ha constituido y administrado desde el año 2003 en el mercado es Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles con un total de 555 fideicomisos.

De las diez primeras fiduciarias detalladas en el gráfico, únicamente existe una del sector público, esta se encuentra en el puesto diez y ha constituido 203 fideicomisos desde el año 2003.



Fuente: Superintendencia de Compañías
Elaboración: Silvia Villota

De la totalidad de los negocios constituidos, se observa que una pequeña cantidad son inscritos en el Registro de Mercado de Valores, esto se debe a que según lo estipulaba el Título V, Capítulo I, Sección II, Art. 6 de la Codificación de las Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores únicamente deben inscribirse en el Registro de Mercado de Valores los fideicomisos que sirvan como mecanismo para realizar procesos de titularización y los fideicomisos de inversión con adherentes, sin embargo con

fecha 04 de julio de 2011, el Consejo Nacional de Valores resuelve la reforma del artículo detallado anteriormente por el siguiente:

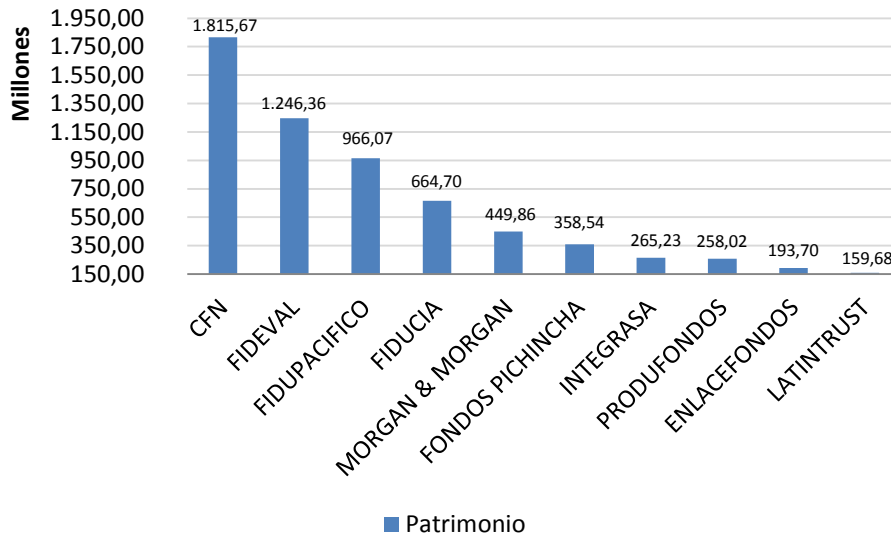
- Art. 6.- Inscripción.- En el Registro del Mercado de Valores se inscribirán los fideicomisos que sirvan como mecanismos para realizar un proceso de titularización, los fideicomisos de inversión con adherentes, los fideicomisos mercantiles inmobiliarios; y, los negocios fiduciarios en los que participa el sector público como constituyente, constituyente adherente o beneficiario y aquellos en los que de cualquier forma se encuentren integrados en su patrimonio con recursos públicos o que se prevea en el respectivo contrato esa posibilidad.”.

Con la reforma establecida, todos los fideicomisos, constituidos y por constituir, que cumplan con alguno de los requisitos descritos anteriormente deberán ser inscritos en el Registro de Mercado de Valores.

4.1.3.2. Patrimonio administrado por Fiduciaria.- Adicionalmente al número de negocios administrados por cada una de las fiduciarias, estas miden su participación en el mercado por el patrimonio de los negocios fiduciarios administrados.

En el gráfico 11 se aprecia que la Administradora de Fondos de la Corporación Financiera Nacional (CFN), es la fiduciaria con mayor patrimonio administrado, esto se da ya que la mayor parte de los negocios que maneja son constituidos por el sector público. Como se mencionó anteriormente, la CFN es la única fiduciaria activa perteneciente al sector público, es por esto que está tan bien posicionada al compararla con todas las demás.

Gráfico 11
Patrimonio Administrado por Fiduciaria año 2011



Fuente: Asociación de Administradoras de Fondos y Fideicomisos del Ecuador
Elaboración: Silvia Villota

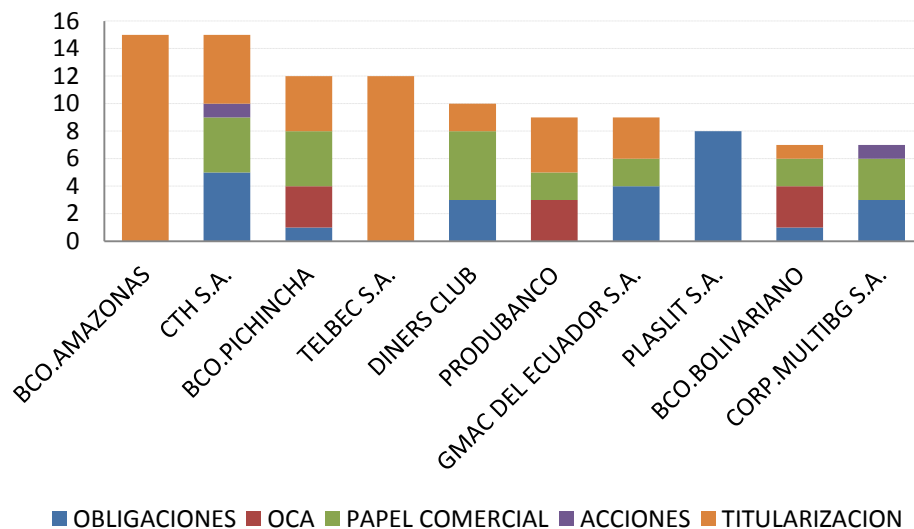
4.1.4. Emisores

Son empresas públicas, privadas, que cotizan en bolsa emitiendo papel comercial, obligaciones, acciones, o títulos de valor crediticio según el requerimiento de cada una. Los emisores pueden salir al mercado como la empresa en si, o por medio de fideicomisos de titularización, estos específicamente son constituidos por las distintas empresas para emitir títulos valores.

La Superintendencia de Compañías del Ecuador arroja datos que a finales del año 2011, en todo el país, 240 empresas se encuentran cotizando en el mercado de valores, esta cifra ha crecido considerablemente a lo largo de la última década, en el año 2003 apenas eran 28 los emisores que se encontraban cotizando en el mercado de valores. Es decir, en 8 años la cantidad de empresas participantes en este mercado se ha incrementado en 8.57 veces.

4.1.4.1. Cantidad de procesos colocados.- En Ecuador muchas empresas se han financiado por medio del mercado de valores durante esta última década. Como se observar en el gráfico 12, Banco Amazonas, la Corporación de Desarrollo del Mercado Secundario de Hipotecas (CTH), Banco Pichincha, TELBEC, y Diners Club del Ecuador son las cinco empresas con mayor cantidad de procesos realizados durante el periodo de estudio.

Gráfico 12
Número de Emisiones Colocadas año 2011



Fuente: Anuario Estadístico 2011, Superintendencia de Compañías
Elaboración: Silvia Villota

Banco Amazonas se mantiene como originador en quince procesos, todos de titularización, desde el año 2004, de este total, trece emisores fueron fideicomisos de titularización de cartera automotriz y dos de cartera comercial.

Con respecto a la CTH, ha actuado tanto como emisor como originador en procesos tales como titularizaciones, emisión de papel comercial, acciones y obligaciones.

Banco Pichincha mantiene un total de doce procesos en el mercado de valores, han colocado obligaciones, papel comercial obligaciones convertibles en acciones y han estructurado fideicomisos de titularización.

Telbec S.A., los almacenes Comandato, entraron como originadores de un fideicomiso de cartera comercial a inicios del año 2007, desde esta fecha y hasta finalizar el 2011 esta empresa ha estructurado doce titularizaciones, emisores de Valores de Título Comercial (VTC).

La quinta empresa con mayor participación en cantidad de procesos estructurados el mercado de valores es Diners Club del Ecuador S.A., desde el 2004 que entraron a cotizar en bolsa, han estructurado tres

procesos de obligaciones, cinco de papel comercial y dos por medio de fideicomisos de titularización de flujos.

4.1.4.2. Montos colocados.- Con respecto a montos colocados en el mercado de valores, se observa en el gráfico 13 que Banco Pichincha, con el valor de US\$ 1,583.7 millones se encuentra en primer lugar como emisor de los montos más altos durante el periodo de estudio, de ese total, US\$ 1.100 millones fueron colocados en ventas de papel comercial, \$USD 51 millones por medio de Obligaciones Convertibles en Acciones (OCA), \$USD 70 millones en procesos de obligación de garantía general y \$USD 362.6 millones en procesos de titularización de cartera hipotecaria.

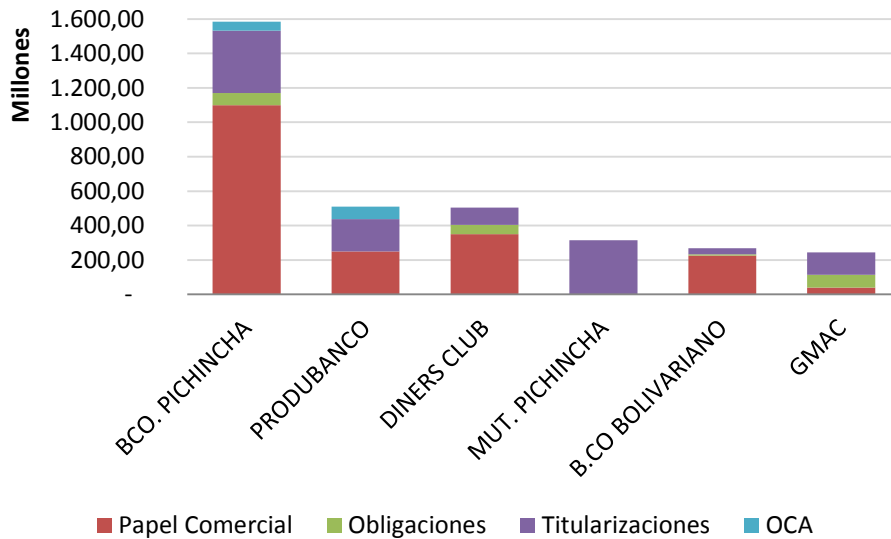
Produbanco es la segunda fuerza en montos colocados en el mercado de valores, con un total US\$ 510.8 millones en 9 procesos desde el año 2003, se ha colocado US\$ 73'1 millones en obligaciones convertibles en acciones, US\$ 250 millones en papel comercial, y en titularizaciones US\$ 187.7 millones.

Muy cerca de Produbanco se encuentra Diners Club del Ecuador, ellos han emitido US\$ 505 millones y al igual que los primeros en la lista, gran cantidad de este valor total, ha sido colocado en papel comercial, cuya suma asciende a US\$ 350 millones.

Con los datos expuestos, se observa que las tres empresas líderes en colocación de valores son entidades pertenecientes al sector financiero, empresas que su giro del negocio se basa en la captación y prestación de fondos a terceras personas. Estas empresas colocan grandes cantidades en el mercado de valores ya que necesitan una liquidez constante para dar seguridad a los fondos, inversiones e intereses de sus clientes.

Los altos montos de emisión de papel comercial se los puede relacionar directamente con la comercialización de los mismos ya que las entidades financieras entre sus productos como depósito a plazo, pólizas de acumulación, entre otras ofertan el papel comercial ya que en muchos casos es más atractivo para los clientes.

Gráfico 13
Montos Emitidos por Institución año 2011



Fuente: Anuario Estadístico 2011, Superintendencia de Compañías
 Elaboración: Silvia Villota

4.1.5. Calificadoras

Son empresas privadas e independientes, que se encargan de calificar las emisiones y negociaciones de los títulos, papeles, y obligaciones para que estas entren a formar parte del mercado de valores de una manera segura para el inversionista.

Estas compañías dan a conocer al mercado y público en general mediante un informe la solvencia y capacidad de pago de la empresa emisora así como los posibles riesgos que esta mantiene o podría adquirir con el paso del tiempo.

Todos los valores materia de colocación están sujetos a una calificación de su estado situacional, a excepción de las emisiones realizadas por el Banco Central del Ecuador, el Ministerio de Finanzas, las acciones de sociedades anónimas y demás valores patrimoniales.

Cuando se trata de emisión de papel comercial u obligaciones, la calificación de riesgos se enfoca en la empresa que lo emite, sin embargo en el caso de titularizaciones el estudio se lo realiza al fideicomiso. Esto porque este es una figura independiente, con personería jurídica, quien va a ser la responsable de cancelar los valores comprometidos con los inversionistas en el mercado.

Las escalas de calificación manejadas mundialmente para medir el grado de inversión, grado especulativo, y altamente especulativo son las siguientes: (Calificadora de Riesgos Bankwatch Ratings, consulta (22/06/12).

http://www.bankwatchratings.com/index.php?option=com_content&view=article&id=16&Itemid=17).

- “AAA” representa la máxima calidad crediticia, es decir la más baja expectativa de riesgo crediticio. Esta calificación es asignada únicamente en el caso que la empresa tenga una capacidad de pago de compromisos financieros excepcionalmente fuertes. Cuando esta capacidad tiene muy poca probabilidad de verse afectada por acontecimientos previsibles.
- “AA” representa que la empresa emisora posee una calidad crediticia muy elevada. Refleja la existencia de una expectativa de riesgo crediticio pequeña. Tienen fuerte capacidad de pago para los compromisos financieros, misma que no es muy vulnerable a los acontecimientos previsibles.
- “A” tiene una calidad crediticia elevada. La expectativa de riesgo crediticia es reducida, tienen buena una capacidad de pago de los compromisos financieros, sin embargo esta puede ser vulnerable a cambios económicos.
- “BBB” su calidad crediticia es buena, estas reflejan una baja expectativa de riesgo crediticio. Tienen una adecuada capacidad de pago frente a compromisos financieros, sin embargo esta susceptible a que cambios adversos afecten esta situación. Dentro del grado de inversión, se considera la categoría más baja.
- “BB” se considera grado especulativo, esta calificación indica que existe la posibilidad que surja un riesgo crediticio, este puede darse como consecuencia de un cambio adverso en la situación económica de la empresa. Sin embargo las diversas alternativas financieras y comerciales del negocio podrían permitir que se cumplieren estos compromisos financieros adquiridos. Por estos motivos, los emisores o títulos calificados en esta categoría no se consideran dentro del grado de inversión.
- “B” esta calificación indica la existencia de un riesgo crediticio significativo, aunque se mantiene un grado de seguridad limitado. Estos emisores están cumpliendo actualmente sus obligaciones financieras, sin embargo su capacidad de pago se encuentra limitada a un ambiente favorable y sostenido.
- “CCC” la capacidad de cumplir con los compromisos financieros depende exclusivamente de condiciones de negocio y económicas favorables y sostenidas
- “CC” es probable que las empresas puedan cumplir con sus obligaciones financieras con terceros.

- “C” la incapacidad de cumplimiento de obligaciones financieras es inminente.
- “RD” esta calificación indica que una entidad o empresa no ha realizado los pagos al término, es decir dentro del periodo de gracia aplicable, respecto de algunas de sus obligaciones financieras materiales y que continua honrando otras clases de obligaciones.
- “D” indica que la empresa materia de calificación ha incumplido todas sus obligaciones financieras, y una vez expirado el tiempo de gracia estipulado, esto se denomina default y puede ser ocasionada por las siguientes causas:
 - o Fracaso de un emisor de realizar pagos puntuales de obligaciones financieras.
 - o Proceso de bancarrota, administración de quiebra, liquidación o cesación de los negocios del emisor.
 - o Canjes forzados de obligaciones, donde los acreedores son ofrecidos títulos con términos estructurales o económicos disminuidos comparados con las obligaciones existentes.

En Ecuador las calificaciones de riesgos se dividen en distintas categorías, en este caso se tomarán en cuenta los valores de deuda, instituciones financieras y valores prominentes de procesos de titularización.

Tabla 2
Categorías Calificaciones de Riesgo

Calificación	Valores de Deuda	Instituciones Financieras	Procesos de Titularización
AAA	Los emisores tienen excelente capacidad de pago de capital e intereses dentro de los plazos pactados. Esta capacidad de pago no se verá afectada con posibles cambios en el sector al que pertenece y en la economía en general.	La situación es muy fuerte y sólida, tiene una trayectoria de rentabilidad sobresaliente, su reputación en el medio es excelente. En el caso de existir debilidad en algún aspecto, este se mitiga con las fortalezas de la institución.	El patrimonio autónomo tiene excelente capacidad de generar lo esperado y cumplir con las obligaciones establecidas en el contrato de emisión.
AA	Los emisores y garantes tienen una muy buena capacidad de pago. Esta capacidad de pago, se estima, no se verá afectada significativamente con posibles cambios en el sector al que pertenece y en la economía en general.	Es una institución muy sólida financieramente, no tiene aspectos débiles que se destaquen, este perfil cuenta con un nivel general de riesgo.	El patrimonio autónomo tiene muy buena capacidad de generar lo esperado y cumplir con las obligaciones establecidas en el contrato de emisión.
A	Los emisores tienen una buena capacidad de pago de capital e intereses dentro de los plazos establecidos, sin embargo está susceptible a deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor y su garante, el sector al que pertenecen y en la economía en general.	Es una institución con un sólido record financiero. Tiene poca probabilidad que se presenten problemas significativos y en el caso que se presenten, la entidad está en capacidad de resolverlos.	El patrimonio autónomo tiene buena capacidad de generar lo esperado y cumplir con las obligaciones establecidas en el contrato de emisión.
BBB	-	La institución tiene buen crédito. Los obstáculos por los que atraviesa son menores y manejables a corto plazo	-
BB	-	Tiene niveles de buen crédito dentro del mercado sin tener deficiencias serias, sin embargo existe un área específica de preocupación, misma que impide obtener una calificación mayor.	-
B	Los emisores tienen la capacidad de pago de las obligaciones dentro de los términos y plazos pactados, sin embargo existe la posibilidad de deteriorarse por cambios en el sistema y el sector al que pertenecen, esto pudiendo ocasionar un retraso en el pago capital e intereses.	La institución cuenta con deficiencias significativas, el tipo de crédito todavía es considerado como aceptable.	El patrimonio autónomo tiene capacidad de generar lo esperado y cumplir con las obligaciones establecidas en el contrato de emisión.
C	La capacidad de pago de los emisores dentro de los plazos establecidos es mínima. Esta es variable y susceptible a deteriorarse frente a cambios en el sector y la economía pudiendo incurrir en pérdidas de capital e intereses para los inversionistas.	Las cifras financieras representan obvias deficiencias, estas pueden ser relacionadas con la calidad de los activos o una mala estructuración del balance. Esto puede causar en un futuro una incertidumbre dentro del mercado.	El patrimonio autónomo tiene mínima capacidad de generar lo esperado y cumplir con las obligaciones establecidas en el contrato de emisión.

D	Esta categoría representa la incapacidad de pago de obligaciones de los emisores y/o garantes. Presentan posibilidad de incumplimiento efectivo de pago de capital e intereses.	Existen considerables deficiencias dentro de la institución, es muy probable que incuyan dificultades de fondeo y liquidez. La incertidumbre de la capacidad de la institución en afrontar problemas graves es alta.	El patrimonio autónomo casi no tiene capacidad de generar lo esperado y cumplir con las obligaciones establecidas en el contrato de emisión.
E	El emisor y garante no tienen capacidad de pago de las obligaciones contraídas, o se encuentran en estado de suspensión de pagos, no cuentan con activos suficientes para el pago, esto sucede en caso de quiebra o liquidación de una compañía.	Los problemas que afronta la institución son muy serios, existe duda de la capacidad de esta en continuar siendo viable sin acudir a alguna ayuda adicional.	El patrimonio autónomo no tiene capacidad de generar lo esperado y cumplir con las obligaciones establecidas en el contrato de emisión. Su estado actual es de suspensión de pagos y sus activos no son suficientes para cubrir sus obligaciones.

Fuente: http://www.ratingspcr.com/clientes/Simbologia_de_Calificacion_de_Riesgo_Ecuador.pdf (consulta:25/06/12)

Elaboración: Silvia Villota

Estas categorías pueden ir acompañadas de signos más (+), en caso que la calificación podrá subir a su inmediato superior, o menos (-), mismo que indica que la calificación podrá descender a la categoría inmediata inferior.

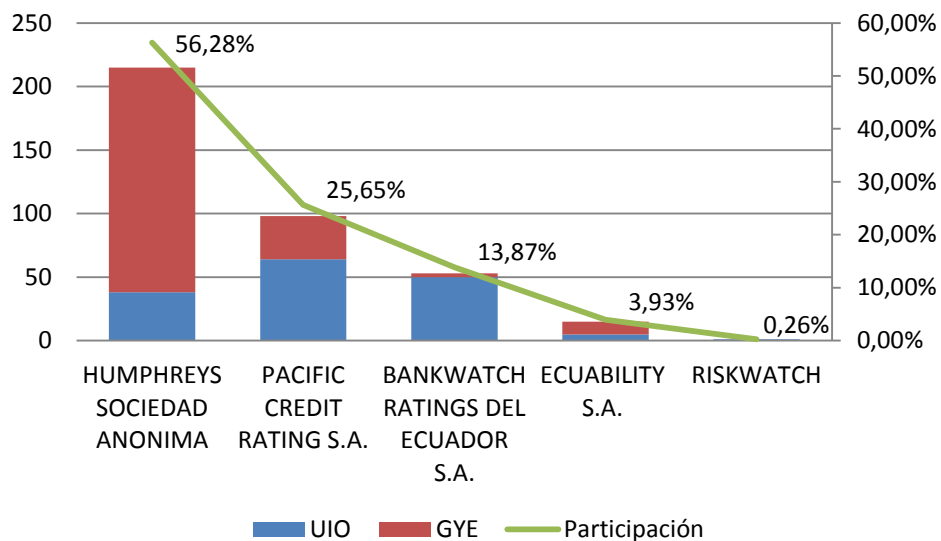
En el año 2011 se realizaron 382 calificaciones de riesgos entre nuevas y antiguas emisiones tanto de papel comercial como obligaciones o titularizaciones. De este total al 34.82 por ciento se le otorga la calificación AAA y al 25.13 por ciento la calificación AA. El 29.84 por ciento está incluido en las calificaciones AAA o AA, sin embargo estas se encuentran acompañadas del signo (+) o (-). Esto quiere decir que las calificaciones más altas representan el 89.79 por ciento del total de las emisiones que están sujetas a calificación de riesgos.

A la finalización del año 2011 existían seis empresas calificadoras de riesgos en todo el país, de las cuales cinco se encuentran inscritas en la ciudad de Quito y una en Guayaquil.

En el gráfico 14, se observa que del total de empresas inscritas, cinco han tenido fuerza en la participación en del mercado. Humphreys, la única calificadora de riesgos inscrita en la ciudad de Guayaquil es la que mayor cantidad de negocios abarca, con una participación del 56.28%. Segundo en la lista y con una participación del 25.65%, se encuentra Pacific Credit Ratings.

Bankwatch, Ecuability y Riskwatch tienen una participación total del 18.06%, de estas empresas, Riskwatch únicamente tiene el 0.26%, esto se da ya que es una calificadora nueva en el mercado y en este 2011 únicamente ha realizado la calificación de una empresa emisora de obligaciones de garantía general.

Gráfico 14
Número de Informes Calificados por Ciudad año 2011



Fuente: Anuario Estadístico 2011, Superintendencia de Compañías
 Elaboración: Silvia Villota

4.1.6. Auditoras

Son compañías encargadas de realizar los controles del buen manejo y funcionamiento de las empresas emisoras así como de los procesos de titularización.

Al 31 de diciembre de 2011, en el Ecuador existían el total de 69 empresas auditoras autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías para ejercer los controles correspondientes a emisiones colocadas en el mercado de valores.

La primera auditora inscrita en el Mercado de Valores del Ecuador fue en el 2007, año en el cual fueron inscritas 6 empresas de este tipo. En el 2008, la cifra se incrementó hasta llegar a 34 empresas calificadas, con el paso del tiempo, esta cifra ha crecido. En los siguientes tres años han sido 35 las empresas inscritas, es decir hubo un incremento del 102.95% en este periodo.

4.1.7. Depósitos de Valores

Son compañías anónimas controladas por la Superintendencia de compañías, su objeto principal es la custodia y conservación de los títulos emitidos y registrados en el Registro de Mercado de Valores,

brindan servicios de liquidación y control de transferencias ya que se encargan de realizar el pago de las obligaciones contraídas por los emisores hacia los inversionistas.

En Ecuador existen dos empresas que brindan este servicio, una que pertenece al Banco Central de Ecuador y la otra en la que los principales accionistas propietarios del 72.68% de las acciones, son empresas jurídicas tales como la Bolsa de Valores de Guayaquil y la Corporación Civil Bolsa de Valores de Quito.

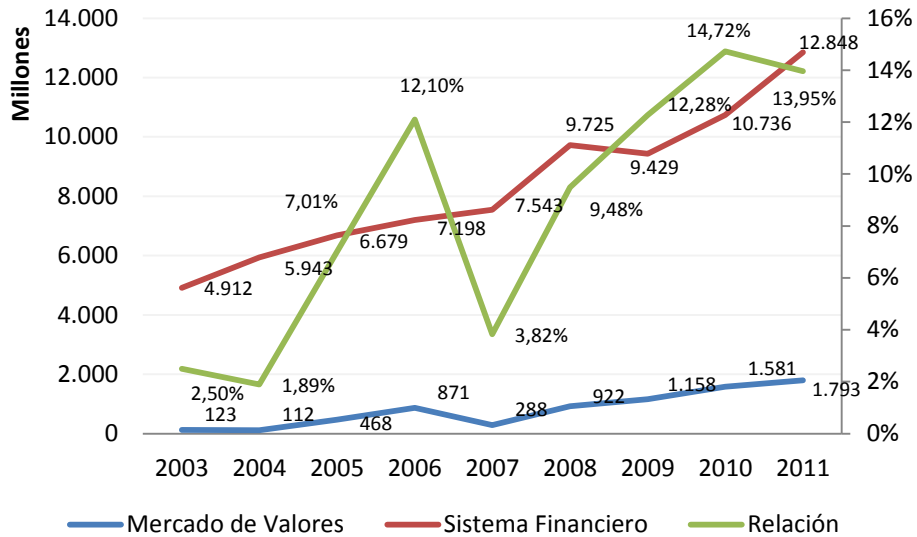
4.2. Relación Mercado de Valores y Sistema Financiero

A continuación se realizará un análisis comparativo entre los montos colocados por el mercado de valores en sus distintas opciones como son las titularizaciones, emisión de obligaciones, papel comercial y acciones, y los montos otorgados como crédito por parte del sistema financiero en el periodo 2003 – 2011.

Como se observa en el gráfico 15, el crédito comercial total otorgado por el sistema financiero público y privado en el Ecuador es mayor a los montos colocados por el mercado de valores.

En el año 2003, la relación entre estos, era del 2.5%, porcentaje que al final del periodo de estudio se incrementó a 13.95% hasta llegar a este porcentaje final, la relación entre ambas variables ha sufrido drásticas oscilaciones con el pasar de los años, llegando a una relación mínima de 1.89% en 2004 y una máxima del 14.72% en el año 2010.

Gráfico 15
Relación Mercado de Valores - Sistema Financiero



Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros
Elaborado por: Silvia Villota

El Mercado de Valores ofrece a los actores de la economía diversas alternativas como mecanismo de financiamiento, tales como; papel comercial, obligaciones, acciones y titularizaciones. Este grupo de valores ha tenido un crecimiento importante dentro del periodo de estudio, en especial cuando se refiere a titularizaciones.

4.2.1. Comparativo Crédito vs. Titularizaciones

Tabla 3
Comparativo de procesos para la obtención de Crédito y Titularización

Procedimiento	
Crédito	Titularización
Mercado Objetivo - Segmentos - Canales - Productos	Resolución del Organismo Administrativo del Originador correspondiente, en la que se autoriza la constitución de un Patrimonio Autónomo con el fin de realizar una titularización de activos.
Evaluación y Análisis - Conozca a su cliente - Propósito de crédito - Forma, fuentes de pago y garantías - Análisis y evaluación de créditos	Contratar asesores legales y financieros para la emisión.

Negociación y aprobación - Oferta de valor - Comité de Crédito - Excepciones	Firma de Escritura del Contrato de Fideicomiso Mercantil de Titularización, por medio del cual se constituye el Patrimonio Autónomo y se transfiere el activo titularizable
Documentación legal y desembolsos - Control independiente del oficial de negocios	Contratar a una compañía Calificadora de Riesgos para que realice la calificación de la titularización.
Administración de créditos - Seguimiento - Control de covenants y proyecciones - Control de garantías	Elaboración del Prospecto de Oferta Pública, Reglamento de Gestión y demás documentos requeridos para la autorización de la titularización
	Ingresar la documentación a la Superintendencia de Compañías para la aprobación e inscripción del Fideicomiso Mercantil y de los valores productos de la titularización en el Registro de Mercado de Valores.
	Superintendencia de Compañías emite la Resolución mediante la cual aprueba el proceso de titularización y el Certificado de Inscripción en el Registro de Mercado de Valores.
	Solicitud para la aprobación acompañada los documentos para la inscripción del Fideicomiso Mercantil y los valores producto de la titularización el Registro de la Bolsa de Valores de Quito.
	El Directorío de la Bolsa de Valores de Quito resuelve aprobar la inscripción de la emisión de obligaciones convertibles en acciones y fija un día para la negociación de los valores.
	Colocación de los valores en el mercado bursátil.

Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros y Bolsa de Valores de Quito

Elaborado por: Silvia Villota

Como se observa en la tabla 3, los procesos para la obtención de una titularización son más que los realizados en la obtención de un crédito, esto demuestra que el mecanismo de financiamiento con titularización es menos eficiente en cuanto a tiempos de consecución ya que en un crédito comercial, el desembolso de los fondos puede lograrse en un lapso de tiempo mucho menor debido a que los requisitos solicitados son más sencillos de obtener que los requeridos para un proceso de titularización.

Al igual que en tiempos de consecución, los costos en los procesos de titularización son menos convenientes que los generados en un crédito comercial. Las titularizaciones requieren estudios técnicos

y la participación de varios actores tales como un estructurador, calificadora de riesgos, la fiduciaria, entre otros para emitir los valores; mientras que en los créditos otorgados por instituciones financieras únicamente es partícipe la entidad y el solicitante, y no existe costos por honorarios adicionales.

Al ser los costos para emitir valores por medio de la titularización sumamente altos, muchas empresas del sector PYMES no lo consideran como una opción de financiamiento, adicionalmente que no es un mecanismo muy conocido en el medio. Estas empresas son la mayoría en el país y requieren de financiamiento para su desarrollo, es por esto que optan por los créditos del sistema financiero, los cuales aun ofreciendo tasas de interés más altas tienen costos iniciales que no son representativos por lo que el impacto en el flujo de liquidez de la empresa es mucho menor.

Capítulo V: Titularizaciones

Las titularizaciones son un mecanismo de financiamiento que ofrece variedad de opciones para los deudores e inversionistas, brindando seguridad y estabilidad a todas las partes involucradas reduciendo los posibles riesgos existentes en el sistema.

5.1.-Experiencias Internacionales

5.1.1. Antecedentes

La titularización es un mecanismo utilizado en varios países del mundo tales como Estados Unidos, Inglaterra, Italia, España, Francia y Holanda; en Latinoamérica, los países con mayor experiencia son Brasil, México y Argentina, sin embargo existen operaciones de Titularización en toda Latinoamérica, convirtiéndola en un instrumento financiero muy importante. (Malumián; 2006:173)

Tuvo origen en Estados Unidos, cuando en la década de los setenta, las altas tasas de interés para la obtención de créditos y la necesidad de instituciones financieras de reducir costos para la obtención de fondos, llevaron a las distintas instituciones a emitir los primeros títulos o valores que eran entregados a los inversionistas. Dichos documentos representaban un derecho sobre el patrimonio que un paquete de créditos hipotecarios adquiridos a entidades Estatales de Estados Unidos garantizaban para la emisión de valores, es decir mantenía el mismo concepto de las emisiones por medio de fideicomisos de titularización, sin la misma figura legal. (Malumián; 2006:173)

Con el paso del tiempo, el proceso fue más ágil incorporando como emisores de valor a distintas entidades tales como bancos comerciales, sociedades de ahorro y préstamo para la vivienda, entre otras instituciones públicas y privadas. De igual manera, el activo objeto de titularización se extendió a carteras de consumo de tarjetas de crédito, cartera automotriz, créditos originados en arrendamientos mercantiles, entre otros, con la idea de titularizar toda clase de activos. (González Torre).

A continuación se realizará un análisis de las titularizaciones en países de Latinoamérica.

5.1.1.1. La Titularización en Bolivia.- En Bolivia, como en la mayoría de los países de Latinoamérica, el fideicomiso guarda las características y propiedades que al mismo se le atribuyen; sin embargo, y a pesar que las características de esta figura tornan al fideicomiso como un vehículo apto para realizar procesos de titularización, en Bolivia no se valió del mismo como instrumento para titularización de activos. Para ello se crearon Sociedades Titularizadoras, las cuales tienen un patrimonio común y tantos patrimonios autónomos como hayan sido creados mediante la cesión de activos de las empresas originantes. (Malumián; 2006:461).

Las titularizaciones y Sociedades Titularizadoras se encuentran reguladas por la Ley de Mercado de Valores de Bolivia.

5.1.1.2. La Titularización en Chile.- La titularización en Chile es una actividad financiera relativamente nueva, se inicio en marzo de 1994 con poco desarrollo al inicio, ya que la ley reguladora fue muy restringida. Sin embargo, a partir de las modificaciones introducidas en la ley 19.301 a la ley 18.045 de Mercado de Valores se flexibilizó la figura lo que permitió una mayor utilización de este mecanismo financiero. (Malumián 2006,500-501)

La Superintendencia de Valores de Chile (SVS) dentro de las normas de carácter general dictadas, han limitado las titularizaciones solo a determinados activos los que pueden ser adquiridos por sociedades titularizadoras o fondos comunes de inversión de créditos titularizados. (Malumián 2006,502)

Las titularizaciones se encuentran reguladas por la Ley de Mercado de Valores, que permite desarrollar la titularización a través de títulos de deuda y por la ley de Fondos Comunes, mismos que establecen un Fondo Común de Inversión de Créditos Titularizados para la emisión de valores de participación.

5.1.1.2. La Titularización en Perú.- La Ley de Mercado de Valores de Perú establece las disposiciones y normas a las que tanto personas naturales como jurídicas deben regirse para efectuar este tipo de procesos.

Dentro de la Ley de Mercado de Valores se encuentran definidos los términos involucrados para generar este tipo de procesos. (Malumián 2006,662)

La Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV) es la institución pública encargada de la supervisión y control tanto de las personas naturales como jurídicas que intervengan en los procesos de titularización. Pueden establecer las funciones de un fiduciario únicamente las sociedades titularizadoras aprobadas por la CONASEV. (Malumián 2006,663).

5.1.2. Marco Legal y Regulatorio.- Los procesos de titularización se encuentran sujetos a varios organismos de control y regidos por distintas leyes, cada uno de los países del mundo que utilizan este

mecanismo de financiamiento tienen normas distintas uno del otro, sin embargo en el caso de Perú, Bolivia, Chile y Ecuador, todos se basan en la ley de mercado de valores y en todos los casos los organismos de control son entidades estatales tales como las superintendencias de compañías de cada uno de los países sujetos a estudio.

La Ley de Mercado de Valores es la que establece el marco general regulatorio bajo el cual todas las titularizaciones deben registrarse para ser partícipes de este mercado, dentro de esta ley se encuentran las prohibiciones, garantías necesarias, valores emitidos, tratamiento tributario, y una descripción de los bienes o activos que pueden ser sujetos a titularización, entre otros.

En el caso de los países estudiados, todos requieren la creación de un patrimonio autónomo, mismo que garantice el cumplimiento de las obligaciones adquiridas con terceras personas, en este caso con inversionistas.

5.1.3. Análisis Comparativo de los países

Como se observa en la tabla 4, la estructura de la constitución y manejo de las titularizaciones en Ecuador, Perú, Bolivia y Chile es muy similar, se ofertan en todos los países valores de participación y de deuda con valor crediticio. A excepción de Chile, todos los demás países objeto de estudio ofrecen adicionalmente valores mixtos, que son una combinación de los crediticios y de participación.

Con respecto a las entidades administradoras, toda titularización debe estar administrada por una, en Ecuador y Perú esta es una fiduciaria y en el caso de Chile y Bolivia se lo hace por medio de Sociedades Titularizadoras, sin embargo en ambos casos previa la colocación y oferta de los valores en el Mercado, se debe constituir un patrimonio autónomo que sirva de garantía para el cumplimiento de las obligaciones con los inversionistas.

Tabla 4
Comparación de la estructura de las Titularizaciones

País	Regulación	Constitución Patrimonio Autónomo	Entidad Administradora	Valores emitidos
Ecuador	LMV	Ok	Fiduciaria	VTP, VTC, Valores Mixtos
Perú	LMV	Ok	Fiduciaria	VTP, VTC, Valores Mixtos
Bolivia	LMV	Ok	Sociedades de Titularización	VTP, VTC, Valores Mixtos
Chile	LMV	Ok	Sociedades de Titularización	Título de Deuda, VTP

Fuente: Fideicomiso y Securitización, Malumián, 2006

Elaboración: Silvia Villota

5.2. Titularizaciones en Ecuador

5.2.1. Reseña histórica (Primera Titularización en Ecuador)

La primera titularización en Ecuador fue constituida por PACIFICARD S.A., el 17 de julio del año 2001 en la ciudad de Guayaquil, obteniendo la resolución aprobatoria del Mercado de Valores del Ecuador el 18 de enero de 2002 por lo que la colocación de la “Titularización Mastercard – Flujos del Exterior” se inició este año.

5.2.1.1. Características de la Emisión:

- El monto total de la emisión fue de US\$ 8 millones
- Plazo de 360 días, con pago quincenal de capital e intereses a la finalización cada uno de los periodos.
- Esta emisión fue sencilla, ya que no hay clasificación en series, subseries o tramos.

Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles fue la fiduciaria administradora, agente de manejo y pago de dicho fideicomiso y a su vez representante legal del mismo para el mercado y para los inversionistas institucionales, particulares y el público en general.

Como tal su obligación es cumplir las cláusulas establecidas en el contrato de constitución del fideicomiso en las que detalla una provisión diaria de los valores a cancelar quincenalmente a los inversionistas para de esta manera cumplir con el pago de las cuotas fijas descrita en cada una de las tablas de amortización.

5.2.2. Evolución de las Titularizaciones

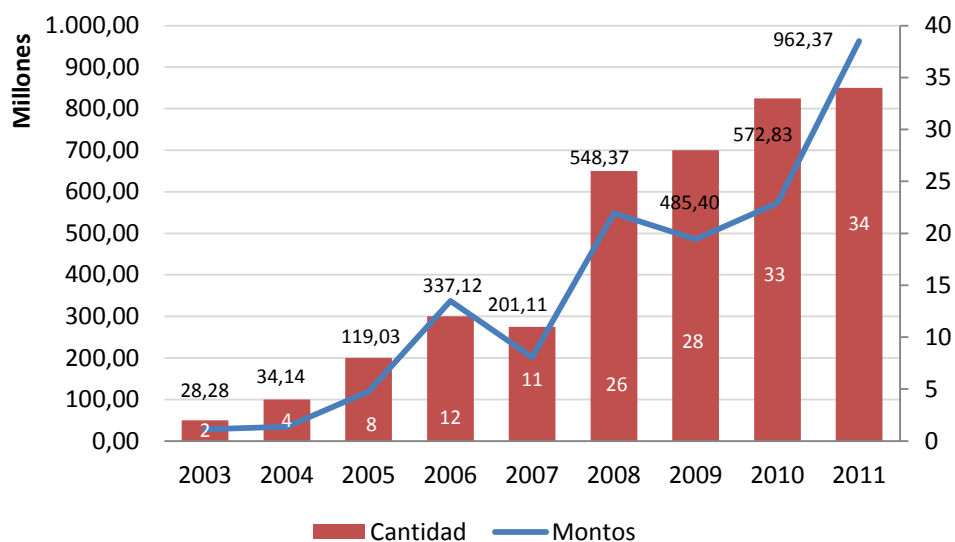
Desde el año 2003 las titularizaciones en el Ecuador han tomando fuerza en el mercado como se observa en el gráfico 16. Al inicio del periodo de estudio, se colocaron dos titularizaciones en un año, sin embargo, a finales del 2011 el mercado creció hasta colocar 34 titularizaciones.

Con respecto a los montos aprobados por el CNV en los procesos de cada año, se puede observar un crecimiento considerable año a año. En el 2003 se había aprobado un total de US\$ 28.28 millones para

colocación de titularizaciones, al finalizar el 2011, este monto ascendió a US\$ 962.37 millones, esto representa un crecimiento de aproximadamente el 3300%.

Así como ha habido años en los que los montos aprobados han sido muy favorables con respecto a periodos anteriores, en el año 2007 por ejemplo se puede observar una disminución considerable tanto en montos como en cantidad de titularizaciones, sin embargo en el 2008 este mercado tomó más fuerza incrementando las cantidades de titularizaciones y los montos autorizados para la colocación. Para el año 2009 los montos colocados también fueron menores, sin embargo esto lo podemos relacionar con la crisis financiera mundial que se vivió en el año 2008, por lo que en el 2009, existía una gran incertidumbre del sistema relacionada a la situación económica de todo el mundo.

Gráfico 16
Titularizaciones



Fuente: Superintendencia de Compañías

Elaboración: Silvia Villota

5.2.2.1. Emisores.- En la actualidad, existen 240 empresas y compañías partícipes en el Mercado de Valores dentro de todos los procesos existentes, de estas, 82 han constituido fideicomisos de titularización por lo menos en una ocasión.

A continuación se describirá las empresas que más titularizaciones ha constituido en el periodo de estudio.

Banco Amazonas es la institución que mayor número de titularizaciones ha constituido en el periodo analizado. Ha constituido 15 fideicomisos con este fin, todos de cartera y de estos el 86.6% corresponden a cartera automotriz y apenas el 13.4% a cartera comercial aportada para respaldar las obligaciones con inversionistas.

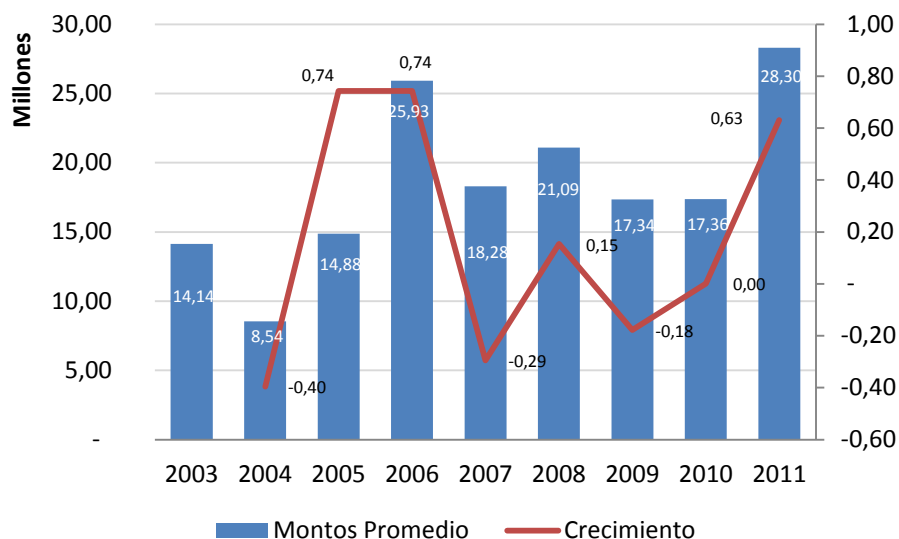
La segunda empresa con mayor número de titularizaciones constituidas en el mercado es TELBEC S.A., una empresa comercializadora de electrodomésticos y artículos para el hogar comercialmente conocida como “Almacenes Comandato”, ellos han realizado 12 fideicomisos de titularización de cartera comercial desde el año 2007.

La Mutualista Pichincha es constituyente de 7 fideicomisos de titularización, iniciaron este mecanismo de financiamiento desde el 2007, y al igual que Banco Amazonas y TELBEC, todas sus titularizaciones están y estuvieron respaldadas por cartera de clientes, en este caso hipotecaria.

5.2.2.2. Montos Colocados Promedio.- Si bien se han analizado los montos totales aprobados por el Mercado de Valores, es importante relacionar estos con el número de titularizaciones constituidas cada año con el fin de encontrar el monto anual promedio aprobado por titularización.

Una vez realizada dicha relación, los montos promedio autorizados en las titularizaciones se encuentran oscilando entre US\$ 8.54 y US\$ 28.30 millones como se observa en el gráfico 17. Estos valores están tomados en cuenta desde el 2003 donde apenas eran dos las titularizaciones y el promedio de estas era de US\$ 14.14 millones, sin embargo desde esta fecha y hasta finalizar el 2011, ha existido crecimientos y decrecimientos considerables año a año.

Gráfico 17
Montos Promedio Colocados



Fuente: Superintendencia de Compañías
Elaboración: Silvia Villota

Se han colocado titularizaciones por montos mínimos de US\$ 1.02 millones y máximos por el monto de hasta US\$ 91.55 millones.

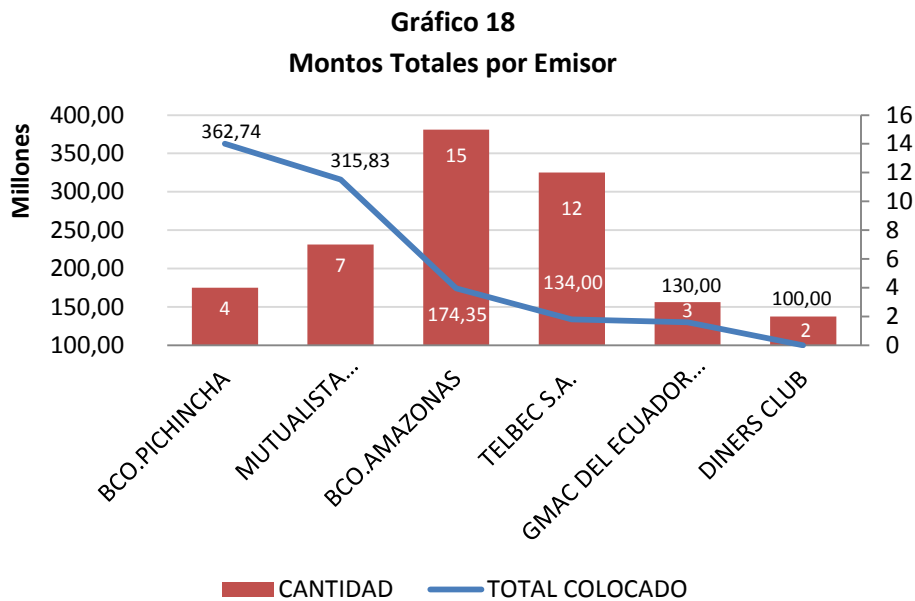
De la totalidad de emisiones, el 33.96% de los montos autorizados son aquellos que no superan los US\$ 9.5 millones, estos procesos son cincuenta y cuatro en total, y representan el 8.10% del total colocado por las titularizaciones en el periodo de estudio.

La segunda escala abarca las emisiones de hasta US\$ 19 millones, mismas que en cuarenta y nueve procesos representan el 30.82%. Sin embargo por ser los montos más altos, este segmento representa el 18.46% del total colocado por titularizaciones desde el año 2003, siendo el más alto de todos los segmentos.

5.2.2.3. Montos Colocados por Emisor.- De todos los emisores de titularizaciones, en el gráfico 18 se observa que Banco Pichincha es el que ha colocado mayor cantidad en montos, ellos con la estructuración de cuatro Fideicomisos alcanzan un total de US\$ 362.74 millones con garantía de su cartera hipotecaria, esto en un periodo de cinco años, la primera la realizaron en el 2006 y las tres restantes en el 2011. Con estos datos Banco Pichincha mantiene un promedio de monto por titularización por el valor de US\$ 90.68 millones.

Mutualista Pichincha también aportando la cartera hipotecaria que manejan, han constituido siete titularizaciones desde el 2005 hasta el 2010, ellos manejan el monto total de US\$ 315.83 millones, y un monto promedio por titularización de US\$45.11 millones.

Con aportes de cartera de consumo y automotriz se encuentra Banco Amazonas, Telbec S.A. y GMAC con montos totales desde US\$ 130 hasta US\$ 174.35 millones. Y con el valor de US\$ 100 millones y siendo el segundo emisor con mayores montos promedio se encuentra Diners Club del Ecuador, quienes han constituido dos titularizaciones de flujos futuros, en el 2009 y 2011.



Fuente: Superintendencia de Compañías
Elaboración: Silvia Villota

5.2.2.4. Tipo de Titularización por garantía.- Del cien por ciento de las titularizaciones constituidas en el mercado desde el 2003, el 51.57% está respaldado por cartera por cobrar, el 46.54% por flujos futuros y el 1.89% son titularizaciones inmobiliarias que garantizan el pago de las obligaciones contraídas con terceros por medio de acciones de los proyectos que se encuentran en el fideicomiso.

Dentro de las titularizaciones de cartera existen distintas, automotriz, comercial e hipotecaria. La menos representativa es la comercial con US\$ 340.25 millones y 31 procesos siendo este el 20.36% de la totalidad de las titularizaciones de cartera.

Desde el 2003 se constituyeron 24 titularizaciones de cartera automotriz que suman US\$ 371.3 millones y representa el 22.21% del total de las titularizaciones de cartera, estas mantienen un promedio de colocación por titularización de US\$ 15.47 millones.

Las titularizaciones con garantía de cartera hipotecaria son las que mayor cantidad de dinero mueven, estas representan el 57.43 por ciento dentro de los fideicomisos de cartera. El mercado de valores desde el 2003 aprueba el monto de US\$ 960.01 millones divididos en 27 fideicomisos, lo que da el resultado de US\$ 35.55 millones como promedio por titularización constituida.

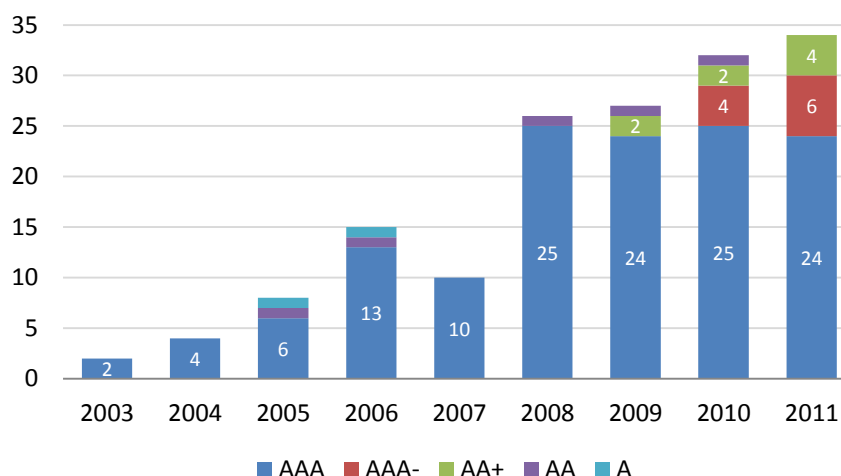
5.2.2.5. Calificaciones de Riesgo.- Los fideicomisos de titularización, al ser empresas controladas y supervisadas por la Superintendencia de Compañías, partícipes en bolsa y captadoras de dinero de terceras personas, están sometidas a presentar por lo menos una calificación de riesgos, como lo estipula el art. 151 de la Ley de Mercado de Valores.

El informe de calificación, obligatoriamente tendrá el detalle de los factores tomados en cuenta para otorgar la calificación de riesgos y la legalidad y forma de la transferencia de activos al patrimonio autónomo del Fideicomiso. Sin embargo esta se enfoca únicamente a los valores y no considerará la solvencia tanto del originador como del agente de manejo o cualquier tercero involucrado.

En el gráfico 19 se observa que del total de las titularizaciones la mayor parte tienen calificación “AAA”, es decir que la garantía de los fideicomisos como patrimonio autónomo es atractiva y segura para los inversionistas en el mercado, la calificación representa el 84% del total de titularizaciones en el periodo 2003-2011.

Calificados con “AAA-” se encuentran diez fideicomisos representando el 6%, mientras que la calificación mínima otorgada a fideicomisos de titularización es “A”, misma que fue dada a dos titularizaciones en los años 2005 y 2006.

Gráfico 19
Calificación de Riesgos de Titularizaciones



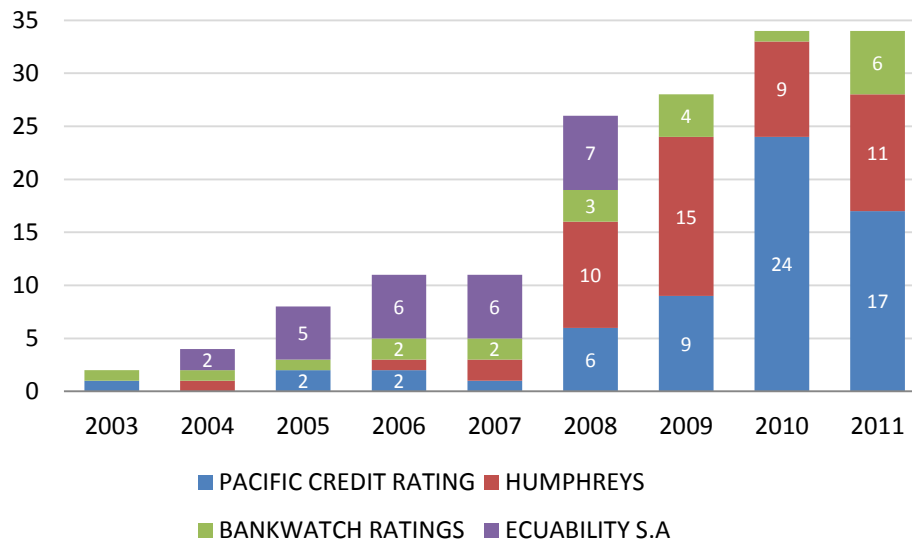
Fuente: Anuario Estadístico 2003-2011, Superintendencia de Compañías
Elaboración: Silvia Villota

Con los resultados expuestos se confirma que las titularizaciones, al someterse a calificación de riesgos de su patrimonio, es decir las garantías que respaldan el cumplimiento de las obligaciones con terceras personas es un mecanismo seguro para los inversionistas, más aun si específicamente el enfoque se da a la calificación más alta que representa el 84%.

En el gráfico 20 se observa el posicionamiento de cada una de las calificadoras dentro del mercado de las titularizaciones en el Ecuador. Desde el 2005 Pacific Credit Ratings empieza a tomar fuerza y se observa que a partir del 2008 este le gana mercado a Humphreys, ambas calificadoras mantienen buena participación, representan el 39% y 31% respectivamente.

Con respecto al 30% restante de participación, está dividido entre Ecuability y Bankwatch. Ecuability, es una calificadora que ha perdido poder dentro de la calificación de titularizaciones, desde el 2009, no han realizado ninguna. Con respecto a Bankwatch, son la única empresa que todos los años tiene realizada por lo menos una calificación, sin embargo con el 13%, esta es la que menor porcentaje de participación mantiene dentro del periodo de estudio.

Gráfico 20
Calificadoras de Riesgos en Titularizaciones



Fuente: Superintendencia de Compañías
Elaboración: Silvia Villota

5.2.2.6. Plazo por Titularización

Las titularizaciones al igual que las demás obligaciones del Mercado de Valores o del Sistema Financiero se estructuran por plazos de pago del capital e intereses a sus inversionistas.

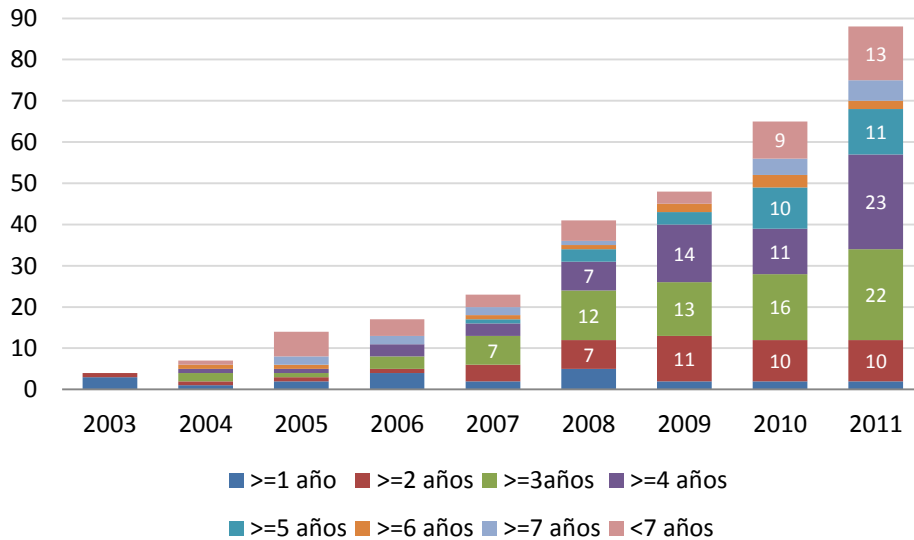
En el caso de las titularizaciones, el plazo se da por la capacidad de pago del fideicomiso, es decir el patrimonio del que está estructurado. Cuando se trata de titularización de flujos, los datos históricos y las proyecciones de estos, son el indicativo principal para definir el plazo máximo de pago. Si se toma en cuenta las titularizaciones de cartera, estos plazos pueden extenderse ya que específicamente cuando se trata de cartera hipotecaria, por tratarse de montos de capital altos, el plazo es mayor, en muchos de los casos hasta 15 años, es por esto que los plazos de vencimiento de la deuda de esos fideicomisos son más largos que los demás.

Dentro del periodo de estudio, se observa en el gráfico 21 un incremento de los plazos de pago de estas obligaciones. En el 2003 las titularizaciones eran por el plazo de 1 y máximo dos años, con el paso del tiempo, han variado hasta llegar en ocasiones a superar los 15 años.

Desde el 2004, el plazo de 1080 días ha crecido, sin embargo, en los últimos cinco años, estos valores tuvieron un crecimiento considerable que se ha mantenido constante hasta la finalización de 2011, sin embargo si se analiza el gráfico 22, en este mismo periodo, el porcentaje de participación tiende a disminuir, desde el 30% hasta el 25% desde el 2007.

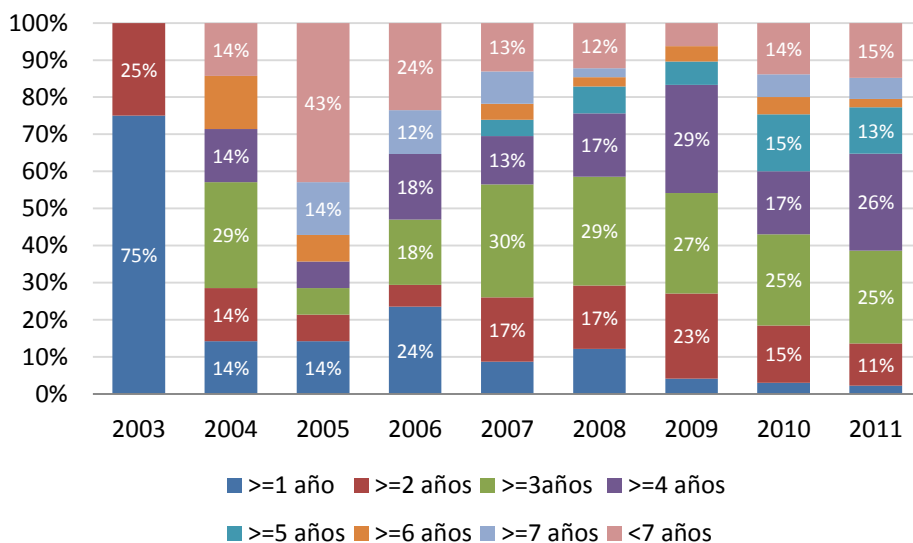
En relación al plazo de 1440 días, las titularizaciones han variado en el periodo, manteniendo crecimientos y decrecimientos con el paso de los años. El mayor crecimiento se dio entre el 2010 y 2011 donde hubo un crecimiento del 109%. De igual manera, la participación en el 2009 llegó al 29%, porcentaje máximo del segmento, mismo que en años anteriores y posteriores mantiene una considerable oscilación.

Gráfico 21
Plazos por Titularización



Fuente: Anuario Estadístico 2003-2011, Superintendencia de Compañías
Elaboración: Silvia Villota

Gráfico 22
Participación por Plazos de Pago



Fuente: Anuario Estadístico 2003-2011, Superintendencia de Compañías

Elaboración: Silvia Villota

5.2.3. Legislación Ecuatoriana

Todas las titularizaciones en Ecuador están controladas por la Superintendencia de Compañías y el Consejo Nacional de Valores, ambas instituciones se encargan de regular los fideicomisos y velar por su buen manejo para de esta manera asegurar los rendimientos a todas las partes.

La ley de Mercado de valores es la normativa que establece los activos sujetos a titularización, las garantías necesarias para asegurar que el fideicomiso en un futuro cumpla con las obligaciones adquiridas con terceros. Expone los requisitos necesarios por el fideicomiso para que el Consejo Nacional de Valores apruebe la emisión.

5.2.3.1 Análisis Comparativo de la Ley de Mercado de Valores y el Proyecto de Nueva Ley

Como se observa en el anexo 1, existen modificaciones entre la actual LMV y el proyecto de nueva Ley, estas variantes se enfocan principalmente en un mayor control por parte del organismo regulador del Mercado y en brindar seguridad a los inversionistas, esto se observa principalmente en el artículo 187, donde se eliminan los mecanismos de fondos colectivos como mecanismo para titularizar, la nueva LMV propone que únicamente los Fideicomisos Mercantiles puedan emitir estos valores.

De igual manera, se propone modificar el artículo 143 de la actual ley al 190 de la nueva, en este artículo se amplían los activos a titularizar y a la vez restringen y dejan abierta la posibilidad de negar un proceso en casos que se considere necesario o aplique uno de los literales incluidos y descritos en la tabla 5.

Se modificó el artículo 144, resultando ser el 192 en el proyecto de ley, en el nuevo artículo se propone incluir responsabilidad legal sobre los valores emitidos tanto a los agentes de manejo como originadores y estructuradores, esto quiere decir que en el caso que el fideicomiso no pueda cumplir con las obligaciones respectivas con los inversionistas o terceros, los participantes anteriormente descritos deben responder al igual que el Fideicomiso.

5.2.4. Ejemplos de Titularizaciones

A continuación una descripción de la constitución, colocación y manejo de tres clases de fideicomisos de titularización constituidos en el Ecuador, se describirá uno de cartera, de flujos e inmobiliario.

5.2.4.1. Fideicomiso Produbanco Cartera Automotriz Cero – Uno.- El fideicomiso fue constituido el 27 de abril de 2009 e inscrito en el Mercado de Valores el 05 de octubre del mismo año. El constituyente fue Banco de la Producción PRODUBANCO S.A., entidad financiera que a la vez es beneficiario del Fideicomiso.

El activo titularizado fue cartera adquirida al originador. Cartera vigente con calificación crediticia “A”, que no se encuentre en mora con ninguna de las cuotas vigentes de pago, por lo tanto, que no registre ningún tipo de procesos judiciales, la cartera considerada es desde enero de 2005.

Cada una de las operaciones de crédito vendidas y aportadas al fideicomiso, cuenta con calificación de crédito, tasa vigente de interés, periodicidad y forma de reajuste de la tasa de interés en meses, saldo de capital a la fecha de corte, y toda la información básica del cliente para determinar la posibilidad de mora en los pagos esperados. Con la información de cartera proporcionada por el originador, se determinan los flujos futuros de fondos que generará la cartera.

El índice de siniestralidad es de 0.7939%, corresponde al porcentaje de cartera castigada histórica de los últimos tres años de constituyente.

5.2.4.1.1. Mecanismos de Garantía.- Se toman en cuenta como mecanismos de garantía para la presente titularización el exceso de flujo de fondos y la sobrecolateralización, mismos que permiten

cubrir 13.83 veces el índice de siniestralidad del proceso de titularización durante el plazo de los valores y siempre que se haya colocado el cien por ciento de estos.

El exceso de flujo de fondos consiste en que los flujos que el fideicomiso proyecta percibir como recuperación de cartera son superiores a los montos requeridos por el fideicomiso para cumplir con sus obligaciones con inversionistas.

El análisis de flujos por parte de la recuperación de cartera se lo realiza en un escenario pesimista, en este caso asciende a la suma de US\$ 31.45 millones, mientras que los pagos proyectados de capital e intereses de los pasivos con inversionistas en el caso de colocar el 100% del monto aprobado por el Consejo Nacional de Valores es de US\$ 27.71 millones. Lo que da un exceso de recaudación de US\$ 3.74 millones.

La sobrecolateralización consiste en el aporte adicional de cartera al fideicomiso. Esta cartera debe mantener un capital insoluto por vencer de hasta US\$ 95.862,66, monto que en caso de la colocación total de valores otorga a fideicomiso una cobertura de 0,4474 veces el índice de siniestralidad. El valor descrito anteriormente deberá permanecer como patrimonio del fideicomiso hasta la cancelación total de las obligaciones que este mantenga con los inversionistas o en su defecto hasta que se hayan provisionado los valores por pagar en las cuentas aperturadas para el efecto.

5.2.4.1.2. Características de la emisión:

a) Monto Total: US\$ 25'800.000,00

b) Fecha de emisión: La fecha de la primera colocación será la considerada como la fecha de emisión de todos los valores, por lo que el plazo de vigencia de los títulos será contado desde dicha fecha.

c) Monto mínimo de Inversión: US\$ 10.000,00

d) Característica de los valores: corresponde a Valores de Contenido Crediticio

e) Calificación de Riesgos: "AAA" otorgada por Calificadora de Riesgos - Pacific Credit Ratings S.A.

5.2.4.1.3. Características de los Valores.- Los valores materia de emisión podrán emitirse de manera física o desmaterializada, como los inversionistas lo soliciten.

En la Tabla 6 se observa el detalle de los valores a emitir por el Fideicomiso. Todas las series se dividen en tres clases, donde cada una de las clases tiene vencimientos trimestrales.

Los vencimientos de la clase 1 se realizan a los 30, 120, 210, 300, 390, 480, 570, 660, 750, 840, 930, 1020, 1110, 1200 días; los de la clase 2 a los 60, 150, 240, 330, 420, 510, 600, 690, 780, 870, 960, 1050, 1140, 1230 días; y los vencimientos de la clase 3 serán a los 90, 180, 270, 360, 450, 540, 630, 720, 810, 900, 990, 1080, 1170, 1260 días contados a partir de la fecha de emisión.

Con respecto a la tasa de interés del proceso de titularización, cada serie representa un plazo y por lo tanto, un interés diferenciado, a mayor plazo, el rendimiento financiero se incrementa.

La clase A, como se observa en la Tabla 5 ofrece un interés de 7.25%, mientras que en la serie B se incrementa 0.25% y finalmente la C ofrece a los inversionistas un interés del 8%.

Tabla 5
Características de los Valores

Serie	Clase	Valor Nominal por Título	Número de Títulos	Valor Nominal Total	Plazo	Tasa de Interés
A	A1	\$ 10,000.00	300	\$ 3,000,000.00	660 días	7.25%
A	A2	\$ 10,000.00	300	\$ 3,000,000.00	690 días	7.25%
A	A3	\$ 10,000.00	300	\$ 3,000,000.00	720 días	7.25%
B	B1	\$ 10,000.00	300	\$ 3,000,000.00	840 días	7.50%
B	B2	\$ 10,000.00	300	\$ 3,000,000.00	870 días	7.50%
B	B3	\$ 10,000.00	300	\$ 3,000,000.00	900 días	7.50%
C	C1	\$ 10,000.00	260	\$ 2,600,000.00	1200 días	8.00%
C	C2	\$ 10,000.00	260	\$ 2,600,000.00	1230 días	8.00%
C	C3	\$ 10,000.00	260	\$ 2,600,000.00	1260 días	8.00%

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil

Elaboración: Silvia Villota

5.2.4.1.4. Análisis Histórico de Balances Anuales del Fideicomiso.- Se ha realizado un análisis de los resultados anuales arrojados por los balances del fideicomiso desde su constitución hasta el 31 de diciembre del 2011. Se observa en el Anexo 1 que desde el año 2009, año en el que se colocó el 100% de los valores, hasta el 2011, el valor de los activos totales disminuye en un 43% y 50% en el saldo a los años 2010 y 2011 respectivamente, esta variación se da principalmente a la recuperación de la cartera propiedad del Fideicomiso.

Adicionalmente, se observa que el fideicomiso cuenta con un excedente de flujos al año 2009, sin embargo en los siguientes años, estos excedentes son invertidos con el fin de generar rendimientos financieros.

Con respecto a las cuentas del pasivo, con el paso de los años, esta, al igual que el activo ha disminuido, dicha disminución se genera principalmente por el cumplimiento de las obligaciones financieras con los inversionistas del fideicomiso.

En consecuencia, por lo antes expuesto, las variaciones en los estados de resultados del fideicomiso demuestran rentabilidad en la operación comparando así, el incremento de 379% en los ingresos del año 2010 contra el 238% del incremento en los gastos en el mismo periodo, dando así como resultado una Utilidad del Ejercicio que asciende a US\$ 391 mil al cierre del año 2010 y de US\$ 357 mil al cierre del año 2011.

5.2.4.1.5. Análisis del constituyente de la Titularización.- Produbanco, al igual que muchas instituciones financieras optan por la titularización para traer a valor presente flujos que se respaldan con documentos, en este caso con pagarés de créditos automotrices.

Produbanco, al tener alrededor de US\$ 30 millones en cartera por cobrar, constituyó la “Titularización Produbanco Cartera Automotriz Cero Uno”, misma que le permitió traer a valor presente los flujos esperados a cobrar en el periodo de 3 a 5 años. Esta venta de cartera da liquidez a la empresa para generar rotación de capital en la economía.

Para la empresa originadora del Fideicomiso estudiado es vital la constitución de un negocio como el mencionado ya que percibe el dinero requerido en un plazo menor al esperado sin generar pasivos para la organización y sin comprometer los activos de la empresa en la figura de garantía. No consta como emisor de titularización en el Registro de Mercado de Valores ya que toda la responsabilidad recae sobre el Fideicomiso.

5.2.4.2. Titularización Omni Hospital.- El Fideicomiso de Titularización Onmi Hospital, es la titularización de un “Proyecto Inmobiliario – Hospitalario” generador de flujos, donde se oferta Valores de Titularización de Participación (VTP).

Los valores ofertados, están representados por títulos normativos por el fideicomiso a nombre de los inversionistas. Dicha inversión no asegura ni ofrece una tasa de interés, se trata de una inversión de renta variable, misma que se encuentra basada en la generación de proyección de flujos de operación

futuros provenientes del manejo y operación del Hospital. El proyecto está distribuido en tres partes esenciales:

- Construcción del hospital conforme las especificaciones aprobadas en el Anexo B del prospecto de oferta pública.
- Equipamiento del hospital conforme el detalle general especificado en el Anexo C del prospecto de oferta pública.
- Operación del hospital sometiéndose a los parámetros establecidos en el Anexo F del prospecto de oferta pública del proyecto.

5.2.4.2.1.- Objeto de la Titularización.- La Titularización tiene por objeto principal el desarrollo del proyecto inmobiliario una vez alcanzado el punto de equilibrio del proyecto, cuando se encuentre construido y equipado el Hospital, este generará flujos de su operación, mismos que después de deducir todos los costos, gastos, depreciaciones y provisiones necesarios para el funcionamiento del Hospital, serán distribuidos a los inversionistas. En el caso que el Fideicomiso no llegare al punto de equilibrio, este restituirá a los inversionistas los recursos que se hayan pagado por los valores de participación adquiridos.

5.2.4.2.2. Punto de equilibrio.- El alcance del punto de equilibrio conforma lo siguiente:

- Punto de equilibrio económico: el Fideicomiso debe haber colocado el 70% del monto a emitir en recursos en efectivo, obligaciones económicas pendientes de pago, compromisos de canje de bienes y/o servicios con proveedores y compromisos de canje con el originador.
- Punto de equilibrio legal: el terreno debe estar transferido a título del Fideicomiso Mercantil; el fideicomiso debe tener todos los permisos y autorizaciones legales por parte del Muy Ilustre Municipio de Guayaquil, Ministerio de Salud o cualquier entidad involucrada, a efectos de iniciar la construcción del Hospital sobre el terreno escogido.
- Punto de equilibrio técnico: el fideicomiso cuente con todos los estudios necesarios para desarrollar el proyecto inmobiliario; que haya suscrito todos los contratos de servicios requeridos; que haya colocado valores entre los médicos inversionistas seleccionados para que integren el Cuerpo Médico Inicial del Hospital.

Todos los puntos requeridos deben reunirse, cumplirse y verificarse dentro de los primeros ciento ochenta días hábiles contados a partir de la fecha de emisión, plazo que podrá ser postergado por un tiempo igual en una sola ocasión.

5.2.4.2.3. Índice de Desviación.- El índice de desviación determinado por el análisis financiero es de 0.94%.

5.2.4.2.4. Mecanismos de Garantía.- Si durante la construcción o equipamiento del Hospital se determina que el presupuesto preparado por el originador es insuficiente, por existir un incremento en los precios de los materiales o bienes, el Originador estará obligado a aportar al Fideicomiso los valores hasta un máximo de tres veces el índice de desviación.

5.2.4.2.5. Características de la Emisión.-

a) Monto Total: US\$ 16'800.000,00

b) Fecha de emisión: La fecha de la primera colocación de valores

c) Monto mínimo de Inversión: US\$ 6.000,00

d) Número máximo de valores a emitir: 2800

e) Característica de los valores: corresponde a "Valores de Participación"

f) Calificación de Riesgos: "AAA" otorgada por Calificadora de Riesgos Ecuability S.A.

5.2.4.2.6. Análisis Histórico de Balances Anuales.- El análisis de los balances anuales del fideicomiso se realizó desde el año 2005 hasta el 2011, periodo en el cual el fideicomiso se mantuvo en su máximo ejercicio.

Acorde a la naturaleza de la operación de esta clase de fideicomisos, se observa en el Anexo 2 que los activos totales se incrementan considerablemente con el transcurso del tiempo, al 2010, los bienes inmuebles del proyecto estaban por el valor de US\$ 16.3 millones, la colocación de inversiones financieras ascendía a US\$ 15.2 millones. Por el otro lado, se observa el decrecimiento del 93% en la cartera de inversionistas entre los años 2010 y 2011.

La cuenta pasivos en el 2010 refleja un crecimiento de US\$ 9.7 millones, mismo que está dado por la colocación de títulos valores, para el año 2011 presenta un decrecimiento del 22%, mismo que esta dado por el pago de la utilidad generada a los inversionistas. Todo el movimiento del balance, se encuentra respaldado en el patrimonio del fideicomiso, arrojando un saldo final del año 2011 por US\$ 164 millones.

En consecuencia por lo antes expuesto, las variaciones de resultados del fideicomiso demuestran rentabilidad en la operación arrojando ingresos importantes en los últimos dos años de estudio, por US\$ 31.3 millones y US\$ 25.8 millones en el 2010 y 2011 respectivamente. Estos valores superan a los gastos en aproximadamente un 33% traduciendo esto a una utilidad del ejercicio acumulada al año 2011 de US\$ 5 millones.

5.2.4.2.7. Análisis del constituyente de la Titularización.- Duncan Business Inc., una empresa extranjera que cumple la función tenedora de inversiones en negocios inmobiliarios, turísticos y comerciales en países de todo el mundo es la empresa constituyente del Fideicomiso estudiado.

El originador, transfiere a título de Fideicomiso Mercantil, los siguientes recursos:

- US\$ 2,000.00 como aporte en efectivo
- Canjes entre el Fideicomiso y las empresas Medivici S.A (propietaria del terreno donde se desarrollará el proyecto) y Kemprot S.A. (propietaria de los estudios arquitectónicos y de factibilidad). El canje consiste en transferir la totalidad de las acciones de las empresas mencionadas anteriormente cuyo propietario era el originador con el compromiso del Fideicomiso de entregar 414 títulos valores de US\$ 6,000.00 cada uno una vez declarado el punto de equilibrio y emitidos los valores.
- La suma de US\$ 833 mil como capital preoperativo que servirá para cubrir los costos del proyecto hasta que se alcance el punto de equilibrio.

Al cerrar el canje, Duncan Business recibe el valor de US\$ 2.848 millones en títulos valores, mismos que en la empresa se reflejan como inversión en la Titularización, esto le permitirá recibir beneficios del mismo como inversionista.

Duncan Business, por medio de la Titularización estudiada, con el aporte de US\$ 835 mil y con la venta de US\$ 16.8 millones en el mercado de valores, logra construir y equipar un hospital del cual todos sus inversionistas son accionistas y participan de los resultados anuales, ya sean pérdidas o ganancias.

Este mecanismo de financiamiento, hizo posible la ejecución del proyecto en la construcción, equipamiento y administración de Onmi Hospital ya que ingresaron recursos monetarios al fideicomiso sin requerir garantías reales brindadas por el constituyente, esto debido a que los inversionistas compran valores de participación y el riesgo es compartido entre todos.

5.2.4.3. Primera Titularización de Flujos Futuros Energy & Palma.- La Titularización de Flujos Futuros Energy & Palma fue constituida el 27 de agosto de 2010 ofertando Valores de Título Comercial (VTC), por

Energy & Palma ENERGYPALMA S.A., una empresa cuyo objeto social es el desarrollo, cultivo y explotación de plantaciones de palma aceitera, su extracción, industrialización y comercialización.

5.2.4.3.1. Flujos Objeto de Titularización.- Al activo sobre el cual está estructurada la Primera Titularización de Flujos Energy & Palma son la totalidad de los flujos que genere la venta del aceite crudo de palma durante la vigencia del contrato de preventa suscrito entre Energy & Palma y La Fabril con fecha 10 de marzo de 2010.

5.3.4.3.2. Mecanismos de Garantía.- Para la Titularización de Flujos Energy & Palma se han tomado en cuenta tres mecanismos de garantía, el detalle a continuación:

5.3.4.3.3. Garantía Bancaria.- El originador entregar al Fideicomiso una garantía bancaria incondicional, irrevocable y de cobro inmediato por la suma de US\$ 603.419,91, que permitirá cubrir al menos 1.5 veces el índice de desviación. Con duración 1 año y renovación inmediata por periodos iguales hasta el pago total de los valores a los inversionistas.

El certificado será emitido por un banco operativo en el exterior con al menos una calificación de riesgos "A", o por un banco operativo en Ecuador que cuente con una calificación de riesgo mínima de "AA+", otorgada por una calificador autorizada por la Superintendencia de Bancos y Seguros y Superintendencia de Compañías.

La garantía bancaria puede ser ejecutada por el fideicomiso en caso de insuficiencia de fondos por parte del fideicomiso, en caso que eso llegare a suceder el originador está en la obligación de reponer una garantía por el mismo monto al Fideicomiso.

5.3.4.3.4. Fondo de Garantía.- Consiste en constituir un fondo de recursos en efectivo que el fideicomiso utilizará en caso de insuficiencia de fondos por parte del fideicomiso. Tendrá un valor del próximo dividendo a pagar

5.3.4.3.5. Garantía Subsidiaria.- En caso de insuficiencia de fondos para la cancelación de valores por parte del Fideicomiso, el originador se compromete a transferir al fideicomiso los recursos necesarios para cubrir las obligaciones con terceros, para lo cual el originador cuenta con un plazo máximo de dos días a partir de la recepción de la notificación por parte de la fiduciaria.

5.3.4.3.6. Características de la Emisión.-

a) Monto Total: US\$ 8'000.000,00

b) Fecha de emisión: La fecha será una, corresponde a la primera colocación y a partir de la cual se contará el plazo de los valores.

c) Monto mínimo de Inversión: US\$ 5.000,00

d) Número máximo de valores a emitir: 1.600

e) Característica de los valores: corresponde a "Valores de Título Crediticio"

f) Calificación de Riesgos: "AAA-" otorgada por Calificadora de Riesgos PCR – Pacific Credit Rating S.A.

5.3.4.3.7. Características de los Valores.- Los valores materia de emisión podrán emitirse de manera física o desmaterializada, como los inversionistas lo soliciten.

Se oferta en una única serie títulos a un plazo de 1800 días, es decir cinco años, con tasa fija del 7.5% con amortización trimestral de capital e intereses.

5.3.4.3.8. Análisis Histórico de Balances Anuales.- El análisis del balance de la Titularización Energy & Palma se realiza de los años 2010 y 2011, años en los que dicho fideicomiso ha ejercido.

Al ser un fideicomiso de flujos iniciado en el 2010, no se observan variaciones significativas como se aprecia en el Anexo 3. Existe una disminución del 15% en el activo, mismo que se da por la reducción de los documentos por cobrar existentes en el Fideicomiso.

Con respecto al pasivo, de igual manera presenta una disminución, en este caso se da porque en el 2011 se ha cancelado obligaciones a los inversionistas del Fideicomiso, basándose dichos valores en las tablas de amortización generadas.

En consecuencia por lo expuesto anteriormente, los resultados de resultados del periodo de estudio demuestran estabilidad en las cuentas dentro del balance, presentando saldos positivos a la finalización de cada periodo.

5.1.5.- Análisis Comparativo de las Titularizaciones

Tabla 6
Comparativo de Fideicomisos en Ecuador

Nombre	Monto colocado	Monto mínimo de inversión	Títulos valores emitidos	Número máximo de valores a emitir	Calificación de riesgos	Tasa	Tiempo de Inversión	Mecanismos de Garantía	Características
Cartera Produbanco	25.800.000	10.000	Valores de título crediticio	2.580	"AAA"	7.25%, 7.50%, 8.00%	2, 2.5, 3.5 años	Exceso de flujo de fondos, sobrecolateralización	Inversión con garantía de cartera
OMNI Hospital	16.800.000	6.000	Valores de participación	2.800	"AAA"	Está relacionada directamente al rendimiento del proyecto	Indefinido	Aportes del Originador de la Titularización	Inversión a un proyecto inmobiliario
Energy & Palma	8.000.000	5.000	Valores de título crediticio	1.600	"AAA"	7,50%	5 años	Garantía Bancaria, Fondo de Garantía, Garantía Subsidiaria	Inversión con garantía de ventas futuras

Fuente: Bolsa de Valores Quito y Guayaquil
Elaboración: Silvia Villota

Conforme lo descrito en la tabla 6, el Fideicomiso Omni Hospital es el que mejores rendimientos posee, esto se da ya que es una inversión a largo plazo que recibe las utilidades del funcionamiento del proyecto que se llevó a cabo con la inversión inicial de los inversionistas. Por el lado del constituyente es beneficioso ya que el fideicomiso no está en la obligación de devolver los valores invertidos a inversionistas y esto da liquidez al proyecto y por el lado de los inversionistas, mantienen un ingreso fijo anual relacionado con los resultados de los valores adquiridos del proyecto.

Con respecto a los valores de título crediticio, se consideran inversiones a mediano plazo, con recuperación del capital al finalizar dicho periodo, las garantías presentadas a cada fideicomiso en cuestión de minimizar el riesgo de los inversionistas, son reales y respaldadas por terceros, en especial por entidades bancarias.

Conclusiones

Dentro del periodo de estudio se observa que los fideicomisos de titularización han tenido un crecimiento y evolución, en el 2003 se colocaban un promedio de 2 titularizaciones al año, este valor creció hasta llegar a 34 al finalizar el 2011.

Estos han tenido un desempeño favorable ya que muchos de los constituyentes de los fideicomisos han optado por emitir nuevamente valores por este medio.

Las titularizaciones de flujos futuros son las que predominan el mercado con una participación del 47.74% y un promedio de monto de colocación de US\$ 21.2 millones, seguida de las titularizaciones de cartera hipotecaria con 29.12%, estas mantienen un promedio de emisión de valores de US\$ 35.5 millones. El restante 23.14% corresponde a cartera comercial, automotriz y titularizaciones inmobiliarias.

Las Titularizaciones que ofertan Valores de Títulos de Participación, son las que mejores rendimientos genera tanto para los inversionistas como para los constituyentes del proyecto, esto se da básicamente ya que la inversión en un VTP es a largo plazo y genera rendimientos anuales de los proyectos construidos por medio de una titularización inmobiliaria. Como toda inversión existe riesgo, en este caso se genera en que el proyecto no arroje las utilidades esperadas y represente pérdida en alguno de los periodos.

Dado el giro de su negocio, las instituciones financieras son las compañías con mayores montos colocados en el periodo 2003 – 2011. Ellas requieren traer a valor presente su cartera por lo que optan por la titularización para continuar con la rotación de dinero y satisfacer las necesidades y deficiencias de liquidez en el mercado.

Recomendaciones

Incentivar el financiamiento de proyectos inmobiliarios por medio de titularización y oferta de valores de títulos de participación ya que son un mecanismo de financiamiento sumamente eficiente y en Ecuador únicamente se han realizado tres procesos de este tipo.

Brindar capacitación a los principales administradores de empresas, corporaciones, instituciones del país para dar a conocer los beneficios de las titularizaciones ya que los costos financieros por este medio se reducen al ofrecer tasas de interés más convenientes que las tasas ofertadas en mercado.

Dar a conocer las ventajas de los Valores de Título de Participación a los constituyentes e inversionistas, de los diferentes sectores de la economía, con el fin que todas las compañías generadoras de proyectos inmobiliarios tengan la constitución de un Fideicomiso de Titularización como opción de financiamiento para el desarrollo de dichos proyectos.

Analizar los beneficios de las distintas inversiones existentes en el mercado para de esta manera tener en cuenta las prioridades de cada uno de los inversionistas para poder invertir conforme a las necesidades actuales y futuras de cada uno de los individuos.

Referencias Bibliográficas

- Borja Gallegos, Ramiro (1995). *La Fiducia o Fideicomiso Mercantil y la Titularización*. Quito: Jurídica del Ecuador.
- Chiriboga Rosales, Luis Alberto (2010). *Sistema Financiero*. Quito: Publigráficas Jokama.
- Fabozzi, Frank y Modigliani Franco y Michael. s.f. *Mercados e Instituciones Financieras*. México: Prentice-Hall Hispanoamericana.
- Gomez Pineda, Javier Guillermo (2010). *Dinero, banca y mercados financieros*. Bogotá: Banco de la República: Alfao.
- Malumián, Nicolás y Diplotti, Adriany Gutiérrez, Pablo (2006). *Fideicomiso y Securitización*. Buenos Aires: La Ley.
- Mishkin, Frederic S.(2008). *Moneda, Banca y Mercados Financieros*. México: Pearson Educación.
- Rodriguez Azuero Sergio. (2005). *Negocios Fiduciarios Su Significación en América Latina*. Bogotá: Legis
- “Cómo estructurar un proceso de Titularización de activos”** s.f. Recuperado el 17 de diciembre de 2012 de www.bolsadequito.info/uploads/inicio/manuales-de-inscripcion-de-valores/titularizaciones/110517212452-fd5e4270ba0f48c68f9380a9c4f91f7e_comoemitirtitularizaciones.pdf
- “Experiencia Titularizaciones en Bolivia”** s.f. Recuperado el 29 de septiembre de 2012 de www.bisatitularizacion.com/bisa_titularizadora/experiencia.htm
- “Prospecto de Oferta Pública Titularización Omni Hospital”** (2005). Recuperado el 27 de agosto de 2012 de sigcv.mundobvg.com/Opciones%20de%20Inversion/Renta%20Variable/Prospectos%5COMNI%20HOSPITAL/PROSPECTO.pdf
- “Adendum Reformatorio al Prospecto de Oferta Pública de LA Titularización Omni Hospital”** (2006). Recuperado el 27 de agosto de 2012 de sigcv.mundobvg.com/Opciones%20de%20Inversion/Renta%20Variable/Prospectos%5COMNI%20HOSPITAL/REFORMA.pdf
- “Prospecto de Oferta Pública de Produbanco Cartera Automotriz Cero Uno”** (2009). Recuperado el 27 de agosto de 2012 de

sigcv.mundobvg.com/Opciones%20de%20Inversion/Renta%20Fija/Prospectos/Banco%20Produbanco%5CTitularizacion/FIDEICOMISO%20PRODUBANCO%20CARTERA%20AUTOMOTRIZ.pdf

“Prospecto de Oferta Pública Primera titularización de Flujos Energy & Palma” (2010). Recuperado el 27 de agosto de 2012 de

www.bolsadequito.info/uploads/inicio/prospectos/titularizaciones/110201145416-81b9c99ea2f14b66b4f0fd2787bff086_titular-energy&palma.pdf

“Escala y definición de Calificaciones de Riesgos” s.f. Recuperado el 22 de junio de 2012 de

www.bankwatchratings.com/index.php?option=com_content&view=article&id=16&Itemid=17

“Categorías de Calificación de Riesgo Ecuador” s.f. Recuperado el 25 de junio de 2012 de

www.ratingspcr.com/clientes/Simbologia_de_Calificacion_de_Riesgo_Ecuador.pdf

“Estructura y Funcionamiento del Mercado de Valores” s.f. Recuperado el 06 de febrero de 2012 de

www.supercias.gob.ec/bd_supercias/descargas/mv/20110824121817.pdf

“Primera Titularización en Ecuador” s.f. Recuperado el 24 de julio de 2012 de

www.fiducia.com.ec/noticia1.html

“Ley de Mercado de Valores” (2006). Recuperado el 15 de enero de 2011 de

www.supercias.gov.ec/Documentacion/Mercado%20Valores/Marco%20Legal/Ley%20Mercado/Ley%20MV.pdf

“Ley de Mercado de Valores, ley 1834 Bolivia” (1998). Recuperado el 29 de septiembre de 2012 de

www.cicad.oas.org/fortalecimiento_institucional/legislations/PDF/BO/ley_1834.pdf

“Ley 35 de 1993 – Colombia” (1993). Recuperado el 29 de septiembre de 2012 de

www.secretariasenado.gov.co/senado/basedoc/ley/1993/ley_0035_1993.html

“Titularización de Notas Estructuradas” s.f. Recuperado el 20 de septiembre de 2012 de

www.bdpst.com.bo/index.php?option=com_content&task=view&contact_id=4&Itemid=4&val=0

“Reglamento sobre Procesos de Titularización aplicable a Originadores de Derecho Privado” s.f.

Recuperado el 15 de enero de 2011 de

www.fondospichincha.com/paginas/legal/documento5.doc

“Resolución N° CNV.008.2001 Consejo Nacional de Valores” (2001). Recuperado el 15 de enero de 2011 de

www.supercias.gov.ec/Documentacion/Mercado%20Valores/CNV/Resoluciones/2001/RESOL%20CNV-08-01.pdf

“Resumen Reglamento sobre Procesos de Titularización” s.f. Recuperado el 15 de enero de 2012 de www.cfn.fin.ec/index.php?option=com_docman&task=doc...

“Organismo Regulador del Mercado de Capitales” s.f. Recuperado el 06 de febrero de 2012 www.iimv.org/miembros/ecuador.htm

Dunn De Avila, Jaime (2007). ***Titularización de Cartera de Microcrédito***

González Torre, Roberto (s.f). ***La Titularización de Activos a la Luz de ley de Mercado de Valores***

Anexos

ANEXO 1

CUADRO COMPARATIVO LMV VIGENTE Y PROYECTO DE NUEVA LEY

LMV Actual				LMV Proyecto			
Título	Sección	Art	Contenido	Título	Sección	Art	Contenido
XVI	n/a	140	<p>Mecanismos para titularizar.- Los procesos de titularización podrán llevarse a cabo a través de los mecanismos de fondos colectivos de inversión o de fideicomisos mercantiles.</p> <p>Cualquiera sea el mecanismo que se utilice para titularizar, el agente de manejo podrá fijar un punto de equilibrio financiero, cuyas características deberán constar en el Reglamento de Gestión, que de alcanzarse, determinará el inicio del proceso de titularización correspondiente</p>	XII	III	187	<p>Mecanismos para titularizar Se elimina en el primer párrafo el texto: "mecanismos de fondos colectivos de inversión"</p>
		143	<p>Activos susceptibles de titularizar.- Podrán desarrollarse procesos de titularización a partir de los activos, que existen o se espera que existan, que conlleven la expectativa de generar flujos futuros determinables, sea de fondos, sea de derechos de contenido económico, respecto a los cuales su titular pueda disponer libremente. Adicionalmente, no podrá pesar sobre tales activos ninguna clase de gravámenes, limitaciones al dominio, prohibiciones de enajenar, condiciones suspensivas o resolutorias ni deberá estar pendiente de pago, impuesto, tasa o contribución alguna.</p> <p>Constituyen activos susceptibles de titularización los siguientes:</p> <p>a) Valores representativos de deuda pública; b) Valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores; c) Cartera de crédito; d) Activos y proyectos inmobiliarios; y, e) Activos o proyectos susceptibles de generar flujos futuros determinables con base en estadísticas de los últimos tres años o en proyecciones de por lo menos tres años consecutivos, según corresponda.</p> <p>No obstante lo anterior, la Superintendencia de Compañías, previa norma expedida por el C.N.V., podrá autorizar la estructuración de procesos con bienes o activos diferentes de los anteriormente señalados.</p>			190	<p>Activos susceptibles de titularizar.-</p> <p>Se modifican los siguientes literales: c) Los contratos cartera de crédito, documentos de crédito y los respectivos derechos. e) Productos agropecuarios, agroindustriales u otros "commodities".</p> <p>Se incluye el siguiente literal: f) Rentas y flujos de caja determinables 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.</p> <p>Se modifica e incluye en el último párrafo:</p> <p>No obstante lo anterior, la Superintendencia de Valores, previa norma expedida por el Órgano Regulador del Mercado de Valores, podrá autorizar la estructuración de procesos con bienes o activos diferentes de los anteriormente señalados, así como abstenerse de autorizar procesos de titularización, esto último en los siguientes casos:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Cuando existan circunstancias de las cuales se derive un temor fundado de causar un daño al mercado; 2. Tratándose de entidades emisoras de valores o de establecimientos de crédito que actúen como originadores, cuando la operación afecte la solvencia o estabilidad financiera de la entidad, 3. Cuando la Superintendencia de Valores tenga dudas fundadas sobre el impacto negativo que la operación pueda tener sobre el originador. 4. Cuando las condiciones financieras y económicas del mercado así lo ameriten.

		n/a	n/a			191	<p>Se incluye el artículo completo: Los procesos de titularización podrán iniciarse a partir de la conformación de fondos o patrimonios con sumas de dinero destinadas a la adquisición de cualquiera de los bienes arriba enunciados.</p> <p>Los procesos de titularización efectuados para el desarrollo actividad energética, obras públicas de infraestructura, prestación de servicios públicos y productos agropecuarios, agroindustriales u otros “commodities”, llevados a cabo por entidades públicas o privadas, se podrán utilizar proyecciones de flujos futuros como base de la estructuración del proceso; y aquello que determine el Órgano Regulador del Mercado mediante norma de carácter general.</p>
		144	<p>De la transferencia de dominio.- La transferencia de dominio de activos desde el originador hacia el patrimonio de propósito exclusivo podrá efectuarse a título oneroso o a título de fideicomiso mercantil, según los términos y condiciones de cada proceso de titularización. Cuando la transferencia recaiga sobre bienes inmuebles, se cumplirá con las solemnidades previstas en las leyes correspondientes.</p> <p>A menos que el proceso de titularización se haya estructurado en fraude de terceros, lo cual deberá ser declarado por juez competente en sentencia ejecutoriada, no podrá declararse total o parcialmente, la nulidad, simulación o ineficacia de la transferencia de dominio de activos, cuando ello devenga en imposibilidad o dificultad de generar el flujo futuro proyectado y, por ende derive en perjuicio para los inversionistas, sin perjuicio de las acciones penales o civiles a que hubiere lugar.</p> <p>Ni el originador, ni el agente de manejo podrán solicitar la rescisión de la transferencia de inmueble por lesión enorme.</p>			192	<p>De la transferencia de dominio.-</p> <p>Se incluye párrafo al final:</p> <p>Durante el tiempo que dure el proceso de titularización, el originador, el agente de manejo y el estructurador serán legalmente responsables ante los inversionistas y ante terceros por los perjuicios que se deriven del proceso de titularización que ofertaron al mercado.</p>
		n/a	n/a			205	<p>Se incluye el artículo completo:Tipos de Procesos de Titularización.- El órgano Regulador de Mercado determinará, mediante norma de carácter general, los diferentes tipos de procesos de titularización según la naturaleza del activo subyacente.</p>

ANEXO 2

FIDEICOMISO CARTERA PRODUBANCO

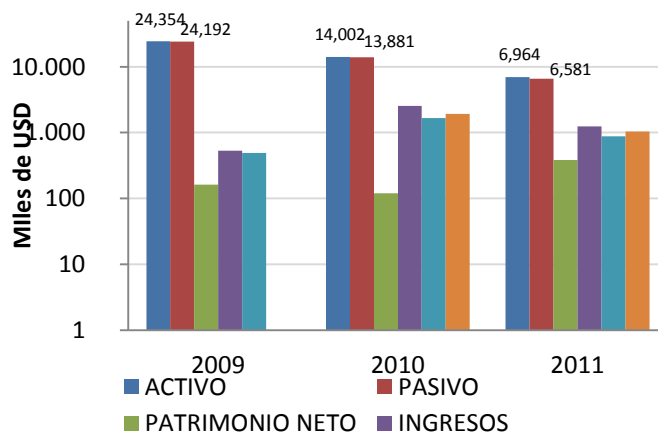
RESUMEN COMPARATIVO ANUAL 2009 - 2010 – 2011

Código	Descripción	Saldo al 31-Dic-09	Aumento (Disminución)	Variación %	Saldo al 31-Dic-10	Aumento (Disminución)	Variación %	Saldo al 31-Dic-11
1	ACTIVO	24.354.959,19	(10.352.400,07)	(0,43)	14.002.559,12	(7.038.371,64)	(0,50)	6.964.187,48
10	ACTIVO CORRIENTE		1.932.298,40	1,00	1.932.298,40	(890.582,96)	(0,46)	1.041.715,44
11	ACTIVOS FINANCIEROS	1.562.886,70	(1.469.034,95)	(0,94)	93.851,75	1.597.023,19	17,02	1.690.874,94
12	CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR		11.976.408,97	1,00	11.976.408,97	(7.744.811,87)	(0,65)	4.231.597,10
16	CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR	22.792.072,49	(22.792.072,49)	(1,00)		0,00	0,00	
2	PASIVO	24.192.656,34	(10.310.879,95)	(0,43)	13.881.776,39	(7.300.483,74)	(0,53)	6.581.292,65
21	PASIVO CORRIENTE		13.881.776,39	1,00	13.881.776,39	(7.300.483,74)	(0,53)	6.581.292,65
26	CUENTAS POR PAGAR	1.112,15	(1.112,15)	(1,00)		0,00	0,00	
29	OTROS PASIVOS	24.191.544,19	(24.191.544,19)	(1,00)		0,00	0,00	
3	PATRIMONIO NETO	162.302,85	(41.520,12)	(0,26)	120.782,73	262.112,10	2,17	382.894,83
31	CAPITAL		120.782,73	1,00	120.782,73	(95.782,73)	(0,79)	25.000,00
36	FONDO PATRIMONIAL	120.782,73	(120.782,73)	(1,00)		0,00	0,00	
38	RESULTADOS		0,00	0,00		357.894,83	1,00	357.894,83
3803	UTILIDAD (PERDIDA) DEL EJERCICIO		891.393,58	1,00	891.393,58	(533.498,75)	(0,60)	357.894,83
4	CUENTAS DE RESULTADOS ACREEDORAS	532.357,08	2.018.544,84	3,79	2.550.901,92	(1.312.065,72)	(0,51)	1.238.836,20
41	INGRESOS FINANCIEROS	532.357,08	2.018.544,84	3,79	2.550.901,92	(1.312.065,72)	(0,51)	1.238.836,20
5	CUENTAS DE RESULTADOS DEUDORAS	490.836,96	1.168.671,38	2,38	1.659.508,34	(778.566,97)	(0,47)	880.941,37
51	GASTOS FINANCIEROS	490.836,96	1.143.610,35	2,33	1.634.447,31	(777.709,43)	(0,48)	856.737,88
52	GASTOS ADMINISTRATIVOS		18.378,91	1,00	18.378,91	1.310,00	0,07	19.688,91
56	IMPUESTOS TASAS Y CONTRIBUCIONES		5.105,88	1,00	5.105,88	(1.828,59)	(0,36)	3.277,29
58	OTROS GASTOS		1.576,24	1,00	1.576,24	(338,95)	(0,22)	1.237,29
8	EFFECTIVO Y EQUIVALENTES AL EFFECTIVO AL FINAL DEL PERIODO		1.932.298,40	1,00	1.932.298,40	(890.582,96)	(0,46)	1.041.715,44

ANEXO 3: FIDEICOMISO CARTERA PRODUBANCO RESUMEN COMPARATIVO ANUAL 2009 - 2010 - 2011

Codigo	Descripción	en miles de USD		
		2009	2010	2011
1	ACTIVO	24.354,96	14.002,56	6.964,19
10	ACTIVO CORRIENTE	-	1.932,30	1.041,72
11	ACTIVOS FINANCIEROS	1.562,89	93,85	1.690,87
12	CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR	-	11.976,41	4.231,60
16	CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR	22.792,07	-	-
2	PASIVO	24.192,66	13.881,78	6.581,29
21	PASIVO CORRIENTE	-	13.881,78	6.581,29
26	CUENTAS POR PAGAR	1,11	-	-
29	OTROS PASIVOS	24.191,54	-	-
3	PATRIMONIO NETO	162,30	120,78	382,89
31	CAPITAL	-	120,78	25,00
36	FONDO PATRIMONIAL	120,78	-	-
38	RESULTADOS	-	-	357,89
4	CUENTAS DE RESULTADOS ACREEDORAS	532,36	2.550,90	1.238,84
41	INGRESOS FINANCIEROS	532,36	2.550,90	1.238,84
5	CUENTAS DE RESULTADOS DEUDORAS	490,84	1.659,51	880,94
51	GASTOS FINANCIEROS	490,84	1.634,45	856,74
52	GASTOS ADMINISTRATIVOS	-	18,38	19,69
56	IMPUESTOS TASAS Y CONTRIBUCIONES	-	5,11	3,28
58	OTROS GASTOS	-	1,58	1,24
8	EFFECTIVO Y EQUIVALENTES AL EFFECTIVO AL FINAL DEL PERIODO	-	1.932,30	1.041,72

GRAFICO COMPARATIVO BALANCES



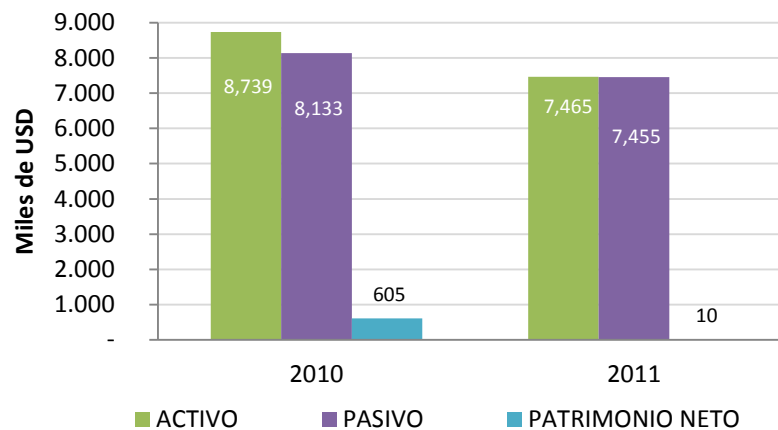
ANEXO 4
FIDEICOMISO ENERGY&PALMA
RESUMEN COMPARATIVO ANUAL 2010 -
2011

Código	Descripción	Saldo al 31-Dic-10	Aumento (Disminución)	Variación %	Saldo al 31-Dic-11
1	ACTIVO	8.739.520,88	(1.273.779,81)	(15%)	7.465.741,07
10	ACTIVO CORRIENTE	129.410,37	237.454,11	183%	366.864,48
11	ACTIVOS FINANCIEROS	603.419,91	(603.419,91)	(100%)	0,00
12	CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR	8.006.690,60	(907.814,01)	(11%)	7.098.876,59
2	PASIVO	8.133.672,39	(677.931,32)	(8%)	7.455.741,07
21	PASIVO CORRIENTE	8.133.672,39	(677.931,32)	(8%)	7.455.741,07
3	PATRIMONIO NETO	605.848,49	(595.848,49)	(98%)	10.000,00
31	CAPITAL	613.419,91	(603.419,91)	(98%)	10.000,00
38	RESULTADOS	(7.571,42)	7.571,42	(100%)	0,00
4	CUENTAS DE RESULTADOS ACREEDORAS	80,23	(80,23)	(100%)	0,00
41	INGRESOS FINANCIEROS	80,23	(80,23)	(100%)	0,00
5	CUENTAS DE RESULTADOS DEUDORAS	7.651,65	(7.651,65)	(100%)	0,00
52	GASTOS ADMINISTRATIVOS	4.049,98	(4.049,98)	(100%)	0,00
56	IMPUESTOS TASAS Y CONTRIBUCIONES	2.500,00	(2.500,00)	(100%)	0,00
58	OTROS GASTOS	1.101,67	(1.101,67)	(100%)	0,00
8	EFFECTIVO Y EQUIVALENTES AL EFFECTIVO AL FINAL DEL PERIODO	129.410,37	237.454,11	183%	366.864,48

ANEXO 5: FIDEICOMISO ENERGY&PALMA RESUMEN COMPARATIVO ANUAL 2010 - 2011

Codigo	Descripción	en miles de USD	
		2010	2011
1	ACTIVO	8.739,52	7.465,74
10	ACTIVO CORRIENTE	129,41	366,86
11	ACTIVOS FINANCIEROS	603,42	-
12	CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR	8.006,69	7.098,88
		-	-
2	PASIVO	8.133,67	7.455,74
21	PASIVO CORRIENTE	8.133,67	7.455,74
		-	-
3	PATRIMONIO NETO	605,85	10,00
31	CAPITAL	613,42	10,00
38	RESULTADOS	7,57	-
		-	-
4	CUENTAS DE RESULTADOS ACREEDORAS	0,08	-
41	INGRESOS FINANCIEROS	0,08	-
		-	-
5	CUENTAS DE RESULTADOS DEUDORAS	7,65	-
52	GASTOS ADMINISTRATIVOS	4,05	-
56	IMPUESTOS TASAS Y CONTRIBUCIONES	2,50	-
58	OTROS GASTOS	1,10	-
		-	-
8	EFFECTIVO Y EQUIVALENTES AL EFFECTIVO AL FINAL DEL PERIODO	129,41	366,86

GRAFICO COMPARATIVO BALANCES

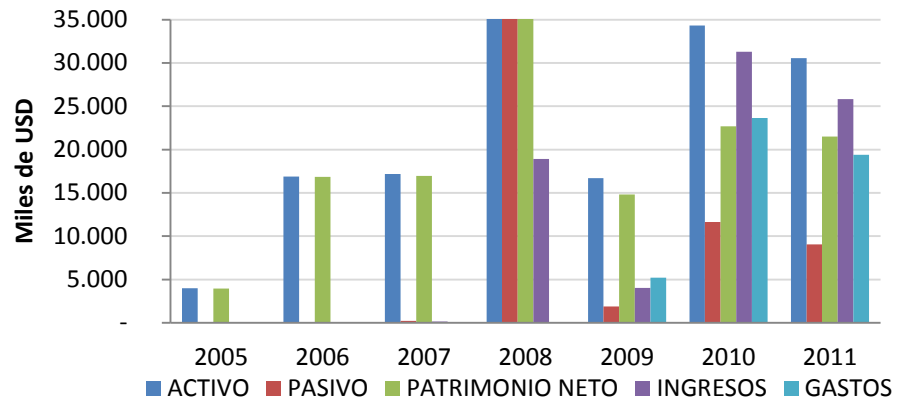


ANEXO 5: FIDEICOMISO OMNI HOSPITAL

RESUMEN COMPARATIVO ANUAL 2005 - 2006 - 2007 - 2008 - 2009 - 2010 - 2011

		en miles de USD						
Código	Descripción	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
1	ACTIVO	3.982,77	16.886,68	17.177,93	1.843.907,77	16.713,20	34.308,99	30.561,97
10	ACTIVO CORRIENTE	-	-	-	-	-	118,05	165,58
11	ACTIVOS FINANCIEROS	92,49	334,92	776,23	7.152,25	119,15	2.664,67	14.190,70
12	CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR	-	-	-	-	-	15.273,71	664,02
13	INVERSIONES	2.710,49	3.654,86	5.051,42	0,20	0,20	-	-
14	EXISTENCIAS CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR	-	-	-	-	-	859,06	883,45
16	ACTIVOS NO CORRIENTES	1.179,80	9.030,07	4.457,37	16.997,59	502,22	-	-
17	OTROS ACTIVOS NO CORRIENTES	-	-	-	-	-	16.336,15	14.658,21
18	OTROS ACTIVOS NO CORRIENTES	-	2.581,40	6.890,13	16.019,62	15.711,66	942,64	-
19	OTROS ACTIVOS	-	1.285,43	2,77	427,84	379,97	-	-
2	PASIVO	28,17	39,55	226,90	144.749,49	1.899,88	11.635,02	9.062,02
21	PASIVO CORRIENTE	-	-	-	-	-	11.635,02	9.062,02
26	CUENTAS POR PAGAR	28,17	39,55	226,90	144.749,49	1.899,88	-	-
3	PATRIMONIO NETO	3.954,60	16.847,13	16.951,03	1.699.158,28	14.813,32	22.673,97	21.499,95
31	CAPITAL FONDO	-	-	-	-	-	15.997,86	16.479,71
36	PATRIMONIAL	3.954,60	16.800,02	16.800,02	1.680.242,00	15.808,70	-	-
38	RESULTADOS	-	-	-	-	-	6.676,11	5.020,24
4	CUENTAS DE RESULTADOS ACREEDORAS	-	49,29	151,01	18.916,28	4.022,88	31.305,50	25.817,04
41	INGRESOS FINANCIEROS	-	49,29	151,01	18.916,28	4.022,88	31.305,50	25.817,04
5	CUENTAS DE RESULTADOS DEUDORAS	-	2,17	-	-	5.207,42	23.644,14	19.380,49
51	GASTOS OPERACIONALES	-	2,17	-	-	5.207,42	-	-
52	GASTOS ADMINISTRATIVOS	-	-	-	-	-	101,99	-
53	GASTOS GENERALES	-	-	-	-	-	102,32	-
58	OTROS GASTOS	-	-	-	-	-	23.439,83	19.380,49
71	DEUDORAS ACREEDORAS POR CONTRA	1,84	0,53	6.938,17	31.944,13	-	-	-
72	DEUDORAS POR CONTRA	1,84	0,53	6.938,17	31.944,13	-	-	-
8	EFFECTIVO Y EQUIVALENTES AL EFFECTIVO AL FINAL DEL PERIODO	-	-	-	-	-	118,05	165,58

GRAFICO COMPARATIVO BALANCES



ANEXO 6.1
FIDEICOMISO OMNI HOSPITAL
RESUMEN COMPARATIVO ANUAL 2005-2006-2007-2008-2009-2010-2011

Codigo	Descripción	Saldo al 31-Dic-05	Aumento (Disminución)	Variación %	Saldo al 31-Dic-06	Aumento (Disminución)	Variación %	Saldo al 31-Dic-07	Aumento (Disminución)	Variación %
1	ACTIVO	3982772,63	12.903.908,65	324%	16886681,28	291.244,58	2%	17177925,86	1.826.729.842,14	10634%
10	ACTIVO CORRIENTE		0,00	0%		0,00	0%		0,00	0%
11	ACTIVOS FINANCIEROS	92487,05	242.433,82	262%	334920,87	441.314,10	132%	776234,97	6.376.011,03	821%
12	CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR		0,00	0%		0,00	0%		0,00	0%
13	INVERSIONES	2710485,58	944.376,64	35%	3654862,22	1.396.554,58	38%	5051416,8	(5.051.216,80)	(100%)
14	EXISTENCIAS		0,00	0%		0,00	0%		0,00	0%
16	CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR	1179800	7.850.270,51	665%	9030070,51	(4.572.696,08)	(51%)	4457374,43	12.540.212,57	281%
17	ACTIVOS NO CORRIENTES		0,00	0%		0,00	0%		0,00	0%
18	OTROS ACTIVOS NO CORRIENTES		2.581.395,54	100%	2581395,54	4.308.738,72	167%	6890134,26	9.129.481,74	133%
19	OTROS ACTIVOS		1.285.432,14	100%	1285432,14	(1.282.666,74)	(100%)	2765,4	425.072,60	15371%
2	PASIVO	28173,63	11.373,67	40%	39547,3	187.352,85	474%	226900,15	144.522.588,85	63694%
21	PASIVO CORRIENTE		0,00	0%		0,00	0%		0,00	0%
26	CUENTAS POR PAGAR	28173,63	11.373,67	40%	39547,3	187.352,85	474%	226900,15	144.522.588,85	63694%
3	PATRIMONIO NETO	3954599	12.892.534,98	326%	16847133,98	103.891,73	1%	16951025,71	1.682.207.253,29	9924%
31	CAPITAL		0,00	0%		0,00	0%		0,00	0%
36	FONDO PATRIMONIAL	3954599	12.845.420,98	325%	16800019,98	0,00	0%	16800019,98	1.663.441.978,02	9901%
38	RESULTADOS		0,00	0%		0,00	0%		0,00	0%
	CUENTAS DE RESULTADOS									
4	ACREEDORAS		49.288,92	100%	49288,92	101.716,81	206%	151005,73	18.765.275,27	12427%
41	INGRESOS FINANCIEROS		49.288,92	100%	49288,92	101.716,81	206%	151005,73	18.765.275,27	12427%
	CTAS DE RESULTADOS									
5	DEUDORAS		2.174,92	100%	2174,92	(2.174,92)	(100%)		0,00	0%
51	GASTOS OPERACIONALES		2.174,92	100%	2174,92	(2.174,92)	(100%)		0,00	0%
52	GASTOS ADMINISTRATIVOS		0,00	0%		0,00	0%		0,00	0%
53	GASTOS GENERALES		0,00	0%		0,00	0%		0,00	0%
58	OTROS GASTOS		0,00	0%		0,00	0%		0,00	0%
71	DEUDORAS	1835	(1.303,00)	(71%)	532	6.937.633,80	1304067%	6938165,8	25.005.966,20	360%
72	ACREEDORAS POR CONTRA	1835	(1.303,00)	(71%)	532	6.937.633,80	1304067%	6938165,8	25.005.966,20	360%
	EFFECTIVO Y EQUIVALENTES AL EFFECTIVO AL FINAL DEL PERIODO		0,00	0%		0,00	0%		0,00	0%
8			0,00	0%		0,00	0%		0,00	0%

ANEXO 6.2

FIDEICOMISO OMNI HOSPITAL

RESUMEN COMPARATIVO ANUAL 2005 - 2006 - 2007 - 2008 - 2009 - 2010 - 2011

Saldo al 31-Dic-08	Aumento (Disminución)	Variación %	Saldo al 31-Dic-09	Aumento (Disminución)	Variación %	Saldo al 31-Dic-10	Aumento (Disminución)	Variación %	Saldo al 31-Dic-11
1.843.907.768,00	(1.827.194.570,50)	(99%)	16713197,5	17.595.793,39	105%	34308990,89	(3.747.022,98)	(11%)	30561967,91
	0,00	0%		118.050,12	100%	118050,12	47.527,60	40%	165577,72
7.152.246,00	(7.033.097,91)	(98%)	119148,09	2.545.522,90	2136%	2664670,99	11.526.030,99	433%	14190701,98
	0,00	0%		15.273.712,17	100%	15273712,17	(14.609.689,76)	(96%)	664022,41
200,00	0,00	0%	200	(200,00)	(100%)		0,00	0%	
	0,00	0%		859.055,11	100%	859055,11	24.397,57	3%	883452,68
16.997.587,00	(16.495.362,85)	(97%)	502224,15	(502.224,15)	(100%)		0,00	0%	
	0,00	0%		16.336.146,30	100%	16336146,3	(1.677.933,18)	(10%)	14658213,12
16.019.616,00	(307.956,06)	(2%)	15711659,94	(16.654.303,74)	(106%)	-942643,8	942.643,80	(100%)	
427.838,00	(47.872,68)	(11%)	379965,32	(379.965,32)	(100%)		0,00	0%	
144.749.489,00	(142.849.612,98)	(99%)	1899876,02	9.735.140,46	512%	11635016,48	(2.572.994,04)	(22%)	9062022,44
	0,00	0%		11.635.016,48	100%	11635016,48	(2.572.994,04)	(22%)	9062022,44
144.749.489,00	(142.849.612,98)	(99%)	1899876,02	(1.899.876,02)	(100%)		0,00	0%	
1.699.158.279,00	(1.684.344.957,52)	(99%)	14813321,48	7.860.652,93	53%	22673974,41	(1.174.028,94)	(5%)	21499945,47
	0,00	0%		15.997.860,07	100%	15997860,07	481.847,28	3%	16479707,35
1.680.241.998,00	(1.664.433.300,74)	(99%)	15808697,26	(15.808.697,26)	(100%)		0,00	0%	
	0,00	0%		6.676.114,34	100%	6676114,34	(1.655.876,22)	(25%)	5020238,12
18.916.281,00	(14.893.402,61)	(79%)	4022878,39	27.282.623,42	678%	31305501,81	(5.488.462,86)	(18%)	25817038,95
18.916.281,00	(14.893.402,61)	(79%)	4022878,39	27.282.623,42	678%	31305501,81	(5.488.462,86)	(18%)	25817038,95
	5.207.416,98	100%	5207416,98	18.436.726,15	354%	23644143,13	(4.263.656,24)	(18%)	19380486,89
	5.207.416,98	100%	5207416,98	(5.207.416,98)	(100%)		0,00	0%	
	0,00	0%		101.992,90	100%	101992,9	(101.992,90)	(100%)	
	0,00	0%		102.316,55	100%	102316,55	(102.316,55)	(100%)	
	0,00	0%		23.439.833,68	100%	23439833,68	(4.059.346,79)	(17%)	19380486,89
31.944.132,00	(31.944.132,00)	(100%)		0,00	0%		0,00	0%	
31.944.132,00	(31.944.132,00)	(100%)		0,00	0%		0,00	0%	
	0,00	0%		118.050,12	100%	118050,12	47.527,60	40%	165577,72

