

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

Disertación previa a la obtención del título de Economista

***La titularización de flujos como un mecanismo de
financiamiento en el Ecuador, período 2005 – 2010***

**Flavio Marcelo Garzón Gordillo
flavio.garzon63@hotmail.com**

**Director: Rubén Cañas J.
canasjacome@yahoo.com**

Quito, diciembre 2012

Resumen

Se conoce que en el Ecuador, las empresas generalmente acuden al sistema financiero para buscar recursos económicos necesarios para realizar sus actividades o ejecutar sus proyectos de inversión. También es conocido que, cuando se presentan crisis o problemas económicos, uno de los sectores que se afecta principalmente, es el financiero; lo cual, repercute en la gestión de las empresas en particular, y en el resto de la economía, en general. Por esta razón, entre las varias alternativas de financiamiento que existen en el país para las empresas, en este trabajo se analiza la titularización de flujos como un mecanismo de financiación. Para ello, en primer lugar, se realizó una descripción de la conformación del sistema financiero ecuatoriano, señalando sus características y su desarrollo en los últimos años. Posteriormente, se estudió el Mercado de Valores, sus participantes y la normativa jurídica existente, a fin de establecer las condiciones bajo las cuales se desenvuelve. Luego, se realizó una descripción de la titularización de flujos, indicando los pasos, procesos y esquemas a seguir, así como también, se realizó un análisis comparativo entre financiamiento bancario y el financiamiento en el mercado de capitales mediante emisión de títulos, para luego determinar sus ventajas y desventajas. Finalmente, se concluye que la titularización de flujos se constituye en una fuente de financiamiento muy importante para las empresas, debido a que presenta mejores condiciones que el financiamiento tradicional, por lo que se hacen algunas recomendaciones para su vigencia en el Ecuador.

Palabras clave: Financiamiento, sistema financiero, mercado de valores, empresas, titularización de flujos.

A mis padres: Flavio y Tere, por todo el amor y apoyo incondicional que me brindaron para culminar mis estudios, por inculcarme valores y principios que han sido fundamento principal para el desarrollo de mis actividades.

A mi esposa: Ma. Fernanda, por su paciencia y amor entregado día a día.

A mis hijas: quienes son la razón de ser para alcanzar mi superación.

Agradecimiento

A toda mi familia, por su apoyo y motivación para la ejecución de este trabajo.

A mi Director de disertación Ec. Rubén Cañas quien fue soporte fundamental para la realización de la presente investigación, la cual, sin su acertada dirección no hubiese sido posible alcanzarlo.

A la Facultad de Economía, por brindarme la oportunidad de formarme profesionalmente.

La titularización de flujos como un mecanismo de financiamiento en el Ecuador, período 2005 - 2010

Resumen.....	2
Dedicatoria.....	3
Agradecimiento.....	4
Introducción.....	7
Capítulo I: Metodología del trabajo.....	10
1.1. Antecedentes.....	10
1.2. Definición del problema.....	11
1.3. Pregunta general.....	14
1.4. Objetivos.....	15
1.5. Hipótesis.....	15
1.6. Tipo de investigación.....	15
1.7. Técnicas de investigación.....	16
1.8. Fuentes de información.....	16
1.9. Justificación.....	16
Capítulo II: Marco Teórico.....	18
2.1. El Capitalismo como sistema económico.....	18
2.2. Argumento.....	19
2.3. Conceptualización.....	20
2.4. La titularización de flujos como herramienta de financiamiento.....	20
2.5. Etapas para estructurar una titularización.....	21
2.6. Funcionamiento y esquema de una titularización de flujos.....	23
Capítulo III: El sistema financiero ecuatoriano.....	25
3.1. Concepto.....	25
3.2. Características generales.....	25
3.3. Estructura del sistema financiero por tenencia de activos y por intermediario financiero.....	39
3.4. Evolución de los activos del sistema financiero.....	40
3.5. Financiamiento del sistema financiero ecuatoriano.....	42
3.6. Destino y distribución de los depósitos.....	47
3.7. Factores que intervienen en el racionamiento del crédito.....	50
Capítulo IV: El mercado de valores en el Ecuador.....	57
4.1. El mercado de valores.....	57
4.2. Aspectos generales.....	57
4.3. Los valores y su clasificación.....	59
4.4. Oferta pública de valores.....	64
4.5. Estructura del mercado de valores.....	64
4.6. Bolsas de valores.....	68
4.7. Casas de valores.....	69
4.8. Administradoras de fondos y fideicomisos.....	69
4.9. Calificadoras de riesgo.....	70
4.10. Depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores.....	71
4.11. Fideicomiso mercantil.....	71
4.12. La Titularización.....	73

4.13. El financiamiento en el mercado de valores	75
Capítulo V: La titularización de flujos en el Ecuador	78
5.1. Tipos de titularización	78
5.2. Participantes en una titularización.....	80
5.3. Costos del proceso de titularización	83
5.4. Casos de titularización de flujos futuros en el Ecuador	86
5.5. Impacto de la titularización sobre el balance general	91
5.6. Razones para titularizar	94
5.7. Cifras estadísticas.....	95
5.8. Análisis comparativo de costos entre procesos de titularización y créditos bancarios	100
5.9. Ventajas y desventajas de la titularización	102
Conclusiones.....	104
Recomendaciones.....	106
Referencias bibliográficas	
Anexos	

Introducción

En el Ecuador, a lo largo de los años, el sistema financiero ha jugado un rol fundamental en el desarrollo económico, al constituirse en el proveedor de recursos financieros para las familias, empresas y gobierno. Sin embargo, muchas veces, su participación se ve limitada por el apareamiento recurrente de crisis económicas de origen interno o externo, que actúan como barreras limitantes para financiar las actividades productivas.

Las empresas, como norma general, necesitan de recursos económicos para sus operaciones y para emprender nuevos proyectos. Por tanto, las condiciones bajo las cuales se consigue el dinero, es un factor fundamental para la toma de decisiones.

El costo y el plazo de financiación, son elementos que han llevado a las empresas a buscar mecanismos alternativos como fuentes económicas de financiamiento. Recurrir no solo al mercado de dinero vía crédito bancario, sino también, al mercado de capitales mediante la emisión de títulos valores, papel comercial, acciones, etc.

Es así como, la titularización aparece como una alternativa de financiamiento confiable, segura, de menor costo y de largo plazo para las empresas, que les permita alcanzar su crecimiento.

Es de indicar que la titularización es un mecanismo mediante el cual, se puede apalancar montos más grandes que los que se consigue en la banca comercial, con menores costos y a plazos más largos para las empresas. Así como también, los beneficios que ofrece a quienes deciden invertir en títulos valor emitidos bajo esta figura.

En el capítulo I, se describen los antecedentes, los objetivos, la hipótesis y la justificación del trabajo realizado.

En el capítulo II se realiza el enfoque teórico de lo que es la titularización de flujos, iniciando con una descripción del modelo capitalista, el que, con sus categorías o instituciones, se constituye en el referente bajo el cual se desarrolló este trabajo; y, luego se consideran aspectos generales sobre lo que es la titularización de flujos, su funcionamiento y las etapas a seguir previas a la estructuración de este proceso.

En el capítulo III, se hace una descripción de como está conformado el sistema financiero nacional, sus características y se realiza un análisis del mismo, basada en la información estadística obtenida sobre los activos, los depósitos, la cartera y su distribución.

En el capítulo IV, básicamente se refiere a los aspectos generales del Mercado de Valores en el Ecuador, de la estructura y de la normativa vigente para ejecutar procesos de titularización; así como también, se presenta información de emisiones autorizadas en el mercado de valores, que permiten conocer las diferentes opciones a través de las cuales se pueden financiar las empresas.

En el Capítulo V, se describe los tipos de titularización y los participantes del mismo, para luego, detallar los costos que intervienen en el proceso. Se presenta, dos casos reales de empresas que ejecutaron titularizaciones de flujo, así como también, se realiza un estudio comparativo de costos entre titularización y crédito bancario. Por último, se describe el impacto que tiene la titularización en el balance general de las empresas y se analiza la información estadística que sobre el tema se obtuvo..

Al finalizar este trabajo, se concluyó que en nuestro país, existe la norma legal que permite llevar adelante procesos de titularización y que quienes utilizaron este mecanismo de financiamiento, encontraron mejores condiciones en cuanto a costos, plazos y montos que los que ofrece el sistema bancario tradicional. Igualmente, para el inversionista resulta beneficioso colocar su dinero vía mercado de valores.

Abreviaturas y siglas:

BEDE: Banco del Estado

BEV: Banco Ecuatoriano de la Vivienda

BNF: Banco Nacional de Fomento

CFN: Corporación Financiera Nacional

CNV: Consejo Nacional de Valores

COAC: Cooperativas de Ahorro y Crédito

LGISF: Ley General de Instituciones del Sistema Financiero

LMV: Ley de Mercado de Valores

ONG: Organización no Gubernamental

RFR: Red Financiera Rural

RMV: Registro del Mercado de Valores

SFN: Sistema Financiero Nacional

Capítulo I: Metodología del trabajo

1.1. Antecedentes

Las empresas, para financiar sus actividades de producción y comercialización o para emprender nuevos proyectos, necesitan de recursos, los cuales no siempre se los puede conseguir en los plazos y montos necesarios a través del sistema financiero nacional, pues existen limitaciones que dificultan o impiden que las compañías tengan acceso a los recursos requeridos. Por ello, en los actuales momentos, el empresariado debe recurrir a fuentes alternativas de financiamiento, que le permitan obtener capitales al menor riesgo y en mejores condiciones de costo y de plazo.

En el Ecuador, las empresas han acudido al mercado de valores para colocar sus papeles y títulos valores, con el objetivo de obtener recursos que les permitan financiar sus inversiones.

Un instrumento utilizado en el país por las empresas, cada vez con mayor frecuencia en estos últimos años, es el de los procesos de titularización de flujos, que consisten en la emisión de títulos valores como alternativa viable y confiable, tanto para las empresas como para los inversionistas.

En este contexto, la titularización es la transferencia de activos hacia un patrimonio autónomo bajo el cual se emiten los títulos valores para ser negociados en el mercado de valores. La titularización de flujos futuros permite contar con recursos líquidos en el presente, basados en flujos de caja proyectados.

En la última década, en el país la titularización comienza a ser considerada como fuente directa de financiamiento por lo que su implementación trae consigo una competencia directa con el sistema financiero nacional, presionando a la intermediación financiera a disminuir los márgenes; con lo cual, se pueden conseguir mejores condiciones, en tanto a costos y plazos.

En la actualidad, las empresas disponen de pocas fuentes de financiamiento por lo que, en el presente trabajo de investigación se analizó la aplicación de la titularización de flujos como un instrumento que permite a los sectores productivos conseguir más recursos para financiar sus inversiones. La implementación y ejecución de procesos de titularización de flujos permitiría a las empresas solucionar problemas de liquidez que en su momento podrían enfrentar.

La recolección y el análisis de la información relacionada con las titularizaciones de flujos en el Ecuador, constituye la base sobre la cual se concretará una propuesta para que este proceso se convierta en fuente alternativa de financiamiento para las empresas.

1.2. Definición del problema

1.2.1. Financiamiento de la empresa privada

Las empresas, para realizar sus actividades e implementar sus estrategias de crecimiento y de inversión, necesitan financiarse, para lo cual acuden al mercado de dinero o al mercado de valores, con el fin de conseguir los recursos suficientes para la ejecución de sus proyectos. Pueden utilizar varios mecanismos para financiarse, entre las cuales se pueden mencionar: contratación de deuda en el sistema bancario, venta de activos, aportaciones de los socios, emisión de obligaciones, emisiones de papel comercial, acciones, entre otras.

Por su parte, Grinblatt y Titman (2003: 4) señalan que “las empresas pueden obtener capital de dos formas: mediante la recapitalización de las utilidades que generan el aporte adicional de los accionistas o mediante la consecución de fondos externos provenientes del mercado de capitales”.

La empresa privada en el Ecuador históricamente ha encontrado en el sistema bancario el soporte para financiar sus actividades productivas. Sin embargo, este apoyo ha estado supeditado a la coyuntura política y económica, tanto en el ámbito nacional como en el internacional.

El financiamiento bancario es difícil, caro y complicado de obtener, pues se requieren garantías; por otro lado, muchas veces el empresariado nacional o extranjero no quiere arriesgar sus propios fondos, y prefiere –aunque sea solo en parte- conseguir financiamiento en el país donde va a invertir. (Valdivia, 2007, p. 12)

La intermediación financiera tiene un papel principal en las economías en desarrollo, al facilitar créditos para el desarrollo de la agricultura, la ganadería, la vivienda, la industria y el turismo, pero con la desventaja de ser costoso, lo cual se refleja en las altas tasas de interés y comisiones que se cobran, y que, por lo general no son a largo plazo, pues provienen de captaciones de ahorros a la vista o a plazo fijo menores a un año. La titularización es una forma de capitalización a bajo costo y de mayor rentabilidad potencial, que ayuda a los inversionistas a obtener recursos directamente para sus operaciones productivas (Palma, 2007, p. 8).

Para el caso ecuatoriano, después de la crisis bancaria de los 90, los bancos se han caracterizado por aplicar políticas financieras prudentes, sobre la base de la restricción de los créditos y la priorización de la liquidez, ante potenciales corridas de dinero. Esta circunstancia ha dificultado a las empresas contar con recursos para reforzar su capital de trabajo, inversiones en nueva tecnología y ejecución de proyectos.

En el período 2005 – 2010, se presentaron algunos acontecimientos que afectaron el normal desenvolvimiento del sistema financiero nacional, tales como: la crisis financiera global del año 2008, que produjo una contracción generalizada del crédito por parte de la banca pública; y en el año 2009, el proceso electoral, que generalmente provoca incertidumbre, lo que ocasionó que los distintos actores de la economía tomen decisiones de una manera prudencial.

Para (Acosta, 2009, p. 119) “en procesos electorales, cuando se vive dentro del ciclo político de la economía, las decisiones de inversión y crédito se vuelven conservadoras, hasta conocer los resultados electorales y los giros que puedan darse en las políticas económicas”.

En el año 2009, como consecuencia de la crisis financiera mundial, existió restricción al crédito, ya que la banca se manejó cautelosamente al momento de entregar recursos, siendo selectiva en la concesión de los mismos y aprobando mayoritariamente operaciones de corto plazo. En este año se otorgaron créditos por USD. 14.522,6 millones, lo cual representó un crecimiento de solo el 2% en comparación con el año anterior (Brito, 2009, p. 16).

Así mismo, el nivel de depósitos de la banca privada en bancos del exterior se mantuvo en niveles iguales a los del año 2008; es decir, USD. 2.433 millones para el 2009 que representan el 62,4% del total de los depósitos transferibles, porcentaje similar al registrado en diciembre 2008, en que también se alcanzó el 62,4%. (Grinblatt, 2003, p. 20) Esto significa que en el transcurso de la última crisis financiera mundial, no se registraron fugas masivas de capitales en el Ecuador, debido a la eliminación del riesgo cambiario de la moneda nacional frente al dólar, mediante la dolarización, hecho que marca una diferencia sustancial con lo sucedido en la crisis financiera de 1999 (Salgado, 2010, p. 17).

Uno de los mayores problemas del sistema financiero nacional es que los depósitos captados son a la vista, lo cual repercute en la aprobación de los créditos que son a corto plazo. Para el año 2009, los depósitos a la vista fueron del 62.4% y el restante 37.6% fue a plazo. (Salgado, 2010, p. 17).

En el 2010, año en que comienza a recuperarse la economía mundial, en el Ecuador se tomaron una serie de medidas por parte del gobierno nacional, y se invirtieron alrededor de USD. 800 millones de la reserva monetaria de libre disponibilidad en la banca, con el fin de garantizar la liquidez en el sistema financiero. Igualmente, se obligó a la banca a repatriar los depósitos que mantenían en el exterior, por alrededor de USD. 300 millones como mecanismo para inyectar recursos a los distintos sectores productivos. (Brito, 2009, p. 17).

De lo señalado anteriormente, se aprecia que la presencia de factores de orden económico y político en los años 2008 y 2009, influyeron en las actividades de intermediación bancaria, afectando directamente a la economía en general y a las actividades productivas en particular. Bajo estas condiciones, los empresarios enfrentaron grandes dificultades para acceder al crédito bancario y por ende al financiamiento necesario para realizar sus actividades productivas.

Una fuente alternativa de financiamiento para las empresas, constituye el mercado de valores, al que en los últimos años están acudiendo con mayor frecuencia para colocar y negociar títulos, acciones y obligaciones; y, específicamente, han recurrido a ejecutar procesos de titularización, a través de los cuales han logrado conseguir los recursos necesarios para sus actividades productivas y de inversión.

1.2.2. Aspectos legales

El mercado de valores en el país se inicia en el año de 1969 con la creación de las Bolsas de Valores en Quito y Guayaquil, como compañías anónimas.

En el Ecuador, la primera Ley del Mercado de Valores fue expedida en mayo de 1993 y su principal aporte fue la constitución de las Casas de Valores, de las Administradoras de Fondos, del Depósito Centralizado de Valores, y la transformación de las Bolsas de Valores de compañías anónimas a corporaciones civiles sin fines de lucro (Fajardo, Egas y Méndez: 2009:3).

En el año 1994 la Ley General de Instituciones Financieras establecía en su Art. 1, que las compañías de titularización se sujetarán a las normas que dictase la Superintendencia de Bancos. En 1997 se dictaron las normas para la constitución, organización, funcionamiento y operaciones de las compañías de titularización, así como para la titularización de activos.

“En julio de 1998 se emitió la nueva Ley del Mercado de Valores que está vigente y que derogó a la de 1993” (Yantuche Magaly, 2006: 50). así como también se expidió la Resolución No. CNV-002-2011, que contiene la última reforma sobre procesos de titularización.

En la legislación ecuatoriana se contempla una definición muy clara sobre lo que es la titularización, lo cual contribuye a la transparencia y claridad en el proceso, así como también fomenta la educación bursátil entre los inversionistas y la población en general. Dicha definición consta en el Art. 138 de la Ley y establece: “De la Titularización.- Es el proceso mediante el cual se emiten valores susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil, emitidos con cargo a un patrimonio autónomo. Los valores que se emitan como consecuencia de procesos de titularización constituyen valores en los términos de la Ley. No se pueden promocionar o realizar ofertas públicas de derechos fiduciarios sin haber cumplido previamente los requisitos establecidos por la Ley para los procesos de titularización. (Yantuche Magaly, 2006: 50)

La ley vigente dio paso a las titularizaciones, mecanismo a través del cual las empresas pueden titularizar activos existentes como cuentas por cobrar o activos futuros, como es el caso de los flujos futuros. En la propia Ley se establece que no se podrán comprometer flujos futuros mas allá del 50% de los flujos proyectados traídos a valor presente a la tasa activa referencial que publica el Banco Central del Ecuador. (Gallardo Jorge, 2011: 13)

El Art. 139 de la Ley del Mercado de Valores vigente al año 2012, menciona que quienes pueden actuar como agentes de manejo de titularizaciones son las sociedades administradoras de fondos y los fideicomisos.

1.2.3. El mercado de valores

El mercado de valores es el lugar donde ocurre la intermediación entre oferentes y demandantes de títulos valores, proceso que se lo realiza de manera sistemática y transparente a través de las bolsas de valores.

El mercado de valores en el Ecuador inicia un importante crecimiento a partir de los años 1993-1994, a raíz de la promulgación de la Ley del Mercado de Valores, debido a que se constituyó en factor fundamental para el incremento de las negociaciones en el mercado accionario, acompañado de un crecimiento en el precio de las acciones.

En el año 1998, se promulga una nueva Ley de Mercado de Valores, en donde se adicionan nuevos conceptos, entre los cuales constan los referentes a fideicomisos y titularizaciones, que permiten dar inicio a la adopción de procesos de titularización. Sin embargo, recién en el año 2003 se realizaron 2 procesos de titularización por un valor total de 28 millones de dólares; y, en el 2004 se realizan 4 titularizaciones por un valor total de 34 millones de dólares, con la particularidad de que 3 procesos fueron realizados por un mismo originador.

En el año 2005 se emitieron 119.03 millones de dólares en 8 titularizaciones, de las cuales el 63% correspondieron a instituciones del sector financiero y el restante 37% al sector mercantil. En el año 2006, se incrementó a 13 procesos de titularización con un valor total de 344 millones de dólares; es decir, en número de operaciones se incrementó en el 62.5%, mientras que en valores se produjo un crecimiento de 189%. Para el 2007 se realizaron 10 procesos de titularización, por un total de 201.1 millones de dólares, incrementándose en valor en el 68,9% respecto del 2005; de los cuales, el 50% las realizó el sector mercantil y el otro 50% el sector financiero. Cabe resaltar que de todas las emisiones de titularización en este año, apenas, 2 fueron de flujos, es decir el 20%. (Superintendencia de Compañías, 2010)

Lo más destacado en el año 2008 en el mercado de valores del país, constituyó el monto autorizado para procesos de oferta pública de valores a 74 diferentes compañías por 922.1 millones de dólares, convirtiéndose en un record histórico desde que en el año 1993 inició la vigencia y organización del mercado de valores en el Ecuador. Para este año, se autorizaron 26 titularizaciones, por un valor total de USD 548.3 millones de dólares; entre éstas, 11 corresponden a titularizaciones de flujo. (Superintendencia de Compañías, 2010)

Para el año 2010, se emitieron 582.8 millones de dólares en 32 procesos, de los cuales el 60% corresponde a titularización de flujos. (Superintendencia de Compañías, 2010)

Estas cifras nos indican que el mercado de valores se ha convertido en el espacio donde acuden oferentes y demandantes para negociar títulos valor, operaciones económicas que dan lugar a una distribución de los recursos entre ahorristas e inversionistas, generando un mayor dinamismo en dicho mercado.

En nuestro país, básicamente se emiten obligaciones, acciones y titularizaciones, siendo éstas últimas las que han tenido mayor aceptación por parte de las empresas en los últimos años, ya que se considera como un mecanismo alternativo para captar recursos en condiciones favorables en cuanto a plazos y costos.

1.3. Pregunta general

¿Es la titularización de flujos una fuente alternativa de financiamiento para las empresas que requieren recursos para desarrollar sus proyectos y actividades de inversión?

Preguntas específicas

¿Por qué los procesos de titularización de flujos se han convertido en una fuente de recursos competitiva para el financiamiento del sector productivo en el Ecuador?

¿Cómo se garantizan los procesos de titularización de flujos, para ofrecer mutuas seguridades a emisores e inversionistas?

¿Cuáles han sido los beneficios reales para las empresas que han obtenido financiamiento a través de la titularización de flujos en el período 2005 - 2010, y de qué forma, esta alternativa de financiamiento ha permitido el desarrollo del mercado de valores en el Ecuador?

1.4. Objetivos

1.4.1. General

Analizar el proceso de titularización de flujos como una alternativa válida de financiamiento para las empresas y los inversionistas.

1.4.2. Específicos

- Analizar la estructura y evolución del sistema financiero nacional en el período 2005 - 2010
- Caracterizar el mercado de valores en el marco de la base normativa aplicable a las titularizaciones en el Ecuador.
- Establecer la validez técnica de los procesos de titularización y su incidencia en los flujos financieros.

1.5. Hipótesis

Las condiciones financieras del país, han posibilitado el acceso a nuevas fuentes de financiación por parte de empresarios e inversionistas, quienes pueden acudir tanto al sistema bancario y financiero nacional, como al mercado de capitales. Este último estaría ofreciendo mejores términos y condiciones de financiación en cuanto a montos, plazos y costos, a través de sus varias modalidades; entre ellas la titularización de activos y flujos.

1.6. Tipo de investigación

La investigación es de tipo exploratorio – descriptiva, ya que la titularización de flujos en el país no es un tema de conocimiento generalizado y pocos actores conocen de la existencia

de este mecanismo de financiación. Se describen las características y condiciones bajo las cuales se adoptan estos procesos y se analiza la información existente para el desarrollo del presente estudio.

1.7. Técnicas de investigación

La investigación realizada es de carácter documental, con el apoyo de material bibliográfico, estadísticas, experiencias de procesos realizados en el país y otras publicaciones especializadas. Se utilizó el método inductivo, partiendo del análisis del sistema financiero, del mercado de valores y de las titularizaciones, para explicar su aplicabilidad como instrumento financiero para las empresas e inversionistas.

1.8. Fuentes de información

Para realizar este trabajo de investigación se utilizó información de fuentes oficiales relacionadas con el sistema financiero nacional y con el mercado de valores, como son: Banco Central del Ecuador, Superintendencia de Compañías y Seguros, Bolsa de Valores de Quito, Bolsa de Valores de Guayaquil, Banco del Estado, Corporación Financiera Nacional, Banco Ecuatoriano de la Vivienda, Banco Nacional de Fomento, Ley del Mercado de Valores y su Reglamento; así como también, la utilización de libros, revistas económicas, publicaciones e internet. También se recibió información directa de un participante muy importante en procesos de titularización en el país, como es el estructurador legal.

1.9. Justificación

El Ecuador a lo largo de los años y, específicamente en la última década, ha enfrentado severas crisis económicas, las mismas que han sido de origen interno y externo con consecuencias importantes en la actividad productiva.

Al igual que en todos los países del mundo, el sistema financiero del Ecuador, desempeña un papel fundamental en el desarrollo de la economía, ya que se constituye en la principal fuente de financiamiento del aparato productivo; sin embargo, en nuestro país y como consecuencia de las crisis presentadas, la banca se ha visto afectada por políticas, recortes o suspensión de las líneas de crédito internacionales, obligando al sector a aplicar un manejo prudente de los recursos de sus depositantes a fin de salvaguardar sus intereses, limitando las posibilidades de los empresarios e inversionistas, para acceder a recursos que permitan cubrir sus necesidades financieras.

Debido a esta particularidad, las empresas han buscado nuevos mecanismos de financiamiento, por lo que han optado por acudir al Mercado de Valores. Al existir en el país el marco legal que norma la participación de las empresas en procesos de titularización de flujos, las compañías pueden encontrar en él, la herramienta para acceder a recursos de manera directa y sin intermediación. Por tanto, la titularización, como instrumento financiero, se constituye en una importante alternativa dentro del mercado de valores, para buscar

financiamiento; y a la vez, se convierte en un espacio que brinda mayor seguridad y confianza al inversionista.

La titularización permite obtener liquidez en forma inmediata y puede influir en la reducción de los costos financieros de las empresas al proporcionar el acceso a recursos del Mercado de Capitales.

En la presente investigación se estudiará la aplicación de los procesos de titularización de flujos como una herramienta real de financiamiento que permita a las empresas disponer de una fuente alternativa para conseguir recursos emitiendo títulos valores en el mercado de capitales. El entendimiento de los procesos de titularización permitirá su creciente aplicación y por ende, mayor utilización como instrumento financiero, constituirá un efecto dinamizador del mercado de valores y de la economía en su conjunto.

Capítulo II: Marco Teórico

2.1. El Capitalismo como sistema económico

Para (Spencer, 1993, p. 23) “el capitalismo es un sistema de organización económica caracterizado por la propiedad privada de los medios de producción y distribución, que opera para obtener una ganancia bajo condiciones predominantemente competitivas”.

El capitalismo establece que los recursos deben estar en manos de las empresas y de las personas, de manera que les facilite su uso, empleo y control en los procesos de producción. De otro lado, el capitalismo sostiene que las empresas son libres de conseguir recursos económicos para transformarlos en bienes o servicios y puedan ser negociados en el mercado; así como, son libres de escoger el negocio a desarrollar y determinar el momento de entrar o salir del mercado (Anon., s.f.).

Puesto que el capitalismo es un sistema económico, tiene sus propias categorías e instituciones, entre las cuales se pueden mencionar:

La propiedad privada: asegura a cada persona el derecho a adquirir sus bienes y recursos económicos por medios legítimos, efectuar transacciones que implican su uso y disponer de ellos como lo desee.

El reconocimiento del derecho de propiedad, cumple tres funciones económicas importantes que son:

- 1) Confiere al individuo incentivos personales para hacer el uso más productivo posible de sus bienes.
- 2) Influye fuertemente en la distribución de la riqueza y el ingreso, al permitir a los individuos acumular bienes de capital y transferirlos a otros.
- 3) Hace posible un alto nivel de intercambio, porque los individuos disfrutan del derecho de propiedad antes de transferirlo.

El interés personal: en 1776, Adam Smith publicó “La Riqueza de las Naciones”, este libro fue el primer estudio sistemático del capitalismo y en él, Smith describe su principio de la **mano invisible**, en el que dice que si se permite a cada individuo que persiga su propio interés sin interferencia por parte del gobierno, serán llevados por una mano invisible a conseguir lo que es mejor para la sociedad.

El interés propio pone a los hombres en movimiento pero esto sólo no es suficiente, ya que los hombres deben entender los efectos de sus decisiones y acciones en su bienestar económico.

Competencia y mercados libres: el capitalismo funciona bajo condiciones de competencia, es decir, la existencia de una rivalidad entre vendedores de bienes similares para atraer a

los clientes y entre los compradores para adquirir los bienes que necesitan. Hay rivalidad entre trabajadores, para obtener un puesto de trabajo; entre los empresarios para obtener trabajadores.

El capitalismo es descrito como un sistema de mercado libre, que se caracteriza por:

- 1) Un número suficientemente grande de compradores y vendedores con participaciones pequeñas, de tal manera que ningún individuo pueda influir en el precio de mercado de un artículo.
- 2) La capacidad de compradores y vendedores, sin el impedimento de las restricciones económicas y en posesión de un conocimiento pleno de los precios y alternativas del mercado, para entrar en él o abandonarlo, según les interese.

Bajo estas circunstancias, el precio de mercado de un artículo en particular se establece por la interacción de las fuerzas de la oferta y la demanda.

El mercado libre puede verse destruido por la existencia de prácticas monopolizadoras; y, para contrarrestarlas, será necesaria la intervención de la sociedad (a través del gobierno) en el mercado para regularlo.

El sistema de precios: opera básicamente bajo el principio de que todo lo que es objeto de intercambio, tiene su precio. En un mercado libre, con un gran número de compradores y vendedores, los precios de los distintos bienes y servicios, reflejarán las cantidades que los vendedores ponen a disposición de los compradores y las que éstos están dispuestos a comprar.

El Gobierno: en el capitalismo tiene fuertes implicaciones políticas y económicas. Según Adam Smith, en su libro “La Riqueza de las Naciones”, las funciones del gobierno en un sistema capitalista están claramente definidas. En ellas se incluye: mantener el orden, definir los derechos de propiedad, hacer respetar los contratos, fomentar la competencia, defender el país, acuñar moneda y dirimir disputas referentes a la interpretación de las normas jurídicas.

Cuando se vulneran los valores económicos, sociales o políticos de la sociedad, hay que, a través de la ley, restablecerlos. (Spencer, 1993, pp. 23-25)

2.2. Argumento

La presente investigación se enfocará en la perspectiva del modelo capitalista ya que en nuestro país se han presentado, en términos generales, las características que definen a este sistema.

Los empresarios tienen libertad de acudir al mercado para conseguir los recursos económicos y lo hacen a través del sistema financiero tradicional solicitando créditos o participando activamente en la Bolsa de Valores, negociando acciones y otros títulos valor bajo el marco jurídico establecido, a fin de garantizar transparencia y seguridad a los actores del mercado.

En el actual mundo globalizado, la utilización de instrumentos financieros se ha diversificado, por lo que en el Ecuador es posible la utilización de estos instrumentos a través del Mercado de Valores, que permite a las empresas conseguir el financiamiento requerido. Adicionalmente, se constituye también en un mercado interesante para el inversionista que requiere colocar sus capitales en inversiones de mayor rendimiento y seguridad.

En términos financieros se puede decir que el propietario del capital será el que busque en el mercado las mejores condiciones que éste le ofrezca para utilizar de la mejor manera sus recursos. Tanto, el que entrega como el que recibe, espera en el futuro ganar algo más que le permita continuar con la acumulación de capitales.

2.3. Conceptualización

Las crisis que se han presentado en la economía ecuatoriana, no han permitido al país alcanzar un crecimiento sostenido, y más bien han afectado a los distintos sectores productivos ya que las medidas adoptadas han incidido directamente en sus actividades.

A lo largo de los años, el sistema financiero nacional ha sido la principal fuente de financiamiento para los individuos y las empresas, vía créditos bancarios, que han sido otorgados a un alto costo y en un tiempo de período cortoplacista. En menor medida el Mercado de Valores, a través de la negociación de acciones y otros títulos, compite con la banca en la provisión de recursos dentro del sistema económico.

Frente a esta realidad, las empresas se han visto en la necesidad de buscar mecanismos alternativos que les permitan obtener los fondos necesarios para continuar con sus operaciones; es así como han puesto su mirada en el Mercado de Valores, con el fin de cubrir sus necesidades de financiamiento.

La titularización de flujos, bajo el sistema económico capitalista dominante, es un proceso perfectamente viable ya que existen las condiciones adecuadas para su implementación.

En este contexto, las Bolsas de Valores actúan como intermediarios entre oferentes y demandantes de títulos valores, originando en un sistema de libre mercado una sana competencia, en donde se pretende transparentar los procesos de titularización y en el que los beneficiarios sean todos los participantes, al alcanzar mejores condiciones que las que puede ofrecer el sistema financiero nacional.

2.4. La titularización de flujos como herramienta de financiamiento

Con la Ley del Mercado de Valores expedida en 1998, en el país existe la posibilidad de realizar emisiones de títulos distintos a los tradicionales como: papel comercial, acciones, obligaciones, etc; mediante procesos de titularización de activos.

Se pueden titularizar todos aquellos activos que sean capaces de generar autónomamente flujos de fondos y que sean sustentables en el tiempo como: cartera hipotecaria, consumos

futuros de tarjetas de crédito, facturas comerciales, bienes inmuebles, contratos petroleros, inventarios, ventas futuras de pasajes aéreos, entre otros. Por lo que la titularización de activos se ha convertido para las empresas en instrumento de financiación de sus proyectos que les permitan alcanzar su crecimiento.

Sin lugar a dudas que uno de los objetivos de la titularización es constituirse en fuente de financiamiento, a través de la movilización de activos de poca rotación o que se espera que existan y obtener liquidez de forma inmediata, sin endeudarse y sin la intermediación financiera. La desintermediación financiera se logra a través del mercado de valores, dado que el emisor entra en contacto directo con la fuente primaria de recursos, que son los inversionistas, quienes son los que proveen de recursos frescos para las empresas a menores costos.

Igualmente, la titularización debe contribuir al desarrollo del mercado de valores, al incrementar la cantidad (volumen) de títulos ofrecidos en el mercado, permitiendo a los inversionistas tener nuevas opciones para invertir.

La titularización de flujos se define como el proceso mediante el cual una institución transforma un activo, que existe o es previsible que exista en el futuro, en un título negociable en el mercado de valores, emitidos con cargo a un patrimonio autónomo, para captar recursos de los inversionistas.

Dicho en otras palabras, la titularización de flujos es un mecanismo para obtener liquidez ahora, de activos que actualmente no son líquidos pero que van a serlo en el futuro. Se cede al patrimonio autónomo los derechos de cobro de flujos futuros (ventas).

Se puede realizar titularizaciones de flujos futuros de fondos con información histórica de al menos los últimos 3 años y en proyecciones de 3 años consecutivos, según las características de los valores a emitirse.

En el Ecuador, la titularización de flujos ha sido uno de los mecanismos más utilizados por las empresas para conseguir financiamiento. Es así como, la primera titularización que se realizó en el país fue de flujos futuros, por USD 8 millones, cuyo emisor fue Mastercard en el año 2002. En los años siguientes, grandes compañías utilizaron este mecanismo para captar recursos de los inversionistas como: Nestlé, Diners, KFC, Otecel, Hotel Hilton Colon, Almacenes De Prati, Pronaca, CFN, entre otros. Es decir, las titularizaciones fueron incrementándose tanto en montos como en participantes, lo que contribuyó a diversificar el mercado de valores.

2.5. Etapas para estructurar una titularización

Los pasos a seguir para realizar una titularización son los siguientes:

- 1) Resolución del Directorio o Junta Directiva de la empresa originadora, autorizando la constitución de un patrimonio autónomo con el fin de realizar una titularización de activos.
- 2) Seleccionar el activo a titularizar.

- 3) Elaborar un análisis financiero sobre el activo a titularizar y el flujo que dicho activo va a generarse en el tiempo, para lo cual, se contrata un estructurador financiero.
- 4) Es necesario contratar un asesor legal para la realización de algunas tareas concernientes al proceso, tales como:
 - (i) La suscripción del fideicomiso.
 - (ii) Elaboración del prospecto de oferta pública.
 - (iii) Elaboración del reglamento de gestión y demás documentos requeridos para titularizar.
- 5) Contratar a una compañía calificadoras de riesgos para que realice la calificación de la titularización.
- 6) Se ingresa la documentación a la Superintendencia de Compañías para la aprobación de la titularización y la oferta pública de los valores.
- 7) La 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. Dicha resolución debe ser publicada en la prensa.
- 8) El siguiente paso, consiste en inscribir al originador y a los valores en el Registro de Mercado de Valores.¹
- 9) El Directorio de la Bolsa de Valores resuelve aprobar la inscripción de la emisión y fija la fecha en que saldrán los títulos al mercado para su negociación.
- 10) Colocación de los valores en el mercado bursátil.

El tiempo estimado² en realizar todo el proceso, está distribuido de la siguiente manera:

- i. Estructuración financiera: 2-3 semanas
- ii. Estructuración legal: 2-3 semanas
- iii. Calificación de riesgo: 1-3 semanas
- iv. Emisión de la resolución aprobatoria por parte de la Superintendencia de Compañías: 8-12 semanas.
- v. Inscripción en la Bolsa de Valores: 1 semana.

Es de anotar, que los tiempos señalados no necesariamente se acumulan; es decir, se pueden realizar más de 2 procesos a la vez, como por ejemplo: mientras se realiza la

¹ Las etapas para estructurar una titularización fueron descritas en su mayor parte (mediante contacto directo) por el Dr. José Cornejo, Gerente de Profilegal, empresa que ha realizado más del 90% de las estructuraciones legales de titularizaciones en el país. [Consulta 21/08/2012].

² Las etapas para estructurar una titularización fueron descritas en su mayor parte (mediante contacto directo) por el Dr. José Cornejo, Gerente de Profilegal, empresa que ha realizado más del 90% de las estructuraciones legales de titularizaciones en el país. [Consulta 21/08/2012].

estructuración legal, se puede también realizar la estructuración financiera y la calificación de riesgos. También, es de señalar que los tiempos de ejecución, dependerá de la estructura administrativa y tecnológica que el originador disponga, a fin de entregar la información solicitada por los distintos participantes, de manera oportuna y eficiente.

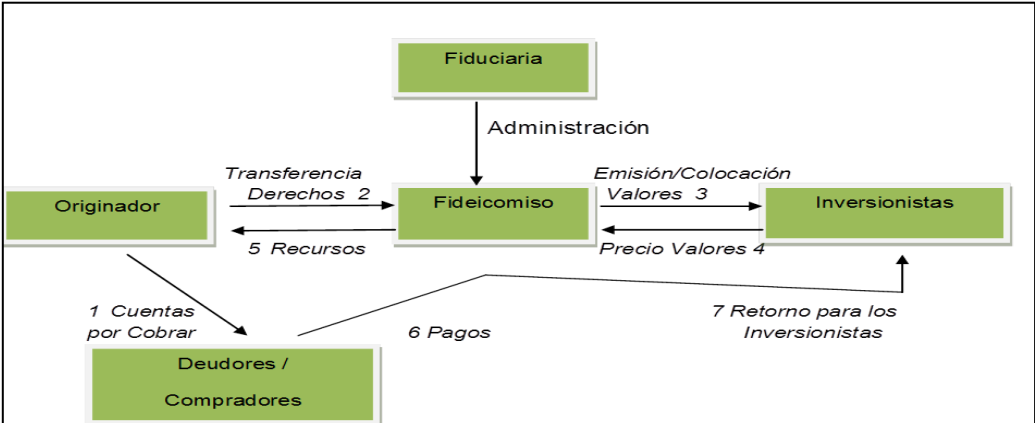
2.6. Funcionamiento y esquema de una titularización de flujos

Una vez que se tiene toda la documentación y la autorización para iniciar un proceso de titularización, su funcionamiento es de la siguiente manera:

- 1) El originador transfiere el activo titularizado al patrimonio autónomo o fideicomiso mercantil.
- 2) El patrimonio autónomo por medio del agente de manejo, emite títulos valor respaldados por los activos movilizados, para ser colocados entre los inversionistas. Los títulos valor son puestos en el mercado por un colocador, que puede ser el mismo agente de manejo.
- 3) Los inversionistas adquieren estos títulos valor en el mercado y entregan los recursos (dinero) al patrimonio autónomo.
- 4) El patrimonio autónomo entrega los recursos (dinero) al originador o los mantiene en su poder, según sea el caso.
- 5) El administrador, que puede ser el agente de manejo o el mismo originador, tiene que entregar al patrimonio autónomo los flujos recaudados provenientes de los activos o bienes.
- 6) El patrimonio autónomo con los recursos provenientes de las fuentes de repago, devuelve a los inversionistas su capital más el rendimiento respectivo.

El proceso de titularización de flujos a seguir, se lo describe en el gráfico N°1.

Gráfico N°1
Proceso de titularización de flujos



Fuente: Profilegal
Elaboración: Flavio Garzón

La titularización de flujos en el país, ha crecido de forma significativa en los años 2005 – 2010, respaldado por un entorno de estabilidad económica del país y por la introducción de regulaciones, con el propósito de mejorar el marco jurídico que garantice la utilización de este proceso por parte de las empresas de los distintos sectores productivos, como demandantes de recursos; y a su vez, brinde también seguridad a los inversionistas que acuden al mercado de valores a colocar su capital.

Capítulo III: El sistema financiero ecuatoriano

3.1. Concepto

Al sistema financiero se lo define como el conjunto de instituciones, instrumentos y mercados que se interrelacionan bajo un marco jurídico, normativo, político y social en común, cuya función principal es la de movilizar y canalizar los recursos provenientes de las unidades superavitarias (ahorristas) de la economía de un país, hacia la inversión, con el fin de cubrir las necesidades de las unidades deficitarias (inversionistas) (Escoto, 2007: 47).

El papel que desempeña el sistema financiero en la economía es de fundamental importancia, ya que con el desarrollo de sus actividades permite generar riqueza. Los distintos sectores productivos se apoyan en las instituciones financieras para cubrir sus necesidades de capital en la producción y para financiar sus inversiones.

3.2. Características generales

El sistema financiero ecuatoriano está constituido por un conjunto de principios y normas jurídicas como base para realizar sus actividades; entre las cuales, una de las más importantes es la de canalizar el ahorro y la inversión del público hacia sectores que requieren financiamiento, lo cual contribuye al desarrollo de la economía.

En Mayo de 1994 se aprobó en el Ecuador una reforma al marco normativo del sector financiero, en el contexto general de la modernización de la economía y el Estado. Las intervenciones del Estado que caracterizaron el pasado, junto con la existencia de un marco regulatorio excesivo para algunas instituciones y mínimo para otras, dieron lugar a la conformación de un sector segmentado y poco capaz de adecuarse a las necesidades del mercado (Wambeke, Herrera, Sumárraga y Jiménez, 1994: 1).

El sistema financiero ecuatoriano está compuesto por productos ofrecidos por entidades del sector formal reguladas y supervisadas por la Superintendencia de Bancos y Seguros, y que se encuentra normado por la Ley de Instituciones del Sistema Financiero, que controla a instituciones financieras públicas, como el Banco Ecuatoriano de la Vivienda, el Banco Nacional de Fomento, el Banco del Estado, la Corporación Financiera Nacional, e instituciones financieras privadas como bancos, asociaciones, mutualistas y cooperativas de ahorro y crédito, y por otros productos ofertados por entidades que no están sujetas a la regulación ni supervisión de la Superintendencia de Bancos y Seguros o sector informal³. En ambos casos, estas entidades tienen existencia legalmente reconocida.

En el Tabla N°1, se describe esquemáticamente al SFN, que está conformado por varias instituciones, cada una de ellas presididas por autoridades monetarias y financieras, así como también, se indican los mercados bajo los cuales operan.

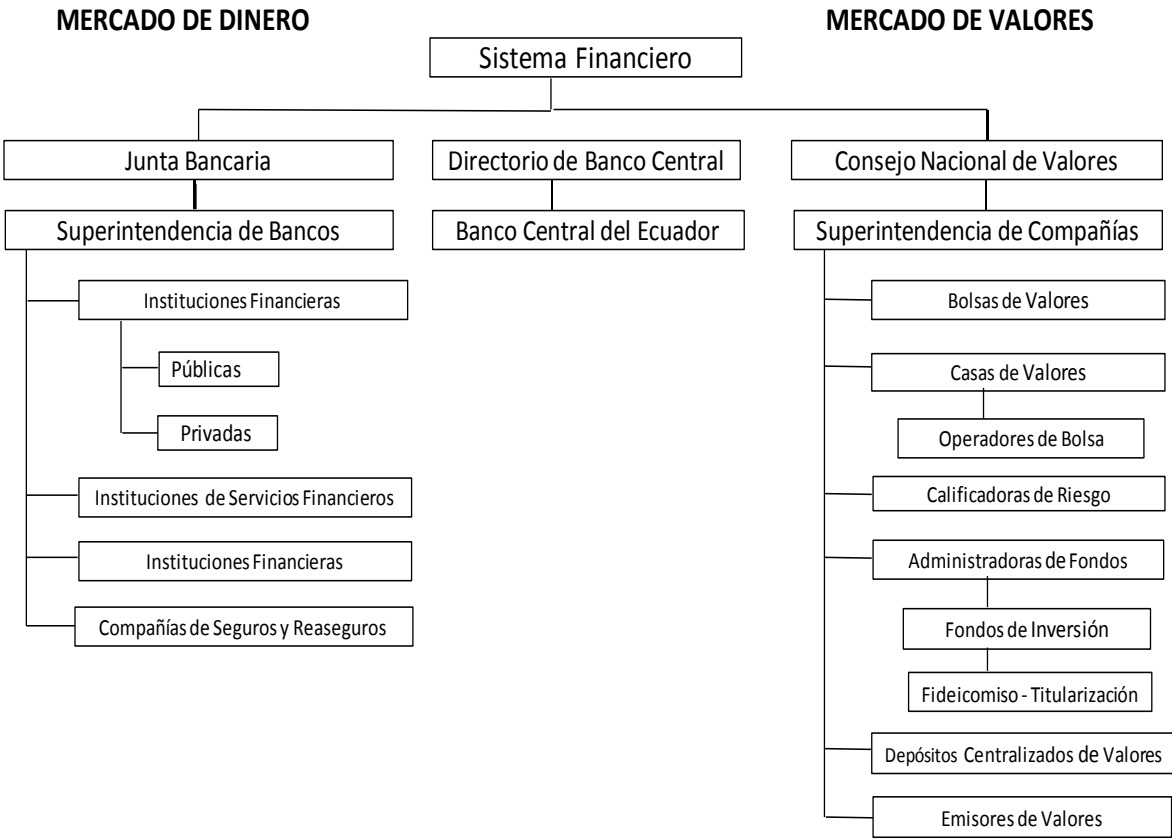
³ A partir de Mayo 2011 se crea la Superintendencia de Economía Popular y Solidaria

El mercado de dinero, está compuesto por las distintas instituciones financieras como: bancos públicos y privados, instituciones de servicios financieros, instituciones financieras y por las compañías de seguros. Con excepción de las compañías de seguros, las demás instituciones canalizan los recursos a los distintos sectores mediante la intermediación indirecta. Este mercado, tienen como ente de control a la Superintendencia de Bancos y Seguros.

El mercado de valores o mercado bursátil, realiza sus operaciones a través de las bolsas de valores, en las cuales se emiten, colocan y negocian valores de corto, mediano y largo plazo. Los recursos se los obtienen mediante la intermediación directa entre los oferentes y demandantes de capital. Los organismos que regulan y controlan este segmento son: el CNV y la Superintendencia de Compañías.

El mercado de valores está constituido por: Bolsas de Valores, Casas de Valores, Calificadoras de Riesgo, Administradoras de Fondos, Depósitos Centralizados de Valores y los Emisores.

**Tabla N°1
Institucionalidad del sistema financiero**



Intermediación Financiera Indirecta

Intermediación Financiera Directa

Fuente: Bolsa de Valores de Quito
Elaboración: Flavio Garzón

3.2.1. Sistema financiero regulado o formal

Este sistema está sujeto a las normas estipuladas en la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero (LGISF) de 1994 y que están bajo supervisión de la Superintendencia de Bancos y Seguros. Esta ley busca, entre otras cosas, racionalizar la estructura y el marco regulatorio del sector financiero ecuatoriano. Genera un marco jurídico e institucional que preserva la igualdad de los participantes en el mercado financiero, asegura la homogeneidad de condiciones y oportunidades, y otorga más flexibilidad a la gestión de las instituciones financieras (Wambeke et al, 1994: 1).

Hasta el mes de Diciembre 2010, el sistema financiero ecuatoriano formal estaba conformado por:

- Bancos privados nacionales (23) incluye al Banco del Pacífico, con capital estatal⁴
- Bancos privados extranjeros (2).
- Almacenes de depósito (4).
- Bancos off shore (3).
- Compañía de titularización (1).
- Burós de crédito (2).
- Casas de cambio (2).
- Cooperativas de ahorro y crédito (38).
- Instituciones financieras públicas (4).
- Entidades operativas en el exterior (7).
- Mutualistas (4).
- Oficinas representantes de bancos en el exterior (7).
- Sociedades financieras (10).
- Tarjetas de crédito (2).
- Compañías de seguros y reaseguros (45).

Este sistema ofrece servicios de operaciones activas y pasivas, o sea, créditos, cuentas corrientes, depósitos a plazo y ahorro, inversiones, etc. Su política crediticia tiene que ajustarse al programa monetario del país, porque por su intermedio es que las directrices de la economía se concretan, y, en época de crisis, generalmente se produce un encarecimiento del crédito sustancialmente (Chiriboga, 2010: 7).

Los bancos privados como su nombre lo indica, son aquellas instituciones cuyo capital es privado y son los que realizan la denominada intermediación financiera, que no es otra cosa que captar el dinero del público y prestarlo a los diferentes sectores productivos.

La Ley General de Instituciones del Sistema Financiero en su artículo 2 señala que son instituciones financieras privadas los bancos, las sociedades financieras o corporaciones de inversión y desarrollo, las asociaciones mutualistas de ahorro y crédito para la vivienda. Los bancos y las sociedades financieras se caracterizan por ser intermediarios en el mercado financiero, captando recursos del público para obtener fondos a través de depósitos o

⁴ Se incluye al Banco del Pacífico, que pasó a manos del Estado en 1999.

cualquier otra forma de captación, con el objeto de utilizarlos, total o parcialmente, en operaciones de crédito o de inversión.⁵

Las cooperativas de ahorro y crédito son aquellas entidades que se forman con la participación de la comunidad a manera de cooperados, captan recursos y ofrecen financiamiento a sus socios, promueven el desarrollo económico para los grupos de menores recursos.

Las mutualistas se caracterizan porque sus actividades están orientadas básicamente a la financiación de la vivienda, otorgando créditos al público, producto de la captación de los ahorros del público.

Las sociedades financieras operan prácticamente con las mismas características de la banca privada, lo que no hacen es recibir depósitos a la vista ni conceder créditos en cuenta corriente.

Los bancos y las sociedades financieras se caracterizan principalmente por ser intermediarios financieros, captando recursos del público de manera habitual para obtener los fondos necesarios a través de depósitos o de cualquier otra forma de captación y utilizarlos, total o parcialmente, en operaciones de crédito e inversión (Rodríguez, 2009: 45-46).

Existen también las instituciones financieras de carácter público como el Banco del Estado, el Banco Nacional de Fomento (BNF), la Corporación Financiera Nacional (CFN) y el Banco Ecuatoriano de la Vivienda (BEV), que se encargan de direccionar los recursos financieros al sector urbano, rural y micro-empresarial.

3.2.1.1. Banco del Estado

El Banco del Estado, inicialmente fue creado como Banco Ecuatoriano de Desarrollo (BEDE) mediante decreto Ley del 06 de Agosto de 1979. Su nombre actual nace con la promulgación de la Ley de Régimen Monetario, publicado en el Registro Oficial del 07 de mayo de 1992.

En la Ley se estableció que el Estado cuente con una institución financiera que concentre, coordine y distribuya los recursos destinados al financiamiento de proyectos de desarrollo del sector público y facilite la aplicación de una sana estrategia de inversión en el marco de los objetivos planteados para lograr el desarrollo económico (Banco del Estado, s.f.).

El Banco del Estado, principalmente concede créditos a Municipios, Consejos Provinciales y otras entidades públicas, para obras de infraestructura y proyectos de carácter social. Sus fuentes de financiamiento son capital propio y aquellos recursos que obtiene localmente o en el exterior, tal como se menciona en los siguientes artículos de la Ley Orgánica de Régimen Monetario:

“Art.96.- El objetivo del Banco del Estado es financiar programas, proyectos, obras y servicios encaminados a la provisión de servicios públicos cuya prestación es responsabilidad del Estado. Con esta finalidad, actuará con recursos de su propio capital

⁵ Ley General de Instituciones Financieras, Art. 2.

y recursos que obtenga del país o en el exterior, por cuenta propia o del Estado, de los consejos provinciales, de las municipalidades, de las demás entidades públicas y las que tengan finalidad social.⁶

"Art.103.- ...sea que los recursos se entreguen al gobierno nacional, a las municipalidades y a los consejos provinciales... Este financiamiento podrá concederse también a instituciones privadas con finalidad social o pública que tengan ingresos o bienes propios suficientes para garantizar el repago de la deuda o que reciban rentas del Estado."⁷

De la información obtenida (Tabla N°2), se observa que el Banco del Estado ha entregado créditos por USD 410 millones a diciembre del 2010, representando el 32,8% del total de créditos de la banca pública y en los dos últimos años ha inyectado una importante cantidad de recursos financieros a la economía, con desembolsos de USD. 856,1 millones, lo que supera en desembolsos a los créditos otorgados por el Banco en los cuatro primeros años (2004-2007).

Si se compara los créditos concedidos en el año 2004 y en el 2010, se aprecia un crecimiento del 685,8%, lo que indica que en 7 años los valores concedidos a este sector, se incrementaron en aproximadamente 6 veces.

La mayor participación en el volumen del crédito del Banco del Estado se produce en el año 2005 con el 45,2%; es decir, concedió 207 millones de dólares de 458 millones de dólares entregados por la banca pública. Para el año 2010, su participación es del 32,8% respecto al año 2009, en que alcanzó el 42,7%.

Tabla N°2
Volumen de crédito de la cartera comercial
(en miles de dólares)

Años	BEDE	Total Banca Pública	% del Total
2004	52.194	279.364	18,7
2005	207.215	458.331	45,2
2006	123.843	373.949	33,1
2007	200.905	559.743	35,9
2008	325.093	890.225	36,5
2009	446.040	1.045.170	42,7
2010	410.142	1.250.865	32,8

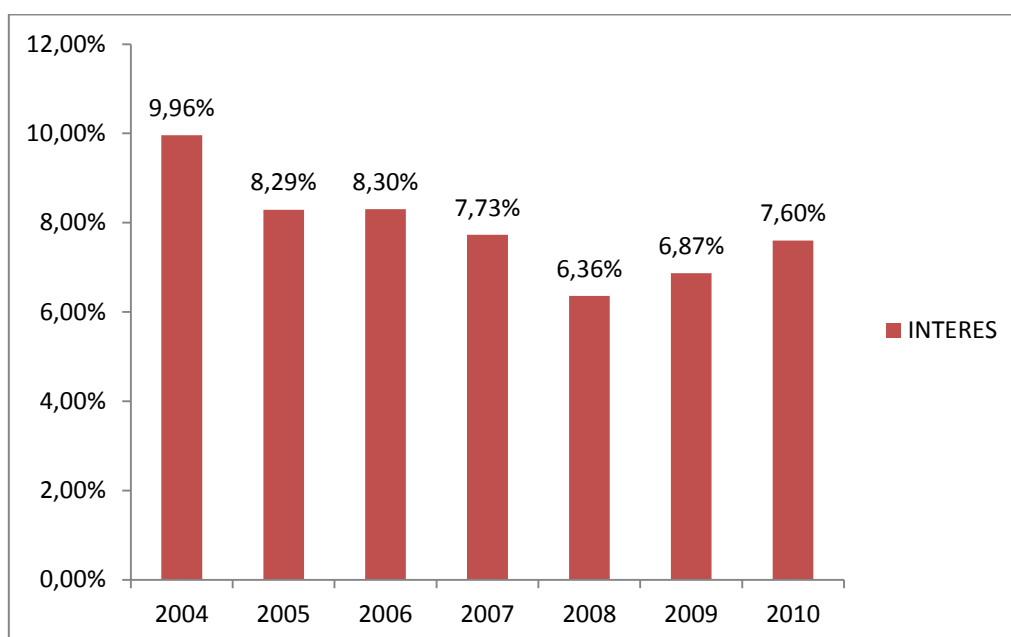
Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros – estadísticas instituciones públicas
Elaboración: Flavio Garzón

Las tasas de interés a las que el Banco del Estado ha otorgado créditos han disminuido paulatinamente, pasando de 9,96% en el 2004 a 7,6% en el 2010, tal como se puede apreciar en el gráfico N°2.

⁶ Ley Orgánica de Régimen Monetario y Banco del Estado, Art. 96

⁷ Ley Orgánica de Régimen Monetario y Banco del Estado, Art. 103

Gráfico N° 2
Evolución de las tasas de interés promedio ponderada de la cartera comercial (Bede)



Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros
Elaboración: Flavio Garzón

3.2.1.2. Corporación Financiera Nacional

La Corporación Financiera Nacional (CFN) es una institución financiera pública, autónoma, que tiene como objetivo estimular la modernización y el crecimiento de todos los sectores productivos y de servicios, orientada a lograr mejores niveles de eficiencia y competitividad (CFN, 2006).

Como complemento a la descripción anterior, se puede mencionar que la CFN se enfoca en apoyar a la micro y pequeña empresa con programas de capacitación, asistencia técnica y convenios institucionales que permitan mejorar la gestión empresarial.

Según la Ley Orgánica de la CFN, en el artículo 3 se establecen las funciones que tiene la CFN, de las cuales entre las más importantes se mencionan las siguientes:

- Financiar directamente como banca de primer piso, las actividades productivas y de servicios de personas naturales y jurídicas;
- Financiar por medio de las instituciones del sistema financiero, las actividades productivas y de servicios de personas naturales y jurídicas;
- Impulsar el mercado de capitales participando con títulos de propia emisión, ya sean estos representativos de deuda o por titularización de activos propios o de terceros, o por emisión de certificados fiduciarios.;

- Promover los sectores y productos con claras ventajas competitivas en el exterior que tengan un alto efecto multiplicador en el empleo y la producción;
- Coordinar su acción con la política monetaria, financiera y de desarrollo económico del país;
- Prestar servicios de intermediación en la consecución de créditos externos para las empresas privadas.⁸

Una característica de la Corporación Financiera Nacional es que puede captar recursos del público mediante la emisión de títulos valor, pero no puede captar depósitos. También puede obtener recursos de los aportes que hace el gobierno para su capitalización.

La CFN actúa también como banca de segundo piso a través de instituciones canalizadoras de sus recursos, con las cuales ha suscrito convenios.

Los créditos que otorga como banca de primer piso se dirigen al financiamiento de exportaciones, crédito automotriz, crédito directo y crédito revolvente para capital de trabajo, financia a la pequeña, mediana y gran empresa, que es la generadora de producción y empleo.

Como banca de segundo piso, existen programas denominados multisectoriales de tres tipos: inclusivo, selectivo y patrimonial. Además, ha desarrollado el proyecto “socio-emprendedor” que otorga crédito directo a personas con estudios universitarios o egresados que tengan un proyecto de negocio diferenciado de otros existentes.

El crédito multisectorial inclusivo permite financiar actividades a pequeña escala, con ventas anuales de hasta USD 100.000. El monto máximo del crédito es de hasta USD 20.000, con plazos que van de 2 a 10 años, según sea el destino (activo fijo, capital de trabajo, asistencia técnica).

El crédito multisectorial productivo, igualmente permite financiar actividades similares al inclusivo, adicionando también financiamiento a la construcción de proyectos habitacionales, con un monto máximo de USD 1 millón y plazos que van de 1 a 10 años.

El crédito multisectorial patrimonial financia la compra de vivienda nueva, ampliación o mejoras con un monto máximo de USD150 mil, con plazo de hasta 15 años. A este tipo de crédito puede acceder cualquier persona natural establecida legalmente en el país.

Según el Tabla N°3, los activos de la CFN pasaron de USD 327 millones en el 2005 a USD 1.344 millones en el 2010, lo cual representa un crecimiento del 311%, mientras que los activos totales de la banca pública crecieron 234%, pasando de USD 1.212 millones a USD 4.050 millones.

Un dato interesante que se presenta en la información estadística, es que en el año 2009 se obtienen las mayores tasas de crecimiento en los activos; así, la CFN alcanzó el 87% y la banca pública en su conjunto creció el 55%.

⁸ Ley Orgánica CFN. Art. 3.

Tabla N° 3
Activos de la banca pública
(en millones de dólares)

Años	CFN	Tasa crecimiento CFN	Total banca pública	Tasa crecimiento total banca pública
2005	327		1.212	
2006	371	13%	1.244	3%
2007	507	37%	1.671	34%
2008	659	30%	2.189	31%
2009	1.230	87%	3.383	55%
2010	1.344	9%	4.050	20%

Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros – series banca pública

Elaboración: Flavio Garzón

3.2.1.3. Banco Nacional de Fomento

El Banco Nacional de Fomento (BNF) es una institución financiera de desarrollo, con autonomía económica y financiera, de derecho privado y finalidad social y pública. Busca lograr la inclusión financiera de ecuatorianos y ecuatorianas en todos los sectores.

El BNF cumple con la función de apoyo a los sectores productivos mediante la implementación de una política crediticia en función de las exigencias del desarrollo económico y social del país. Así, en el Art. 3 de su Ley Orgánica, se establecen, entre otras, las siguientes funciones:

- Otorgar créditos a las personas naturales y jurídicas que se dediquen al fomento, producción y distribución de actividades agropecuarias, acuícolas, mineras, artesanales, forestales, pesqueras y turísticas, promoviendo la pequeña y mediana empresa, así como la microempresa.
- Recibir depósitos monetarios en cuentas corrientes y de ahorros.
- Estimular el desarrollo de cooperativas u otras organizaciones comunitarias, mediante la concesión de créditos.
- Colaborar con los organismos del Estado y otras instituciones que tengan a su cargo programas de asistencia técnica, para mejorar las condiciones de la agricultura, artesanía y pequeña industria⁹

Existen diversos tipos de créditos que el BNF otorga, como aquel que sirve para el fomento de actividades productivas; el crédito comercial, cuyo beneficiario puede ser una persona natural o jurídica y que se dirija a la realización de actividades comerciales y de servicios; el crédito de consumo, entregado a personas naturales para la adquisición de bienes de consumo o pago de servicios; y, el microcrédito concedido a personas naturales y jurídicas para financiar actividades en pequeña escala.

Se creó el programa de crédito 5.5.5 para pequeños y medianos productores y consiste en otorgar crédito hasta USD.5.000 a 5 años plazo y al 5% de interés anual destinado a financiar activos fijos y capital de trabajo y se financia hasta el 100% del proyecto de inversión a realizarse.

⁹ Ley Orgánica del BNF, Art.3.

Como se observa en el Tabla N°4, la cartera total del BNF pasó de USD 214,9 millones en el año 2005 a USD. 1.024,7 millones en el año 2010; es decir, que en 5 años se incrementó en USD 809,7 millones lo que significa un crecimiento del 376,7%. En el año 2008, se produce un salto cuantitativo importante en la cartera total, alcanzando los USD 617 millones versus los USD 391 millones del año anterior, por lo que existe un incremento de USD 226 millones equivalentes al 57,7% de incremento.

Es importante mencionar, que la mayor concentración de la cartera del banco está en el crédito comercial; así, en el año 2005 se destinó USD 189,7 millones; equivalente al 88,2%, mientras que para el sector consumo fueron USD 25,2 millones que representa el 11,7% de la cartera total del BNF. Para el año 2010 al comercio se destinó USD 665,9 millones, esto es el 64,9% y al consumo USD 47 millones que representa el 4,6%.

A partir del año 2007, el BNF empieza a direccionar con importancia el crédito al sector de la microempresa, destinando para este año USD 22,5 millones lo que representa una participación del 5,7%; y, en adelante, con crecimientos anuales significativos hasta alcanzar los USD 311,7 millones en el 2010, equivalente al 30,4% de participación sobre el total de la cartera del banco.

La participación de la cartera del BNF sobre la cartera total de la banca pública se fue incrementando periódicamente hasta el año 2008, que llega al 40,5% para luego en el 2009 y 2010 disminuir al 33% y 35,7%, respectivamente.

De la información obtenida, se puede deducir que el BNF está enfocado en ayudar e impulsar a los sectores productivos de la economía, con mayor volumen de crédito y con una diversificación en el destino del mismo, direccionándolo principalmente al comercio y a la microempresa.

Tabla N° 4
Distribución de la cartera bruta por sector
(en miles de dólares)

Sector	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Comercial	189.766	205.590	331.705	488.586	583.249	665.912
Consumo	25.221	38.065	36.875	41.707	32.202	47.073
Microempresas	1	19	22.532	86.527	102.575	311.798
Total cartera BNF	214.988	243.674	391.112	616.821	718.027	1.024.783
% de crecimiento cartera total BNF	14,8%	13,3%	60,5%	57,7%	16,4%	42,7%
Cartera total banca pública	735.126	784.188	989.636	1.521.706	2.175.181	2.866.755
% participación del total cartera	29,2%	31,1%	39,5%	40,5%	33,0%	35,7%

Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros – estadísticas instituciones públicas

Elaboración: Flavio Garzón

3.2.1.4. Banco Ecuatoriano de la Vivienda

El Banco Ecuatoriano de la Vivienda es una institución pública orientada a la ejecución de proyectos habitacionales de interés social, cuyo objetivo fundamental es atender al mercado hipotecario y financiero, atendiendo con primordial interés la demanda habitacional y su

financiamiento. Es decir, es el encargado de proveer de fondos a la construcción, adquisición y mejora de la vivienda de mediano y bajo costo.

“El BEV se especializa en la concesión de préstamos de mediano y largo plazo a las mutualistas, cooperativas de crédito de vivienda y otras instituciones que tratan de cubrir el problema de escasez de vivienda para la gente de ingresos medianos y bajos”. (Wambeke et al, 1994: 6-7)

Los recursos los obtiene de créditos concedidos por instituciones financieras, particularmente de organismos internacionales, no tiene autorización para captar depósitos en cuentas corrientes, pero si para cuentas de ahorros.

De la información presentada en el Tabla N°5, se desprende que la cartera del BEV está compuesta por la comercial y por la de vivienda, siendo la primera la que tiene mayor participación en la cartera total. En el período 2005-2010, en promedio, la cartera comercial representa el 62,8% con un valor de USD 29,7 millones; en cambio, la cartera de vivienda representa el 37,2%, con un valor de USD. 17,5 millones de la cartera total del banco. Resulta curioso saber que la cartera comercial es mayor que la de vivienda; pues, se creería que debería ser lo contrario, en el sentido de que el crédito otorgado por el BEV debería focalizarse a la adquisición o construcción de vivienda.

También se observa que en el año 2010 la cartera total se duplica, de USD 44 millones en el año 2009, pasa a USD 90 millones en el año 2010, lo cual es marcadamente apreciable debido al incremento que se produce en la cartera comercial, que de USD 26 millones en el año 2009 pasa a USD 67 millones en el año 2010.

El porcentaje de crecimiento de la cartera total del BEV tienen un comportamiento bastante irregular, en el año 2005 existe un decremento de 17,6%, para el año 2006 hay un crecimiento de 28,1% para luego en el siguiente año, esto es en el 2007, nuevamente decrece en 2,5%. Finalmente, en el 2010 existe un notable crecimiento de la cartera total de 101,7% que como se mencionó en líneas anteriores, fue originado por el notable crecimiento de la cartera comercial respecto del año anterior.

Tabla N°5
Distribución de la cartera por sector
(en miles de dólares)

Sector	2005	% del total	2006	% del total	2007	% del total	2008	% del total	2009	% del total	2010	% del total	promedio valores	promedio % del total
Comercial	21.068	72,7	20.032	54,0	17.149	47,4	26.640	56,2	26.198	58,9	67.245	75,0	29.722	62,8
Vivienda	7.912	27,3	17.097	46,0	19.037	52,6	20.755	43,8	18.281	41,1	22.455	25,0	17.590	37,2
Total cartera BEV	28.980	100,0	37.129	100,0	36.186	100,0	47.395	100,0	44.479	100,0	89.700	100,0	47.312	100,0
% de crecimiento cartera BEV	-17,6%		28,1%		-2,5%		31,0%		-6,2%		101,7%			

Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros – estadísticas instituciones públicas

Elaboración: Flavio Garzón

En el Tabla N°6 se aprecia que existe un comportamiento irregular en cuanto a la concesión del crédito por sector; así por ejemplo, en el año 2006 existe mayor crédito para el sector de la vivienda con USD.15 millones, que representa un incremento extraordinariamente alto, comparado con el año 2005 que no alcanzó ni el millón de dólares. Para el año 2007, el crédito destinado al sector de la vivienda es superior al crédito destinado al sector comercial con USD.8 millones, representando el 65% del total del crédito concedido en este año.

Es importante mencionar el notable incremento que se produce en el año 2010. Para este año el crédito total alcanza USD 61 millones, cifra significativa si se compara con los años anteriores, en los que el valor más alto llegó cerca de los USD. 20 millones en los años 2006 y 2008. También, se observa que en el 2010 se produce un crecimiento considerable del 550% en los montos de crédito concedido por el banco respecto del año 2009. Así mismo, en el año 2010, el crédito destinado al sector comercial representa el 98% con USD 60 millones y tan solo el 2% para el sector de la vivienda con apenas un millón de dólares.

Tabla N° 6
Volumen de crédito por monto y tasa de crecimiento nominal
(en miles de dólares)

	2005	Tasa crecim. %	2006	Tasa crecim. %	2007	Tasa crecim. %	2008	Tasa crecim. %	2009	Tasa crecim. %	2010	Tasa de crecim. %
Comercial	3.571	-57,3	4.383	22,7	4.304	-1,8	17.828	314,2	6.372	-64,3	59.749	837,7
Vivienda	797	27,1	14.869	1765,9	7.979	-46,3	1.522	-80,9	3.003	97,3	1.221	-59,3
Total	4.368	-51,4	19.252	340,8	12.283	-36,2	19.350	57,5	9.375	-51,6	60.970	550,3

Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros – Compendios estadísticos
Elaboración: Flavio Garzón

3.2.2. Sistema financiero no regulado

Este sistema está conformado por instituciones que no están sujetas a la Ley General de Instituciones Financieras; por ende, no están sujetas a la regulación ni supervisión de la Superintendencia de Bancos y Seguros, como son: cooperativas de ahorro y crédito no reguladas, organizaciones no gubernamentales (ONG), cajas de ahorro y crédito y otras organizaciones especializadas en microcréditos

Las ONG otorgan créditos a grupos de beneficiarios (asociaciones y cooperativas) y no créditos individuales, toda vez que los miembros del grupo u organización solicitante asumen la responsabilidad solidaria y mancomunada por el correcto uso de los recursos y su oportuno repago. Estas ONG, sin embargo, enfrentan problemas de sostenibilidad porque su acceso a recursos externos frescos, en particular, de agencias de cooperación bilateral para el desarrollo, han disminuido o tienen otros destinos preferenciales (Wambeke et al, 1994: 9).

Las Cooperativas de Ahorro y Crédito funcionan bajo la Ley de Cooperativas y son supervisadas por el Ministerio de Inclusión Económica y Social. Se caracterizan no solo

porque captan los ahorros del público, sino también por otorgar créditos, teniendo como limitante la prestación únicamente de los fondos depositados por sus socios.

La Dirección Nacional de Cooperativas creada en 1961, es la entidad encargada de ejecutar las políticas estatales de promoción del sector; como organismo técnico, es el encargado de la asesoría, fiscalización, educación y registro de los diferentes tipos de cooperativas.

Es importante señalar que dentro del sistema informal, están los denominados “chulqueros” quienes conceden préstamos aparentemente con mayores facilidades que otros intermediarios financieros regulados, generalmente préstamos de montos pequeños, pero que cobran tasas de interés altas cayendo en la figura denominada usura.

Las entidades no reguladas, en términos generales tienen como organismo de control al Ministerio de Inclusión Económica y Social (MIES), pero no se cuenta con información sistematizada sobre las operaciones financieras de todas estas entidades.

El 10 de mayo del 2011 se publicó en el Registro Oficial N° 444 la Ley Orgánica de la Economía Popular y Solidaria y del Sector Financiero Popular y Solidario, Ley que derogó la Ley de Cooperativas y su reglamento general. Es en esta Ley, donde se crea la Superintendencia de Economía Popular y Solidaria que reemplaza a la Dirección Nacional de Cooperativas, que tiene facultad para expedir normas de carácter general y con atribuciones como las de:

- Ejercer el control de las actividades económicas de las personas y organizaciones sujetas a esta Ley,
- Velar por la estabilidad, solidez y correcto funcionamiento de las instituciones sujetas a su control,
- Autorizar las actividades financieras de las organizaciones del sector financiero popular y solidario,
- Levantar estadísticas de las actividades que realizan las organizaciones sujetas a esta ley,
- Imponer sanciones.¹⁰

Existen cooperativas de ahorro y crédito (COAC) no reguladas que conforman la Red Financiera Rural (RFR), una organización creada en el año 2000 como una institución de derecho privado y sin fines de lucro, que agrupa a instituciones de microfinanzas. Su trabajo está orientado a facilitar el acceso a servicios microfinancieros. Las instituciones que conforman la Red Financiera Rural a diciembre 2010, son:

- 3 Bancos regulados
- 19 Cooperativas de ahorro y crédito (COAC) no reguladas
- 8 COAC reguladas
- 1 COAC de segundo piso
- 1 empresa de servicios auxiliares
- 14 ONG
- 2 ONG de apoyo
- 3 ONG de segundo piso.

¹⁰ Ministerio de Inclusión Económica y Social, **Ley Orgánica de la Economía Popular y Solidaria**, Art. 147.

En el Tabla N°7 se detallan los miembros de la Red Financiera Rural.

Tabla N°7
Miembros de la Red Financiera Rural

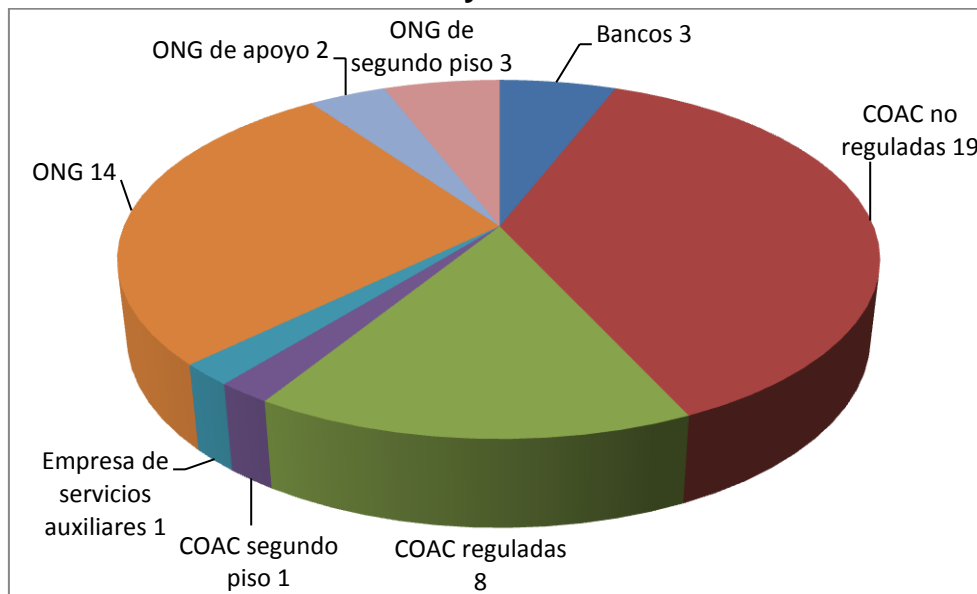
Bancos	Finca
	Procredit
	Solidario
COAC no reguladas	Fondvida
	La Benéfica
	Sac
	Maquita Cusunchic
	Luz del Valle
	Kulki Wasi
	Mujeres Unidas
	Minga
	Amazonas Ltda
	San Miguel de Pallatanga
	4 de Octubre
	Fernando Daquilema
	Chibuleo
	Ambato
	Santa Anita
	San Antonio
	San Gabriel
Artesanos	
Ucade - Padre Vicente Ponce Rubio	
COAC reguladas	Chone
	Nacional
	Atuntaqui
	Codesarrollo
	Mushuc Runa
	Cooprogreso
	Jardín Azuayo
	San José
COAC de segundo piso	Financoop
Empresa de servicios auxiliares	Credife
ONG	Acj
	Sepesiu
	Fundamic
	Casa Campesina de Cayambe
	Faces

	Fundación Alternativa
	Insotec
	Fodemi
	Espoir
	D miro
	Ucade - Diócesis Ambato
	Ucade - Promoción Humana de Guaranda
	Ucade - Diócesis de Latacunga
	Ucade - Fasca Santo Domingo
ONG de apoyo	Plan Internacional
	Swisscontact
ONG de segundo piso	Esquel
	Fepp
	Eclof

Fuente: Red Financiera Rural – Boletín financiero 29
Elaboración: Flavio Garzón

En el gráfico N° 3 se puede apreciar la conformación de la RFR.

Gráfico N° 3
Miembros directos y a través de redes RFR



Fuente: Red Financiera Rural – Boletín financiero 29
Elaboración: Flavio Garzón

3.3. Estructura del sistema financiero por tenencia de activos y por intermediario financiero

El sistema financiero nacional formal o regulado a diciembre del 2010, registra como activos un valor de USD 28.786 millones, equivalente al 49,7% del PIB¹¹. Los bancos privados a diciembre del 2010, aportaron con USD 20.595 millones, lo cual representa el 71,5% del total de activos del sistema financiero nacional. La banca pública aporta con USD 4.078 millones, que representa el 14,2% del total de activos del sistema financiero; las cooperativas con USD 2.472 millones, equivalentes al 8,6%; las sociedades financieras aportan con USD 1.185 millones, con una participación del 4,1% y las mutualistas aportan con USD 456 millones, esto es, apenas el 1,6% de los activos totales. (Tabla N° 8).

Los activos del sistema financiero crecieron anualmente entre 17% y 20%, con excepción del año 2009, en el que se alcanzó un crecimiento del 12,1%, lo cual puede atribuirse, a la crisis financiera internacional que condujo especialmente a la banca privada, a manejar conservadoramente sus recursos.

Esta información estadística, demuestra que existe una alta concentración de los activos en los bancos privados, superiores al 70% del total de los activos del sistema financiero nacional, mientras que la banca pública tiene entre el 9% y 14%.

Tabla N° 8
Estructura del sistema financiero por tenencia de activos y por intermediario financiero
(en millones de dólares)

Años	Bancos privados	Sociedades financieras	Cooperativas de ahorro y crédito	Mutualistas	Banca pública	Total	% crecimiento total activos
dic-05	9.853	597	790	374	1.212	12.826	
% del total	76,8	4,7	6,2	2,9	9,4	100,0	
dic-06	11.890	784	986	463	1.244	15.367	19,8
% del total	77,4	5,1	6,4	3,0	8,1	100,0	
dic-07	13.735	835	1.323	532	1.671	18.096	17,8
% del total	75,9	4,6	7,3	2,9	9,2	100,0	
dic-08	16.424	945	1.620	397	2.189	21.575	19,2
% del total	76,1	4,4	7,5	1,8	10,1	100,0	
dic-09	17.526	964	1.937	386	3.383	24.196	12,1
% del total	72,4	4,0	8,0	1,6	14,0	100,0	
dic-10	20.595	1.185	2.472	456	4.078	28.786	19,0
% del total	71,5	4,1	8,6	1,6	14,2	100,0	

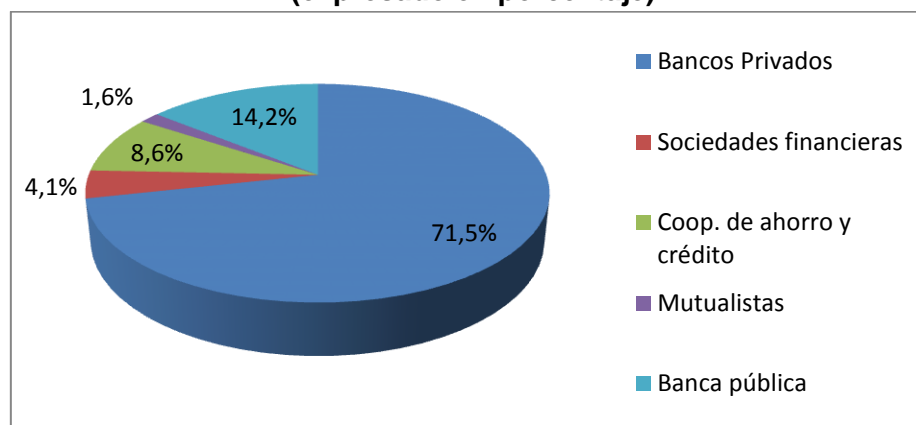
Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros – reportes gerenciales anuales
Elaboración: Flavio Garzón

En el gráfico N°4, se aprecia la composición del sistema financiero nacional según los activos que posee cada intermediario financiero. Se puede ver con claridad, que la banca privada representa aproximadamente las tres cuartas partes de los activos totales del sistema con el 71,5%, seguido por la banca pública con el 14,2%, luego las cooperativas de

¹¹ PIB según cifras del BCE del año 2010 USD 57.978 millones de dólares.

ahorro y crédito con el 8,6%. Es importante indicar, que en los datos de la banca privada están considerados los que corresponden al Banco del Pacífico (banco estatal); que a diciembre 2010 cuenta con activos por USD 2.319 millones, por lo que la participación de la banca pública ascendería a USD 6.397 millones, equivalente al 22,2%; es decir, aproximadamente una quinta parte del total de los activos del sistema financiero nacional.

Gráfico N°4
Activos por intermediario financiero a diciembre 2010
(expresado en porcentaje)



Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros
 Elaboración: Flavio Garzón

3.4. Evolución de los activos del sistema financiero

Los activos del sistema financiero nacional formal o regulado, pasaron de USD 12.826 millones en diciembre del 2005 a USD 28.786 millones a diciembre del 2010, con un crecimiento cercano al 124%; es decir, se duplicó el valor de los activos. En los últimos 6 años, los activos del sistema financiero crecieron en un promedio anual del 17,6 %.

En el Tabla N°9, se aprecia que el mayor crecimiento en promedio, de los activos se produjo en las cooperativas de ahorro y crédito con el 25,8%, seguido por la banca pública con el 22,2%, luego están las sociedades financieras con el 17,5%, la banca privada creció en el 16,8% y las mutualistas en el 8,6% que fueron las de menor crecimiento.

Analizando la información con mayor atención, se observa que para el año 2009 se tiene el menor porcentaje de crecimiento de los activos respecto de los otros años en todos los intermediarios financieros con excepción de la banca pública; más bien, en esta última, existe un crecimiento bastante significativo del 54,5%. Este crecimiento puede obedecer a que en este año, una de las medidas tomadas por el ejecutivo fue la de repatriar los recursos de la Reserva Internacional de Libre Disponibilidad e invertirlos a través de la banca pública.

Para el período estudiado, todos los intermediarios financieros han experimentado anualmente, un constante crecimiento de sus activos tanto en montos como en porcentaje, salvo algunos casos específicos como es el de la banca pública, que en el 2005 experimentó un decrecimiento del 9,8%; y, las mutualistas que tuvieron decrecimientos del 25,4% y 2,8% en el 2008 y 2009, respectivamente.

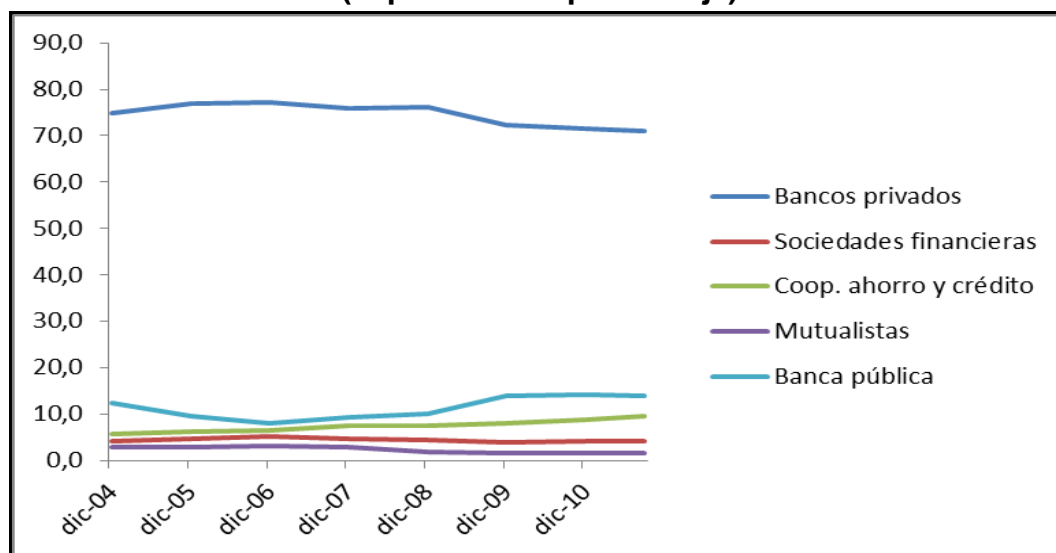
Tabla N°9
Crecimiento de los activos del sistema financiero nacional
(expresado en porcentaje)

Años	Bancos privados	% crecimiento	Sociedades financieras	% crecimiento	Cooperativas de ahorro y crédito	% crecimiento	Mutualistas	% crecimiento	Banca pública	% crecimiento	Total
dic-05	9.853	21,0	597	28,9	790	26,2	374	22,6	1.212	-9,8	12.826
dic-06	11.890	20,7	784	31,3	986	24,8	463	23,8	1.244	2,6	15.367
dic-07	13.735	15,5	835	6,5	1.323	34,2	532	14,9	1.671	34,3	18.096
dic-08	16.424	19,6	945	13,2	1.620	22,4	397	-25,4	2.189	31,0	21.575
dic-09	17.526	6,7	964	2,0	1.937	19,6	386	-2,8	3.383	54,5	24.196
dic-10	20.595	17,5	1.185	22,9	2.472	27,6	456	18,1	4.078	20,5	28.786
Promedio		16,8		17,5		25,8		8,6		22,2	

Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros – reportes gerenciales anuales
 Elaboración: Flavio Garzón

El gráfico N°5 muestra la participación porcentual que sobre los activos tienen los intermediarios financieros, en el que se destaca la brecha que existe entre la banca privada y los demás intermediarios financieros. Esta concentración, nos da una idea de la fragilidad que puede tener la economía ecuatoriana ante situaciones financieras adversas y la capacidad para gestionar y direccionar el crédito por parte de la banca privada, de acuerdo a sus intereses.

Gráfico N°5
Participación porcentual de intermediarios financieros sobre activos totales
(expresado en porcentaje)



Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros
 Elaboración: Flavio Garzón

3.5. *Financiamiento del sistema financiero ecuatoriano*

El financiamiento del sistema financiero nacional, en general, proviene de fuentes internas y externas. Las primeras básicamente están conformadas por los depósitos del público en cuentas corrientes, ahorristas e inversionistas, mientras que las segundas están conformadas por líneas de crédito internas y externas.

Los recursos del sistema financiero nacional a diciembre 2010 alcanzaron USD 24.782 millones, de los cuales el 75% corresponde a la banca privada; esto es, USD 18.511 millones. La banca pública ocupa el segundo lugar en importancia en posesión de recursos con un monto de USD 2.787 millones, equivalente al 11%; luego están las cooperativas de ahorro y crédito con un valor de USD 2.087 millones, que representa un 8%, seguido por las sociedades financieras con 4% y, finalmente, las mutualistas, con apenas 2%. (Tabla N° 10).

La principal fuente de financiamiento del sistema financiero nacional la constituyen los depósitos del público con un valor de USD 21.479 millones y representan el 87%; le siguen en monto "otros" mecanismos de financiamiento con el 9% (en "otros" están los bonos emitidos por instituciones financieras privadas), que alcanzan los USD 2.268 millones; y, el saldo 4% proviene de obligaciones financieras internas y externas, que corresponde a endeudamiento interno y externo que alcanza un valor de USD 1.036 millones.

La banca privada es la principal receptora de depósitos del público con USD 16.553 millones equivalentes al 77% de los depósitos del sistema, seguido por la banca pública con USD 2.068 millones, que representan el 10%; es decir, que las dos, en conjunto, abarcan el 87% de las preferencias de los depositantes. El resto de subsistemas alcanza, en conjunto, el 13% del total de los depósitos, confirmándose la existencia de la concentración de recursos en la banca privada.

Tabla N°10
Fuentes de financiamiento del sistema financiero al 31 de diciembre 2010
(en millones de dólares)

	Depósitos	Endeudamiento	Otros	Total	%
Banca privada	16.553	694	1.265	18.511	75
Cooperativas de ahorro y crédito	1.848	170	69	2.088	8
Mutualistas	385	16	15	415	2
Sociedades financieras	626	7	348	981	4
Banca pública	2.068	149	570	2.787	11
Total	21.479	1.036	2.268	24.782	100%
%	87%	4%	9%	100%	

Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros – Subdirección de estadísticas
Elaboración: Flavio Garzón

3.5.1. Captaciones y colocaciones

Los distintos intermediarios financieros aumentaron los niveles de depósitos del público; pues, pasaron de USD 9.149 millones en el 2005 a USD 21.023 millones en el 2010, es decir, se incrementaron en USD 11.874 millones, que representa el 129,8%. Si se compara los dos últimos años (2009 – 2010), las captaciones del sistema financiero aumentaron USD 3.472 millones, que equivale al 19,8%. (Tabla N°11).

La mayor concentración de las captaciones del sistema financiero corresponde a la banca privada, con niveles superiores al 80% del total de las mismas para los primeros 4 años y más del 77% para los 2 últimos años, seguido por las cooperativas de ahorro y crédito que tienen participación por arriba del 6%, luego está la banca pública con una participación entre el 2% y 3%; aunque en los años 2009 y 2010 presentan un incremento en la participación sobre las captaciones totales, alcanzando el 9%.

Las captaciones de la banca privada, de las cooperativas y de la banca pública, crecieron anualmente; lo cual no sucede con las sociedades financieras y mutualistas, ya que para el caso de las primeras, en el año 2008 se captaron recursos por USD 525 millones, mientras que para el 2009, obtuvieron USD 465 millones; para el caso de las mutualistas, en el 2007 obtuvieron USD 433 millones vs. USD 317 millones en el 2008.

En el año 2009, un detalle importante por señalar es el notable crecimiento de las captaciones de la banca pública respecto de los demás participantes del sistema financiero nacional; en este año creció en el 209,2% al pasar de USD 522 millones en el 2008 a USD 1.614 millones; mientras que, la banca privada obtuvo el menor crecimiento de todos los años considerados en el análisis, con el 6,5%. Este incremento considerable obedeció a la inyección de recursos que el Gobierno implementó para contrarrestar los efectos de la crisis.

En términos generales, en este año existió liquidez en el sistema financiero nacional, pese a los efectos de la crisis global y al entorno político electoral que se presentó en el país.

En lo referente a las colocaciones, se observa que la banca privada en el año 2009 disminuyó sus colocaciones respecto del año 2008, pasando de USD 9.635 millones a USD 9.454 millones, lo cual significa que hubo decrecimiento del 1,9%. En este año, particularmente en el primer semestre del mismo, la banca privada se manejó cautelosamente en la concesión de créditos a las empresas; y, para el caso de renovaciones obligó a cancelar una parte del capital de aquellos préstamos que vencían, actitud conservadora frente a la crisis financiera mundial. La banca pública y las sociedades financieras, fueron las únicas instituciones que crecieron en el 2009; alcanzando tasas del 42,9% y 10%, respectivamente; es decir, inyectaron recursos en la economía.

El año 2010, es el año en que la economía internacional en general y la nacional en lo particular, se empieza a recuperar, el nivel de confianza aumenta en los distintos actores de la economía, lo que se refleja en los niveles de crecimiento, no solo de los depósitos sino también, en el de las colocaciones. Así, se tiene nuevamente a la banca privada como el mayor colocador de recursos, con USD 11.361 millones, que representa el 65,8% del total de colocaciones del sistema financiero, seguido por la banca pública con USD 2.867

millones; es decir, el 16,6%. El resto de intermediarios financieros, aportan en conjunto USD 3.050 millones que representan el 17,6% de participación sobre el total de las colocaciones.

En cuanto a tasa de crecimiento, para el mismo año 2010, se tiene que el mayor nivel alcanzó la banca pública con el 31,8%, luego están las cooperativas con el 30,9 %, siendo estas dos organizaciones las de más alto crecimiento. La banca privada, las mutualistas y las sociedades financieras, crecieron entre el 18% y 21%.

Considerando la importancia que tienen tanto la banca pública como la privada en el sistema financiero nacional y haciendo una comparación entre éstas, se observa que las captaciones de la banca privada son mayores a sus colocaciones; mientras que, las colocaciones de la banca pública exceden a sus captaciones. Así, para el año 2010, las captaciones de la banca privada fueron de USD 16.222 millones y sus colocaciones fueron USD 11.361 millones, lo que representa una diferencia de USD. 4.861 millones, y que equivale al 42,8%; es decir, que los recursos financieros que captó la banca del público en su totalidad no fueron inyectados a la economía vía crédito. La banca pública, en cambio, captó USD 2.023 millones y colocó USD 2.867 millones, es decir, inyectó recursos adicionales por un monto de USD 844 millones.

Tabla N° 11
Captaciones y colocaciones del sistema financiero nacional
(en millones de dólares, % del total y tasa de crecimiento)

Años	Captaciones (depósitos a la vista + depósitos a palzo)						Colocaciones (cartera bruta)					
	Banca privada	Cooperativas	Mutualistas	Sociedades financieras	Banca pública	Total captaciones	Banca privada	Cooperativas	Mutualistas	Sociedades financieras	Banca pública	Total colocaciones
2005	7.704	545	308	289	303	9.149	5.435	623	202	510	736	7.506
% del total	84,2	6,0	3,4	3,2	3,3	100,0	72,4	8,3	2,7	6,8	9,8	100,0
tasa crecimiento %	21,2	19,0	21,3	15,1	15,2	20,7	27,6	32,0	21,0	34,5	17,2	27,1
2006	9.037	597	378	313	309	10.634	6.790	761	222	653	787	9.213
% del total	85,0	5,6	3,6	2,9	2,9	100,0	73,7	8,3	2,4	7,1	8,5	100,0
tasa crecimiento %	17,3	9,5	22,7	8,3	2,0	16,2	24,9	22,2	9,9	28,1	6,9	22,7
2007	10.454	841	433	348	327	12.403	7.571	1.012	258	701	995	10.537
% del total	84,3	6,8	3,5	2,8	2,6	100,0	71,9	9,6	2,4	6,6	9,4	100,0
tasa crecimiento %	15,7	40,9	14,6	11,2	5,8	16,6	11,5	33,0	16,2	7,3	26,4	14,4
2008	12.969	1.056	317	525	522	15.389	9.635	1.269	230	812	1.522	13.468
% del total	84,3	6,9	2,1	3,4	3,4	100,0	71,5	9,4	1,7	6,0	11,3	100,0
tasa crecimiento %	24,1	25,6	-26,8	50,9	59,6	24,1	27,3	25,4	-10,9	15,9	53,0	27,8
2009	13.808	1.343	321	465	1.614	17.551	9.454	1.396	222	792	2.175	14.039
% del total	78,7	7,7	1,8	2,6	9,2	100,0	67,3	9,9	1,6	5,6	15,5	100,0
tasa crecimiento %	6,5	27,2	1,3	-11,4	209,2	14,0	-1,9	10,0	-3,5	-2,5	42,9	4,2
2010	16.222	1.774	382	622	2.023	21.023	11.361	1.828	264	958	2.867	17.278
% del total	77,2	8,4	1,8	3,0	9,6	100,0	65,8	10,6	1,5	5,5	16,6	100,0
tasa crecimiento %	17,5	32,1	19,1	33,7	25,3	19,8	20,2	30,9	18,9	21,0	31,8	23,1

Fuente: Superintendencia de Bancos – estadísticas – boletines series por intermediario financiero

Elaboración: Flavio Garzón

La importancia de conocer sobre el destino o uso financiero del crédito otorgado por el sistema financiero privado; y, de la información presentada en el Tabla N°12, se puede advertir que para el año 2008, de los créditos otorgados por el sistema financiero privado, el 80,6% se destinó para capital de trabajo, equivalente a USD 6.992 millones, USD 956 millones para compra de activos fijos, que representan el 11% del crédito total, USD 43 millones para restructuración de pasivos, que representan apenas el 0,5%, y, para “otros” se dispuso de USD 688 millones, equivalente al 7,9%.

Para los años 2009 y 2010, existe un crecimiento de los montos utilizados para capital de trabajo, ya que para el año 2009 se dispuso de USD 7.380 millones, y para el 2010 de USD 9.091 millones; es decir, representó un incremento del 5,5% para el año 2009 y del 23,1% para el 2010.

Adicionalmente, en el año 2009, el crédito destinado al financiamiento de activos fijos disminuyó a USD 288 millones respecto del año 2008; en cambio, se utilizaron USD 532 millones para la compra de activos fijos tangibles, que representa el 6% del total de créditos concedidos en este año, USD 8 millones se destinan a la compra de activos fijos intangibles, USD 89 millones para el microcrédito de consumo, USD 26 millones para vivienda, USD 93 millones para reestructuración de pasivos y USD 379 millones se utilizan en otros.

En el año 2010, se observa un incremento del 143% en cuanto a los valores utilizados en la compra de activos fijos tangibles respecto del año 2009, pasando de USD 532 millones a USD 1.295 millones, igualmente hay un considerable incremento en el rubro dirigido a microcrédito de consumo, con un incremento del 115%, pasando de USD 89 millones a USD 191 millones. Igualmente, en el microcrédito de vivienda existe un incremento del 131%, pasando de USD 26 millones en el año 2009 a USD 60 millones en el año 2010.

Tabla N°12
Destino del crédito del sistema financiero privado
(en millones de dólares, % del total)

Destino	Años		
	2008	2009	2010
Capital de trabajo	6.992	7.380	9.091
% del total	80,6	83,9	82,8
Compra de activos	956	288	0
% del total	11,0	3,3	0,0
Activos fijos tangibles		532	1.295
% del total	0,0	6,0	11,8
Activos fijos intangibles		8	32
% del total	0,0	0,1	0,3
Microcrédito de consumo		89	191
% del total	0,0	1,0	1,7
Microcrédito de vivienda		26	60
% del total	0,0	0,3	0,5
Reestructuración de pasivos	43	93	95
% del total	0,5	1,1	0,9
Adquisición de otras empresas		0	0
% del total	0,0	0,0	0,0
Otros	688	379	211
% del total	7,9	4,3	1,9
Total	8.679	8.794	10.974

Fuente: Banco Central del Ecuador – Dirección de estadística económica
Elaboración: Flavio Garzón

3.5.2. Evolución y plazo de los depósitos

El sistema financiero ecuatoriano se caracteriza porque los depósitos que recibe son en su mayoría a la vista, lo que repercute en el plazo al que se otorgan los créditos. Así, los depósitos totales a la vista del sistema financiero en el año 2005 fueron de USD 6.130 millones, mientras que los depósitos a plazo en el mismo año llegaron a USD 3.021 millones; expresado en porcentaje, se puede decir que el 67% de los depósitos recibidos en el sistema financiero nacional fueron a la vista y el 33% a plazos (Tabla N°13).

Hasta el año 2008, la tendencia fue bastante parecida, los depósitos a la vista se mantuvieron alrededor del 67%, mientras que los depósitos a plazo se mantuvieron en el 33%. Para el año 2009, existe una disminución de la participación de los depósitos a la vista al 63%, respecto de los años anteriores; y, para el 2010, la participación de los depósitos a la vista es del 64,9% y para los depósitos a plazos es del 35,1%. Esto demuestra que el público es renuente a depositar su dinero o realizar inversiones a largo plazo, motivado posiblemente por experiencias negativas del pasado, como la crisis financiera ocurrida en el país en el año 1999.

Sin embargo, el comportamiento del público se caracterizó por aumentar el monto de los depósitos en el sistema financiero.

Para el caso de los bancos privados, las cooperativas y las mutualistas, los depósitos a la vista exceden a los depósitos a plazo; Para las sociedades financieras, en cambio, sucede lo contrario; es decir, que los depósitos a plazo superan a los depósitos a la vista. En la banca pública, en los dos últimos años, los depósitos a plazo superan a los depósitos a la vista, en donde la banca pública participa en la captación de los depósitos con el 9,6% del total del sistema financiero nacional. De éste, aproximadamente el 8% constituyen depósitos a plazo y el 1% depósitos a la vista.

Tabla N° 13
Depósitos del sistema financiero según plazo
(en millones de dólares)

Años	Bancos privados		Cooperativas		Sociedades financieras		Mutualistas		Banca pública		Totales		% de totales	
	vista	plazo	vista	plazo	vista	plazo	vista	plazo	vista	plazo	vista	plazo	vista	plazo
2005	5.334	2.370	389	156	5	284	179	130	223	81	6.130	3.021	67,0	33,0
2006	6.252	2.786	387	210	10	303	201	176	247	61	7.097	3.536	66,7	33,3
2007	7.286	3.167	539	302	5	343	220	213	287	40	8.337	4.065	67,2	32,8
2008	9.068	3.902	657	400	6	519	175	142	345	177	10.251	5.140	66,6	33,4
2009	9.706	4.103	786	558	6	459	182	139	380	1.234	11.060	6.493	63,0	37,0
2010	11.980	4.243	952	822	4	618	211	171	497	1.526	13.644	7.380	64,9	35,1

Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros – boletines series estadísticas
Elaboración: Flavio Garzón

3.6. Destino y distribución de los depósitos

3.6.1. Destino de los depósitos

El sistema financiero nacional canaliza sus recursos a los diferentes sectores de la economía, diversificando su cartera y orientando sus créditos al sector comercial, de consumo, vivienda y microempresa.

Según la información presentada en el Tabla N°14, la cartera de crédito otorgada por el sistema financiero nacional a la microempresa ha crecido en promedio en los últimos 5 años en 38,9%, constituyéndose en el sector que más creció en este período. Para el 2005, la cartera de la microempresa era de USD 660 millones, que representó el 8,8% sobre el total de la cartera del sistema financiero nacional, mientras que para el 2010 pasó a USD 2.112 millones representando el 12,2%. Es importante señalar que para el año 2009 (año de crisis financiera internacional), la cartera comercial, consumo y microempresa obtuvieron un leve crecimiento respecto del 2008, y la de vivienda contrario a las anteriormente citadas, decreció en un 1,2%.

La cartera comercial creció, en promedio, un 16,1% en este período, constituyéndose, por tanto, en el sector que menos creció, pasando de representar el 50,3% en el 2005 del total de la cartera del sistema financiero nacional al 45% en el 2010.

La cartera de consumo ha crecido al 22,7%, en promedio, anual; también, su participación sobre el total de la cartera del sistema financiero aumentó, pasando del 29,2% en el 2005 al 32,2% en el 2010.

Por último, es de indicar que la cartera que más creció en promedio en este período es el de la microempresa con 38,9%, y su participación aumentó respecto del total de la cartera, pasando del 8,8% en el 2005, al 12,2% en el 2010.

En general, la cartera total creció en promedio 14,5%, lo que indica que el sistema financiero distribuyó una mayor cantidad de recursos a los sectores económicos, colocando en los distintos segmentos de negocios.

Tabla No.14
Destino de los depósitos del sistema financiero nacional
(en millones de dólares, tasas de crecimiento)

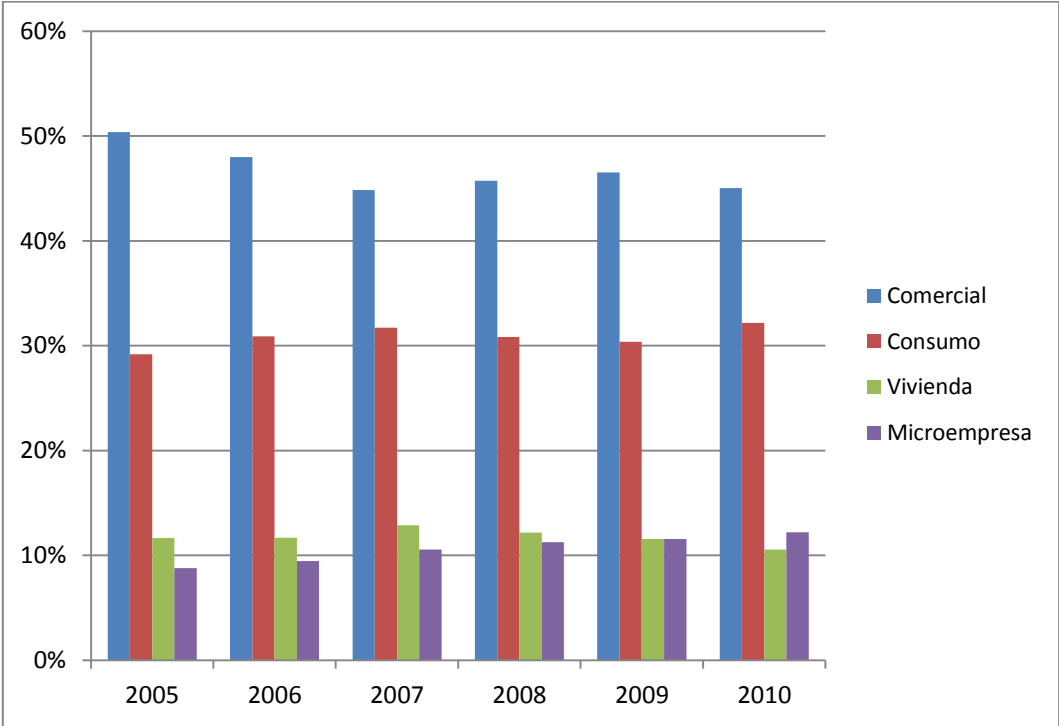
Segmento	2005	Tasa crecim. %	2006	Tasa crecim. %	2007	Tasa crecim. %	2008	Tasa crecim. %	2009	Tasa crecim. %	2010	Tasa crecim. %	Tasa crecim promedio %
Comercial	3.781	17,1	4.420	16,9	4.726	6,9	6.158	30,3	6.530	6,0	7.781	19,2	16,1
Consumo	2.190	31,8	2.845	29,9	3.342	17,5	4.152	24,2	4.265	2,7	5.559	30,3	22,7
Vivienda	875	27,3	1.077	23,2	1.356	25,9	1.641	21,0	1.622	-1,2	1.826	12,6	18,1
Microempresa	660	100,0	871	32,0	1.113	27,8	1.517	36,3	1.622	6,9	2.112	30,2	38,9
Total	7.506	-5,1	9.213	22,7	10.537	14,4	13.468	27,8	14.039	4,2	17.278	23,1	14,5

Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros – Memorias anuales

Elaboración: Flavio Garzón

En el gráfico N°6, se puede observar con mayor claridad la participación de la cartera en los distintos sectores, siendo el comercial el que tiene los más altos porcentajes y que oscilan entre el 45% y 50%. La cartera que corresponde al sector de consumo se mantienen entre el 29% y 32%, una cifra bastante significativa que permite interpretar que la sociedad ecuatoriana acude al sistema financiero para destinar los créditos recibidos al gasto en bienes y servicios, y que posiblemente muchos de ellos sean suntuarios. En cambio, sectores como el de vivienda y de la microempresa se mantienen en niveles bajos que no pasan más allá del 13%.

Gráfico N°6
Participación de la cartera por sectores
(expresado en porcentaje)



Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros
 Elaboración: Flavio Garzón

Es de indicar, que las categorías de clasificación del crédito utilizadas por la Superintendencia de Bancos (comerciales, consumo, vivienda y microempresas), no permiten reflejar el verdadero destino del crédito concedido por las entidades financieras públicas, calificándolos como créditos comerciales pero en realidad se destinan en su mayor parte al fomento de la producción (Salgado, 2010: 20).

3.6.2. Distribución de los depósitos

Entre los diferentes intermediarios financieros y de acuerdo a la línea de negocio a la que prestan sus servicios, la banca privada a diciembre del 2010, concentra el crédito en el comercio y consumo con el 45,6% y 32,8%, respectivamente; las cooperativas canalizan su crédito preferencialmente al consumo y a las microempresas con el 47,6% y 39,5%; las mutualistas se especializan en la concesión de créditos al consumo y la vivienda con 32,5% y 50,9%; las sociedades financieras otorgan créditos mayoritariamente al consumo con el

87,2%; y, la banca pública se ha especializado en el crédito comercial con el 85,3%. (Tabla N° 15).

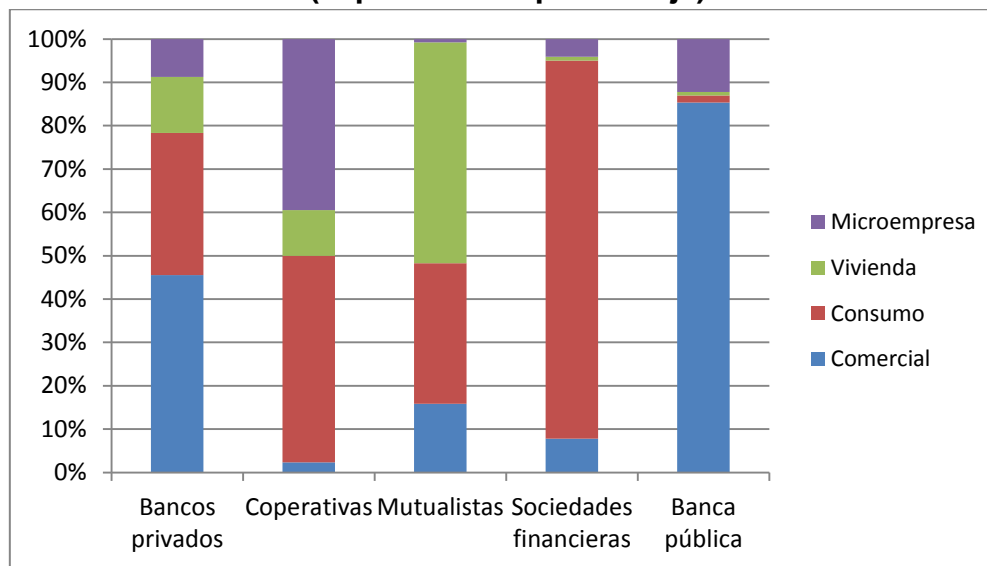
Tabla N°15
Distribución de la cartera por intermediario financiero y por destino a
diciembre 2010
(Expresado en porcentaje)

Segmento	Bancos privados	Cooperativas	Mutualistas	Sociedades financieras	Banca pública
Comercial	45,6	2,4	15,8	7,8	85,3
Consumo	32,8	47,6	32,5	87,2	1,6
Vivienda	12,9	10,6	50,9	0,9	0,8
Microempresa	8,8	39,5	0,8	4,1	12,2

Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros – Memorias anuales.
 Elaboración: Flavio Garzón.

En el Gráfico N°7, se observa la composición de la cartera por intermediario financiero y la forma como se distribuyen entre los distintos sectores según sea su destino. Claramente, se distingue la especialización de cada uno de ellos, tal cual lo manifestado en líneas anteriores.

Gráfico N°7
Distribución de la cartera por intermediario financiero y por destino a
diciembre 2010
(expresado en porcentaje)



Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros.
 Elaboración: Flavio Garzón.

3.7. Factores que intervienen en el racionamiento del crédito

Existen algunas razones detrás de la demanda de créditos, las cuales se pueden agrupar en dos: una, destinada al consumo y, la otra, tiene como objetivo la producción. Las primeras, se utilizan para consumo de bienes en sí y las segundas en los sectores productivos y en inversión. Sin embargo, no todos tienen acceso al crédito en el sistema formal, por lo que acuden al sector informal como alternativa para conseguir los recursos y poder cubrir sus necesidades.

El comportamiento en la entrega de créditos debe basarse en el análisis de factores tanto de oferta como de demanda crediticia. Entre estos factores, están: la capacidad de préstamo de las entidades financieras, la capacidad de pago de los clientes, las exigencias sobre garantías, las necesidades de respaldos en el extranjero o las expectativas resultantes de la evolución de las variables macroeconómicas.

En el Tabla N°16 se presentan datos relacionados con la liquidez del sistema financiero ecuatoriano, que resulta de la relación entre los fondos disponibles y el total de depósitos a corto plazo. Se observa que en todos los años, la banca pública goza de una alta liquidez, en promedio alcanza el 59,3%; seguido por las sociedades financieras con el 50% y luego la banca privada con el 32%, con niveles menores las mutualistas y las cooperativas.

En el 2010, se nota un decrecimiento en los niveles de liquidez de las instituciones del SFN, respecto del año 2009, con excepción de las cooperativas, que presentan un crecimiento del 1,9%. La banca privada, en el año 2009, presenta el mayor nivel de liquidez que el resto de los años analizados, con el 35,2%.

Con las cifras presentadas, se puede decir que la disponibilidad de recursos del SFN para otorgar créditos es considerable muy buena. Sin embargo, es preciso recalcar que si son canalizados vía crédito, éstos se los concederá a plazos menores a 1 año, debido a la composición o estructura del indicador analizado.

Tabla N°16
Índice de liquidez del Sistema Financiero Nacional
(Expresado en porcentaje)

Intermediario Financiero	2005	Tasa crecim.	2006	Tasa crecim.	2007	Tasa crecim.	2008	Tasa crecim.	2009	Tasa crecim.	2010	Tasa crecim.	Prome dio
Banca privada	31,3	-	27,0	-14,0	32,2	19,5	33,5	4,1	35,2	5,0	32,4	-8,0	32,0
Mutualistas	15,7	-	14,4	-8,3	17,4	20,8	21,9	26,3	17,6	-19,8	12,4	-29,4	16,6
Cooperativas	16,4	-	17,5	6,2	17,3	-1,0	18,6	7,9	21,3	14,0	21,7	1,9	18,8
Sociedades financieras	49,9	-	58,9	18,1	60,2	2,3	42,8	-28,9	48,3	12,8	40,1	-17,0	50,0
Banca pública	52,7	-	37,1	-29,6	84,9	128,7	62,8	-26,0	75,5	20,2	43,0	-43,0	59,3

Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros – Memorias anuales.
Elaboración: Flavio Garzón.

Sobre el tema de garantías, en nuestro país, las instituciones financieras tienen limitaciones para entregar créditos, debido a que en la LGISF en su Art. 72, se señala la prohibición a las instituciones del SFN de realizar operaciones activas y contingentes con personas naturales o jurídicas, por una suma que exceda en conjunto, el 10% de su patrimonio técnico. Límite que puede elevarse al 20%, siempre y cuando, lo que excede del 10% corresponde a obligaciones con garantía de bancos nacionales o extranjeros de reconocida solvencia y que no puede ser inferior al 140% de la obligación. Tampoco, puede exceder del 200% del patrimonio del sujeto de crédito, salvo que existan garantías que cubran, en lo que se exceda, por lo menos el 120%.

Dos variables muy importantes a considerar en el proceso crediticio es la morosidad y la medición del riesgo, que han tenido una evolución considerable a pesar de los esfuerzos y la posición cautelosa de las instituciones crediticias y de los organismos de control. Adicionalmente, se encuentran las evaluaciones ex post del riesgo, la institucionalidad que afectan a los contratos de crédito, el riesgo moral y la selección adversa asociada a la asimetría de la información (Carvajal, 2005, p. 2).

En el período 2005 - 2010, la morosidad en el sistema financiero (ver Tabla N°17) ha ido disminuyendo año tras año, con excepción del año 2009, en el que se aprecia un aumento de la morosidad, siendo la banca pública y las sociedades financieras las que registran los niveles más altos, con el 8,7% y 5,7%, respectivamente. La banca privada presenta los menores niveles, con el 2,9%. Recordemos que en este año, se presenta la crisis financiera mundial y que puede ser una de las razones para este incremento.

Para el 2010, nuevamente los índices vuelven a bajar. Sin embargo, la tendencia es la misma, respecto de los niveles más altos de morosidad, la que se presenta en todos los años en la banca pública, y los menores niveles de morosidad en la banca privada, excepto en el año 2005, en que el menor nivel de morosidad se presenta en las mutualistas.

Tabla N°17
Morosidad de la cartera por tipo de institución financiera
(expresado en porcentaje)

Período	Bancos privados	Cooperativas	Mutualistas	Sociedades financieras	Banca pública
2005	4,9	4,8	4,7	6,5	10,4
2006	3,3	4,0	5,1	7,4	8,0
2007	2,9	3,7	4,2	7,0	7,3
2008	2,5	3,8	4,9	5,4	7,8
2009	2,9	4,2	3,8	5,7	8,7
2010	2,3	3,1	3,3	4,6	7,5

Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros - Memorias anuales
Elaboración: Flavio Garzón

Analizando los niveles de morosidad por segmento o línea de negocio (Tabla N°18), se observa en términos generales una sostenida tendencia a la baja en el año 2010, respecto del 2009. Así, para la banca pública, la banca privada y las cooperativas, la morosidad en

todas las líneas de negocio disminuye, y no sucede lo mismo para mutualistas y sociedades financieras que, para el primer caso, la morosidad aumenta para el segmento de vivienda, pasando de 3,18% en el 2009, a 3,54% en el 2010; mientras que para el microcrédito sube de 6,88% en el 2009 a 8,49% en el 2010.

Para las sociedades financieras, la morosidad para el segmento de la vivienda fue de 3,51% en el año 2009, para el año 2010 sube a 10,86%. Esto significa un incremento del 209%; igualmente para el segmento de microcrédito, de 6,57% en el año 2009 sube a 7,73% en el año 2010, es decir un incremento del 18%.

Tabla N°18
Morosidad de la cartera del sistema financiero nacional por segmento
(en porcentajes)

Segmento	Banca pública					
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Comercial	10,1	7,37	6,5	6,1	6,71	7,79
Consumo	8,77	11,85	18,4	18,46	20,15	12,65
Vivienda	48,61	25,77	19,93	21,7	11,56	4,46
Microcrédito	90,47	6,65	10,88	22,38	33,71	5,02
	Banca privada					
Comercial	5,52	2,79	2,28	1,76	2,25	1,53
Consumo	4,39	4,47	4,11	3,79	4,18	3,44
Vivienda	1,59	1,38	1,29	1,16	1,55	1,48
Microcrédito	7,43	5,39	4,28	4,42	3,82	2,63
	Cooperativas					
Comercial	6,76	8,54	3,71	2,91	4,86	2,29
Consumo	4,54	3,36	3,24	3,37	3,43	2,48
Vivienda	2,14	1,82	1,91	2,16	2,56	1,98
Microcrédito	5,89	5,06	4,65	4,73	5,31	4,18
	Mutualistas					
Comercial	1,78	1,56	1,93	3,91	2,62	2,6
Consumo	8,43	8,76	7,88	7,09	6,39	3,22
Vivienda	4,4	5,13	4,09	4,46	3,18	3,54
Microcrédito	19,38	9,09	21,56	7,16	6,88	8,49
	Sociedades Financieras					
Comercial	5,92	8,86	5,81	4,77	5,44	4,29
Consumo	6,53	7,16	6,77	5,46	5,65	4,41
Vivienda	2,73	3,31	3,81	4,15	3,51	10,86
Microcrédito	11	9,88	15,64	7,9	6,57	7,73

Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros

Elaboración: Flavio Garzón

En el análisis realizado, se considera la calificación de la cartera del SFN, lo cual puede ser un indicativo de los niveles de morosidad. En el Tabla N°19, si bien se aprecia que más del 90% de la cartera del sistema tiene calificación A, se nota también que el porcentaje de participación dentro de esta categoría, cada vez es mayor; en el año 2005, el 91,3% tenía calificación A, pasando para el año 2010, al 95,5%.

Tabla N°19
Calificación de la cartera del SFN
(en porcentajes)

	A	B	C	D	E	Total
2.005	7.876	341	147	75	189	8.628
% del total	91,3	3,9	1,7	0,9	2,2	100,0
2.006	9.720	315	184	59	149	10.427
% del total	93,2	3,0	1,8	0,6	1,4	100,0
2.007	11.065	337	151	60	128	11.742
% del total	94,2	2,9	1,3	0,5	1,1	100,0
2.008	13.987	382	157	74	157	14.757
% del total	94,8	2,6	1,1	0,5	1,1	100,0
2.009	14.434	347	197	112	216	15.304
% del total	94,3	2,3	1,3	0,7	1,4	100,0
2.010	18.116	319	187	120	227	18.968
% del total	95,5	1,7	1,0	0,6	1,2	100,0

Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros – Series estadísticas
Elaboración: Flavio Garzón

Otro factor que afecta la oferta de crédito tiene que ver con la expectativa de rentabilidad de las instituciones, que guarda relación con los perfiles de riesgo de las entidades financieras.

También se menciona como un factor limitante en la oferta crediticia, aquella que tiene que ver con las decisiones de las instituciones para colocar sus inversiones en el exterior, lo cual es previsible si se considera que las mismas, tienden a salvaguardar los intereses de los clientes ante potenciales retiros masivos de dinero en el corto plazo y considerando que no existe en el país, el prestamista de última instancia.

Las expectativas sobre la actividad económica del país, constituye otro factor que limita o promueve la oferta y la demanda de crédito, según sean las expectativas favorables o desfavorables sobre el desarrollo de la economía.

Los determinantes del crédito tienen estrecha relación con aquellos factores que desde el punto de vista microeconómico deberían influenciar en el nivel de tasas de interés y con la demanda de crédito existente en el mercado, por lo que es importante avanzar en la instauración de tasas de interés que respondan a los diversos segmentos del mercado así como en la identificación de políticas que favorezcan la competitividad externa de los sectores del país y reduzcan los efectos de una caída de la actividad económica por intermedio de políticas anti-cíclicas (Carvajal, 2005, p. 3).

Los bancos únicamente pueden crear el dinero que les es demandado y que tenga el suficiente respaldo legal, técnico y financiero.. Su creación está limitada por las necesidades de liquidez de los agentes no financieros, necesidades que pueden ser altas en períodos de fuerte actividad económica y bajas en períodos de menor actividad económica. El crédito bancario es, sistemáticamente, insuficiente para cubrir el déficit de financiamiento de las empresas, pues se sabe que los bancos crean sus propios recursos, y el punto en cuestión es conocer qué impide a los bancos, tener una oferta infinita de crédito.

La liquidez y la rentabilidad son dos condiciones fundamentales para la oferta de crédito bancario. Los factores que influyen negativamente sobre ellas, constituyen factores

limitativos en la oferta. Estos factores pueden ser de diferente tipo. Así, por un lado, la toma en cuenta del riesgo de crédito y de la asimetría de la información conduce a los bancos, en tanto que, agentes que buscan maximizar sus beneficios, a seguir un comportamiento de racionamiento de crédito; por otro lado, la política monetaria, que busca controlar la inflación, limita la liquidez bancaria (Velásquez, s.f.).

Los gobiernos, a través de la autoridad monetaria intervienen en el mercado financiero a fin de mantener el control de la masa monetaria, buscando el equilibrio monetario, ya que se constituye en el garante de la estabilidad de los precios; así como también pretende controlar el crédito bancario, para el cumplimiento de las metas macroeconómicas.

En el país, el instrumento que pretende controlar la cantidad de dinero en circulación de los bancos es el encaje legal, que no es otra cosa que obligar a los bancos a mantener cierta cantidad de dinero obligatoriamente en una cuenta no remunerada del Banco Central, de los depósitos y captaciones que reciben, que generalmente se la expresa en una tasa porcentual. Desde marzo 4 del 2009, según Regulación N° 178-2009 se establece un encaje único para todos los depósitos y captaciones realizados por los bancos y demás instituciones del sistema financiero privado del 2%, mientras que para las instituciones del sector público se establece un encaje legal único del 4% para todos los depósitos y captaciones en dólares.

En el Tabla N°20 se detallan las diferentes tasas referenciales para los distintos segmentos al mes de diciembre de cada año, así como las tasas máximas establecidas para cada segmento. Se puede ver que las tasas efectivas a diciembre del 2010, comparadas con las tasas del 2009, disminuyeron en todos los segmentos, a excepción de la tasa del segmento productivo Pymes que pasó de 11,28% en el año 2009, a 11,30% en el año 2010. En todos los casos, la tasa efectiva es menor a la tasa máxima fijada por el Banco Central del Ecuador.

Tabla N°20
Tasas de interés activas referenciales y máximas a diciembre de cada año

Tasa activa efectiva referencial para el segmento:	2007	2008	2009	2010
	%	%	%	%
Productivo corporativo	10,72	9,14	9,19	8,68
Productivo empresarial	-	11,13	9,90	9,54
Productivo Pymes	13,15	15,76	11,28	11,30
Consumo	18,00	18,55	17,94	15,94
Vivienda	12,13	10,87	11,15	10,38
Microcrédito acumulado ampliado	23,50	22,91	23,29	23,11
Microcrédito acumulado simple	31,55	29,16	27,78	25,37
Microcrédito minorista	41,47	31,84	30,54	29,04

Tasa activa efectiva máxima para el segmento:	2007	2008	2009	2010
	%	%	%	%
Productivo corporativo	12,28	9,33	9,33	9,33
Productivo empresarial	-	11,83	10,21	10,21
Productivo Pymes	16,60	16,30	11,83	11,83
Consumo	22,45	21,24	18,92	16,30
Vivienda	14,04	11,33	11,33	11,33
Microcrédito acumulado ampliado	30,85	25,50	25,50	25,50
Microcrédito acumulado simple	49,81	33,30	33,30	27,50
Microcrédito minorista	48,21	33,90	33,90	30,50

Fuente: Banco Central del Ecuador.

Elaboración: Flavio Garzón.

En el Tabla N°21 se detallan las tasas pasivas efectivas referenciales para los años 2008 – 2010.

Tabla N°21
Tasas de interés pasivas efectivas referenciales por plazo

Plazo	2008	2009	2010
	%	%	%
De 30 -60 días	4,44	4,61	3,41
De 61 -90 días	4,63	5,11	3,69
De 91 -120 días	5,64	5,66	4,44
De 121 -180 días	6,10	5,95	5,17
De 181 -360 días	6,05	6,58	5,74
De 361 días y más	6,18	7,32	6,48

Fuente: Banco Central del Ecuador

Elaboración: Flavio Garzón

De lo expuesto en este capítulo, se puede resumir, que el sistema financiero nacional ha experimentado resultados positivos, a pesar de la crisis financiera presentada en el año 2008. Las consecuencias de dicha crisis, particularmente se sintieron en el año 2009, con la restricción en el acceso al crédito, lo que llevó al Gobierno a tomar ciertas medidas para contrarrestar la falta de liquidez, mediante la inyección de recursos a la economía, a través de la banca pública.

Las instituciones del SFN aumentaron sus activos considerablemente, con un crecimiento promedio en el período 2005 – 2010 del 17,6%. Igualmente, los niveles de depósitos del público fueron aumentando constantemente, aunque la mayoría de ellos siguen siendo depósitos a la vista, lo que influye en los plazos de los créditos otorgados a los clientes.

Se presenta una alta concentración de los depósitos en la banca privada, que en promedio representan el 82% del total del SFN, lo que constituye un riesgo para la economía del país, por la alta vulnerabilidad a la que está sujeto el sistema. Sin embargo de esto, las instituciones financieras presentaron niveles de liquidez importantes, lo que permite canalizarlo al sector productivo y de consumo, vía crédito.

Existe una especialización de los intermediarios financieros en la entrega del crédito, el que se destina a los sectores comerciales, de consumo, vivienda y microcrédito. Así por ejemplo; la banca privada concentra el crédito en el comercio y en el consumo, las mutualistas destinan mayoritariamente el crédito al consumo y la vivienda, la banca pública canaliza sus recursos al comercio.

Finalmente, se puede indicar que el SFN durante los años analizados, gozó de la confianza del público, lo cual se traduce en mayores oportunidades para el crecimiento económico del sistema y del país.

Capítulo IV: El mercado de valores en el Ecuador

4.1. El mercado de valores

Mercado de valores es el segmento del mercado de capitales que utilizando los mecanismos previstos en la Ley, permite que los intervinientes negocien valores, para canalizar eficientemente el ahorro del público al sector productivo.¹²

Por tanto, el mercado de valores es el lugar donde se movilizan recursos económicos, principalmente a mediano y largo plazo, desde los ahorristas hacia los distintos sectores productivos. En este mercado participan dos variables fundamentales para la actividad económica y su crecimiento: el ahorro y la inversión.

El mercado de valores se constituye en el medio, por el cual las organizaciones públicas y privadas demandan y ofertan recursos económicos, a través de documentos denominados títulos valor. La negociación la realizan los agentes intermediarios en las bolsas de valores, bajo normas especiales, que promueven el desarrollo de un mercado libre y organizado.

“El mercado de valores opera bajo ciertos principios básicos, que son:

- 1) Obtención eficiente y directa de recursos;
- 2) Disponibilidad de información veraz, completa y oportuna para la toma de decisiones;
- 3) Transparencia y precio justo de los valores, como resultado de una intermediación competitiva, ordenada, equitativa y continua”. (Intendencia de Mercado de Valores, 2011, p. 5)

4.2. Aspectos generales

En el Ecuador, el mercado financiero está compuesto por el mercado monetario y el mercado de capitales, en donde se negocian activos financieros de corto plazo que tienen gran liquidez en el primero, y activos financieros de mediano y largo plazo ligados a procesos de estructuración de activos de mayor permanencia en el segundo.

De acuerdo a la naturaleza de los activos financieros que se negocian en el mercado financiero, intervienen, por un lado, el mercado de las instituciones financieras que canalizan los recursos vía intermediación indirecta a través de procesos de ahorro, crédito e inversión; y, por otro lado el mercado bursátil que canaliza los recursos a través de intermediación directa.

En el país existe un mercado de capitales incipiente que ha determinado que los sectores empresariales generalmente realicen sus actividades dependiendo básicamente del financiamiento del sistema bancario, a través de créditos de corto plazo y con costos elevados, lo cual limita su propio desarrollo y afecta al desarrollo del mercado de capitales.

¹² Reglamento General de la Ley de Mercado de Valores, Art. 1.

En el Ecuador, el mercado de valores es pequeño y poco desarrollado, únicamente existen bolsas de valores en Quito y Guayaquil, las mismas que actúan independientemente, y no están ligadas o vinculadas entre sí. Sin embargo, mediante resolución N°CNV-001-2010 del 30 de marzo de 2010, se resolvió disponer que se implemente como único sistema de negociación de valores inscritos y no inscritos, tanto del sector público como del privado, el sistema transaccional denominado SEB, dentro de un plazo de sesenta días, plazo que fue suspendido mediante resolución CNV-002-2010 del 31 de mayo del 2010.

La principal función del mercado de valores es el de canalizar los recursos financieros a actividades productivas de mediano y largo plazo, a través de la negociación de títulos valor. Entre los valores que generalmente se negocian se encuentran las acciones, los bonos, las obligaciones y los títulos valor emitidos por titularizaciones, en condiciones similares para oferentes y demandantes.

Las instituciones encargadas de regular y controlar el mercado de valores son el Consejo Nacional de Valores y la Superintendencia de Compañías.

4.2.1. Clasificación del mercado de valores

El mercado de valores se clasifica según el orden de las transacciones y según su organización:

1) Según el orden de las transacciones se clasifican en:

Mercado primario: Es aquel en el cual se negocian valores de renta fija o variable por primera vez y que se realiza mediante subasta, concurso público o se negocia directamente.

Mercado secundario: Es aquel en el cual los valores ya emitidos y vendidos en el mercado primario son manejados simultáneamente por compradores y vendedores y cuyas operaciones se las realiza de forma directa o a través de intermediarios financieros a un precio dado. Es decir, son negociaciones que se realizan con posterioridad a la primera colocación.

Como se aprecia en el Tabla N°22, las negociaciones bursátiles se las realiza en mayor proporción en el mercado primario, esto significa que son valores emitidos y negociados por vez primera. En el año 2005 se negociaron en total USD 3.497 millones, para el año 2007 las negociaciones bursátiles disminuyeron en 28%, pasando de USD 4.862 millones en el año 2006 a USD 3.510 millones en el año 2007, diferencia ésta que ocurre básicamente por una drástica caída en las negociaciones de certificados de tesorería que, para el año 2006 fueron de USD 1.119 millones, mientras que para el año 2007, apenas se negociaron USD. 46 millones (ver anexos A y B).

Analizando las cifras existentes para el período 2005 – 2010, se observa que en el año 2009 se alcanzó el valor más alto de las transacciones bursátiles, con un total de USD 6.427 millones. Es importante mencionar que para este año, el país se vió afectado por la crisis financiera mundial, y el crédito de la banca privada se restringió, por ende existió menor capacidad de los sectores productivos para financiar sus actividades por este medio; razón por la cual, las empresas optaron por acudir al mercado de valores en busca de

financiamiento. Para este año, se negociaron acciones y certificados de depósito por un valor de USD 3.075 millones, mientras que para el año 2008, en estos títulos valor la cifra alcanzó los USD 2.210 millones; es decir, una diferencia de USD 865 millones (ver anexos C y D). En promedio, en los años analizados, se negociaron USD 4.759 millones de dólares.

Tabla N°22
Negociaciones bursátiles a nivel nacional por tipo de papel según el mercado
(en millones de dólares)

Mercado	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Primario	2.400	3.644	2.685	4.429	4.529	4.468
Secundario	1.097	1.218	825	736	1.898	625
Total	3.497	4.862	3.510	5.165	6.427	5.093

Fuente: Superintendencia de Compañías

Elaboración: Flavio Garzón

2) Según su organización el mercado de valores se clasifica en:

Mercado bursátil: Está conformado por ofertas, demandas y negociaciones de valores inscritos en el Registro del mercado de valores y en las bolsas de valores, realizadas en éstas por los intermediarios, debidamente autorizados.

Mercado extrabursátil: Es el que se lo realiza fuera de las bolsas de valores, con la intervención de intermediarios de valores autorizados e inversionistas institucionales, que deben estar inscritos en el Registro del Mercado de Valores.

Mercado privado: Se caracteriza porque las negociaciones se llevan a cabo directamente entre compradores y vendedores sin intervención de intermediarios de valores o inversionistas institucionales, sobre valores no inscritos en el Registro del mercado de valores o que aun estando inscritos, sean productos de transferencias de acciones originadas en fusiones, escisiones, herencias, legados, donaciones y liquidaciones de sociedades conyugales o de hecho y otras especificadas en la Ley de Mercado de Valores (Intendencia de Mercado de Valores, 2011, p. 10).

4.3. Los valores y su clasificación

4.3.1. Concepto de valor

Según la Ley de Mercado de Valores, se considera valor al derecho o conjunto de derechos de contenido esencialmente económico, negociables en el mercado de valores, incluyendo entre otros, acciones, obligaciones, bonos, cédulas, cuotas de fondos de inversión colectivos, contratos de negociación a futuro o a término, permutas financieras, opciones de compra o venta, valores de contenido crediticio de participación y mixto que provengan de procesos de titularización y otros que determine el Consejo Nacional de Valores (CNV).¹³

¹³ Ley de Mercado de Valores, Art. 2

De acuerdo a este concepto, se puede decir que los valores no son otra cosa que títulos emitidos por personas jurídicas para ofrecerlos en el mercado de valores a un precio dado y con ello alcanzar recursos financieros que permitan financiar sus actividades productivas.

Igualmente, estos valores se convierten en una opción para el inversionista que desea obtener una ganancia o rendimiento al invertir su capital. Quien adquiere un valor se convierte en poseedor de un crédito a favor y, por otro lado, quien lo emite se convierte en deudor y es quien debe cumplir con el respectivo pago.

4.3.2. Clasificación

Los valores pueden clasificarse de diferentes maneras, entre las cuales tenemos las siguientes:

De acuerdo al tipo de renta:

- 1) **Valores de renta fija:** Son aquellos valores sujetos a una tasa de interés nominal fija, es decir, existe un compromiso de pago a la fecha de vencimiento del mismo. Su rentabilidad se determina por el valor de los intereses en función de la tasa establecida o por el valor del descuento o premio que se obtenga en el precio de negociación en el mercado.

Dentro de estos valores existen títulos de corto plazo y de largo plazo.

Entre los valores de corto plazo (1 - 360 días) y que devengan intereses se encuentran (Bolsa de Valores de Quito, s.f., p. 85).

- Pagarés.
- Pólizas de acumulación.
- Certificados de depósitos.
- Certificados de inversión.
- Certificados de ahorro.
- Certificados financieros.
- Papel comercial.

Entre los valores de corto plazo (1 – 360 días) sin intereses, es decir valores a descuento están los siguientes:

- Cupones.
- Letras de cambio.
- Cartas de crédito doméstico.
- Aceptaciones bancarias.
- Certificados de tesorería.
- Títulos del Banco Central.

Entre los valores de largo plazo (más de 360 días) están:

- Cédulas hipotecarias.
- Bonos del Estado.

- Obligaciones.
- Valores producto de procesos de titularización.

2) Valores de renta variable: Son aquellos valores cuyo rendimiento no se lo puede conocer en el momento de la transacción, sino que está dado por las tendencias del mercado accionario y de la solidez financiera del emisor; por tanto, no dependen de una tasa de interés. Quienes adquieren estos valores, se convierten en socios. Es decir, su naturaleza es de carácter patrimonial. Dentro de éstos, están los siguientes:

- Acciones.
- Cuotas de participación.
- Valores producto de procesos de titularización.

Como se observa en el Tabla N°23, en el mercado de valores predominan los títulos que ofrecen rendimientos con tasas fijas, esto tiene sentido si se considera que los emisores prefieren emitir obligaciones que les permite conocer su costo de financiamiento y evitar cualquier “sorpresa” a futuro en la economía ecuatoriana.

Los valores negociados durante los años analizados, se advierte que, han aumentado año tras año con excepción del 2007, en el que se negociaron USD 1.352 millones menos que el año 2006. Igualmente sucede en el año 2010 cuando se ve una disminución del valor total negociado en USD 1.333 millones respecto del año 2009, que, por cierto, es el año en el que se registra el valor más alto negociado de todos los años que abarca el presente estudio (ver anexos E y F). Esta situación posiblemente originada por la crisis internacional que afectó al país y que limitó las líneas de crédito a las empresas por parte de las instituciones financieras, los bancos prefirieron manejarse cautelosamente, por lo que existió una situación de restricción crediticia y, a su vez, obligó a las empresas a buscar nuevas fuentes de financiamiento.

Tabla N°23
Negociaciones bursátiles a nivel nacional por tipo de renta
(en millones de dólares)

Tipo de renta	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Fija	3.353	4.553	3.218	4.987	5.071	4.965
Variable	144	309	292	178	1.356	129
Total	3.497	4.862	3.510	5.165	6.427	5.094

Fuente: Superintendencia de Compañías
Elaboración: Flavio Garzón

De acuerdo al emisor:

a) Valores emitidos por el sector público: Son valores de deuda emitidos por instituciones del sector público. Entre estos tipos de valores se encuentran:

- Bonos del Estado
- Títulos del Banco Central (TBC)
- Certificados de tesorería

- Certificados de inversión (CFN)

b) Valores emitidos por el sector privado: Son valores de deuda emitidos por personas de derecho privado. Entre los principales, se mencionan los siguientes:

- Acciones.
- Aceptaciones bancarias.
- Cédulas hipotecarias.
- Certificados de depósito.
- Certificados de ahorro.
- Certificados financieros.
- Cupones.
- Obligaciones.
- Pagarés.
- Papel comercial.
- Pólizas de acumulación.
- Valores producto de procesos de titularización.

En el Tabla N°24, se aprecia la evolución de este tipo de negociaciones.

Para los años 2005 y 2010, tanto el sector público como el privado mantienen cierta similitud en cuanto a negociaciones realizadas con USD 1.700 millones en el primer caso y USD 2.000 millones para el segundo. En el año 2006, la participación del sector público representa el 52% del total negociado, y, es el único año en que supera al sector privado.

El sector público ha venido aumentando su participación en las negociaciones bursátiles, pasando de USD 912 millones en el 2008, a USD 1.766 millones en el 2009 y, a USD 2.224 millones en el 2010; valores éstos que representan el 18%, 35% y 45%; caso contrario sucede con el sector privado que mas bien ha venido disminuyendo su participación, pasando de USD 4.064 millones en el 2008 a USD 3.304 millones en el 2009 y, a USD 2.741 millones en el 2010; lo que expresado en porcentaje significa el 82%, 65% y 55%, respectivamente.

La mayor participación del sector público se debe a un incremento en las negociaciones de certificados de tesorería y en bonos del Estado (ver anexos 5 - 6); así, por ejemplo, en el 2009 se negoció un monto de USD 1.008 millones en certificados de tesorería, contra ningún valor en el 2008. Igualmente para el año 2010, en bonos del Estado se negociaron USD 1.167 millones, cifra que duplica a la del año 2009, que fue de USD 569 millones.

Tabla N°24
Negociaciones bursátiles por sector y porcentaje de participación
(en millones de dólares)

Sector	2005	%	2006	%	2007	%	2008	%	2009	%	2010	%
Público	1.725	49%	2.374	52%	1.015	32%	912	18%	1.766	35%	2.224	45%
Privado	1.771	51%	2.180	48%	2.203	68%	4.064	82%	3.304	65%	2.741	55%
Total	3.496	100%	4.554	100%	3.218	100%	4.976	100%	5.070	100%	4.965	100%

Fuente: Superintendencia de Compañías.
 Elaboración: Flavio Garzón.

De acuerdo a su naturaleza

- a) Valores de participación:** Son aquellos en los cuales los tenedores de éstos tienen participación en un patrimonio específico. En el caso de las acciones, sus portadores son socios, es decir partícipes del capital social de una sociedad anónima emisora de valores. Otro caso, es el de los valores representativos en cuotas de participación en los fondos de inversión cuyo tenedor de dichos valores, se convierte en dueño de una parte del patrimonio.
- b) Valores de contenido crediticio:** Son aquellos que constituyen una obligación para el emisor, en donde el tenedor del título es acreedor del emisor, de acuerdo con el número de valores que posee. En este caso, el tenedor es el prestamista de la empresa y adquiere el derecho de percibir la restitución del capital invertido más el rendimiento financiero correspondiente (Intendencia de Mercado de Valores, 2011, p. 11).

De acuerdo a la designación o no del titular

- a) Valores al portador:** Estos valores no están expedidos a favor de persona alguna, en este caso el tenedor material de los valores es dueño de los mismos y su simple tenencia produce el efecto de legitimar al poseedor.
- b) Valores a la orden:** Son aquellos que son expedidos a favor de una persona específica, en los cuales consta expresamente el término “a la orden”; son susceptibles de transferencia mediante endoso, con la correspondiente cancelación del respectivo valor.
- c) Valores nominativos:** En estos expresamente se consigna el nombre de su respectivo titular, con lo que se personaliza a su propietario; se obliga a que el tenedor sea inscrito en el registro que debe llevar el emisor. Por tanto, únicamente se reconoce como propietario a quien consta en el correspondiente valor, así como en el respectivo documento de registro (Intendencia de Mercado de Valores, 2011, p. 12).

Estos valores pueden transferirse mediante endoso, pero se requiere la inscripción del nuevo titular en el registro del emisor.

4.4. Oferta pública de valores

La oferta pública de valores, no es otra cosa que la presentación de valores al público en general, con el fin de negociarlos en el mercado de valores. Existen dos clases de oferta pública que son:

- 1) Oferta pública primaria de valores: Es aquella que se realiza con el fin de negociar valores por primera vez en el mercado.
- 2) Oferta pública secundaria de valores: Es aquella que se efectúa con el fin de negociar valores emitidos y colocados previamente en oferta pública primaria.

En la LMV, se establecen los requisitos para poder realizar oferta pública de valores, que son los siguientes:

- 1) Los valores que representan deuda o son productos de procesos de titularización, deben tener calificación de riesgo.
- 2) Estar inscritos en el Registro de Mercado de Valores, tanto el emisor como los valores a ser emitidos por éste.
- 3) Haber puesto en circulación un prospecto de oferta pública, que debe ser aprobado por la Superintendencia de Compañías.

La oferta pública, es el documento que contiene información general sobre la emisión, los valores emitidos y el emisor, con el propósito de que los inversionistas se formen un juicio y puedan tomar decisiones de inversión.

4.5. Estructura del mercado de valores

4.5.1. Normativa

La primera Ley de Mercado de Valores fue publicada en el Registro Oficial N°199 de 28 de mayo de 1993, mediante la cual se adecuó el marco regulatorio del mercado de capitales, con el objetivo de incentivar el desarrollo de este mercado. Con la promulgación de esta Ley, al interior de las bolsas de valores comenzaron a formarse las casas de valores, así como también se crearon nuevas figuras jurídicas como las administradoras de fondos, calificadoras de riesgo, titularización, fideicomisos, fondos de inversión y fondos colectivos.

En esta ley se creó el Registro Nacional de Valores a cargo de la Superintendencia de Compañías, en el que obligatoriamente deben inscribirse todos los entes que deseen intervenir en dicho mercado.

También se creó la figura jurídica de los depósitos centralizados de compensación y liquidación para los valores negociados, la oferta pública de valores y el Consejo Nacional de Valores como el organismo encargado de dictar la política general del mercado de valores y que regula su funcionamiento (Intendencia de Mercado de Valores, 2011, p. 14).

Debido a que esta Ley presentó algunos vacíos u omisiones que limitó el desarrollo del mercado de valores, se procedió a elaborar una nueva Ley, la que fue aprobada y publicada en el Registro Oficial 367 del 23 de julio de 1998, la que tuvo los siguientes propósitos:

- Otorgar mayor transparencia del mercado y protección a los inversionistas.
- Dotar de normas legales para la creación y utilización de mecanismos de impulso al mercado de valores como la bursatilización (titularización).
- Brindar al país y al mercado nacional nuevos mecanismos e instrumentos que, contando con una mayor liquidez, dinamicen los distintos sectores de interés social como: construcción, vialidad, salud (Banco Mundial, 2002, p. 19).

En la nueva Ley se dejaron los aspectos positivos de la misma y se incluyeron nuevos conceptos como aquel de la titularización que posibilita convertir activos improductivos en fuente de recursos, también permite a las instituciones públicas acceder a la figura del fideicomiso, es así como la Corporación Financiera Nacional recibe la facultad de ser fiduciario como una actividad adicional a las que por mandato de la Ley las tiene (Intendencia de Mercado de Valores, 2011, p. 15).

En esta investigación, esta ley será descrita más adelante en forma resumida y citando sus aspectos fundamentales. Sin embargo, como anticipo a lo que se expondrá, se puede mencionar que esta ley tiene como objetivo promover un mercado organizado, eficaz y transparente en el que la intermediación de valores sea ordenada, competitiva y equitativa.

Establece nuevas responsabilidades a las Intendencias de mercados de valores de Quito y Guayaquil, ya que no solo deben controlar sino también promocionar el desarrollo del mercado de valores en el país.

4.5.2. Regulación y supervisión

4.5.3. Consejo Nacional de Valores (CNV): Es quien regula el mercado de valores en el Ecuador. Es el encargado de dictar la política general del mercado de valores y está adscrito a la Superintendencia de Compañías.

El CNV está integrado por siete miembros: cuatro del sector público y tres del privado y está presidido por el Superintendente de Compañías. Las decisiones se adoptan con al menos cinco de sus miembros.

Entre las atribuciones más importantes señaladas en el Artículo 9 de la LMV están:

- Impulsar el desarrollo del mercado de valores
- Promocionar la apertura de capitales y de financiamiento a través del mercado de valores.
- Establecer los parámetros, índices, relaciones y demás normas de solvencia y prudencia financiera y control para las entidades reguladas en esta Ley.
- Expedir normas complementarias a la Ley del Mercado de Valores.
- Establecer normas de control y de constitución de resguardos para los emisores.
- Regular la oferta pública de valores, estableciendo los requisitos mínimos que deben tener los valores que se oferten públicamente, así como el procedimiento para que la información difundida al público, revele adecuadamente la situación financiera de los emisores.
- Regular los procesos de titularización, su oferta pública y la información que debe contener para difundir al público.

- Autorizar las actividades conexas de las bolsas de valores, casas de valores, administradoras de fondos y fideicomisos; y, calificadoras de riesgo, necesarias para el desarrollo del mercado de valores.

4.5.3.1. Superintendencia de Compañías: Es una institución técnica y autónoma, creada en principio para vigilar y controlar la organización, actividades, funcionamiento, disolución y liquidación de las compañías, sustentada en la Ley de Compañías. Luego, también asumió funciones de regulación, vigilancia y control del mercado de valores. En resumen, es la encargada de aplicar la Ley de mercado de valores y la Ley de compañías.

En el artículo 10 de la LMV, se establecen las siguientes atribuciones y funciones:

- Ejecutar la política general del mercado de valores, dictada por el CNV.
- Inspeccionar a las compañías, entidades y demás personas que intervienen en el mercado de valores.
- Requerir o suministrar directa o indirectamente, información pública.
- Conocer y sancionar en primera instancia, las infracciones a la Ley.
- Autorizar, suspender y cancelar la oferta pública de valores, según sea el caso.
- Autorizar el funcionamiento en el mercado de valores de: bolsas de valores, casas de valores, compañías calificadoras de riesgo, depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores, administradoras de fondos y fideicomisos, auditoras externas y demás partícipes del mercado de valores.
- Organizar y mantener el registro de Mercado de Valores.

A través de la Intendencia del Mercado de Valores, controla y promueve el desarrollo del mercado de valores, realizando propuestas y políticas de cambio en todo lo relacionado con aspectos legales y reglamentarios, también ejerciendo una estricta supervisión, apoyo técnico y una adecuada capacitación a las personas que participan en el mercado de valores (Intendencia de Mercado de Valores, 2011, p. 8).

Los objetivos de la Superintendencia de Compañías en el mercado de valores, se pueden resumir en los siguientes:

- a) Promover un mercado de valores organizado, eficaz y transparente, donde la intermediación de valores sea competitiva, ordenada, equitativa y continua.
- b) Lograr que los intereses de los participantes en el mercado de valores se encuentren protegidos de conformidad con la Ley;
- c) Lograr que la negociación de valores se lo realice con integridad y ética.

En la estructura de la Superintendencia de Compañías, se encuentran algunas dependencias y departamentos que por sus actividades coadyuvan al control y desarrollo del mercado de valores como el Registro de Mercado de Valores y la Intendencia del Mercado de Valores.

4.5.3.2. Registro de Mercado de Valores: Es el lugar en el que se inscribe la información pública de los emisores y los valores, así como también, cualquier otra institución participante del mercado de valores.

La LMV en el artículo 18, señala que se deben inscribir:

- 1) Los valores que sean objeto de oferta pública y sus emisores;
- 2) Las bolsas de valores y sus reglamentos de operación;
- 3) Las casas de valores y sus reglamentos de operación;
- 4) Los operadores de las casas de valores;
- 5) Los operadores que actúen a nombre de los inversionistas institucionales;
- 6) Los depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores, y sus reglamentos internos y de operación;
- 7) Los fondos de inversión, sus reglamentos internos y contratos de incorporación;
- 8) Las cuotas emitidas por los fondos de inversión colectivos;
- 9) Los valores producto del proceso de titularización;
- 10) Las administradoras de fondos de inversión y fideicomisos y sus reglamentos de operación;
- 11) Los contratos de fideicomiso mercantil y de encargos fiduciarios;
- 12) Las calificadoras de riesgo, su comité de calificación, su reglamento interno y, procedimiento técnico de calificación;
- 13) Las compañías de auditoría externa que participen en el mercado de valores; y,
- 14) Los demás entes, valores o entidades que determine el CNV.

4.5.3.3. Intendencia del Mercado de Valores: Es la dependencia de la Superintendencia de Compañías que se encarga de ejecutar la política formulada por el CNV, existen Intendencias en Quito y Guayaquil; cada una de ellas, son responsables de estructurar el marco jurídico e institucional del mercado de valores.

Sus actividades, están orientadas a controlar y asesorar a todos los partícipes del mercado, para esto, cuentan con departamentos técnicos en los que se soportan, tales como:

- Control
- Autorización y registro
- Normatividad
- Investigación y desarrollo
- Jurídico
- Estudio de mercado de valores

Entre las funciones de la Intendencia del Mercado de Valores determinadas en la LMV, están las siguientes:

- Velar por los intereses de los participantes del mercado de valores.
- Controlar y regular el mercado de valores.
- Elaborar, proponer y ejecutar programas de acción que permitan el desarrollo del mercado de valores.
- Actuar como consultor y asesor técnico del Gobierno y otras entidades partícipes del mercado de valores.
- Puede solicitar información a los participantes del mercado de valores, para realizar sus actividades de control.

- Evaluar, informar y recomendar cambios a la Superintendencia de Compañías y por su intermedio al CNV, respecto de la organización, situación administrativa y financiera, gestión y operaciones de los participantes en el mercado de valores.

4.5.4. Participantes

El mercado de valores, para que funcione adecuadamente, necesita de la participación de varios actores, que permitan garantizar las actividades realizadas en este. Así, se describe de manera general, los siguientes:

- a) Entidades de apoyo: Son aquellas instituciones que soportan el funcionamiento del mercado como: calificadoras de riesgo, auditoras, agentes pagadores, estructuradores y representantes de obligacionistas.
- b) Intermediarios: Son aquellos que actúan en el mercado de valores entre oferentes y demandantes, estando autorizadas para este propósito únicamente, las casa de valores.
- c) Las bolsas de valores: Se constituyen en el mercado público en el que actúa la oferta y la demanda de valores en condiciones de equidad, transparencia, seguridad y precios justos.
- d) Liquidadores de valores: La liquidación de valores la realiza el depósito centralizado de compensación y liquidación de valores, que se encarga de recibir en depósito, valores para su custodia, administración, compensación y liquidación, mediante el sistema de registros contables denominados “anotación en cuenta”. En el país, existe una sola compañía para realizar estas funciones y es DECEVALE S.A (Intendencia de Mercado de Valores, 2011, p. 23).
- e) Emisores: Son todos aquellos que asisten al mercado de valores para negociar valores entre los inversionistas. Pueden ser públicos (Municipios, Consejos Provinciales, etc.) o privados (compañías anónimas, limitadas, fideicomisos, fondos colectivos)
- f) Inversionistas: Son todas aquellas personas naturales o jurídicas, poseedoras de capital, dispuestas a colocarlo en el mercado. Pueden ser inversionistas privados, públicos, extranjeros y administradoras de fondos.

4.6. Bolsas de valores

Según la LMV, las bolsas de valores son corporaciones civiles sin fines de lucro, autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías, que tienen por objeto brindar a sus miembros los servicios y mecanismos requeridos para la negociación de valores.¹⁴

Las bolsas de valores se constituyen con un patrimonio mínimo de USD 788.670 y por al menos 10 miembros, que pueden ser las casas de valores autorizadas por la Superintendencia de Compañías.

El organismo máximo lo constituye la Asamblea General integrada por todos sus miembros y es quien elige un Directorio; al mismo, le corresponde coadyuvar al desarrollo del mercado bursátil, fijar las políticas institucionales, controlar y sancionar a sus miembros.

¹⁴ Ley de Mercado de Valores, Artículo 44.

Tienen como obligaciones, fomentar un mercado integrado, competitivo y transparente; expedir certificaciones respecto a precios, montos y volúmenes de operaciones efectuadas en bolsa y registrar a los operadores de bolsa, emisores y valores inscritos.

4.7. Casas de valores

Actúan como agentes de intermediación, son compañías autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías. Se constituyen con un capital mínimo pagado de USD 105.156.

Las casas de valores deben cumplir con los parámetros, índices, relaciones y demás normas de solvencia y prudencia financiera que expida el CNV.

Entre las principales facultades que tienen las casas de valores, están las siguientes:

- Administrar carteras de valores o dineros para invertirlos en instrumentos del mercado de valores, de acuerdo con las instrucciones de sus comitentes.
- Adquirir o enajenar valores por cuenta propia.
- Realizar operaciones de suscripción (underwriting) con personas jurídicas, privadas y fondos colectivos.
- Dar asesoría e información en materia de intermediación de valores, finanzas, estructuración de portafolio de valores, adquisiciones, fusiones, escisiones u otras operaciones en el mercado de valores y promover fuentes de financiamiento.
- Efectuar actividades de estabilización de precios únicamente durante la oferta pública primaria de valores.
- Realizar operaciones de reporto bursátil.¹⁵

De otra parte, las casas de valores están prohibidas de realizar actividades de intermediación financiera y captación de fondos, realizar actividades propias de las administradoras de fondos y fideicomisos, negociar valores no inscritos en el Registro del mercado de valores (RMV) y garantizar rendimientos o asumir pérdidas de sus comitentes.

En el año 2005, existían 34 casas de valores, de las cuales 20 estaban localizadas en Quito y 14 en Guayaquil. Para el año 2010, el total de casa de valores aumentó a 36, específicamente en Quito se pasó de 14 a 16.

4.8. Administradoras de fondos y fideicomisos

Las administradoras de fondos y fideicomisos, son compañías especializadas en administrar los recursos financieros (capitales) y colocarlos en el mercado, en las mejores condiciones que este ofrezca. La LMV en el artículo 98, establece las funciones que pueden realizar y que son:

- Administrar fondos de inversión.
- Administrar negocios fiduciarios.
- Actuar como emisores de procesos de titularización.
- Representar fondos internacionales de inversión.

¹⁵ Ley de Mercado de Valores, Artículo 58.

Entre sus responsabilidades, las administradoras de fondos deben prestar servicios administrativos a cada uno de los fondos, según lo requieran. Deben realizar servicios de cobranza, pagos, presentar informes periódicos sobre la situación financiera y contar con personal técnico que permita una buena administración, entre otros.

No pueden utilizar los recursos de los fondos para obtener beneficios particulares; esto es, que beneficien a sus administradores o persona alguna vinculada a la compañía administradora. Tampoco pueden mezclar los activos de un fondo con el de otro.

Las administradoras de fondos, están obligadas a administrar prudentemente los bienes transferidos en fideicomiso mercantil, rendir cuentas al constituyente o beneficiario e informar a la Superintendencia de Compañías con la periodicidad que el CNV determina.

Las administradoras de fondos vigentes en el registro de mercado de valores en el año 2005 fueron 28; 12 en Quito y 16 en Guayaquil. En el año 2010, aumentaron a 31, el incremento se presentó en Quito, pasando de 12 a 15.

4.9. Calificadoras de riesgo

Las calificadoras de riesgo son sociedades anónimas o de responsabilidad limitada que son autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías, y tienen por objeto principal calificar el riesgo de los valores y emisores. Se constituyen con un capital pagado de USD 39.433,50.¹⁶

Entre las facultades que tienen las calificadoras de riesgo, están las siguientes:

- a) Calificar el riesgo de los emisores y de los valores autorizados;
- b) Explotar su tecnología.

Las calificadoras de riesgo, una vez que realizan un análisis técnico – financiero del emisor, dan a conocer al mercado y público en general su opinión sobre la solvencia y la capacidad para cumplir sus obligaciones provenientes de la emisión de valores.

Se debe entender que la calificación de una emisión, no significa una recomendación para comprar o vender títulos, sino más bien, es una opinión de un ente especializado; de tal manera que, se constituya para el inversionista en el factor de sustento para tomar la decisión de invertir.

Las calificadoras de riesgo, deben realizar un seguimiento periódico a las calificaciones otorgadas, para lo cual pueden requerir la información indispensable para realizar los análisis respectivos. Aquella información que no es pública, debe considerarla como reservada y confidencial.

En el país, a Diciembre 2010, existen 6 empresas calificadoras de riesgo, de las cuales 5 operan en Quito y 1 en Guayaquil.

¹⁶ Ley de Mercado de Valores, Artículo 176.

4.10. Depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores

Depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores son las compañías anónimas autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías para recibir en depósito, valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores, se encargan de su custodia y conservación y brindan los servicios de liquidación y registro de transferencias de los mismos y, operan como cámara de compensación de valores. Para constituirse deben tener como mínimo un capital inicial pagado de USD 262.890, a la fecha de apertura de la cuenta de integración del capital.¹⁷

Los depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores, de acuerdo a la LMV, artículo 62, están autorizados a realizar, entre las principales, las siguientes operaciones:

- Recibir depósitos de valores inscritos en el Registro de Mercado de Valores y encargarse de su custodia y conservación hasta restituir a quien corresponda.
- Llevar a nombre de los emisores los registros de acciones, obligaciones y otros valores, los libros de acciones y accionistas de las sociedades que inscriban sus acciones en la bolsa y, efectuar el registro de transferencias, así como la liquidación y compensación de los valores depositados.
- Recibir de los entes partícipes del mercado de valores, información sobre los nombres y apellidos o razones sociales, según sea el caso, de las personas a las que pertenecen los valores depositados, para lo cual debe abrir una cuenta a nombre de cada depositante.
- Presentar a pago o aceptación los valores que le sean entregados para el efecto y levantar protestos por falta de aceptación o de pago de los mismos.
- Unificar los valores del mismo género y emisión que reciba de sus depositantes, en uno solo que represente, la totalidad de esos valores depositados.

DECEVALE S.A. es la única compañía autorizada por la Superintendencia de Compañías para cumplir con esta función.

Con la creación y funcionamiento de los depósitos centralizados de compensación, se elimina el riesgo de pérdida física o deterioro del título valor, facilita el registro de cualquier cambio en los títulos valor, disminuye costos al eliminar la emisión física, facilita y agiliza las negociaciones en el mercado.

4.11. Fideicomiso mercantil

Partiendo del concepto de fideicomiso, se dice que, es el acto jurídico por el cual una persona natural o jurídica (constituyente), transfiere determinados bienes a otra (fiduciario), para un fin determinado y a favor de un tercero (beneficiario).

¹⁷ Ley de Mercado de Valores, Artículo 60.

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

El patrimonio autónomo está compuesto por todos los bienes transferidos por el constituyente, a favor del fiduciario. Se denomina también fideicomiso mercantil, porque representa un conjunto de derechos y obligaciones afectados a una finalidad y constituido como efecto jurídico de un contrato, es decir, tiene personería jurídica. No puede ser considerado como una sociedad civil o mercantil.

Es de señalar, que los bienes del fideicomiso mercantil no pueden ser embargados, ni sujetos a medida precauteladora o preventiva alguna por los acreedores del constituyente, ni por el beneficiario.

Cada fideicomiso mercantil tiene una denominación específica, señalada por el constituyente en el contrato, para distinguirlo de otros. Así mismo, cabe recalcar que cada fideicomiso mercantil tiene su propio patrimonio autónomo.

El fideicomiso mercantil, de acuerdo a la finalidad para la cual fue creado, se clasifica en:

- a) **Fideicomiso Mercantil de Garantía:** Que tiene como finalidad utilizar los bienes objeto del contrato y que conforman el patrimonio autónomo, para garantizar el cumplimiento de las obligaciones contraídas por parte del constituyente en favor del beneficiario.
- b) **Fideicomiso Mercantil de Administración:** Es aquel en el cual se contempla mediante contrato, la transferencia de bienes y/o dinero con el fin de conformar un patrimonio autónomo para ser entregado a la Fiduciaria para su administración, de acuerdo a las instrucciones establecidas por los constituyentes.
- c) **Fideicomiso Mercantil de Inversión:** Es aquel en el cual los constituyentes entregan una cantidad de dinero a la Fiduciaria con el fin de invertirlos, de acuerdo al mandato encomendado por dichos constituyentes. Es en el contrato de constitución, en el cual se establecen las políticas de inversión y que la Fiduciaria está obligada a cumplirlas.

4.12. La Titularización

Titularización es el proceso mediante el cual se emiten valores susceptibles de ser colocados y negociados libremente a través del mercado bursátil, emitidos con cargo a un patrimonio autónomo.¹⁸

La titularización es una alternativa de financiamiento, ya que las empresas pueden conseguir sus recursos mediante la transferencia de sus activos, los mismos que pasan a constituir un patrimonio autónomo, mediante el contrato de fiducia mercantil, para finalmente proceder a emitir títulos y negociarlos en el mercado de valores. Los mecanismos para realizar una titularización son únicamente a través de fondos colectivos de inversión o fideicomisos mercantiles.

Las partes que intervienen en un proceso de titularización son: el originador, el agente de manejo, un patrimonio de propósito exclusivo, los inversionistas y un comité de vigilancia; cada uno de los cuales, se explicarán más adelante por separado y con mayor detalle.

Se pueden desarrollar procesos de titularización a partir de los activos que una empresa tiene, o espera tenerlos. Con el propósito de otorgar mayor seguridad a los procesos de titularización, se recomienda realizarlos con activos de fácil comercialización y de bajo riesgo. Se puede titularizar activos que no tengan limitaciones al dominio, prohibiciones de enajenación, condiciones suspensivas o resolutorias ni tener pendiente de pago, impuesto, tasa o contribución alguna.

Según el Artículo 143 de la Ley, constituyen activos susceptibles de titularización los siguientes:

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

Con el propósito de otorgar a los procesos de titularización, la seguridad necesaria y que sean atractivos para el inversionista, en la Ley del Mercado de Valores, artículo 150, se determinan los diversos mecanismos de garantía, según sean las características propias de cada proceso, que se deben constituir. Cada proceso, debe tener por lo menos uno de los mecanismos de garantía descritos a continuación:

Subordinación de la emisión.- Consiste en que el originador o terceros debidamente informados, suscriben una proporción de los valores emitidos, a la cual, se tienen que imputar los siniestros o faltantes de activos hasta su agotamiento. De otro lado, a la proporción colocada entre el público se tiene que cancelar prioritariamente los respectivos intereses y el capital.

¹⁸ Ley de Mercado de Valores, Art. 138

Sobrecolateralización.- Es aquel monto de los activos que se destinan al fiduciario, excede al valor de los valores emitidos en forma tal que permita cubrir el índice de siniestralidad, a la proporción excedente, se imputan los siniestros o faltantes de activos. El CNV, es quien fija mediante norma de carácter general, los parámetros para la determinación del índice de siniestralidad.

Exceso de flujo de fondos.- Es el flujo de fondos generado por los activos titularizados que tiene que ser superior a los derechos reconocidos en los valores emitidos, con el propósito de formar un depósito de garantía, y, en caso de que se produzcan desviaciones o distorsiones en el flujo, el agente de manejo pueda liquidar total o parcialmente el depósito, a fin de obtener los recursos necesarios para cumplir con los derechos de los inversionistas.

Sustitución de activos.- Consiste en la sustitución de los activos que han producido desviaciones o distorsiones en el flujo, por otros activos de igual o mejores características. Los activos sustitutos deben ser provistos por el originador e incorporados al patrimonio de propósito exclusivo, debiéndosele transferir a cambio, los activos sustituidos.

Contratos de apertura de crédito.- Son los que dispone el originador a favor del patrimonio de propósito exclusivo, de líneas de crédito para atender necesidades de liquidez de dicho patrimonio, las cuales deben ser atendidas por una institución del sistema financiero a solicitud del agente de manejo, quien en representación del patrimonio de propósito exclusivo puede tomar la decisión de reconstituir el flujo con base en el crédito.

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

Garantía bancaria o póliza de seguro.- Consiste en contratar garantías bancarias o pólizas de seguros, las cuales pueden ser ejecutadas por el agente de manejo en caso de producirse el siniestro garantizado o asegurado y, con ello, cumplir total o parcialmente con los derechos de los inversionistas.

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

Si La titularización corresponde a flujos de fondos en general, la LMV establece que el fiduciario debe cumplir las normas especiales que se describen a continuación:

- i. Establecer matemática, estadística o actuarialmente los flujos futuros que se proyecta, sean generados por los activos o proyectos objeto de titularización;
- ii. Emitir valores hasta por el monto autorizado por el CNV;
- iii. Determinar el índice de desviación de flujos;
- iv. Constituir al menos uno de los mecanismos de garantía previstos en la Ley, de modo tal que cubra el índice de desviación de flujos en el porcentaje determinado por el CNV, calculado de conformidad con las normas de carácter general que el referido organismo determine;
- v. Debe contar con dos avalúos practicados sobre los activos objeto de titularización, y, realizados por empresas de reconocida experiencia en la materia, los cuales tienen que

ser realizados dentro de los seis meses anteriores a la fecha de iniciación del proceso de titularización;

- vi. Obtener un certificado del registro de propiedad correspondiente, en el que conste que sobre los activos no pesa ningún gravamen;
- vii. Presentar estudios económicos y técnicos sobre la generación de los flujos futuros proyectados y el estudio de factibilidad correspondiente, según las características propias de los activos o proyectos;
- viii. Determinar el punto de equilibrio para iniciar el proceso de titularización, y cuyas características deben constar en el reglamento de gestión; y,

La emisión de títulos con cargo a flujos en general, pueden efectuarse por la totalidad o por un segmento del respectivo flujo; en este último caso, la emisión puede hacerse hasta por el monto que fija el CNV, para el segmento correspondiente.¹⁹

4.13. El financiamiento en el mercado de valores

En el Ecuador existen pocas empresas que pueden acceder a líneas de crédito del exterior y con tasas mucho más convenientes que las locales; el resto de las empresas acude a buscar financiamiento interno, y para ello recurre a dos fuentes: a las que ofrecen las diversas instituciones del sistema financiero nacional y, a las que pueden conseguir en el mercado de valores.

Las empresas pueden encontrar diferentes opciones para conseguir financiamiento en el mercado de valores y con ello realizar sus actividades y ejecutar sus proyectos tendientes a incrementar su eficiencia productiva.

Entre los principales mecanismos utilizados por las empresas para conseguir recursos frescos, se mencionan los siguientes:

a) Emisión y oferta pública de acciones: Las empresas pueden emitir acciones para negociarlas en el mercado de valores y con ello pueden incrementar su patrimonio, mientras que el inversionista; es decir, el que adquiere las acciones se convierte en accionista de la empresa emisora.

b) Emisión y oferta pública de deuda: Pueden ser de diferentes tipos como son:

- **La emisión de obligaciones:** Consiste en que una empresa privada o pública debidamente inscrita en el Registro del Mercado de Valores, emite papeles de deuda a un plazo y tasa de rendimiento determinado y ofrece al público en el mercado de valores.
- **La emisión de obligaciones convertibles en acciones:** Conceden al titular o tenedor del título, el derecho mas no la obligación, de transformar estos títulos de deuda en acciones, según se estipule en la escritura de emisión, cambiando su condición de acreedor por la de accionista.
- **La emisión de obligaciones de corto plazo o papel comercial:** El plazo de la emisión va entre 1 a 359 días y cuentan con programas de emisión de carácter revolvente (Intendencia de Mercado de Valores, 2011, pp. 26-27).

¹⁹ Ley de Mercado de Valores, Art.156

c) Titularización: Es la transformación de activos en valores negociables en el mercado para obtener liquidez.

d) Fondos colectivos: Es un patrimonio común constituido por los aportes de los inversionistas en un proceso de oferta pública. Este patrimonio está dividido en cuotas de participación que pueden negociarse en bolsa.

En el Tabla N°25 se muestra la emisión de valores autorizados en el período 2005 -2010, en el mismo que se puede apreciar un comportamiento bastante irregular; se observa que para el año 2007 disminuyen las emisiones autorizadas totales a USD 288 millones respecto del año 2006 que fueron de USD 871 millones, es decir hay un decrecimiento del 67%. En los años posteriores existe un incremento de los valores emitidos, donde el mayor crecimiento se observa en el año 2008, alcanzando un total de USD 921 millones; es decir, se incrementó en aproximadamente en 220% respecto del año anterior. Para el año 2009, el total de valores autorizados a emitir alcanzó los USD 1.157 millones y para el 2010 los USD 1.581 millones de dólares.

De otro lado, para el año 2005 la emisión de obligaciones fueron de USD 107 millones, lo que representa una participación del 23% del total emitido en el año, que fue de USD 468 millones; en papel comercial se emitieron USD 237 millones, que representan el 51% del total emitido, luego se tiene la emisión de titularizaciones con un valor de USD 119 millones equivalente al 25% y la emisión de acciones apenas fue de USD 5 millones, lo cual significa una mínima participación con apenas el 1%.

En el año 2006, la emisión de papel comercial alcanza una cifra importante sobre el monto total autorizado que fue de USD 396 millones y que representa el 45% del total emitido en este año, para los dos años siguientes volver a disminuir su participación con apenas USD 2 y USD 40 millones.

En los dos últimos años, los valores emitidos han crecido hasta llegar en el 2010 a los USD 1.581 millones, de los cuales USD 292 millones corresponden a emisión de obligaciones que representan el 18%; en papel comercial se emitieron USD 706 millones que corresponden a una participación del 45%; el monto en titularizaciones fue de USD 583 millones que representan el 37%; y, en acciones, el valor emitido apenas fue de USD 0.15 millones, esto es el 0,01%.

En general se puede señalar que la emisión de acciones tiene muy poca participación en el mercado de valores, cuyos montos no son significativos por lo que se puede interpretar tal vez como una decisión de las empresas a no querer cambiar su estructura propietaria.

De otro lado, se observa que en los últimos tres años 2008, 2009 y 2010, existe inclinación hacia los procesos de titularización, los mismos que han alcanzado en promedio en los años indicados los USD 538 millones. Lo mismo sucede con la emisión de papel comercial, que en los dos últimos años, 2009 y 2010, se autorizaron emisiones por USD 1.065 millones, con un crecimiento importante en el año 2010, pasando de USD 359 millones en el 2009 a USD 706 millones en el 2010, es decir, creció en 97%.

Tabla N°25
Emisión de valores autorizados a nivel nacional
(en millones de dólares)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Obligaciones	107.300	131.105	85.000	277.400	296.298	291.700
Papel comercial	237.000	396.000	2.000	40.250	359.000	706.000
Acciones	4.910	578	372	56.073	16.835	150
Titularización	119.030	343.917	201.111	548.367	485.400	582.835
Total	468.240	871.600	288.483	922.090	1.157.533	1.580.685

Fuentes: Superintendencia de Compañías.
 Elaboración: Flavio Garzón.

De lo expuesto en este capítulo, se concluye que para el buen funcionamiento del Mercado de Valores, los diversos actores que intervienen en el mismo, deben sujetarse a la normativa existente en la Ley del Mercado de Valores y su Reglamento, de tal manera que, todas las actividades realizadas en éste, sean transparentes, ordenadas, sistemáticas y seguras.

El Mercado de Valores en el país, se puede decir que ha adquirido mayor dinamismo, a la luz de la información obtenida y presentada en este capítulo. Las negociaciones bursátiles a nivel nacional han experimentado un crecimiento importante año a año, lo que demuestra la mayor aceptación del público en general, de acudir a este mercado para conseguir o colocar sus recursos financieros.

En la Ley de Mercado de Valores, se establece con claridad las funciones de cada participante del mercado; así como también, se describe la normatividad bajo la cual, se pueden realizar procesos de titularización.

Capítulo V: La titularización de flujos en el Ecuador

5.1. Tipos de titularización

En el país existen diferentes tipos de titularizaciones, entre los que se pueden mencionar los siguientes:

Titularización de cartera: Consiste en la venta de la cartera a los inversionistas que han colocado los intermediarios financieros. Vender una cartera significa ceder los derechos al pago del principal y de los rendimientos a los inversionistas que la compran.

Este proceso únicamente se puede realizar con carteras de la misma clase y de acuerdo a resolución del CNV, el monto máximo de la emisión no debe superar el cien por ciento del capital insoluto de la cartera transferida al patrimonio autónomo, a la fecha de transferencia de la cartera, y tiene que realizarse previamente a la autorización de la oferta pública.

El monto total de la emisión lo determina el originador, el mismo que debe constar en la solicitud de autorización del proceso y de la oferta pública. Es permitido establecer procesos de emisión y colocación por tramos, dentro de un plazo de oferta pública de dieciocho meses calendario.

No se puede solicitar autorización y emisión de un tramo sin que previamente se haya colocado la totalidad de la emisión del tramo anterior.

Titularización de inmuebles: La titularización de inmuebles consiste en transferir por parte del originador uno o varios bienes inmuebles de baja rotación, a un patrimonio autónomo, con cargo al cual la sociedad fiduciaria emite los títulos.

Para este tipo de titularización, el valor de la emisión no puede exceder el noventa por ciento del valor presente de los flujos futuros proyectados que generará el inmueble, durante el plazo de la emisión, descontados a una tasa que no podrá ser inferior a la tasa activa referencial señalada por el Banco Central del Ecuador, para la semana inmediata anterior a aquella en la cual se efectúe el cálculo correspondiente.²⁰

Titularización de Proyectos Inmobiliarios: Consiste en la emisión de títulos mixtos o de participación que incorporen derechos, alícuotas o porcentuales sobre un patrimonio de propósito exclusivo constituido con un bien inmueble.

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

El monto de la emisión, determinada por el CNV, no debe exceder el cien por ciento del presupuesto total del proyecto inmobiliario, incluidos aquellos asociados con el desarrollo del proceso de titularización o del avalúo del inmueble.

²⁰ CNV, Resolución N° CNV-008-32006, Art. 5. Pág. 74.

Titularización de Flujos de Fondos en General: Son procesos de titularización que se realizan a partir de la transferencia de bienes o de activos que existen o que son previsibles de existir, generadores de flujos futuros de fondos determinables con base en información histórica de al menos los últimos tres años y en proyecciones por el plazo y la vigencia de los valores por emitirse.

a) Procesos de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que existen: Consiste en transferir al patrimonio de propósito exclusivo, por parte del originador, la propiedad de un bien o activo existente al momento de dicha transferencia, y, que es generador de flujos futuros, que puede ser realizable o vendible, de ser necesario durante el proceso de titularización.

El monto de la emisión no puede ser superior al 90% del valor presente de los flujos proyectados de acuerdo al presupuesto o estudio que se presente durante el plazo de emisión, descontados a una tasa que no debe ser inferior a la tasa activa efectiva referencial del segmento productivo corporativo, señalada por el Banco Central del Ecuador, para la semana inmediata anterior a la semana en la cual se efectúe el cálculo correspondiente.²¹

b) Procesos de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que son previsibles de que existan: El originador transfiere al patrimonio de propósito exclusivo, derechos de cobro sobre flujos futuros de fondos determinables. Para ello, se debe acreditar documentadamente la relación jurídica en virtud de la cual el originador tiene el derecho de cobro sobre los flujos futuros de fondos, o la relación comercial en virtud de la cual se proyectaron los flujos futuros.

El monto de la emisión no debe superar el 50% del valor presente de los flujos proyectados, descontados a una tasa no inferior a la tasa activa efectiva referencial para el segmento productivo corporativo señalada por el Banco Central del Ecuador, para la semana inmediata anterior a la semana en la cual se realizó el cálculo correspondiente. La tasa resultante del cálculo tendrá vigencia de hasta treinta días. De igual manera, el monto de la emisión no debe exceder del 80% de los activos libres de gravamen del originador o de la garantía real constituida, según el caso.²²

Se determina el valor de los activos libres de gravamen del originador, disminuyendo de los activos de la empresa: los activos diferidos, los que se encuentren en litigio, los que tengan prohibición de enajenar, reserva de dominio y el monto no redimido de cada proceso de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se esperan que existan, en los que haya actuado como originador y garante, así como los derechos fiduciarios de fideicomisos en garantía, en los cuales el originador sea el constituyente y beneficiario.

Cuando el originador es una entidad del sector público, no se considera para el cálculo del valor de la emisión, el ochenta por ciento de los activos libres de gravamen del originador o de la garantía real constituida.

²¹ CNV. Resolución N° CNV-008-32006, Art. 5. Pág. 74

²² CNV. Resolución N° CNV-008-32006, Art. 5. Pág. 75

5.2. Participantes en una titularización

Para que un proceso de titularización pueda ser implementado, es necesario e imprescindible contar con la intervención de distintos actores, entre los cuales, se mencionan los siguientes:

Originador: Es quien compromete la propiedad del activo a fin de posibilitar la emisión de los títulos que serán negociados en el mercado a los inversionistas y será el que reciba los fondos que se obtengan de su venta o colocación.

Agente de manejo o fiduciario: Es la persona jurídica debidamente facultada por la Ley para actuar como fiduciario mercantil, quien en representación del fideicomiso mercantil constituido con el propósito exclusivo de llevar adelante el proceso titularizador, recibe los activos y emite los valores que representan el activo titularizado, con cargo al patrimonio autónomo que administra. En el Ecuador, según la Ley de Mercado de Valores, artículos 139 y 140, los mecanismos para llevar a cabo los procesos de titularización son el fideicomiso mercantil y los fondos colectivos de inversión.

Los agentes de manejo, que pueden administrar uno o más patrimonios autónomos y se constituyen en los representantes legales de cada uno de estos, están llamados a velar por los intereses de los patrimonios que administran.

Estructurador del proceso: En la práctica, el proceso de titularización exige un estructurador financiero y un estructurador legal, quienes deben realizar los estudios matemáticos, jurídicos, diseñar las características financieras y análisis de riesgo, entre otros, para viabilizar el proceso.

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

Inversionistas: Son los propietarios del capital que adquieren activos e invierten en valores emitidos como consecuencia de procesos de titularización. Pueden ser inversionistas, personas naturales o jurídicas, públicas, privadas o mixtas, nacionales o extranjeras, fondos de inversión o fideicomisos mercantiles.

Comité de vigilancia: Está compuesto por lo menos por tres miembros, elegidos por los tenedores de títulos, no relacionados al agente de manejo. No pueden ser elegidos como miembros del mencionado comité, los tenedores de títulos que pertenecen a empresas vinculadas al agente de manejo.

Dicho Comité, tiene que informar a la Asamblea de tenedores, sobre su labor y las conclusiones obtenidas. Cuando en su labor, detecta el incumplimiento de las normas que

rigen al fideicomiso mercantil, debe informar a la Superintendencia de Compañías, de acuerdo con las normas que para el efecto establece el Consejo Nacional de Valores.²³

Calificadora de riesgo: Es la entidad especializada en determinar el riesgo de los títulos a negociarse en el mercado de valores; además, tiene que realizar un seguimiento a la calificación mediante un análisis de la información financiera del emisor, así como cualquier otra información que creyere pertinente y que no está a disposición del público pero que resulta indispensable para la misma.

Por ley, todos los valores que se emiten como consecuencia de procesos de titularización, deben contar con al menos una calificación de riesgo por una calificadora de riesgo legalmente autorizada.

Los valores provenientes de procesos de titularizaciones tienen las siguientes categorías de calificación:

Tabla N° 26
Categorías de calificación de valores en titularizaciones

Categoría	Descripción
AAA	Corresponde al patrimonio autónomo , que tiene excelente capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en el contrato de emisión.
AA	Corresponde al patrimonio autónomo , que tiene muy buena capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en el contrato de emisión.
A	Corresponde al patrimonio autónomo , que tiene buena capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en el contrato de emisión.
B	Corresponde al patrimonio autónomo , que tiene capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en el contrato de emisión.
C	Corresponde al patrimonio autónomo , que tiene mínima capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en el contrato de emisión.
D	Corresponde al patrimonio autónomo , que casi no tiene capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en el contrato de emisión.
E	Corresponde al patrimonio autónomo , que no tiene capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en el contrato de emisión.

Fuente: Consejo Nacional de Valores
Elaboración: Flavio Garzón

Adicionalmente, éstas categorías pueden incluir signos más (+) o menos (-), que indican que las calificaciones pueden subir a su inmediata superior o disminuir a su inmediata inferior, respectivamente.

²³ Ley del Mercado de Valores, Art. 152

Custodio: Es la entidad encargada de resguardar los títulos valor, lo puede realizar un banco o una empresa autorizada a cumplir con este servicio.

Bolsa de valores: Es la entidad que posee la infraestructura y presta los servicios necesarios para la negociación de los valores objeto de la titularización en el mercado, dándole transparencia y publicidad al proceso en beneficio de los inversionistas.

Entidades de control: Son las entidades responsables de fiscalizar el desarrollo del proceso, así como también tienen a su cargo el control de los participantes. En el país, las entidades que cumplen esta función son: la Superintendencia de Bancos y la Superintendencia de Compañías.

Agente pagador: Esta función la puede realizar la propia fiduciaria o una institución financiera sujeta al control de la Superintendencia de Bancos y es la encargada de realizar los pagos a los tenedores de los títulos.

El underwriter: Aunque no es un elemento indispensable en un proceso de titularización, normalmente forma parte de estos; y, es aquella entidad facultada por la ley que por la firma de un contrato, denominado de **underwriting**, conviene en adquirir una parte o la totalidad de una emisión de valores o garantiza su colocación o venta en el mercado. En el país, pueden actuar bajo esta figura, las casas de valores, los bancos, las sociedades financieras y la Corporación Financiera Nacional (González, s.f.).

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

Los activos a titularizarse deben estar libres de cualquier litigio, embargo o problema legal, de tal forma que se pueda disponer de ellos en cualquier momento.

De acuerdo a la Ley de Mercado de Valores, según el Art. 143, constituyen activos susceptibles de titularización los siguientes:

- a) Valores representativos de deuda pública;
- b) Valores inscritos en el registro del mercado de valores;
- c) Cartera de crédito;
- d) Activos y proyectos inmobiliarios; y,
- e) Activos o proyectos susceptibles de generar flujos futuros determinables con base en estadísticas de los últimos tres años o en proyecciones de por lo menos tres años consecutivos, según corresponda.

Así entonces, se pueden titularizar todos los activos que sean capaces de generar autónomamente flujos de fondos, que permitan sustentabilidad en el tiempo, por ejemplo:

- Cartera (hipotecaria, prendaria, créditos de consumo)
- Consumos futuros de tarjetas de créditos
- Facturas comerciales

- Bienes inmuebles
- Contratos de leasing
- Inventarios
- Obras públicas
- Contratos petroleros
- Ventas futuras de pasajes aéreos
- Proyectos de vivienda
- Cultivos de café
- Proyectos de construcción futura

Los Valores movilizadores: Los valores que pueden emitirse pueden ser de tres tipos:

- a) Valores de contenido crediticio: por los cuales el patrimonio autónomo está obligado a cancelar el capital principal y los intereses a los inversionistas, según las condiciones de emisión determinadas en cada título valor.
- b) Valores de participación: por los cuales los inversionistas adquieren un derecho o una alícuota en el patrimonio de propósito exclusivo, a prorrata de su inversión. El inversionista no adquiere un título de rendimiento fijo sino que participa de los resultados, sea utilidades, sea pérdidas, que arroje dicho patrimonio respecto del proceso de titularización.
- c) Valores mixtos: por los cuales los inversionistas adquieren valores que combinan las características de valores de contenido crediticio y valores de participación, según los términos y condiciones de cada proceso de titularización.

Mecanismos de garantía: con el propósito de brindar mayor seguridad a los procesos de titularización y disminuir los riesgos de desfases de flujos de caja proyectados para el pago de valores a los inversionistas, la Ley del Mercado de Valores, en el Art. 150, establece varios mecanismos de garantía, que fueron expuestos en detalle en el capítulo anterior del presente trabajo. Sin embargo, es necesario volver a mencionarlos brevemente, y son los siguientes: subordinación de la emisión, sobrecolateralización, exceso de flujo de fondos, sustitución de activos, contratos de apertura de crédito, garantía o aval, garantía bancaria o póliza de seguro.

Con los diferentes mecanismos de garantía o cobertura establecidos, se persigue básicamente los siguientes objetivos:

- Minimizar riesgos
- Incrementar la negociabilidad de los valores
- Mejorar la calificación de riesgo de los valores a emitir

5.3. Costos del proceso de titularización

Los costos de un proceso de titularización dependen tanto de la estructuración que se de al proceso, como del monto de la emisión y del patrimonio autónomo. Por tanto, son variados y no todos fácilmente cuantificables.

Los costos de una titularización, en términos generales, están constituidos por:

- **Costos de estructuración:** independientemente del tipo de titularización que se realice, la estructuración de los procesos requiere de personal especializado, para cumplir con requerimientos específicos, tales como: cálculo del índice de siniestralidad, determinación del índice de desviación general de los flujos, mecanismos de garantía, reglamento de gestión interna, contenido mínimo del prospecto de oferta pública, entre otros.
La estructuración legal y financiera puede ser realizada por una casa de valores o por un tercero, su costo es variable y generalmente está asociado con el monto de la emisión, se incurre en este costo por una sola vez.
- **Agente de manejo:** esta tarea la realiza una sociedad administradora de fondos y fideicomisos y es uno de los elementos más importantes existentes en un proceso de titularización, ya que tiene funciones muy bien definidas en el contrato de fideicomiso mercantil.
Es el responsable de la administración del proceso de titularización, desde el inicio hasta el final, por lo que su costo permanece durante el período de vigencia de los valores emitidos.
- **Costo de calificación de riesgo:** este costo constituye la calificación de riesgo de los valores emitidos en el proceso de titularización, no es una calificación de la empresa originadora.
La calificación debe indicar claramente los factores considerados para otorgarla y adicionalmente, debe referirse a la legalidad y forma de transferencia de los activos al patrimonio autónomo.
Los costos de calificación contemplan la calificación inicial y los procesos de revisión de la calificación, durante el plazo de vigencia de la titularización.
- **Costo del agente pagador:** la compañía fiduciaria que actúa como agente de manejo, debe designar un agente pagador, el mismo que puede ser la propia fiduciaria o una institución financiera. Igualmente, este costo se mantiene durante el tiempo de vigencia de la titularización.
- **Costo de auditoría externa del fideicomiso:** son costos adicionales, ya que por Ley se debe contratar una auditoría externa para el fideicomiso mercantil y por lo menos debe realizarse una por año.
- **Costos de custodio:** esta función puede realizarla una institución financiera, o el Depósito Centralizado de Valores (DECEVAL), entidad autorizada por la Superintendencia de Compañías para recibir en depósito valores inscritos en el Registro de Mercado de Valores, ya sea títulos, en el caso de emisión de valores físicos, o anotación en cuenta, cuando se trate de valores desmaterializados. Igualmente, el costo debe mantenerse durante el tiempo que dure la titularización.
- **Costo de inscripción en el Registro de Mercado de Valores:** la inscripción en el Registro del Mercado de Valores, es un requisito indispensable para participar en el mercado bursátil y extrabursátil. Este costo se paga por una sola vez.
El Consejo Nacional de Valores establece la tarifa de contribución que anualmente deben pagar los fideicomisos mercantiles, tarifa especificada en función del monto patrimonial del fideicomiso reflejado en el balance del año anterior al del pago.

Para las titularizaciones, el cobro de la cuota de inscripción se realiza por cada tramo que se decida emitir, y la cuota de mantenimiento sobre el saldo por amortizar del total de la deuda colocada o del monto de los valores de participación colocados, según el siguiente Tabla:

Tabla N° 27
Tarifas de inscripción y mantenimiento de titularizaciones

PATRIMONIO	PORCENTAJE
Por los primeros USD. 20.000.000	0.0175%
Por los segundos USD. 20.000.000	0.0150%
Por los terceros USD. 20.000.000	0.0125%
Por los cuartos USD. 20.000.000	0.0100%
Por el excedente	0.0050%

Fuente y Elaboración: Bolsa de Valores de Quito

- **Costos de inscripción en las bolsas de valores:** son fijados por los directorios de las bolsas, una tarifa por la inscripción que se la paga por una sola vez; otra tarifa por el mantenimiento, pagadero anualmente.
- **Costos por colocación de valores:** dentro de estos costos, están aquellos que se contrata libremente con el intermediario bursátil (casa de valores), ya que son los únicos autorizados, según el Art. 225 de la Codificación de la LMV. De otro lado, están los costos por comisiones que hay que pagar a las bolsas de valores, para el caso de la BVQ se establece el 0,09% fijo sobre el valor negociado.
- **Otros costos:** son todos los otros gastos en que incurre el originador, tales como: gastos de publicidad para el lanzamiento de la oferta pública, impresión o edición de los prospectos de oferta pública, gastos de publicación, gastos de constitución del fideicomiso mercantil, entre los más importantes (Intendencia del Mercado de Valores, 2006, p. 23).

En el Tabla N°28, presentamos una aproximación de los costos de un proceso de titularización, elaborado en base a información proporcionada por los diferentes participantes y en poder de quien realiza este trabajo de investigación.

Lo que si se puede apreciar en la información presentada, es que los costos oscilan en un rango de valores para cada proceso; por tanto, su aplicación dependerá de varios parámetros o factores, como son los siguientes:

- a) El posicionamiento del Originador del proceso de titularización en el mercado.
- b) Capacidad de negociación del Originador con cada participante.
- c) Potencial beneficio para los participantes, ya que se crean expectativas de iniciar o incrementar las relaciones comerciales con el Originador.

Mas adelante, se realizará un análisis de titularizaciones emitidas en el país; a efectos de conocer su costo y compararlo con otra forma de financiamiento como es el crédito bancario.

Tabla N° 28
Costos de un proceso de titularización
(expresado en valores y porcentaje)

costos	valores en usd y en porcentaje	periodicidad
Estructuración financiera	mínimo 15.000 hasta 2,0%	una sola vez
Estructuración legal	0,1% - 0,25% de la emisión	una sola vez
Calificadora de riesgo	Un valor inicial + pago en USD (8.000 -12.000)	anual
Agente de manejo	USD 1.000 - 1.500	mensual
Colocación (Casa de valores)	de libre contratación	por cada negociación
Agente pagador	0,05% - 0,07% del valor pagado	por cada pago
Custodios (desmaterializados)	según tabla 0.05% hasta USD 30 mios.	por emisión
Auditoría externa	USD 4.000 - 6.000	anual
Inscripción y mantenimiento bolsa de valores	según tabla BVQ y va de 0,0050% - 0,0175% fijada por tramos de USD 20 mios.	un solo pago por inscripción y pagos mensuales por mantenimiento
Honorarios notaría	USD 5.000 - 7.000	una sola vez
Comisiones de bolsa	valores de renta fija > 1 año el 0,09% fijo	por cada negociación

Fuente: Varios

Elaboración: Flavio Garzón

Resulta complicado cuantificar con precisión todos los costos que abarcan los procesos de titularización, porque no existía una norma que regule las tarifas de cada uno de los participantes. Sin embargo, el 02 de Mayo 2012 el CNV emitió la Resolución N°CNV-003-2012, en la cual se establece la obligación de cada uno de los agentes que actúan en los procesos de titularización, presentar el tarifario por cada uno de los servicios que preste, en sus oficinas o publicarlas en la página web si lo tuviere. Adicionalmente, en la misma Resolución, en el Art. 14, se determina que en los prospectos de oferta pública se debe incluir detalladamente, los gastos más importantes incurridos con la emisión y distribución de los valores negociables.

Sin duda, esta normativa beneficiará al público en general; pero, particularmente a quienes, estén interesados en adoptar procesos de titularización.

5.4. Casos de titularización de flujos futuros en el Ecuador

En el Ecuador, en el período 2005 - 2010, los procesos de titularización han adquirido mucha importancia en el mercado de capitales, debido a que han sido utilizados con mayor frecuencia por empresas tanto públicas y privadas; y porque han visto en los procesos de titularización una alternativa de financiamiento.

En este trabajo, se describen un par de casos de procesos de titularización de flujos llevados a cabo en el país, con los aspectos más relevantes en su emisión, de modo que, se puedan observar las características particulares de cada uno de ellos.

Fideicomiso de titularización de flujos Nestlé Ecuador

Originador: Nestlé Ecuador S.A.

Agente de manejo (Fiduciaria) y Agente de pago: Administradora de Fondos Fondospichincha S.A.

Estructurador financiero: Pichincha Casa de Valores Picaval S.A.

Estructurador legal: Profilegal Cia. Ltda.

Calificadoras de riesgos: Bankwatch Ratings del Ecuador S.A. y Humphreys S.A.

Tabla N° 29
Características de la emisión de Nestlé

	Serie A	Serie B	Serie C
Monto emisión autorizado en USD.	Hasta 10 millones	Hasta 20 millones	Hasta 40 millones
Monto emitido en USD.	10 millones	20 millones	40 millones
Fecha de emisión	28-nov-08	28-nov-08	28-nov-08
plazo (años)	2	4	5
Fecha de vencimiento	28-nov-10	28-nov-12	28-nov-13
Periodicidad pago de interés y capital	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Tasa de interés	7,50%	8,00%	8,50%
Calificación	AAA	AAA	AAA

Fuente: BankWatch Ratings S.A.

Elaboración: Flavio Garzón

Cabe mencionar que la tasa activa efectiva referencial promedio ponderada para el período entre el 27 de noviembre y 3 de diciembre del año 2008 para el sector corporativo de los bancos privados fue del 9,14%.²⁴

Este proceso de titularización de flujos tuvo como objetivos, los siguientes:

- Reemplazar pasivos.
- Adquirir activos.
- Cubrir necesidades de capital de trabajo.

El activo subyacente fue conformado por el derecho de cobro, el depósito de garantía y el fondo rotativo.

a) Derecho de cobro: el originador transfiere al fideicomiso.

- 1) El derecho de cobro futuro por la totalidad de las ventas que se realicen a favor de los clientes "seleccionados" y es el fideicomiso el único que tiene derecho a percibir los flujos provenientes de su recaudación.

Los clientes seleccionados para tal efecto son:

- Farmacias y Comisariatos de Medicina S.A. Farcomed (Fybeca)
- El Rosado S.A. (Mi Comisariato)

²⁴ Banco Central del Ecuador, *Boletín semanal de tasas de interés de operaciones efectuadas entre el 27 de noviembre y 3 de diciembre de 2008*. [Consulta: 06/04/2012]

- Supermercados La Favorita C.A. (Supermaxi)
 - Tiendas Industriales Asociadas Tía S.A. (Almacenes Tía)
 - Distribuidora Farmacéutica Ecuatoriana Difare S.A.
- 2)** El derecho de cobro futuro por la totalidad de las ventas que se realice a favor de los clientes “adicionales”. Esta transferencia se la hace, cuando se presentan los siguientes casos:
- i) Cuando los flujos producidos mensualmente por la recaudación de los derechos de cobro de los clientes seleccionados sean inferiores a 2,5 veces la provisión mensual requerida para el pago del próximo dividendo trimestral de todas las series; o,
 - ii) Por decisión conjunta de la fiduciaria y el originador, si es que a su criterio es necesario para salvaguardar el cumplimiento futuro de las obligaciones del fideicomiso.

Los clientes “adicionales” son:

- Distribuidora Juan de la Cruz.
 - Comercializadora Darpa S.A.
 - Bello Espín Herberth Jofre.
 - Devies Corp S.A.
 - Cohervi S.A.
 - Mega Santa María S.C.C.
- 3)** El derecho de cobro que se genere a futuro por la totalidad de las ventas, que el originador realice a favor de “nuevos” clientes que él deberá escoger. Se llevará a efecto cuando la sumatoria de los flujos generados por la recaudación de los derechos de cobro de los clientes seleccionados y de los clientes adicionales, sea inferior a 4.5 veces la provisión mensual requerida para el pago del próximo dividendo trimestral de todos los valores en circulación.
- b) Depósito de garantía:** Son los recursos líquidos que el fideicomiso debe mantener para cubrir desfases de liquidez y otros riesgos. Este depósito tienen un monto inicial de USD 1´484.375 y se ajusta en el tiempo, para que su saldo sea siempre el 25% del siguiente dividendo a pagar de todas las series.
- c) Fondo rotativo:** se constituyó con un monto base de USD 10.000 aportados inicialmente por el originador y que sirven de base para los gastos del fideicomiso y debe ser repuesto cada vez que sea usado, restitución que se lo hace con parte de los flujos que se generen.

En este caso el originador actuó como agente de recaudo de los flujos provenientes del derecho de cobro titularizado (Bankwatch Rating, 2009, pp. 1-3).

El resultado final de este proceso fue exitoso, ya que se colocó hasta diciembre/08 casi el 71% del total de la emisión; esto es, USD 55 millones, y el valor restante se colocó en los primeros meses del año 2009. Por tanto, se colocó el 100% de la emisión que fue de USD 70 millones, uno de los valores más altos emitidos en el país.

Fideicomiso primera titularización de flujos Ecuavegetal

Originador: Ecuavegetal S.A.

Agente de manejo y agente pagador: Morgan & Morgan Fiduciary and Trust Corporation S.A. "Fiduciaria del Ecuador"

Estructurador financiero: Analytica Securities C.A. Casa de Valores S.A.

Estructurador legal: Profilegal Cia. Ltda.

Calificadora de riesgo: Pacific Credit Ratings S.A.

Fecha de inscripción en el Registro del Mercado de Valores: 12 de enero 2010

Tabla N° 30
Características de la emisión de Ecuavegetal

	Serie A	Serie B	Serie C
Monto emision autorizado en USD.	hasta 6 millones		
Monto emitido en USD.	3 millones	2 millones	1 millones
Fecha de emisión	12-ene-10	12-ene-10	12-ene-10
plazo (días)	1800	1080	720
Fecha de vencimiento	12-ene-15	12-ene-13	12-ene-12
Periodicidad pago de interés y capital	trimestral	trimestral	trimestral
Tasa de interés	8,75%	8,25%	7,75%
Monto nominal mínimo en USD.	5.000	5.000	5.000
Calificación	AAA	AAA	AAA

Fuente: Bolsa de Valores - Prospecto de Oferta Pública

Elaboración: Flavio Garzón

La tasa activa efectiva referencial (promedio ponderada) de los bancos privados para el sector productivo corporativo en la semana del 07 al 13 de enero del 2010 fue del 9,12%.²⁵

La finalidad de este proceso de titularización fue el de reestructurar los pasivos y cubrir necesidades de capital de trabajo.

Como en el caso expuesto anteriormente, los flujos titularizados están compuestos por clientes representativos, que pasan a ser los "clientes seleccionados" y son:

- Goya Foods Inc. (empresa de USA).
- Supermercados Econo (Puerto Rico).
- GMT Corp. (Puerto Rico).
- Ecuatoriana Tropicalimentos S.A.

Se consideró el ingreso total en el período de la titularización, se comparó con el monto total a emitirse, capital e intereses, la cobertura que se generó fué de 7,3 veces.

Se determinó también en este proceso, clientes adicionales, que fueron los siguientes:

- Goya de Puerto Rico Inc.
- Colon Brothers Inc.
- Societe Vitale.

²⁵ Banco Central del Ecuador, **Boletín Semanal de Tasas de Interés de operaciones efectuadas entre el 07 de enero y 14 de enero de 2010.** [Consulta: 18/04/2012]

Con estos clientes, la cobertura que se generó fué de 2,35 veces

Para el caso de no poder cumplir con la provisión para el pago trimestral del capital e intereses, se estableció tomar los flujos de los “Clientes extras”, los cuales serán otros clientes de Ecuavegetal que no hayan sido tomados como clientes seleccionados ni como clientes adicionales. En este caso, la fiduciaria exigirá al originador el aporte de flujos de ventas de cuantos clientes encuentre necesario para cubrir con la obligación del pago trimestral.

La transferencia que el originador debe hacer al fideicomiso de las cuentas por cobrar fue establecido quincenalmente, según como vayan ocurriendo. El fideicomiso debe tomar los recursos necesarios que requiera para cubrir las obligaciones de ésta Titularización en el siguiente orden:

- Fondo rotativo (monto inicial de USD 10.000)
- Fondo de reserva
- Provisión para el pago de capital e intereses del siguiente dividendo trimestral.

Mecanismos de garantía: Este proceso contempló dos mecanismos de garantía, que son:

i) Fondo de reserva: que ascendió al 50% del valor del dividendo trimestral inmediato posterior (incluyendo lo necesario para amortización de capital y pago de intereses) de todos los valores de todas las series, como si todos ellos estuviesen colocados entre inversionistas; y, operará de la siguiente manera:

- 1) El fondo de reserva podrá estar integrado alternativamente por una carta de crédito stand by a favor del fideicomiso, o una garantía bancaria, o en dinero libre y disponible.
- 2) Si, llegada la fecha de pago a los inversionistas, no han llegado al fideicomiso suficientes flujos para cumplir con los mismos, la fiduciaria ejecutará el fondo de reserva, total o parcialmente, según lo estime necesario, y destinará los recursos así obtenidos al pago a los inversionistas de todas las series sin prioridad o prelación alguna entre las series.

Cuando haya sido necesario ejecutar dicho fondo, éste deberá reponérselo conforme a lo establecido en la parte respectiva del contrato del fideicomiso. Si por cualquier causa no fuera posible reponerlo, el originador está obligado a hacerlo dentro de los cinco días hábiles posteriores a la fecha en que la fiduciaria así lo haya solicitado mediante carta.

ii) Exceso de flujo de fondos: Consiste en que los flujos que se proyecta sean generados por el derecho de cobro, deben ser superiores a los montos requeridos por el fideicomiso para pagar los pasivos con los inversionistas y los pasivos con terceros distintos de los inversionistas.

El exceso de flujo de fondos debe funcionar de la siguiente manera:

- 1) Como medio de reposición del fondo de reserva, si la fiduciaria ha ejecutado éste fondo para pagar a los inversionistas.

Si la forma de instrumentación del fondo de reserva está dada a través de una carta de crédito stand by o una garantía bancaria, y dichos instrumentos se encuentran de plazo vencido y no han sido renovados oportunamente por el originador, o no han podido ser ejecutados por la fiduciaria, el fondo de reserva se repondrá con cargo al exceso de flujo de fondos.

- 2) Como medio de retención de flujos, cuando por tres meses consecutivos, en un mismo período de pago del dividendo de capital e intereses, los clientes seleccionados, adicionales y extras, no generen en conjunto, flujos que cubran en al menos 1,2 veces el valor del dividendo trimestral inmediato posterior de todos los valores efectivamente colocados entre los inversionistas.

El resultado alcanzado de este proceso, también fue exitoso; pues, los títulos emitidos con fecha 12/01/2012, se colocaron y negociaron en su totalidad hasta el 02/02/2012; es decir, que en un mes se logró tener los recursos financieros que el originador esperaba y destinarlos a los fines para los cuales se realizó este proceso.

5.5. Impacto de la titularización sobre el balance general

Es importante señalar los efectos que produce un proceso de titularización en el balance general de una empresa, por lo que se describe de manera sencilla los pasos que se siguen para su contabilización.

Como se conoce, los activos son todos aquellos bienes que posee una empresa para funcionar, los pasivos constituyen las obligaciones de la empresa, ya sea con terceros o con sus socios.

Para un mejor entendimiento respecto de la contabilización, se describe un modelo para ilustrar la manera como se aplica una titularización de flujos por parte del fideicomiso y del originador o constituyente (empresa).

Tabla N° 30
Modelo contable de titularizaciones de flujos

FIDEICOMISO		TITULARIZACION FLUJOS MODELO CONTABLE		EMPRESA ORIGINADORA	
Aporte Inicial		-1-		Aporte Inicial	
	Débito		Débito	Crédito	
Banco	10.000		10.000		
Patrimonio				10.000	
Registro de los derechos de cobro cedidos x el constituyente		-2-		Registro de la facturación de empresa originadora a sus clientes	
	Débito		Débito	Crédito	
Cuentas x Cobrar Clientes	1.000.000		1.000.000		
Patrimonio				1.000.000	

Valores recaudados de clientes		
	-3-	
	Débito	Crédito
Bancos	200.000	
Cuentas x Cobrar Clientes		200.000

Registro de los derechos de cobro que cede el constituyente al fideicomiso		
	-2-	
	Débito	Crédito
Derechos Fiduciarios	1.000.000	
CxC. Clientes		1.000.000

Registro restitución a constituyente disminuyendo % de garantía		
	-4-	
	Débito	Crédito
Patrimonio	-190.000	
Banco		-190.000

Valores recaudados de clientes		
	-3-	
	Débito	Crédito
Banco	200.000	
Derecho Fiduciario		200.000

Registro emisión de títulos		
	-5-	
	Débito	Crédito
Bancos	1.000.000	
Obligaciones		1.000.000

Registro restitución a constituyente disminuyendo % de garantía		
	-4-	
	Débito	Crédito
Bancos	190.000	
Derechos Fiduciarios		190.000

Registro dividendo diario de intereses x títulos emitidos		
	-6-	
	Débito	Crédito
Gastos Intereses	30.000	
Intereses x Pagar		30.000

Registro restitución a constituyente valor de títulos colocados		
	-7-	
	Débito	Crédito
Bancos	1.000.000	
Cuentas x Pagar al Fideicomiso		1.000.000

Registro restitución a constituyente valor de papeles colocados		
	-7-	
	Débito	Crédito
Cuentas x Cobrar a constituyente	1.000.000	
Bancos		1.000.000

Registro x utilización de la reserva x pagos dividendos		
	-8-	
	Débito	Crédito
Cuentas x Pagar a Fideicomiso	530.000	
Derechos Fiduciarios		530.000

Pago de obligaciones a inversionistas		
	-8-	
	Débito	Crédito
Capital	500.000	
Intereses x Pagar	30.000	
Bancos		530.000

Fuente: Administradora de Fondos Pichincha
Elaboración: Flavio Garzón

A continuación, se ilustra el efecto de la contabilización en el balance general cuando las empresas utilizan los mecanismos más frecuentes de financiamiento, que son: crédito bancario, aportaciones de socios y titularización.

Cabe indicar, que en las cifras presentadas en el Tabla N°31, se incluye el valor de USD 1 millón (expresado en miles de dólares), que se presenta en el modelo contable y que es, producto de una titularización. Por tanto, se considera este valor, como el monto a ser financiado por la empresa, de manera que permita observar el impacto en el balance general, utilizando los distintos mecanismos de financiación, explicados a continuación:

- 1) Se parte de una situación inicial para la Compañía X
- 2) Si la empresa necesita liquidez recurre al endeudamiento bancario, vía crédito, para lo cual hipoteca o compromete una parte de sus activos, afectando con esto a su balance tanto por el lado del activo, como por el lado del pasivo. La empresa recibe el efectivo pero, a la vez, crea un pasivo con una institución financiera; es decir, mueve su activo pero también castiga su pasivo. Para este caso, la empresa contrata un préstamo bancario de USD 1 millón.

La acción de contratar deuda produce un cambio en la cuenta del activo **caja – bancos** pasando de USD 1.000 a USD 2.000, pero también origina un cambio en el pasivo **Préstamos bancarios**, pasando de USD 2.000 a USD 3.000. Es decir, aumentó su activo pero también aumentó su pasivo.

- 3) La empresa decide financiarse por el mismo monto, mediante aportaciones de capital de sus socios, se afecta la parte de capital (**patrimonio**) y también se afecta la cuenta de activo **caja – bancos**.
- 4) Si la empresa decide realizar una titularización de USD 1.000, la afectación al balance ocurre en el activo. El pasivo y el patrimonio, no se afectan en sus saldos, por cuanto únicamente se traslada dentro del activo una partida de un lugar a otro, pero su pasivo y resultado final quedan iguales. Las **cuentas por cobrar** disminuyen a USD 400 y aumenta la cuenta **derechos fiduciarios** en USD 1.000.

Cuando los derechos fiduciarios o títulos pasan al mercado, se convierten en dinero, se pasa de **derechos fiduciarios** a **caja – bancos**, todo esto ocurre únicamente en el activo.

Estos 4 pasos, se los resume en el siguiente Tabla.

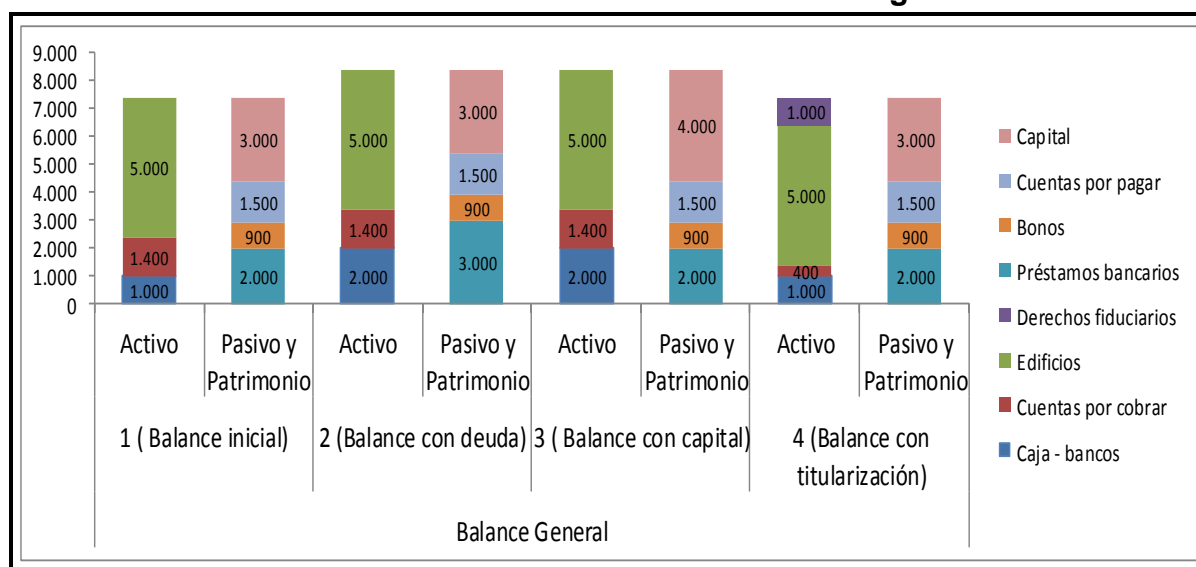
Tabla N°31
Efectos de la titularización sobre el balance general

Cuentas	1 (Inicial)			2 (Deuda)			3 (Capital)			4 (Titularización)		
	Activo	Pasivo	Capital	Activo	Pasivo	Capital	Activo	Pasivo	Capital	Activo	Pasivo	Capital
Caja - bancos	1.000			2.000			2.000			1.000		
Cuentas por cobrar	1.400			1.400			1.400			400		
Edificios	5.000			5.000			5.000			5.000		
Derechos fiduciarios				0			0			1.000		
Total activo	7.400			8.400			8.400			7.400		
Préstamos bancarios		2.000			3.000			2.000			2.000	
Bonos		900			900			900			900	
Cuentas por pagar		1.500			1.500			1.500			1.500	
Total pasivo		4.400			5.400			4.400			4.400	
Capital			3.000			3.000		4.000				3.000
Total pasivo + patrimonio			7.400			8.400		8.400				7.400

Elaboración: Flavio Garzón

De acuerdo a esta explicación, se puede ver claramente en el gráfico N°9, que un proceso de titularización es beneficioso para una empresa, puesto que no afecta al balance y más bien lo fortalece, ya que la empresa no se ha endeudado, no ha aumentado sus pasivos ni ha recibido aportes de sus socios.

Gráfico N°9
Efectos de la titularización sobre el balance general



Elaboración: Flavio Garzón

Esta situación se produce, debido a que todo se realiza en un patrimonio autónomo, que registra todo este proceso en su balance. Este procedimiento, refleja la importancia que tienen las titularizaciones para las empresas, ya que les permite tener liquidez y fortalecerse comercialmente, sin necesidad de recurrir a terceros ni de crear pasivos a la empresa.

5.6. Razones para titularizar

Se pueden mencionar algunas razones que motivan a las empresas a llevar a cabo procesos de titularización y, entre las principales, se mencionan las siguientes:

- Rotación de activos:** De escasa o nula liquidez. La titularización permite anticipar al presente, flujos cuya recuperación natural solo se espera en períodos futuros.
- Financiamiento menos costoso que el endeudamiento tradicional:** la titularización es una forma de conseguir financiamiento por la vía de la transformación del activo y no del aumento del pasivo.
- Potenciación del patrimonio del originador:** Las instituciones pueden acceder a financiamiento sin necesidad de aumentar patrimonio, para mejorar el índice de endeudamiento. Esta es una de las finalidades más importantes de la titularización, por cuanto permite a las empresas un mayor crecimiento, sin el costo de capital asociado.
- Equilibrio de estructura de balance:** la titularización se puede usar para lograr equilibrar la estructura de balance, ya que al obtener activos más líquidos, se puede atender obligaciones de vencimiento más próximas (Bolsa Boliviana de Valores, s.f.).

5.7. Cifras estadísticas

La información presentada en el Tabla N°32, parte desde el año 2002, porque es en este año, en que aparecen las primeras autorizaciones de procesos de titularización, por un valor de USD 8 millones. Permite apreciar que los años siguientes, las titularizaciones fueron creciendo, hasta alcanzar en el 2010, un monto de USD 582,8 millones.

En el análisis de los datos obtenidos, se aprecia que paulatinamente las emisiones de obligaciones disminuyen su participación respecto del total. Para el año 2002, representaba el 87,6% del total de emisiones, con un valor de USD 61,6 millones, pasando al año 2010 a tener una participación del 18,5%, con un valor de USD 291,7 millones.

La emisión de papel comercial, presenta cierta irregularidad en su comportamiento dentro del mercado. Sin embargo, existe una importante participación en los últimos 6 años, con excepción de los años 2007 y 2008. Así, en el 2009 se emitieron USD 359 millones, que representan el 31% ubicándose detrás de las emisiones de titularización que alcanzaron los USD 485,4 millones, esto es, el 41,9% del total de emisiones que fueron de USD 1.157,4 millones.

Para el año 2010, la emisión de papel comercial, alcanza el valor más alto con USD 706 millones, superando a los procesos de titularización que tuvieron un valor de USD 582,8 millones. Si se considera que el papel comercial se emite con plazos menores a 360 días, se puede interpretar como que el financiamiento en el corto plazo tuvo muy buena aceptación en el mercado, ubicándose en niveles similares a los de titularizaciones, que son procesos a largo plazo.

Tabla N°32
Autorizaciones de oferta pública a nivel nacional
(en millones de dólares y porcentaje del total)

Años	Emisión obligaciones	% del total	Emisión papel comercial	% del total	Emisión de acciones	% del total	Procesos de Titularización	% del total	Total
2002	61,6	87,6	0,0	0,0	0,7	1,0	8,0	11,4	70,3
2003	92,4	75,4	0,0	0,0	2,2	1,8	28,0	22,8	122,6
2004	55,5	49,3	22,0	19,6	1,0	0,8	34,0	30,2	112,5
2005	107,3	22,9	236,5	50,6	4,9	1,0	119,0	25,5	467,7
2006	131,1	15,0	396,0	45,4	0,6	0,1	343,9	39,5	871,6
2007	85,0	29,5	2,0	0,7	0,4	0,1	201,1	69,7	288,5
2008	277,4	30,1	40,3	4,4	56,0	6,1	548,3	59,5	922,0
2009	296,2	25,6	359,0	31,0	16,8	1,5	485,4	41,9	1.157,4
2010	291,7	18,5	706,0	44,7	0,2	0,0	582,8	36,9	1.580,7

Fuente: Superintendencia de Compañías – Anuarios estadísticos del mercado de valores.

Elaboración: Flavio Garzón.

En lo que respecta a titularizaciones, como se manifestó al inicio de este análisis, existe un crecimiento importante en el mercado de valores, a partir del año 2002, en que su participación fue del 11,4% con USD 8 millones, hasta alcanzar en el año 2007, el 69,7% con USD 201,1 millones; mientras que, para el 2010 se autorizaron emisiones por USD 582,8 millones, que representa el 36,9% del total de emisiones.

Las titularizaciones son más representativas que los demás papeles emitidos, tanto en valores como en porcentajes, salvo alguna excepción, por lo menos en los últimos 4 años (2007 -2010). Esto demuestra la aceptación y la credibilidad que tienen estos procesos dentro del mercado; así como, la importancia que han adquirido, al ser considerados como fuentes de financiamiento para quien necesita recursos; y, como fuente alternativa de inversión para el ahorrista.

Para resaltar la importancia de las titularizaciones en el país, se presenta en el Tabla N°33, información correspondiente al período 2005 – 2010, en el cual se visualiza que las empresas tanto del sector mercantil, como del sector financiero, han acudido al mercado de valores para conseguir recursos financieros por USD 2.280,6 millones.

Para el año 2005, se realizaron 8 emisiones por un valor de USD 119 millones, de las cuales, 2 fueron realizadas por el sector mercantil que representan el 25,9% del total de emisiones en este año; y, las 6 restantes por el sector financiero, representando el 74,1%.

En el año 2010, el número de titularizaciones aumentó a 32, con un total de USD 582,8 millones, la cifra más alta alcanzada en todos los años, desde que se inició a adoptar este mecanismo de financiamiento. El sector mercantil realizó 26 emisiones; es decir, el 81,3% y las restantes 7 emisiones fueron realizadas por el sector financiero.

En términos generales, en el período analizado, se realizaron en total 117 emisiones de titularizaciones, 63 de las cuales fueron emitidas en la Bolsa de Valores de Guayaquil que representa el 53,8% y 54 en la Bolsa de Valores de Quito, que representan el 46,2%. Igualmente, del total de emisiones, 44 de ellas fueron realizadas por el sector financiero, mientras que 73 emisiones fueron realizadas por el sector mercantil.

A la luz de las cifras, no cabe duda, que las titularizaciones pasaron a ser la alternativa más importante en los últimos años, que las empresas públicas y privadas, están encontrando en el mercado de valores para financiarse, dejando atrás la emisión de obligaciones y de acciones. Se hace esta comparación, sin considerar la emisión de papel comercial, porque estas últimas difieren en el plazo, las que son menores a 1 año (corto plazo). Las tasas de interés de los valores emitidos en titularizaciones (Anexos G-L), resultan ser más ventajosas respecto de las que cobran los bancos en los créditos que otorgan.

Para concluir, también se puede manifestar que las titularizaciones se constituyen en un factor dinamizador dentro del mercado de valores, ya que existe un incremento en las operaciones dentro del mercado bursátil, involucrando a todos los actores del mercado.

Tabla N°33
Emisión de titularizaciones por sector y ciudad período 2005 - 2010
(en miles de dólares y porcentaje)

No.	Fecha Inscripción	Originador	Monto	%	Bolsa de valores
1	06/01/2005	Zofragua	14.000	11,8	Guayaquil
2	15/03/2005	Banco Amazonas	5.000	4,2	Quito
3	22/06/2005	Asoc. mutualista de ahorro y crédito Pichincha	31.050	26,1	Quito
4	16/08/2005	Banco Amazonas	7.500	6,3	Quito
5	21/11/2005	Duncan Business Inc.	16.800	14,1	Guayaquil
6	25/11/2005	Banco Amamazonas	7.500	6,3	Quito
7	29/11/2005	Unibanco	15.000	12,6	Quito
8	14/12/2005	CTH	22.180	18,6	Quito
Total 2005			119.030	100	
% crecimiento anual			250,1		
1	06/02/2006	Unibanco	5.000	1,5	Quito
2	10/05/2006	Produbanco	46.071	13,4	Quito
3	29/05/2006	Banco Pichincha	88.076	25,6	Quito
4	31/05/2006	Corporación CFC Uno	6.000	1,7	Quito
5	31/05/2006	Banco Territorial	3.000	0,9	Guayaquil
6	02/06/2006	Fideicomiso mercantil de titularización cartera de vivienda Uno	1.020	0,3	Guayaquil
7	12/06/2006	Banco Amazonas	20.000	5,8	Quito
8	21/06/2006	Mutualista Pichincha	50.000	14,5	Quito
9	13/09/2006	Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de Wind	80.000	23,3	Guayaquil
10	19/09/2006	Banco Territorial	2.500	0,7	Guayaquil
11	19/09/2006	Corporación CFC Uno	6.000	1,7	Quito
12	03/10/2006	Burger King Restaurantes Parrilladas Marisquería	1.250	0,4	Guayaquil
13	05/10/2006	Mutualista Pichincha	35.000	10,2	Guayaquil
Total 2006			343.917	100	
% crecimiento anual			188,9		
1	28/05/2007	Terminal Terrestre de Guayaquil	10.000	5,0	Guayaquil
2	01/06/2007	Furoiani Obras y Proyectos	5.200	2,6	Guayaquil
3	10/07/2007	Megatrading S.A	1.900	0,9	Guayaquil
4	22/11/2007	Comandato	6.000	3,0	Guayaquil
5	04/09/2007	GMAC Ecuador	50.000	24,9	Quito
6	12/03/2007	Banco Amazonas	5.000	2,5	Quito
7	06/08/2007	Banco Amazonas	10.000	5,0	Quito
8	01/11/2007	Mutualista Pichincha	64.511	32,1	Quito
9	28/11/2007	Banco Territorial	5.500	2,7	Guayaquil
10	10/12/2007	Pacificard S.A.	43.000	21,4	Guayaquil
Total 2007			201.111	100	
% crecimiento anual			-41,5		
1	11/04/2008	De Prati	5.000	0,9	Guayaquil
2	25/04/2008	Pronobis	20.000	3,6	Guayaquil
3	09/05/2008	Conorte	25.000	4,6	Guayaquil
4	21/07/2008	GMAC Ecuador	50.000	9,1	Quito
5	31/07/2008	De Prati	10.000	1,8	Guayaquil
6	14/08/2008	Comandato	10.000	1,8	Guayaquil
7	26/09/2008	Industrias Ales	7.500	1,4	Guayaquil
8	14/10/2008	Fabrica Automática de Envases S. A. Fadesa	12.000	2,2	Guayaquil
9	21/10/2008	Municipio de Guayaquil	35.000	6,4	Guayaquil
10	23/10/2008	Procesadora y Pesquera del Sur C. A	1.600	0,3	Guayaquil
11	28/10/2008	Comandato	10.000	1,8	Guayaquil
12	14/11/2008	Artefacta	20.000	3,6	Guayaquil
13	17/11/2008	Nestle	70.000	12,8	Quito
14	28/11/2008	Comandato	10.000	1,8	Guayaquil
15	01/12/2008	Pronaca	35.000	6,4	Quito
16	29/12/2008	La Fabril	10.000	1,8	Guayaquil
17	28/01/2008	Banco Amazonas	15.000	2,7	Quito
18	03/03/2008	Banco General Rumiñahui	51.481	9,4	Quito
19	21/04/2008	CTH	13.288	2,4	Quito
20	13/05/2008	Cacpeco	2.500	0,5	Guayaquil
21	27/06/2008	Cooprogreso	4.000	0,7	Quito
22	30/06/2008	Banco Territorial	4.000	0,7	Quito
23	28/10/2008	Banco Amazonas	9.500	1,7	Quito
24	22/10/2008	Mutualista Pichincha	64.998	11,9	Quito
25	27/11/2008	Banco Territorial	12.500	2,3	Guayaquil
26	17/12/2008	Produbanco	40.000	7,3	Quito
Total 2008			548.367	100	
% crecimiento anual			172,7		

No.	Fecha Inscripción	Originador	Monto	%	Bolsa de valores
1	17/03/2009	Otecel S.A.	40.000	8,2	Quito
2	20/08/2009	GMAC Ecuador	30.000	6,2	Quito
3	26/08/2009	Importadora Tomebamba	15.000	3,1	Quito
4	30/11/2009	Ecuador Bottling Company Corp.	32.000	6,6	Quito
5	10/12/2009	Azucarera Valdez	20.000	4,1	Quito
6	09/04/2009	Diners Club	50.000	10,3	Quito
7	08/06/2009	Mutualista Pichincha	40.000	8,2	Quito
8	02/10/2009	Banco Promérica	20.000	4,1	Quito
9	05/10/2009	Produbanco	25.800	5,3	Quito
10	10/12/2009	Unibanco	25.000	5,2	Quito
11	10/12/2009	Banco Amazonas	10.000	2,1	Quito
12	26/01/2009	Agripac	10.000	2,1	Guayaquil
13	18/03/2009	Burger King	1.250	0,3	Guayaquil
14	01/04/2009	lías	10.000	2,1	Guayaquil
15	02/04/2009	Telbec S.A.	12.000	2,5	Guayaquil
16	06/04/2009	Hotel Colón Guayaquil	5.000	1,0	Guayaquil
17	18/05/2009	Delcorp S.A.	10.000	2,1	Guayaquil
18	04/06/2009	Interpoc	8.000	1,6	Guayaquil
19	22/07/2009	Ecuafarmacias	6.000	1,2	Guayaquil
20	22/07/2009	Telbec S.A.	12.000	2,5	Guayaquil
21	13/08/2009	Telconet	10.000	2,1	Guayaquil
22	14/10/2009	Inmobiliaria del Sol S.A.	10.500	2,2	Guayaquil
23	21/10/2009	Fadesa	12.000	2,5	Guayaquil
24	19/11/2009	De Prati	15.000	3,1	Guayaquil
25	04/12/2009	Telbec S.A.	12.000	2,5	Guayaquil
26	03/02/2009	Banco Machala	4.000	0,8	Guayaquil
27	28/05/2009	Banco Bolivariano	35.000	7,2	Guayaquil
28	22/12/2009	Banco Amazonas	4.850	1,0	Guayaquil
Total 2009			485.400	100	
% crecimiento anual			-11,5		
1	11/03/2010	Inmobiliaria Furoani	2.020	0,3	Quito
2	25/03/2010	Int. Food Service Corp.	10.000	1,7	Quito
3	25/03/2010	Int. Food Service Corp.	10.000	1,7	Quito
4	06/04/2010	Industrias Ales	12.000	2,1	Quito
5	07/07/2010	Mareauto	5.000	0,9	Quito
6	19/07/2010	Maresa	10.000	1,7	Quito
7	22/10/2010	Nestle	74.000	12,7	Quito
8	16/11/2010	Ayasa	15.000	2,6	Quito
9	19/11/2010	Inmobiliaria Furoani	2.162	0,4	Quito
10	23/11/2010	Energy&Palma	8.000	1,4	Quito
11	16/03/2010	Banco Internacional	50.000	8,6	Quito
12	16/03/2010	Banco Solidario	60.000	10,3	Quito
13	21/04/2010	CTH	11.185	1,9	Quito
14	20/10/2010	CFN	45.000	7,7	Quito
15	14/12/2010	Mutualista Pichincha	31.068	5,3	Quito
16	06/01/2010	Veconsa S.A.	6.000	1,0	Guayaquil
17	12/01/2010	Ecuavegetal	6.000	1,0	Guayaquil
18	01/03/2010	Industrias Lácteas Toni S.A., Plásticos Ecuatorianos S.A., Helados S.A., Distribuidora	20.000	3,4	Guayaquil
19	05/03/2010	Telbec S.A.	12.000	2,1	Guayaquil
20	09/03/2010	Expalsa S.A.	10.000	1,7	Guayaquil
21	26/03/2010	Promotores Inmobiliarios Pronobis S.A.	24.000	4,1	Guayaquil
22	19/05/2010	Casa Tosi	6.000	1,0	Guayaquil
23	07/06/2010	lías	5.500	0,9	Guayaquil
24	28/06/2010	Latienvases	6.000	1,0	Guayaquil
25	07/07/2010	Novacero S.A.	22.000	3,8	Guayaquil
26	26/07/2010	Comandato	12.000	2,1	Guayaquil
27	12/08/2010	Interagua	40.000	6,9	Guayaquil
28	26/10/2010	Cofina	5.000	0,9	Guayaquil
29	08/11/2010	Agripac	10.000	1,7	Guayaquil
30	08/12/2010	Artefacta	16.000	2,7	Guayaquil
31	17/12/2010	lías	6.900	1,2	Guayaquil
32	30/07/2010	Banco Amazonas	30.000	5,1	Guayaquil
Total 2010			582.835	100	
% crecimiento anual			20,1		

Fuente: Superintendencia de Compañías – anuarios estadísticos.

Elaboración: Flavio Garzón.

En el Tabla N°34 se observa que el número de participantes que realizaron emisiones de valores en los tres últimos años se incrementó sustancialmente, llegando a duplicarse respecto de los tres primeros años.

Si se compara la participación del número de emisores del año 2005 respecto del año 2010, se aprecia que los emisores de obligaciones pasaron de 19 participantes en el año 2005, a 47 participantes en el año 2010; es decir, existe un incremento del 147%. En papel comercial se pasó de 5 emisores en el 2005 a 17 emisores en el 2010, con un incremento del 240%; y, en procesos de titularización pasaron de 8 participantes en el 2005 a 32 participantes en el 2010, con un incremento del 300%.

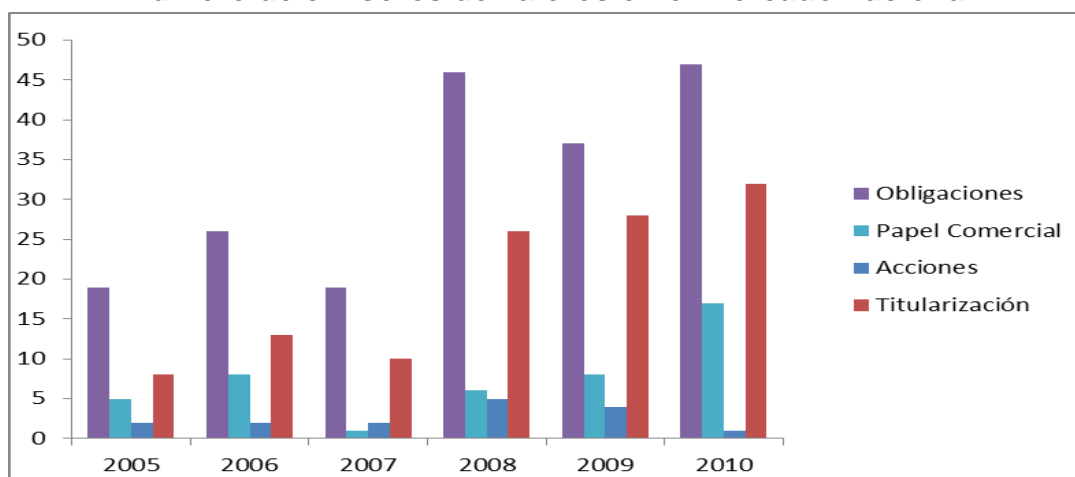
Tabla N°34
Número de emisores de valores a nivel nacional

Valores	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Obligaciones	19	26	19	46	37	47
Papel Comercial	5	8	1	6	8	17
Acciones	2	2	2	5	4	1
Titularización	8	13	10	26	28	32
Total	34	49	32	83	77	97

Fuente: Superintendencia de Compañías – anuarios estadísticos
Elaboración: Flavio Garzón

Según las cifras estudiadas, se advierte la existencia de una mayor inclinación en el mercado de valores por adoptar procesos de titularización y emisión de obligaciones, respecto de otras emisiones; por ende, una preferencia para utilizar estos mecanismos como fuente de financiamiento. Lo indicado, se puede apreciar de mejor manera, en el gráfico N°10:

Gráfico N°10
Número de emisores de valores en el mercado nacional



Fuente: Superintendencia de Compañías
Elaboración: Flavio Garzón

5.8. Análisis comparativo de costos entre procesos de titularización y créditos bancarios

A fin de realizar un análisis comparativo de costos entre un proceso de titularización y un crédito bancario, se consideraron casos reales de titularización con sus respectivos costos.

Es de señalar, que los costos que intervienen en una titularización, generalmente no se los puede conocer porque no son de conocimiento público, ya que no existía la obligatoriedad de hacerlos constar en la oferta pública de cada proceso realizado.

Para el año 2012, “es obligatorio hacer constar los costos de cada proceso en los prospectos de oferta pública”. (Cornejo, 2012)

Para realizar la comparación entre los costos de la titularización y el crédito bancario, se procedió a calcular la tasa de interés promedio ponderada de la emisión, considerando los montos emitidos en las distintas series con las tasas de interés de cada una de las titularizaciones expuestas en el análisis.

Igualmente, para determinar el costo del crédito bancario, se consideró las tasas de interés activas efectivas referenciales para el segmento productivo - corporativo vigentes en la fecha de autorización de la emisión, publicadas por el Banco Central del Ecuador (ver anexo M).

En este análisis, se consideró 4 emisiones cuyos costos están detallados en los prospectos de ofertas pública respectivos (Anexos O al S), realizadas entre los años 2009 y 2012 inclusive, titularizaciones implementadas en dos oportunidades por un mismo originador, como es el caso de Diners y KFC (Intfood services corp), perteneciendo al sector financiero la primera; y, al sector mercantil, la segunda.

De los resultados obtenidos y presentados en el Tabla N°35, se aprecia que, para todos los casos, el costo de titularizar fue menor que el que sería, si las empresas habrían optado por contratar un crédito en el sistema bancario. La diferencia de tasas resultantes oscilan entre 0,37% y 1,33%.

Las titularizaciones son operaciones a largo plazo, por lo que sus costos se distribuyen a lo largo de la vigencia de los mismos, lo que incide positivamente en su costo anual.

Tabla N°35
Comparación de costos entre titularización y crédito bancario

Fecha autorización de la emisión [1]	Originador [2]	Valor de la emisión USD [3]	Plazo [4]	Tasa promedio ponderada emisión [5]	Costo anual titularización [6]	Tasa total de titularización [7]=[5+6]	Tasa activa ref. sector corporativo [8]	Diferencia entre tasa titularización y t.a.r. [9]=[7-8]
16/04/2009	Diners I	50.000.000	1,5 hasta 5 años	7,67	0,24	7,91	9,24	-1,33
16/06/2011	Diners II	50.000.000	2 hasta 7 años	7,11	0,16	7,27	8,37	-1,10
15/04/2010	KFC I	10.000.000	3 hasta 5 años	6,86	0,56	7,42	9,12	-1,70
08/08/2012	KFC II	25.000.000	4 hasta 6 años	7,60	0,20	7,80	8,17	-0,37

Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil – Prospectos de oferta pública
Elaboración: Flavio Garzón

- 2) El costo de financiamiento es menor que del crédito bancario para el que emite títulos valor, mientras que para el que invierte significa obtener mayores tasas de rendimiento en su inversión respecto de las tasas existentes en el sistema financiero tradicional.
- 3) Se consigue financiamiento a largo plazo vs. créditos bancarios que generalmente son a corto plazo.
- 4) Los montos de financiamiento son mayores a los que se podría obtener en el sistema financiero nacional, lo cual implica mayor capacidad de recursos para ser utilizados en las operaciones productivas de las empresas.
- 5) No afecta a la estructura del balance, ya que no castiga al pasivo ni tampoco afecta al patrimonio.
- 6) Mejora la “imagen” de la compañía, debido a que los procesos de titularización son promocionados al público en general.
- 7) Los procesos de titularización, contribuyen a dinamizar el mercado de valores en el país.
- 8) Para el inversionista, reduce el riesgo, debido a que se da un seguimiento durante el período de duración de los títulos valor por las calificadoras de riesgo.
- 9) Es un mecanismo que permite sustituir la intermediación financiera por la mediación directa.

Como desventajas, se pueden mencionar las siguientes:

- 1) Para emitir títulos mediante procesos de titularización, es necesario cumplir con una serie de requerimientos y procedimientos de orden legal, que hace que los mismos sean largos, es decir, toma un tiempo mayor comparado con el que demora en contratar un crédito en el sistema financiero nacional. Un proceso de titularización puede llevar entre 3 a 4 meses para su implementación; en el punto 5.4 de este trabajo, se menciona el tiempo estimado que demora cada proceso.
- 2) La empresa que adopte un proceso de titularización, debe hacer el seguimiento continuo del mismo, a fin de cumplir con todas las disposiciones establecidas en el proceso. Esto implica una reorganización administrativa al interior de la empresa.

Conclusiones

- Durante el período estudiado 2005-2010, el sistema financiero nacional sufrió el impacto de la crisis económica y financiera internacional que se presentó en el año 2008, lo que obligó a la banca a manejar sus recursos conservadoramente, recortando líneas de crédito a los sectores productivos del país. Sin embargo, el SFN tuvo un importante crecimiento; así, sus activos aumentaron constantemente, llegando en el 2010 a representar el 50% del PIB. Igualmente, se advierte que la principal fuente de financiamiento de los distintos intermediarios financieros, lo constituyen los depósitos del público con un 87%, de los cuales, el 77% se concentra en la banca privada, lo que demuestra la vulnerabilidad a la que está expuesta la economía ecuatoriana.
- Se puede decir, que el sistema financiero nacional goza de mayor credibilidad y confianza por parte del público, ya que las captaciones también se incrementaron en el transcurso de estos años. Este aumento, se traduce en mayores volúmenes de recursos disponibles para canalizarlos al crédito, el cual está diversificado en los sectores: comercial, consumo, vivienda y microcrédito. Es de señalar, que los depósitos del sistema financiero nacional se caracterizan por ser de corto plazo, más del 60% de éstos, son a la vista.
- El Mercado de Valores en el Ecuador se constituye en el canalizador del ahorro y la inversión hacia los distintos sectores productivos, contribuyendo así, en el aumento de la producción y por ende, en el desarrollo del país.
- La Ley del Mercado de Valores y su Reglamento, son los instrumentos legales bajo los cuales opera el Mercado de Valores en el país. Se establece la normativa para su funcionamiento, permitiendo realizar negociaciones de valores, de manera transparente, sistemática y de forma más segura y confiable.
- Las empresas han incrementado su participación en el mercado de valores debido a la emisión de valores, producto principalmente de haber realizado procesos de titularización. Para el año 2008 se realizaron emisiones por USD 548 millones, en el año 2009, se emitieron USD 485 millones y para el año 2010, se realizaron titularizaciones por USD 583 millones.
- Del total de titularizaciones autorizadas en el período analizado, se desprende que las empresas que han tenido mayor participación, corresponden a las del sector mercantil con el 62,39%, mientras que del sector financiero participan con el 37,61%.
- Se ha demostrado que realizar un proceso de titularización es mucho más beneficioso que la obtención de créditos bancarios, de acuerdo al análisis de los casos presentados en este trabajo, la diferencia en costos oscila entre 0,37% y 1,33% para el originador.
- Las empresas no solo que consiguen financiamiento más barato, sino que también pueden alcanzar un mayor valor corporativo, debido a la difusión pública de los procesos de titularización.

- Igualmente, las titularizaciones se constituyen en una alternativa de inversión para el dueño del capital, ya que puede obtener mayores rendimientos, comparados con el que ofrece el sistema financiero tradicional.
- A través del análisis de procesos de titularización, de las ventajas que éstos tienen y considerando los costos y las tasas de interés a las cuales fueron emitidos, se desprende que resulta más beneficioso adoptar estos procesos como fuente de financiamiento, respecto de lo que ofrece el sistema financiero tradicional. Se debe mencionar que en el país, no existe una tasa pasiva referencial para períodos mayores a 1 año, lo que permite considerar a la titularización como una alternativa de inversión, donde se define con claridad los términos en cuanto a montos, plazos y tasas.
- Las empresas que deciden realizar una titularización, deben recibir la asesoría profesional de terceros, para cumplir con todos los requisitos legales que el proceso demanda como: estructuradores legal y financiero, calificadora de riesgos, agente de manejo, entre otros. Así como también, se debe recibir las autorizaciones respectivas, lo que ocasiona que los tiempos de ejecución sean más largos que los que lleva contratar un préstamo en el sistema bancario.
- En el Ecuador, existiendo la base legal para realizar titularizaciones, las empresas han optado por utilizar este mecanismo como fuente de financiamiento y que sin lugar a dudas, seguirá siendo utilizado como instrumento generador de recursos, con un gran potencial para las diversas actividades económicas.
- La titularización permite desarrollar el mercado de capitales, ya que se incorpora como un nuevo instrumento de oferta pública, generando mayor volumen en las operaciones de todos los agentes participantes como son: casas de valores, custodios de valores, calificadoras de riesgo, bancos, etc.

Recomendaciones

- En el país, aún existe desconocimiento por parte de las empresas, sobre las distintas alternativas que ofrece el mercado de valores, de su funcionamiento y de la forma de acceder al mismo; por lo que, se considera necesario realizar un programa de difusión sobre el mercado de valores, para que tanto las empresas, como el público en general, conozcan y se interesen de las diversas alternativas que el mismo ofrece. Las Bolsas de Valores, deberían ser las llamadas a implementar mecanismos de difusión, que permitan llegar de manera más directa al público en general.
- Establecer en la medida de lo posible, un rango de costos estandarizados para cada servicio que prestan los distintos actores que participan en procesos de titularización de flujos, y que sean de conocimiento general, de tal manera que las empresas puedan realizar sus cálculos financieros y buscar con esto también, una disminución de dichos costos.
- La titularización de flujos futuros debe ser considerada como una opción de financiamiento para todas las empresas en general, sin importar su tamaño.
- Debería existir incentivos tributarios para las empresas que adopten procesos de titularización de flujos futuros, lo que constituiría un estímulo para las empresas y a la par ayudaría a dinamizar el mercado de valores.
- Las empresas que adopten procesos de titularización, deberían constituirse en los promotores de este mecanismo de financiamiento, para ello deberían buscar apoyo en las distintas Cámaras o Gremios a los cuales pertenecen, para que conjuntamente diseñen la estrategia que consideren más conveniente, a fin de hacerlo conocer, tanto entre sus afiliados, como al público en general.
- Con un mercado de capitales más dinámico y desarrollado, la titularización podría contribuir a la disminución de los márgenes de intermediación financiera, ya que habría una mayor competencia en la demanda y oferta de dinero.
- Los agentes participantes en procesos de titularización, incluyendo los originadores, deberían buscar en conjunto, alternativas que conduzcan a identificar los procesos que ocasionan mayor demora en términos de tiempo, para recomendar a quien corresponda, los cambios que sean necesarios, con el fin de disminuir los plazos actuales.
- Debería establecerse un procedimiento al interior de la Superintendencia de Compañías, para que las autorizaciones que se requieren en los procesos de titularización sean menores a los actuales, entre 8 y 12 semanas, con lo cual, se reducirían los plazos de ejecución de las titularizaciones.

Referencias Bibliográficas

- Acosta, Alberto (2009) **Análisis de coyuntura, una lectura de los principales componentes económicos, políticos y sociales del Ecuador durante el año 2009**. Flacso, Ecuador.
- Banco Central del Ecuador (2012 Febrero) **Evolución del volumen de crédito del sistema financiero privado del Ecuador**, Dirección de estadística económica, boletín mensual N°6, Ecuador.
- Banco Central del Ecuador, **Boletín semanales de tasas de interés**.
- Banco del Estado, **Ley Orgánica de Régimen Monetario y Banco del Estado**..
- Banco Mundial, (2002, diciembre) **Sistemas de compensación y liquidación de pagos y valores en Ecuador**. http://www.forodepagos.org/pdf/reporte_ecuador.pdf. [Consulta: 05/02/2012]
- Bankwatch Ratings, (2009, Junio) **Informe seguimiento titularización Nestlé**. <http://bankwatchratings.com>
- Bolsa Boliviana de Valores S.A., **Educación bursátil, titularización, conceptos y ventajas**. <http://www.bbv.bo/aula.temario.asp> [Consulta:20/04/2012]
- Bolsa de Valores de Quito, Folleto: **Guía del inversionista bursátil**.
- Brito, Vanessa (2009, abril), **Innegable contracción financiera**. Revista: *Gestión Economía y Sociedad* 178, Ecuador.
- Bucheli Jordan, Román Juan Carlos, (Enero 2005), **La situación, tendencias y posibilidades de las microfinanzas**, Ecuador: Editorial Abya Yala.
- Carvajal, Andrés (2005, noviembre) **Los determinantes del crédito: el caso ecuatoriano**. Dirección Nacional de Estudios de la Superintendencia de Bancos y Seguros. Quito, Ecuador.
- Chiriboga, Luis Alberto (Enero 2010), **Sistema financiero**, (2da. Edición), Ecuador: Publigráficas Jokama.
- Consejo Nacional de Valores, (Octubre 2011), **Codificación de las resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores**, resolución No. CNV-008-2006.
- Corporación Financiera Nacional, **Ley Orgánica de la Corporación Financiera Nacional**.
- Escoto, Roxana (2007) **Banca comercial**. (2da reimpresión). San José: editorial Universidad Estatal, Costa Rica.

- Fajardo, E; Egas, C. y Méndez M. (2009) **Fideicomiso de titularización de flujos futuros de un restaurant de comidas rápidas** (tesis de maestría), Facultad de Ciencias Humanística y Económicas, Espol, Ecuador.
- Gallardo, Jorge (2011, Febrero 06) Titularización, **El Comercio**, Ecuador.
- González, Roberto. **La titularización de activos a la luz de la ley del mercado de valores** <http://www.vinodkotari.com/seecuad.htm> [Consulta: 14/03/2012]
- Grinblatt, Mark; Titman, Sheridan (2003) **Mercados financieros y estrategia empresarial. (2da edición)**. Madrid: editorial Mc Graw Hill. España.
- Ley de Mercado de Valores. Ecuador.
- Ley general de instituciones financieras.
- Ministerio de Inclusión Económica y Social, **Ley Orgánica de la Economía Popular y Solidaria**, Art. 147.
- Palma, Ximena (2007) **La banca como originadora en procesos de titularización en el Ecuador** (Tesis de maestría), Universidad Andina Simón Bolívar, Ecuador.
- Reglamento General de la Ley de Mercado de Valores.
- Rodríguez, José Luis (2009) **El mercado de valores como alternativa fundamental para el desarrollo de la industria microfinanciera en el Ecuador** (tesis), PUCE, Ecuador.
- Salgado, Wilma (2010, noviembre) **El sistema financiero y sus principales características. Banca de Desarrollo en el Ecuador**, 232, CEPAL, Chile.
- Spencer, Milton (1993) **Economía contemporánea**, (3ra. Edición). Barcelona: Editorial Reverte. España.
- Superintendencia de Compañías, **Anuarios estadísticos (2005 – 2010)**.
- Superintendencia de Compañías, (2011, abril), Folleto **Guía del mercado de valores en el Ecuador**.
- Superintendencia de Compañías, (2011, abril), Folleto **Guía estudiantil del mercado de valores**.
- Superintendencia de Compañías, (2011, abril), Folleto **La Superintendencia de Compañías en el mercado de valores**.
- Valdivia, Alex, (2007) **Titularización de activos** (tesis de postgrado), Universidad Centroamericana, Nicaragua.
- Velásquez, Fernando; Revista **Análisis económico**. <http://www.analisiseconomico.com.mx> [Consulta:17/01/2012]

Wambeke, C; Herrera, R; Sumárraga, I y Jimena, L; (Abril 1994), ***Estructura del sector financiero ecuatoriano y su marco regulatorio***, CORDES, Apunte Técnico 26.

Yantuche, Lena Magaly (2006). ***Análisis del marco jurídico supletorio que rige a la titularización de activos en Guatemala*** (disertación de tesis), Universidad San Carlos de Guatemala, Guatemala.

Anexo A

Negociaciones Bursátiles por Tipo de Papel realizados en el Mercado Primario y Secundario
Enero-Diciembre del 2006
Cifras en dólares

Titulo - Valor	B.V.Q		B.V.G		Total Primario		B.V.Q		B.V.G		Total Secundario	
	V./Efectivo	Porcentaje	V./Efectivo	Porcentaje	V./Efectivo	Porcentaje	V./Efectivo	Porcentaje	V./Efectivo	Porcentaje	V./Efectivo	Porcentaje
ACCIONES	5.920	0,34%	0	0,00%	5.920	0,16%	192.975	10,93%	96.383	5,13%	289.358	7,94%
ACCIONES (REVNI)	61	0,00%	0	0,00%	61	0,00%	3	0,00%	0	0,00%	3	0,00%
ACCIONES-REPORTO	9.535	0,54%	3.157	0,17%	12.692	0,35%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
ACEPTACIONES BANCARIAS	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	3.589	0,19%	3.589	0,10%
AVAL BANCARIO	0	0,00%	59	0,00%	59	0,00%	0	0,00%	13.521	0,72%	13.521	0,37%
BONOS DEL ESTADO	188.413	10,67%	190.567	10,15%	378.980	10,40%	53.446	3,03%	84.687	4,51%	138.134	3,79%
BONOS ESTADO-REPORTO	86.334	4,89%	97.041	5,17%	183.376	5,03%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
BONOS GLOBAL	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	538	0,03%	0	0,00%	538	0,01%
CARTA DE CREDITO DOMESTICA	135	0,01%	0	0,00%	135	0,00%	1.045	0,06%	27	0,00%	1.072	0,03%
CEDULA HIPOTECARIA	20	0,00%	0	0,00%	20	0,00%	975	0,06%	3.656	0,19%	4.631	0,13%
CEDULAS HIPOTECARIAS (REVNI)	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	77	0,00%	92	0,00%	169	0,00%
CERTIFICADO DE AHORRO	11.034	0,63%	0	0,00%	11.034	0,30%	894	0,05%	0	0,00%	894	0,02%
CERTIFICADO DE DEPOSITO	399.650	22,64%	414.825	22,08%	814.475	22,35%	32.933	1,87%	19.108	1,02%	52.041	1,43%
CERTIFICADO DE DEPOSITO (REVNI)	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	765	0,04%	765	0,02%
CERTIFICADO PASIVO GARANTIZADO (REVNI)	227	0,01%	0	0,00%	227	0,01%	4.294	0,24%	5.188	0,28%	9.482	0,26%
CERTIFICADOS DE INVERSION	66.054	3,74%	14.497	0,77%	80.550	2,21%	4.501	0,25%	264	0,01%	4.766	0,13%
CERTIFICADOS DE TESORERIA	473.947	26,85%	645.621	34,37%	1.119.568	30,73%	279.542	15,84%	155.977	8,30%	435.519	11,95%
CERTIFICADOS DE TESORERIA - REPORTO	18.473	1,05%	21.289	1,13%	39.763	1,09%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
CUOTAS DE MEMBRESIA	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	11	0,00%	140	0,01%	151	0,00%
CUOTAS DE PARTICIPACION	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	20	0,00%	0	0,00%	20	0,00%
CUPONES	0	0,00%	2	0,00%	2	0,00%	464	0,03%	181	0,01%	646	0,02%
LETRAS DE CAMBIO	17	0,00%	0	0,00%	17	0,00%	23.724	1,34%	27.724	1,48%	51.448	1,41%
NOTAS DE CREDITO	4	0,00%	0	0,00%	4	0,00%	18.037	1,02%	36.364	1,94%	54.402	1,49%
OBLIGACIONES	44.769	2,54%	58.166	3,10%	102.936	2,82%	6.205	0,35%	19.723	1,05%	25.929	0,71%
OBLIGACIONES CONV.EN ACCIONES	2.726	0,15%	6.465	0,34%	9.190	0,25%	1.716	0,10%	2.249	0,12%	3.965	0,11%
PAGARE (REVNI)	899	0,05%	1.423	0,08%	2.322	0,06%	0	0,00%	278	0,01%	278	0,01%
PAGARES	6.857	0,39%	2.300	0,12%	9.157	0,25%	38	0,00%	259	0,01%	297	0,01%
PAPEL COMERCIAL	117.442	6,65%	103.984	5,54%	221.426	6,08%	23.740	1,34%	5.676	0,30%	29.417	0,81%
POLIZAS DE ACUMULACION	106.636	6,04%	207.680	11,06%	314.316	8,63%	9.537	0,54%	4.265	0,23%	13.803	0,38%
TITULOS DEL BANCO CENTRAL	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	225	0,01%	225	0,01%	450	0,01%
VALORES DE TITULARIZACION	226.185	12,81%	111.328	5,93%	337.513	9,26%	39.690	2,25%	43.564	2,32%	83.254	2,28%
TOTAL	1.765.337	100,00%	1.878.406	100,00%	3.643.743	100,00%	694.632	39,35%	523.928	27,89%	1.218.559	33,44%

Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil

Elaboración: Dirección de Estudios de Mercado de Valores, Superintendencia de Compañías

Anexo B

NEGOCIACIONES BURSÁTILES POR TIPO DE PAPEL REALIZADOS EN EL MERCADO PRIMARIO Y SECUNDARIO												
ENERO-DICIEMBRE DEL 2007												
CIFRAS EN DÓLARES												
TÍTULO-VALOR	B.V.Q		B.V.G		TOTAL PRIMARIO	PORCENTAJE	B.V.Q		B.V.G		TOTAL SECUNDARIO	PORCENTAJE
	V./ EFECTIVO	PORCENTAJE	V./ EFECTIVO	PORCENTAJE			V./ EFECTIVO	PORCENTAJE	V./ EFECTIVO	PORCENTAJE		
ACCIONESREPORO	16.249	1,22%	9.705	0,72%	25.954	0,97%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
ACEPTACIONES BANCARIAS	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	6.182	0,46%	6.182	0,23%
AVAL BANCARIO	0	0,00%	1.131	0,08%	1.131	0,04%	0	0,00%	23.452	1,73%	23.452	0,87%
BONOS DEL ESTADO	376.732	28,36%	359.552	26,50%	736.284	27,42%	52.427	3,95%	36.575	2,70%	89.002	3,31%
BONOS ESTADO-REPORO	15.389	1,16%	17.962	1,32%	33.351	1,24%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
CARTA DE CREDITO DOMESTICA	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	641	0,05%	365	0,03%	1.006	0,04%
CEDULA HIPOTECARIA	28	0,00%	0	0,00%	28	0,00%	503	0,04%	1.091	0,08%	1.594	0,06%
CEDULAS HIPOTECARIAS (REVNI)	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	17	0,00%	17	0,00%
CERT. ACREENCIA DEPOSITARIA	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	161	0,01%	161	0,01%
CERT. ACREENCIA DEPOSITARIA (REVNI)	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	1.700	0,13%	1.776	0,13%	3.476	0,13%
CERTIFICADO DE AHORRO	7.136	0,54%	0	0,00%	7.136	0,27%	395	0,03%	0	0,00%	395	0,01%
CERTIFICADO DE DEPOSITO	557.599	41,97%	533.982	39,36%	1.091.581	40,65%	19.179	1,44%	7.128	0,53%	26.307	0,98%
CERTIFICADO DE DEPOSITO (REVNI)	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	199	0,01%	199	0,01%
CERTIFICADO PASIVO GARANTIZADO (REVNI)	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	258	0,02%	0	0,00%	258	0,01%
CERTIFICADOS DE INVERSION	54.383	4,09%	17.913	1,32%	72.296	2,69%	1.794	0,14%	965	0,07%	2.759	0,10%
CERTIFICADOS DE TESORERIA	22.684	1,71%	23.632	1,74%	46.316	1,72%	3.590	0,27%	9.391	0,69%	12.981	0,48%
CUPONES	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	2.822	0,21%	2.545	0,19%	5.367	0,20%
LETRAS DE CAMBIO	46	0,00%	1.346	0,10%	1.392	0,05%	27.367	2,06%	46.473	3,43%	73.840	2,75%
LETRAS DE CAMBIO (REVNI)	0	0,00%	330	0,02%	330	0,01%	0	0,00%	29	0,00%	29	0,00%
NOTAS DE CREDITO	1.505	0,11%	26	0,00%	1.531	0,06%	20.430	1,54%	42.777	3,15%	63.207	2,35%
OBLIGACIONES	27.165	2,04%	45.578	3,36%	72.744	2,71%	8.767	0,66%	13.021	0,96%	21.788	0,81%
OBLIGACIONES CONV.EN ACCIONES	0	0,00%	7.564	0,56%	7.564	0,28%	5.760	0,43%	906	0,07%	6.666	0,25%
PAGARE (REVNI)	1.550	0,12%	50	0,00%	1.599	0,06%	0	0,00%	169	0,01%	169	0,01%
PAGARES	6.100	0,46%	0	0,00%	6.100	0,23%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
PAPEL COMERCIAL	70.628	5,32%	66.760	4,92%	137.388	5,12%	23.798	1,79%	10.007	0,74%	33.805	1,26%
POLIZAS DE ACUMULACION	78.938	5,94%	220.661	16,26%	299.599	11,16%	4.581	0,34%	5.796	0,43%	10.378	0,39%
VALORES DE TITULARIZACION	92.391	6,95%	50.594	3,73%	142.985	5,32%	74.448	5,60%	75.069	5,53%	149.516	5,57%
ACCIONES	0	0,00%	14	0,00%	14	0,00%	230.521	17,35%	60.965	4,49%	291.486	10,85%
ACCIONES (REVNI)	14	0,00%	0	0,00%	14	0,00%	27	0,00%	0	0,00%	27	0,00%
CUOTAS DE PARTICIPACION	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	70	0,01%	0	0,00%	70	0,00%
VALORES DE TITULARIZACION	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	18	0,00%	480	0,04%	498	0,02%
TOTAL	1.328.535	100,00%	1.356.800	100,00%	2.685.335	100,00%	479.098	36,06%	345.539	25,47%	824.636	30,71%

FUENTE: BOLSA DE VALORES DE QUITO Y GUAYAQUIL
ELABORACIÓN: DIRECCIÓN DE ESTUDIOS DE MERCADO DE VALORES, SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS

Anexo C

Negociaciones Bursátiles por Tipo de Papel realizados en el Mercado Primario y Secundario

Enero-Diciembre del 2008

Cifras en dólares

Título - Valor	B.V.Q		B.V.G		Total Primario		B.V.Q		B.V.G		Total Secundario	
	V./ Efectivo	Porcentaje	V./ Efectivo	Porcentaje	V./ Efectivo	Porcentaje	V./ Efectivo	Porcentaje	V./ Efectivo	Porcentaje	V./ Efectivo	Porcentaje
ACCIONES	6.254.000	0,28%	347.628	0,01%	6.601.628	0,15%	76.973.265	13,36%	73.299.810	8,18%	150.273.074	20,42%
ACCIONES-REPORTO	14.216.246	0,32%	15.523.924	0,35%	29.740.171	0,67%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
ACEPTACION BANCARIA	0	0,00%	1.012.902	0,02%	1.012.902	0,02%	0	0,00%	3.779.030	0,42%	3.779.030	0,26%
AVAL BANCARIO	0	0,00%	1.087.855	0,02%	1.087.855	0,02%	0	0,00%	18.639.736	2,08%	18.639.736	1,27%
BONOS DEL ESTADO	360.177.391	8,04%	359.987.582	8,22%	720.164.974	16,26%	28.930.292	5,02%	32.261.561	3,60%	61.191.853	4,16%
BONOS ESTADO-REPORTO	33.434.148	0,75%	20.042.503	0,46%	53.476.652	1,21%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
CARTA DE CREDITO DOMESTICA	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	60.349	0,01%	0	0,00%	60.349	0,00%
CEDULAS HIPOTECARIAS	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	20.130	0,00%	638.378	0,07%	658.508	0,04%
CEDULAS HIPOTECARIAS-REVNI	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	70.723	0,01%	70.723	0,01%	141.447	0,01%
CERTIFICADO DE AHORRO	12.295.262	0,27%	0	0,00%	12.295.262	0,28%	1.193.762	0,21%	8.788	0,00%	1.202.550	0,08%
CERTIFICADO DE DEPOSITO	1.071.844.540	23,94%	877.740.068	20,04%	1.949.584.607	44,02%	45.099.902	7,83%	28.579.929	3,19%	73.679.831	5,01%
CERTIFICADOS DE INVERSION	152.999.034	3,42%	106.347.148	2,43%	259.346.182	5,86%	4.407.719	0,77%	3.677.150	0,41%	8.084.869	0,55%
CUOTAS DE MEMBRESIA	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	100.524	0,02%	0	0,00%	100.524	0,01%
CUPONES	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	454.310	0,08%	275.888	0,03%	730.197	0,05%
LETRA DE CAMBIO - REVNI	0	0,00%	302.532	0,01%	302.532	0,01%	0	0,00%	190.266	0,02%	190.266	0,01%
LETRAS DE CAMBIO	0	0,00%	761.543	0,02%	761.543	0,02%	27.932.018	4,85%	43.008.774	4,80%	70.940.792	4,82%
NOTAS DE CREDITO	2.125	0,00%	0	0,00%	2.125	0,00%	22.086.399	3,83%	54.943.053	6,13%	77.029.452	5,23%
NOTAS DE CREDITO ADUANERAS REVNI	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	78.145	0,01%	0	0,00%	78.145	0,01%
OBLIGACIONES	71.864.509	1,60%	94.618.432	2,16%	166.482.942	3,76%	10.412.945	1,81%	37.025.620	4,13%	47.438.564	3,22%
OBLIGACIONES CONV.EN ACCIONES	0	0,00%	20.603.650	0,47%	20.603.650	0,47%	158.882	0,00%	9.022.989	1,01%	9.181.870	0,61%
OBLIGACIONES-REPORTO	6.770.531	0,00%	733.474	0,00%	7.504.005	0,00%	0	0,03%	0	0,00%	0	0,01%
PAGARE - REVNI	5.699.454	0,15%	3.827.064	0,02%	9.526.518	0,17%	32.246	0,00%	35.700	0,00%	67.946	0,00%
PAGARES	5.700.000	0,13%	0	0,00%	5.700.000	0,22%	0	0,01%	0	0,00%	0	0,00%
PAPEL COMERCIAL -REPORTO	501.521	0,13%	0	0,00%	501.521	0,13%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
PAPEL COMERCIAL	43.906.246	0,98%	18.258.176	0,42%	62.164.423	1,40%	15.318.346	2,66%	18.543.450	2,07%	33.861.796	2,30%
POLIZAS DE ACUMULACION	160.524.522	0,01%	462.953.318	0,00%	623.477.840	0,01%	13.627.276	0,00%	16.897.615	0,00%	30.524.891	0,00%
VALORES DE TITULARIZ REPORTO	912.988	3,58%	9.147.065	10,57%	10.060.052	14,08%	0	2,37%	0	1,89%	0	2,07%
VALORES TITULARIZACION PARTICIPACION	500.000	0,02%	19.500.000	0,21%	20.000.000	0,23%	0	0,00%	846.500	0,00%	846.500	0,00%
VALORES TITULARIZACION CREDITICIA	291.260.150	6,50%	176.897.258	4,04%	468.157.408	10,57%	41.032.008	7,12%	106.291.424	11,86%	147.323.433	10,01%
TOTAL	2.238.862.670	100,00%	2.189.692.124	49,55%	4.428.554.794	100,00%	287.989.239	100,00%	448.036.383	49,91%	736.025.622	100,00%

Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil

Elaboración: Dirección de Estudios de Mercado de Valores. Superintendencia de Compañías

Anexo D

Negociaciones Bursátiles por Tipo de Papel realizados en el Mercado Primario y Secundario												
Enero-Diciembre del 2009												
Cifras en dólares												
Título - Valor	B.V.Q		B.V.G		Total Primario	Porcentaj e	B.V.Q		B.V.G		Total Secundario	Porcentaje
	V./ Efectivo	Porcentaje	V./ Efectivo	Porcentaje			V./ Efectivo	Porcentaje	V./ Efectivo	Porcentaje		
CERTIFICADO DE DEPOSITO	945.205.232	41,68%	725.690.917	32,09%	1.670.896.149	36,89%	10.594.554	1,66%	38.574.978	3,06%	49.169.532	2,59%
ACCIONES	78.000	0,00%	1.875.971	0,08%	1.953.971	0,04%	472.473.980	74,14%	878.602.423	69,71%	1.351.076.403	71,19%
CERTIFICADO DE INVERSION	523.130.530	23,07%	546.210.002	24,16%	1.069.340.532	23,61%	3.780.475	0,59%	11.286.184	0,90%	15.066.659	0,79%
VALORES DE TITULARIZACION (VTC)	302.714.563	13,35%	216.239.060	9,56%	518.953.622	11,46%	71.501.571	11,22%	87.824.329	6,97%	159.325.900	8,40%
BONOS DEL ESTADO	275.000.000	12,13%	275.000.000	12,16%	550.000.000	12,14%	3.975.373	0,62%	14.898.444	1,18%	18.873.817	0,99%
POLIZAS DE ACUMULACION	82.248.618	3,63%	353.816.885	15,65%	436.065.503	9,63%	3.297.580	0,52%	8.805.869	0,70%	12.103.448	0,64%
OBLIGACIONES	82.120.919	3,62%	75.506.073	3,34%	157.626.991	3,48%	13.930.905	2,19%	33.619.063	2,67%	47.549.968	2,51%
LETRAS DE CAMBIO	693.070	0,03%	683.999	0,03%	1.377.068	0,03%	34.036.841	5,34%	57.737.491	4,58%	91.774.333	4,84%
NOTAS DE CREDITO	203.740	0,01%	365.240	0,02%	568.980	0,01%	19.626.531	3,08%	56.064.596	4,45%	75.691.127	3,99%
PAPEL COMERCIAL	35.500.885	1,57%	25.054.801	1,11%	60.555.686	1,34%	850.597	0,13%	3.476.093	0,28%	4.326.690	0,23%
AVAL BANCARIO	0	0,00%	484.782	0,02%	484.782	0,01%	0	0,00%	47.185.369	3,74%	47.185.369	2,49%
ACCIONES - REPORTE	15.791.816	0,70%	16.247.789	0,72%	32.039.605	0,71%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
PAGARE - REVNI	35.031	0,00%	18.100.000	0,80%	18.135.031	0,40%	7.007	0,00%	1.832.310	0,15%	1.839.316	0,10%
OBLIGACIONES CONVERTIBLES EN ACCIONES	2.493.955	0,11%	2.493.955	0,11%	4.987.910	0,11%	450.051	0,07%	8.241.875	0,65%	8.691.926	0,46%
CEDULA HIPOTECARIA	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	174.871	0,03%	6.499.772	0,52%	6.674.643	0,35%
ACEPTACIONES BANCARIAS	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	2.011.550	0,32%	1.728.806	0,14%	3.740.356	0,20%
CERTIFICADO DE AHORRO	2.314.293	0,10%	0	0,00%	2.314.293	0,05%	23.374	0,00%	473.838	0,04%	497.212	0,03%
VALORES DE TITULARIZACION (VTP)	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	12.000	0,00%	2.728.440	0,22%	2.740.440	0,14%
CERTIFICADO DE DEPOSITO - REPORTE	161.461	0,01%	1.386.023	0,06%	1.547.483	0,03%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
OBLIGACIONES - REVNI	0	0,00%	1.155.853	0,05%	1.155.853	0,03%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
POLIZAS DE ACUMULACION - REPORTE	203.183	0,01%	349.028	0,02%	552.211	0,01%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
CEDULA HIPOTECARIA (REVNI)	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	68.680	0,01%	314.688	0,02%	383.368	0,02%
CERTIFICADO PASIVO GARANTIZADO (REVNI)	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	168.671	0,03%	159.294	0,01%	327.965	0,02%
CERTIFICADO DE INVERSION - REPORTE	0	0,00%	302.625	0,01%	302.625	0,01%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
CERTIFICADOS FINANCIEROS	5.000	0,00%	0	0,00%	5.000	0,00%	293.117	0,05%	0	0,00%	293.117	0,02%
BONOS ESTADO - REPORTE	0	0,00%	67.451	0,00%	67.451	0,00%	0	0,00%	186.788	0,01%	186.788	0,01%
PAGARE	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	117.628	0,01%	117.628	0,01%
CERTIFICADO FINANCIERO	0	0,00%	91.000	0,00%	91.000	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
CUOTA PATRIMONIAL	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	90.000	0,01%	90.000	0,00%
CUOTAS DE PARTICIPACION	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	27.060	0,00%	0	0,00%	27.060	0,00%
CUPONES	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	2.486	0,00%	0	0,00%	2.486	0,00%
TOTAL	2.267.900.296	100,00%	2.261.121.450	100,00%	4.529.021.747	100,00%	637.307.274	100,00%	1.260.448.275	100,00%	1.897.755.548	100,00%

Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil
Elaboración: Dirección de Estudios de Mercado de Valores, Superintendencia de Compañías

Anexo E

CONSOLIDADO DE TRANSACCIONES POR RENTA, TÍTULO Y SECTOR QUITO Y GUAYAQUIL

Por ciudades, sectores y títulos
ENERO - DICIEMBRE 2008 - 2009
(En miles de dólares)

	2008						2009					
	Quito		Guayaquil		Total Nacional		Quito		Guayaquil		Total Nacional	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Total	2.515.451	100,00%	2.637.912	100,00%	5.153.362	100,00%	2.905.207	100,00%	3.521.570	100,00%	6.426.777	100,00%
Renta fija	2.431.623	96,67%	2.543.918	96,44%	4.975.541	96,55%	2.432.616	83,73%	2.638.273	74,92%	5.070.889	78,90%
a) Sector público	444.708	17,68%	467.235	17,71%	911.943	17,70%	816.139	28,09%	950.307	26,99%	1.766.446	27,49%
BONOS DEL ESTADO	389.045	15,47%	392.249	14,87%	781.294	15,16%	278.975	9,60%	289.898	8,23%	568.874	8,85%
BONOS ESTADO-REPORTO	33.434	1,33%	20.043	0,76%	53.477	1,04%	0	0,00%	255	0,01%	255	0,00%
BONOS GLOBAL	63	0,00%	0	0,00%	63	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
CERTIFICADOS DE INVERSION	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	464.333	15,98%	543.961	15,45%	1.008.295	15,69%
CERTIFICADO DE DEPOSITO	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	53.000	1,82%	53.000	1,51%	106.000	1,65%
CUPONES	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
NOTAS DE CREDITO	22.089	0,88%	54.943	2,08%	77.032	1,49%	19.830	0,68%	56.430	1,60%	76.260	1,19%
NOTAS DE CREDITO (REVNI)	78	0,00%	0	0,00%	78	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
VALORES DE TITULARIZACION	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	6.763	0,19%	6.763	0,11%
b) Sector privado	1.986.914	78,99%	2.076.683	78,72%	4.063.597	78,85%	1.616.477	55,64%	1.687.966	47,93%	3.304.443	51,42%
Financiero	1.720.901	68,41%	1.785.077	67,67%	3.497.452	67,87%	1.299.057	44,71%	1.340.630	38,07%	2.639.687	41,07%
ACCIONES-REPORTO	989	0,04%	1.117	0,04%	2.107	0,04%	1.142	0,04%	303	0,01%	1.445	0,02%
ACEPTACIONES BANCARIAS	0	0,00%	4.792	0,18%	4.792	0,09%	2.012	0,07%	1.729	0,05%	3.740	0,06%
AVAL BANCARIO	0	0,00%	19.728	0,75%	19.728	0,38%	0	0,00%	47.670	1,35%	47.670	0,74%
CERTIFICADO DE AHORRO	13.489	0,54%	2.815	0,11%	16.304	0,32%	2.338	0,08%	474	0,01%	2.812	0,04%
CARTA DE CREDITO DOMESTICA	60	0,00%	0	0,00%	60	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
CERTIFICADO DE DEPOSITO	1.106.457	43,99%	903.315	34,24%	2.009.772	39,00%	902.800	31,08%	711.266	20,20%	1.614.066	25,11%
CERTIFICADO DE DEPOSITO (REVNI)	0	0,00%	199	0,01%	199	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
CERTIFICADO DE DEPOSITO (REPORTO)	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	161	0,01%	1.386	0,04%	1.547	0,02%
CERTIFICADOS DE INVERSION	156.337	6,22%	110.024	4,17%	266.361	5,17%	62.578	2,15%	13.535	0,38%	76.113	1,18%
CERTIFICADOS DE INVERSION (REPORTO)	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	303	0,01%	303	0,00%
CERTIFICADO PASIVO GARANTIZADO	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
CERTIFICADO PASIVO GARANTIZADO (REVNI)	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	169	0,01%	159	0,00%	328	0,01%
Certificado Financiero	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	298	0,01%	91	0,00%	389	0,01%
CEDULA HIPOTECARIA	20	0,00%	638	0,02%	659	0,01%	175	0,01%	6.500	0,18%	6.675	0,10%
CEDULAS HIPOTECARIAS (REVNI)	71	0,00%	71	0,00%	141	0,00%	69	0,00%	315	0,01%	383	0,01%
CEDULA HIPOTECARIA (REPORTO)	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
CERT. ACRENCIA DEPOSITARIA	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
LETRAS DE CAMBIO	27.878	1,11%	43.770	1,66%	71.649	1,39%	34.730	1,20%	58.421	1,66%	93.151	1,45%
OBLIGACIONES	1.020	0,04%	873	0,03%	1.893	0,04%	4.790	0,16%	7.549	0,21%	12.339	0,19%
OBLIGACIONES CONV.EN ACCIONES	159	0,01%	29.627	1,12%	29.786	0,58%	2.944	0,10%	10.736	0,30%	13.680	0,21%
OBLIGACIONES (REVNI)	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
PAGARES	5.700	0,23%	0	0,00%	5.700	0,11%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
PAPEL COMERCIAL	31.357	1,25%	23.138	0,88%	54.495	1,06%	2.600	0,09%	1.422	0,04%	4.022	0,06%
POLIZAS DE ACUMULACION	174.152	6,92%	479.851	18,19%	654.003	12,69%	85.546	2,94%	362.623	10,30%	448.169	6,97%
POLIZAS DE ACUMULACION (REPORTO)	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	203	0,01%	349	0,01%	552	0,01%
VALORES DE TITULARIZACION	202.791	8,06%	157.013	5,95%	359.804	6,98%	196.503	6,76%	115.800	3,29%	312.303	4,86%
VALORES DE TITULARIZACION (REPORTO)	420	0,02%	8.107	0,31%	8.527	0,17%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
No Financiero	266.013	10,58%	291.606	11,05%	557.619	10,82%	317.420	10,93%	347.336	9,86%	664.756	10,34%
ACCIONES-REPORTO	13.227	0,53%	14.407	0,55%	27.634	0,54%	14.650	0,50%	15.944	0,45%	30.594	0,48%
CERTIFICADO DE DEPOSITO	730	0,03%	0	0,00%	730	0,01%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
CERTIFICADOS DE INVERSION	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
CEDULAS HIPOTECARIAS	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
CUPONES	454	0,02%	276	0,01%	730	0,01%	2	0,00%	0	0,00%	2	0,00%
NOTAS DE CREDITO (REVNI)	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
OBLIGACIONES	80.927	3,22%	130.772	4,96%	211.699	4,11%	91.262	3,14%	101.577	2,88%	192.838	3,00%
OBLIGACIONES (REPORTO)	6.771	0,27%	733	0,03%	7.504	0,15%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
OBLIGACIONES (REVNI)	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	1.156	0,03%	1.156	0,02%
PAPEL COMERCIAL	27.677	1,10%	13.663	0,52%	41.340	0,80%	33.751	1,16%	27.109	0,77%	60.860	0,95%
PAPEL COMERCIAL (REPORTO)	502	0,02%	0	0,00%	502	0,01%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
PAGARES	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	118	0,00%	118	0,00%
PAGARE (REVNI)	5.732	0,23%	3.863	0,15%	9.594	0,19%	42	0,00%	19.932	0,57%	19.974	0,31%
Letras de cambio	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Letras de cambio (REVNI)	0	0,00%	493	0,02%	493	0,01%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
VALORES DE TITULARIZACION	129.501	5,15%	126.359	4,79%	255.860	4,96%	177.713	6,12%	181.500	5,15%	359.213	5,59%
VALORES DE TITULARIZACION (REPORTO)	493	0,02%	1.040	0,04%	1.533	0,03%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Renta Variable	83.828	3,33%	93.994	3,56%	177.822	3,45%	472.591	16,27%	883.297	25,08%	1.355.888	21,10%
ACCIONES FINANCIERO	18.091	0,72%	24.718	0,94%	42.808	0,83%	10.133	0,35%	6.874	0,20%	17.008	0,26%
ACCIONES MERCANTIL	65.137	2,59%	48.905	1,85%	114.042	2,21%	462.419	15,92%	873.604	24,81%	1.336.022	20,79%
ACCIONES (REVNI)	0	0,00%	24	0,00%	24	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
CUOTAS DE PATRIMONIAL	101	0,00%	0	0,00%	101	0,00%	27	0,00%	90	0,00%	117	0,00%
VALORES DE TITULARIZACION	500	0,02%	20.347	0,77%	20.847	0,40%	12	0,00%	2.728	0,08%	2.740	0,04%
CUOTAS DE MEMBRESIA	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%

FUENTE: Base de datos Superintendencia de Compañías

ELABORACION: Dirección de Estudios, Superintendencia de Compañías

Anexo F

DETALLE DE TRANSACCIONES MENSUALES CONSOLIDADAS EN LAS BOLSAS DE VALORES												
Por: Ciudades - Sectores - Títulos												
ENERO - DICIEMBRE 2009 - 2010												
(Montos en miles de dólares)												
	2009						2010					
	Quito		Guayaquil		Total Nacional		Quito		Guayaquil		Total Nacional	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Total (I+II)	2.899.126	100,00%	3.527.581	100,00%	6.426.707	100,00%	2.684.666	100,00%	2.408.739	100,00%	5.093.405	100,00%
I. Renta fija (a + b)	2.432.607	83,91%	2.638.273	74,79%	5.070.879	78,90%	2.627.942	97,89%	2.336.761	97,01%	4.964.702	97,47%
a) Sector público	816.139	28,15%	949.810	26,93%	1.765.949	27,48%	1.146.816	42,72%	1.077.218	44,72%	2.224.034	43,66%
BONOS DEL ESTADO	278.975	9,62%	289.898	8,22%	568.874	8,85%	593.492	22,11%	573.470	23,81%	1.166.962	22,91%
BONOS DEL ESTADO (REPORTO)	0	0,00%	254	0,01%	254	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
BONOS GLOBAL 2015	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	8.898	0,33%	1.950	0,08%	10.848	0,21%
CERTIFICADO DE DEPOSITO	53.000	1,83%	53.000	1,50%	106.000	1,65%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
CERTIFICADO DE INVERSION	464.333	16,02%	543.961	15,42%	1.008.295	15,69%	453.665	16,90%	403.682	16,76%	857.347	16,83%
CERTIFICADO DE TESORERIA	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	962	0,04%	24.474	1,02%	25.436	0,50%
CUPONES	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	8.761	0,36%	8.761	0,17%
CUPONES - BE - REVNI	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	12.849	0,53%	12.849	0,25%
CUPONES - REVNI	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	7.674	0,32%	7.674	0,15%
NOTA PROMISORA GARANTIA FID.	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	2.491	0,09%	0	0,00%	2.491	0,05%
NOTAS DE CREDITO	19.830	0,68%	56.430	1,60%	76.260	1,19%	56.439	2,10%	20.221	0,84%	76.660	1,51%
VALORES DE TITULARIZACION (VTC)	0	0,00%	6.267	0,18%	6.267	0,10%	30.870	1,15%	24.137	1,00%	55.007	1,08%
b) Sector privado (b.1. + b.2.)	1.616.467	55,76%	1.688.463	47,86%	3.304.930	51,42%	1.481.125	55,17%	1.259.543	52,29%	2.740.668	53,81%
b.1. Financiero	1.298.590	44,79%	1.342.751	38,06%	2.641.340	41,10%	1.025.689	38,21%	886.317	36,80%	1.912.007	37,54%
ACCIONES (REPORTO)	1.142	0,04%	303	0,01%	1.445	0,02%	507	0,02%	786	0,03%	1.293	0,03%
ACEPTACIONES BANCARIAS	2.012	0,07%	1.729	0,05%	3.740	0,06%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
AVAL BANCARIO	0	0,00%	47.670	1,35%	47.670	0,74%	29.030	1,08%	0	0,00%	29.030	0,57%
CEDULA HIPOTECARIA	175	0,01%	6.490	0,18%	6.665	0,10%	1.109	0,04%	295	0,01%	1.404	0,03%
CEDULA HIPOTECARIA (REVNI)	69	0,00%	315	0,01%	383	0,01%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
CERTIFICADO DE AHORRO	2.338	0,08%	474	0,01%	2.812	0,04%	900	0,03%	5.051	0,21%	5.951	0,12%
CERTIFICADO DE DEPOSITO	902.800	31,14%	711.266	20,16%	1.614.066	25,11%	425.649	15,85%	585.037	24,29%	1.010.686	19,84%
CERTIFICADO DE DEPOSITO (REPORTO)	161	0,01%	1.386	0,04%	1.547	0,02%	483	0,02%	0	0,00%	483	0,01%
CERTIFICADO DE INVERSION	62.578	2,16%	13.535	0,38%	76.113	1,18%	6.601	0,25%	21.096	0,88%	27.698	0,54%
CERTIFICADO DE INVERSION (REPORTO)	0	0,00%	303	0,01%	303	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
CERTIFICADO DE PASIVO GARANTIZADO	0	0,00%	159	0,00%	159	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
CERTIFICADO DE PASIVO GARANTIZADO (REVNI)	154	0,01%	0	0,00%	154	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
CERTIFICADO FINANCIERO	298	0,01%	91	0,00%	389	0,01%	615	0,02%	1.662	0,07%	2.277	0,04%
LETRAS DE CAMBIO	34.730	1,20%	58.421	1,66%	93.151	1,45%	23.964	0,89%	11.078	0,46%	35.042	0,69%
OBLIGACIONES	4.318	0,15%	7.518	0,21%	11.836	0,18%	35.293	1,31%	19.422	0,81%	54.715	1,07%
OBLIGACIONES CONVERTIBLES EN ACCIONES	2.744	0,09%	10.526	0,30%	13.270	0,21%	29.552	1,10%	16.509	0,69%	46.062	0,90%
OBLIGACIONES (REVNI)	200	0,01%	210	0,01%	410	0,01%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
PAPEL COMERCIAL	2.600	0,09%	1.422	0,04%	4.022	0,06%	28.079	1,05%	38.407	1,59%	66.486	1,31%
POLIZAS DE ACUMULACION	85.546	2,95%	362.623	10,28%	448.169	6,97%	341.372	12,72%	71.877	2,98%	413.249	8,11%
POLIZAS DE ACUMULACION (REPORTO)	203	0,01%	349	0,01%	552	0,01%	1.026	0,04%	0	0,00%	1.026	0,02%
VALORES DE TITULARIZACION (VTC)	196.523	6,78%	117.961	3,34%	314.484	4,89%	101.508	3,78%	115.097	4,78%	216.605	4,25%
b.2 Mercantil	317.878	10,96%	345.712	9,80%	663.590	10,33%	455.436	16,96%	373.225	15,49%	828.662	16,27%
ACCIONES (REPORTO)	14.650	0,51%	15.944	0,45%	30.594	0,48%	15.599	0,58%	12.423	0,52%	28.023	0,55%
CEDULA HIPOTECARIA	0	0,00%	10	0,00%	10	0,00%	300	0,01%	0	0,00%	300	0,01%
CERTIFICADO DE AHORRO	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	85	0,00%	85	0,00%
CERTIFICADO DE PASIVO GARANTIZADO (REVNI)	15	0,00%	0	0,00%	15	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
CERTIFICADO DE INVERSION	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
CUPONES	2	0,00%	0	0,00%	2	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
LETRAS DE CAMBIO	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	189	0,01%	189	0,00%
NOTAS DE CREDITO	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	4.841	0,18%	768	0,03%	5.608	0,11%
OBLIGACIONES	89.998	3,10%	102.254	2,90%	192.251	2,99%	171.031	6,37%	125.109	5,19%	296.140	5,81%
OBLIGACIONES (REVNI)	1.736	0,06%	510	0,01%	2.246	0,03%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
PAGARE	0	0,00%	118	0,00%	118	0,00%	18.099	0,67%	12.215	0,51%	30.313	0,60%
PAGARE (REVNI)	42	0,00%	19.932	0,57%	19.974	0,31%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
PAPEL COMERCIAL	33.751	1,16%	27.109	0,77%	60.860	0,95%	59.273	2,21%	47.498	1,97%	106.771	2,10%
VALORES DE TITULARIZACION (VTC)	177.683	6,13%	179.836	5,10%	357.519	5,56%	186.293	6,94%	174.939	7,26%	361.232	7,09%
II. Renta Variable	466.519	16,09%	889.308	25,21%	1.355.827	21,10%	56.724	2,11%	71.978	2,99%	128.702	2,53%
Acciones Sector Financiero	8.555	0,30%	8.453	0,24%	17.008	0,26%	12.139	0,45%	6.637	0,28%	18.776	0,37%
Acciones Sector Mercantil	457.895	15,79%	878.036	24,89%	1.335.932	20,79%	18.509	0,69%	65.113	2,70%	83.622	1,64%
ACCIONES (REVNI)	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	3	0,00%	3	0,00%
CUOTAS DE MEMBRESIA	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	90	0,00%	90	0,00%
Cuotas Patrimoniales	27	0,00%	90	0,00%	117	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Valores de Titularización (VTP)	42	0,00%	2.728	0,08%	2.770	0,04%	26.076	0,97%	136	0,01%	26.211	0,51%

FUENTE: Base de datos Superintendencia de Compañías

ELABORACION: Dirección de Estudios, Superintendencia de Compañías

Anexo G

Emisión de Valores Provenientes de Procesos de Titularización a Nivel Nacional								
Período enero - diciembre 2005								
(En millones de dólares)								
Resolución No	Fecha Inscripción	Emisor	Tipo de título	Monto Total en Millones de Dolares	Plazo	Tasa Referencial	Denominación del originador	Calificación inicial
G.IMV.05.7603	06-ene-05	Titularización Fideicomiso Mercantil Proyecto Zofragua	Contenido Crediticio	14,00	6 y 7 años	2,25 % veses TPR BCE SERIE A 2,50% veses TPRBCE SERIE B	ZOFRAGUA	"A"
Q.IMV.05.1014	15-mar-05	Titularización Automotriz Amazonas	Contenido Crediticio	5,00	14 a 36 meses	7,75% 8,25% 8,50% 9,50	BCO. AMAZONAS	"AAA"
Q.IMV.05.2417	22-jun-05	Titularización Mutualista Pichincha	Contenido Crediticio	31,05	121, 128 Y 145 meses	Porción del 57,07 y 66,58 de la TPP	ASOC. MUTUALISTA DE AHORRO Y CREDITO PICHINCHA	"AAA"
Q.IMV.05.3242	16-ago-05	Segunda Titularización Automotriz Amazonas	Contenido Crediticio	7,50	Desde 11 hasta 44 meses	8% / 8,75% / 9% / 9,50% / 10%	BCO. AMAZONAS	"AAA"
G.IMV.05.7796	21-nov-05	Fideicomiso Mercantil Titularización Omni Hospital	VTP	16,80	180 meses	Renta Variable basada en la proyección de flujos provenientes de la operación	DUNCAN BUSINESS Inc	"AAA"
Q.IMV.05.4866	25-nov-05	Segunda Titularización Automotriz Amazonas	Contenido Crediticio	7,50	Desde 10 hasta 48 meses	8% / 8,70% / 9,25% / 9,75%	BCO. AMAZONAS	"AAA"
Q.IMV.05.4857	29-nov-05	Segunda Titularización Automotriz Unibanco	Contenido Crediticio	15,00	24 meses	TPR + 3,5%	UNIBANCO	AA
Q.IMV.05.5096	14-dic-05	Titularización CTH	Contenido Crediticio	22,18	139,148,169 meses	59,15% /65,06%/100% TPP	CTH	"AAA"
TOTAL				119,03				
FUENTE: Autorización y Registro de Mercado de Valores								
ELABORACION: Dirección de Estudios								

Anexo H

AUTORIZACION DE EMISIÓN DE VALORES PROVENIENTES DE PROCESOS DE TITULARIZACIÓN								
Período enero - diciembre 2006								
(En miles de dólares)								
Resolución No	Fecha Inscripción	Emisor	Tipo de título	Monto	Plazo	Tasa Referencial	Denominación del originador	Calificación inicial
Q.IMV.06.0392	06/02/2006	SEGUNDA TITULARIZACIÓN CARTERA DE CONSUMO - UNIBANCO	VTC-Segunda-2- Unibanco	5.000	36 meses	7.50 % FIJO	UNIBANCO	AAA
Q.IMV.06.1549	10/05/2006	TITULARIZACIÓN FIDEICOMISO MERCANTIL PRODUBANCO 1	PRODUCTH1	46.071	75 meses	98% / 61,31% / 67,52% / 98% DE LA TPP	PRODUBANCO	Class A1: AAA Class A2: AA Class A3: A
Q.IMV.06.1773	29/05/2006	TITULARIZACIÓN HIPOTECARIA DEL BANCO DEL PICHINCHA 1, FIMEPCH 1	PCHTH 1	88.076	185 meses	100% / 62,82%/ 73,65% DE LA TPP	BANCO DEL PICHINCHA	AAA
Q.IMV.06.1818	31/05/2006	TITULARIZACION CFC - UNO	VTC-CFC-UNO	6.000	180 días	7% / 7,75% / 8,25%	CORPORACIÓN CFC UNO	AAA
06-G-IMV-3602	31/05/2006	TITULARIZACION DE CARTERA DE CONSUMO BANCO TERRITORIAL	1-VTC-SA 1 Bco. Territorial	3.000	12 meses	7 %	BANCO TERRITORIAL	AAA
06-G-IMV-3485	02/06/2006	TITULARIZACION DE CARTERA VIVIENDA GUAYAQUIL NUMERO UNO (VIG UNO)	VTC-VIG1	1.020	12 a 108 meses	3% / 3,50% / 1,50% / 2,50% / 1%/0,75%	FIDEICOMISO MERCANTIL DE TITULARIZACION CARTERA DE VIVIENDA UNO	AAA
Q.IMV.06.1986	12/06/2006	TERCERA TITULARIZACION CARTERA AUTOMOTRIZ - AMAZONAS	VTC-Tercera-1- Amazonas	20.000	550 a 1254 días	8,0 % / 9,0 % / 9,25% / 7,50% anual	BANCO AMAZONAS	AAA
06-G-IMV-4000	21/06/2006	FIDEICOMISO MERCANTIL MUTUALISTA PICHINCHA 2	TCIMUPI2	50.000	1 año	TPR + 3 puntos	MUTUALISTA PICHINCHA	AAA
06-G-IMV-6371	13/09/2006	TITULARIZACION DE FLUJOS CENTRAL HIDROELECTRICA MARCEL LANIADO DE WIND	VTC-CMLW	80.000	10 años	TASA LIBOR DE 3 MESES PUBLICADA POR BLOMBERG + 4,0	CENTRAL HIDROELECTRICA MARCEL LANIADO DE WIND	AAA
06-G-IMV-6438	19/09/2006	TITULARIZACION DE CARTERA DE CONSUMO BANCO TERRITORIAL	1-VTC-SA-#1-Bco- Territorial	2.500	3 años	8%	BANCO TERRITORIAL	AAA
Q.IMV.06.3403	19/09/2006	TITULARIZACION CFC - UNO	VTC - CFC-DOS	6.000	3 años	7% / 7,75% / 8,25%	CORPORACIÓN CFC UNO	AAA
06-G-IMV-7006	03/10/2006	TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS DE FONDOS DE BURGER KIN RESTAURANTES DEL NORTE	VTC-Burger King	1.250	10 años	TASA DE INTERES FIJA DEL 10% O TASA DE INERES REAJUSTABLE	BURGER KING RESTAURANTES PARRILLADAS MARISQUERIA	AAA
06-G-IMV-6959	05/10/2006	TITULARIZACION MUTUALISTA PICHINCHA TRES FIMUPI TRES	TCIMUPI3	35.000	84 a 111 meses	80% DE LA TPP	MUTUALISTA PICHINCHA	AAA
TOTAL				343.917				
FUENTE: Autorización y Registro de Mercado de Valores								
ELABORACION: Dirección de Estudios								

Anexo I

TITULARIZACIONES AUTORIZADAS A LAS INSTITUCIONES DEL SECTOR MERCANTIL Y FINANCIERO										
Período: enero - diciembre 2007										
(Montos en miles dólares)										
No	Fecha Inscripción	Emisor	Originador	Resolución	Monto	Calificación	Clase	Serie	Plazo (meses)	Tasas de Interés
SECTOR MERCANTIL										
1	28/05/2007	TITULARIZACION DE FLUJOS-TASAS TERMINAL TERRESTRE DE GUAYAQUIL	TERMINAL TERRESTRE DE GUAYAQUIL	07-G-IMV-3361	10.000	AAA	S/C	S/S	60	8.50% F.I.A.
2	01/06/2007	TITULARIZACION DE CARTERA HIPOTECARIA VOLARE	FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS	07-G-IMV-3496	5.200	AAA	SC	A / B / C	12 / 180 / 84	8% INICIAL; TPR + 3% / 8.5%; TPR+3.5%
3	10/07/2007	TITULARIZACION DE CARTERA HIPOTECARIA VILLA MARINA	MEGATRADING S.A.	07-G-IMV-004427	1.900	AAA	DE 1 A 3	DE A A D	24 / 54 / 78 / 120	(9.00% / 8.50% / 8% / 7%) TPR+ (2% / 3% / 4.00%)
4	22/11/2007	PRIMERA TITULARIZACION CARTERA COMERCIAL COMANDATO	COMANDATO	07-G-IMV-7579	6.000	AAA	SC	B	34 / 35 / 36	8%
5	04/09/2007	PRIMERA TITULARIZACIÓN CARTERA AUTOMOTRIZ - GMAC ECUADOR	GMAC ECUADOR	QJMV.07.3593	50.000	AAA	SC	B	24 / 48	9% F.I.A / 7,75%
5	TOTAL SECTOR MERCANTIL				73.100					
SECTOR FINANCIERO										
1	12/03/2007	TERCERA TITULARIZACION CARTERA AUTOMOTRIZ - AMAZONAS	BANCO AMAZONAS	QJMV.07.0966	5.000	AAA	SC	DE A1 A A3 / DE B1 A B3 / DE C1 A C3	12 / 24 / 36 / 42	8.00% / 8.50% / 9.25% / 9.75%
2	06/08/2007	PRIMERA TITULARIZACION CARTERA COMERCIAL-AMAZONAS	BANCO AMAZONAS	QJMV.07.3200	10.000	AAA	SC	DE A1 A A3 / DE B1 A B3 / DE C1 A C3	30	8.00% / 8.50% / 9.25% / 9.75%
3	01/11/2007	TITULARIZACION FIDEICOMISO MERCANTIL MUTUALISTA PICHINCHA 4 FIMUPI 4	MUTUALISTA PICHINCHA	QJMV.07.4356	64.511	AAA	A1 A A4	1	65 / 85 / 105 / 120	(51.46% A 73.51% DE LA TPP
4	28/11/2007	TITULARIZACION DE CARTERA DE CONSUMO BANCO TERRITORIAL	BANCO TERRITORIAL	07-G-IMV-7767	5.500	AAA	1 / 2 / 3	A	36	8.5%
5	10/12/2007	SEGUNDA TITULARIZACION-PACIFICARD/MASTERCARD-FLUJOS DEL EXTERIOR	PACIFICARD S.A.	07-G-IMV-8004	43.000	AAA	VTC	A / B	36	8.0% / 8.50%
5	TOTAL SECTOR FINANCIERO				128.011					
10	TOTAL NACIONAL				201.111					
FUENTE: Consulta de Mercado de Valores										
ELABORACION: Dirección de Estudios										

Anexo J

TITULARIZACIONES AUTORIZADAS A LAS INSTITUCIONES DEL SECTOR MERCANTIL Y FINANCIERO										
ENERO - DICIEMBRE 2008										
(Montos en miles dólares)										
No	Fecha Inscripción	Emisor	Originador	Resolución	Monto	Calificación	Clase	Serie	Plazo	Tasas de Interes
SECTOR MERCANTIL										
1	11/04/2008	* PRIMERA TITULARIZACION DE FLUJOS -TARJETA DE CREDITO DE PRATI* 1ER.TRAMO	DE PRATI	08-G-IMV-1804	5.000	AAA	VTC-1	A-B-C	1080 días	8,50% ANUAL Y FIDA
2	25/04/2008	TITULARIZACION GM HOTEL	PRONOBIS	08-G-IMV-2195	20.000	AAA	S/C	s/s	-	N/A
3	09/05/2008	TITULARIZACION FLUJOS PEAJE CONORTE	CONORTE	08-G-IMV-1959	25.000	AAA	A-B-C		1080-1440-1800 días	7,50% - 8% - 8,50%
4	21/07/2008	SEGUNDA TITULARIZACION CARTERA AUTOMOTRIZ - GMAC ECUADOR	GMAC ECUADOR	Q.IMV.08.2666	50.000	AAA	SC	A	720 - 1440 días	7,75% FIDA ANUAL
5	31/07/2008	* PRIMERA TITULARIZACION DE FLUJOS -TARJETA DE CREDITO DE PRATI* 2DO.TRAMO	DE PRATI	08-G-IMV-4666	10.000	AAA	E/F/D	E/F/D	1080 días	8,50 % ANUAL Y FIDA
6	14/08/2008	SEGUNDA TITULARIZACION CARTERA COMERCIAL COMANDATO	COMANDATO	08-G-IMV-5162	10.000	AAA	S/C	SS	540 días	0,085
7	26/09/2008	TITULARIZACION DE FLUJOS INDUSTRIAS ALES	INDUSTRIAS ALES	08-G-IMV-6106	7.500	AAA	37653	A/B/C	30- 60 - 90 días	CUPON 0
8	14/10/2008	TITULARIZACION DE FLUJOS FADESA	Fabrica Automática de Envases S. A. Fadesa	08-G-IMV-6738	12.000	AAA	S/C	A/B/C	1440	0,085
9	21/10/2008	TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS MUNICIPALIDAD DE GUAYAQUIL	MUNICIPALIDAD DE GUAYAQUIL	08-G-IMV-6899	35.000	AAA	S/C	UNIC	5 AÑOS	TPR PBLICADA POR EL BCE VIGENTE EN LA FECHA DE EMISION
10	23/10/2008	TITULARIZACION DE FLUJOS PESCASUR	Procesadora y Pesquera del Sur C. A	08-G-IMV-7082	1.600	AAA	S/C	A/B/C/D	1080	ANUAL Y FIDA DEL 9%
11	28/10/2008	SEGUNDA TITULARIZACION CARTERA COMERCIAL COMANDATO	COMANDATO	08-G-IMV-7080	10.000	AAA	S/C	S/S	540	8,50% ANUAL Y FIDA
12	14/11/2008	TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS DE FONDOS ARTEFACTA	ARTEFACTA	08-G-IMV-7821	20.000	AAA	SC	SS	4	TPR PUBLA POR EL BCE VIGENTE A LA FECHA DE EM DE LOS VALO
13	17/11/2008	FIDEICOMISO DE TITULARIZACION DE FLUJOS - NESTLE ECUADOR	NESTLE	Q.IMV.08.4768	70.000	AAA	SC	A/B/C	720 - 1040 - 1080	7,5% - 8,0% - 8,5%
14	28/11/2008	SEGUNDA TITULARIZACION CARTERA COMERCIAL COMANDATO	COMANDATO	08-G-IMV-8045	10.000	AAA	SC	A/B		8,50%
15	01/12/2008	FIDEICOMISO DE TITULARIZACION DE FLUJOS-PRONACA	PRONACA	Q-IMV-08-5038	35.000	AAA	S/C	A	1080	TASA LIBOR DE 3 MESES + 3,5 PUNTOS PORCENTUALES
16	29/12/2008	TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS DE VENTAS- PRODUCTOS LA FABRIL	LA FABRIL	08-G-IMV-8821	10.000	AAA	S/C	S/S		
16	TOTAL SECTOR MERCANTIL				331.100					
SECTOR FINANCIERO										
1	28/01/2008	TERCERA TITULARIZACION CARTERA AUTOMOTRIZ - AMAZONAS	BANCO AMAZONAS	Q.IMV.08.0222	15.000	AAA	S/C	A1-A2-A3-B1-B2-B3-C1-C2-C3-D1-D2-D3	12 - 36- 42 meses	8% - 8,5%-9,25%-9,75%
2	03/03/2008	TITULARIZACION FIDEICOMISO MERCANTIL BANCO GENERAL RUMIÑAHUI 1, BGR 1	BANCO GENERAL RUMIÑAHUI	Q.IMV.08.0655	51.481	AAA	A1	1	de 76 a 128 meses	PROPORCIÓN DE (56,13%- 70,16%-78,18%-62,15%) DE LA TPP - RENDIMIENTO SERA EL QUE RESULTE DE LOS EXEDENTES
3	21/04/2008	TITULARIZACION FIDEICOMISO MERCANTIL CTH4 FIMECTH4	CTH	Q.IMV.08.1251	13.288	AAA	A1- A2-A3- A4	1-2	119- 132- 146 meses	(51,85% - 52,26%-66,67%)TPP EXEPTO LOS 6 PRIMEROS MESES QUE SERA DE(7% - 8% - 9%)AL AÑO ; RENDIMIENTO SERA EL QUE RESULTE DE LOS EXCEDENTES DEL FID
4	13/05/2008	TITULARIZACION DE CARTERA CACPECO	CACPECO	08-G-IMV-2604	2.500	AAA	A - B	s/s	720 - 990 días	8% - 8,50%
5	27/06/2008	FIDEICOMISO DE TITULARIZACION DE CARTERA COOPORACION DE AHORRO Y CREDITO COOPROGRESO	COOPROGRESO	Q.IMV.08.2186	4.000	AA	1/2/1A/1B/ 2A/2B	ABC	16 - 30 meses	8,5 % A 9,0%
6	30/06/2008	SEGUNDA TITULARIZACION DE CARTERA DE CONSUMO BANCO TERRITORIAL	BANCO TERRITORIAL	08-G-IMV-3789	4.000	AAA	1/2/3	A	3 años	8%
7	28/10/2008	FIDEICOMISO CUARTA TITULARIZACION CARTERA AUTOMOTRIZ - AMAZONAS	BANCO AMAZONAS	Q.IMV.08.4457	9.500	AAA	S/C	A1-A2-A3-B1-B2-B3-C1-C2-C3-D1-D2-D3-D2-D3	300 - 720 - 1080 - 1360	8% - 8,50% - 9,15% - 9,45%- 9,50%
8	22/10/2008	FIDEICOMISO MERCANTIL MUTUALISTA PICHINCHA 5 (MUTUALISTA PICHINCHA 5)	MUTUALISTA PICHINCHA	Q.IMV.08.4389	64.998	AAA	SC	1/5	2910	TPP - 0,05%
9	27/11/2008	TERCERA TITULARIZACION CARTERA DE CONSUMO TERRITORIAL	BANCO TERRITORIAL	08-G-IMV-8047	12.500	AAA	SC	A/A/B/B	1080 / 1530	TASA LIBOR DE 3 MESES MAS 3.5 PUNTOS PORCENTUALES / TASA LIBOR DE 3 MESES MAS 3.75 PUNTOS PORCENTUALES
10	17/12/2008	FIDEICOMISO MERCANTIL PRODUBANCO FIMPROD 2	PRODUBANCO	Q-IMV-08-5343	40.000	AAA	A1- A2-A3- A4-A5	1-2-3-4-	64-112 MESES	TPP
10	TOTAL SECTOR FINANCIERO				217.267					
26	TOTAL TITULARIZACIONES AUTORIZADAS				548.367					
FUENTE: Consulta de Mercado de Valores										
ELABORACION: Dirección de Estudios										

Anexo K

TITULARIZACIONES AUTORIZADAS A LAS INSTITUCIONES DEL SECTOR MERCANTIL Y FINANCIERO										
ENERO - DICIEMBRE 2009										
(Montos en miles dólares)										
No	Fecha Inscripción	Emisor	Originador	Resolución	Monto	Calificación	Clase	Serie	Plazo	Tasas de Interés
QUITO										
Mercantil										
1	17/03/2009	FIDEICOMISO DE TITULARIZACION DE FLUJOS-MOVISTAR	OTECEL S.A	Q.IMV.09.103	40.000	AAA		A	720	7,75%
2	20/08/2009	FIDEICOMISO TERCERA TITULARIZACION CARTERA AUTOMOTRIZ - GMAC ECUADOR	GMAC ECUADOR	Q.IMV.09.3397	30.000	AAA	SC	A/B	720 / 1620	8% FIJA / 9,25%
3	26/08/2009	FIDEICOMISO MERCANTIL DE TITULARIZACION DE CARTERA IMPORTADORA TOMBAMBA	IMPORTADORA TOMBAMBA	Q.IMV.09.3411	15.000	AAA	SC	A/B	720 / 1440	8% / 9%
4	30/11/2009	FIDEICOMISO DE TITULARIZACION DE FLUJOS-EBC	ECUADOR BOTTLING COMPANY CORP.	Q.IMV.09.4937	32.000	AAA	1	A/B/C	370/1080/1890	6,5% / 7,75% / 8,75%
5	10/12/2009	FIDEICOMISO DE TITULARIZACION DE FLUJOS - AZUCARERA VALDEZ	AZUCARERA VALDEZ	Q.IMV.09.5054	20.000	AAA	SC	A/B	1080/1440	8% / 8,5% ANUAL FIJA
5	TOTAL MERCANTIL				137.000					
Financiero										
1	09/04/2009	FIDEICOMISO MERCANTIL TIT.FLUJOS DINERS	DINERS CLUB	Q.IMV.09.1426	50.000	AAA	S/C	A/B/C/D/E	540 / 1800	TPR+(1.75/2,00/2,50/2,75/3,00)%
2	08/06/2009	FIDEICOMISO MERCANTIL MUTUALISTA PICHINCHA 6, IFIMUPI 6	MUTUALISTA PICHINCHA	Q.IMV.09.2301	40.000	AAA	A1 - A5	1/2/3/34/5	1950 / 5400	TPP
3	02/10/2009	PRIMERA TITULARIZACION DE CARTERA HIPOTECARIA DE VIVIENDA BANCO PROMERICA	BANCO PROMERICA	Q.IMV.09.4083	20.000	AAA	S/C	1/2/3	1080/ 5400	REAJUSTABLE C/90DIAS SERIE 1 TPP POR UN FACTOR DE 0.85 o 0.90
4	05/10/2009	FIDEICOMISO PRODUBANCO CARTERA AUTOMOTRIZ - CERO UNO	PRODUBANCO	Q.IMV.09.4035	25.800	AAA	A / B / C	1 / 2 / 3	660 / 1260	7,25% / 7,50% / / 8%
5	10/12/2009	FIDEICOMISO TITULARIZACION CUOTAFACIL UNIBANCO - CERO UNO	UNIBANCO	Q.IMV.09.5095	25.000	AAA	SC	A/B/C	720/1170/1530	7,75% / 8% / 8,25% FIDJ
6	10/12/2009	CUARTA TITULARIZACION CARTERA AUTOMOTRIZ - AMAZONAS	BANCO AMAZONAS S.A.	Q.IMV.09.5144	10.000					
6	TOTAL FINANCIERO				170.800					
11	TOTAL QUITO				307.800					
GUAYAQUIL										
Mercantil										
1	26/01/2009	TITULARIZACION DE FLUJOS AGRIPAC	AGRIPAC	9-G-IMV-320	10.000	AA+	S/C	A/B/C	1440	8,00%
2	18/03/2009	TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS DE FONDOS DE BURGER KING CCI RESTAURANTES INSTA	BURGUER KING	9-G-IMV-148	1.250	AA+	S/S	1/2/3/4	3600	FIJA DEL 10% O TASA DE INTERES REAJUSTABLE
3	01/04/2009	PRIMERA TITULARIZACION CARTERA COMERCIAL IIASA	IIASA	9-G-IMV-164	10.000	AAA	S/C	A/B/C	660/ 690 / 720	7,50%
4	02/04/2009	TERCERA TITULARIZACION CARTERA COMERCIAL COMANDATO TRAMO 1	TELBEK S.A.	9-G-IMV-164	12.000	AAA	S/C	S/S	1080	9,50%
5	06/04/2009	TITULARIZACION HOTEL COLON GUAYAQUIL-CERO UNO	HOTEL COLON GUAYAQUIL	9-G-IMV-177	5.000	AAA	S/C	S/S	1440	TPR REFERENCIAL VIGENTE A LA FECHA DE EMISION DE LOS TITULOS
6	18/05/2009	PRIMERA TITULARIZACION DE FLUJOS DELCORP S.A.	DELCORP S.A.	9-G-IMV-260	10.000	AAA	S/C	S/S	1440	FIJA DEL 8% ANUAL
7	04/06/2009	FIDEICOMISO MERCANTIL DE PRIMERA TITULARIZACION DE FLUJ FUTU DE VENTAS INTEROC	INTEROC	9-G-IMV-298	8.000	AAA	S/S	UNIC	1440	TPR REFERENCIAL VIGENTE A LA FECHA DE EMISION DE LOS TITULOS
8	22/07/2009	FIDEICOMISO MERCANTIL TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS DE FONDOS ECUAFARMACIAS 1	ECUAFARMACIAS	9-G-IMV-396	6.000	AA	S/C	A/B	1440	TPR DEL BCE VIGENTE A LA FECHA DE EMISION + 3,5 PUNTOS
9	22/07/2009	TERCERA TITULARIZACION CARTERA COMERCIAL COMANDATO TRAMO 2	TELBEK S.A.	9-G-IMV-408	12.000	AAA	S/S	S/S	1080	9,50%
10	13/08/2009	FIDEICOMISO MERCANTIL DE TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS TELCONET	TELCONET	9-G-IMV-466	10.000	AAA	1	A/B/C/D	1440	FIJA ANUAL DEL 8%
11	14/10/2009	FIDEICOMISO TITULARIZACION MOBILSOL-CERO UNO	INMOBILIARIA DEL SOL S.A	9-G-IMV-620	10.500	AAA	S/S	A / B / C	1080 / 1440	8,75% / 9% / 9,50%
12	21/10/2009	SEGUNDA TITULARIZACION DE FLUJOS FADESA	FADESA	9-G-IMV-640	12.000	AAA	S/C	A / B / C	900/1080/1440	7,75% / 8,75%
13	19/11/2009	SEGUNDA TITULARIZACION DE FLUJOS DE PRATI TARJETAS DE CREDITO TERCERAS	DE PRATI	9-G-IMV-712	15.000	AAA	S/C	A/B	1440	TASA FIJA ANUAL DEL 8,50%
14	04/12/2009	TERCERA TITULARIZACION CARTERA COMERCIAL COMANDATO	TELBEK S.A.	9-G-IMV-751	12.000	AAA	S/C	S/S	1080	9,50%
14	TOTAL MERCANTIL				133.750					
Financiero										
1	03/02/2009	TITULARIZACION CARTERA HIPOTECARIA-MACHALA	BANCO MACHALA	9-G-IMV-543	4.000	AAA	S/C	A/B/C	120/ 1050 / 108	7,50%
2	28/05/2009	FIDEICOMISO MERCANTIL BANCO BOLIVARIANO	BANCO BOLIVARIANO	9-G-IMV-262	35.000	AAA	A1 - A5	1/2/3/4	270	12,00%
3	22/12/2009	SEGUNDA TITULARIZACION CARTERA COMERCIAL AMAZONAS	BANCO AMAZONAS	9-G-IMV-806	4.850	AAA	S/C	1/B-1/C-1/D	60/720/900/126	8,50% 8,90% 9,30% 9,70%
3	TOTAL FINANCIERO				43.850					
17	TOTAL GUAYAQUIL				177.600					
28	TOTAL NACIONAL				485.400					
FUENTE: Consulta de Mercado de Valores										
ELABORACION: Dirección de Estudios										

Anexo L

TITULARIZACIONES AUTORIZADAS A LAS INSTITUCIONES DEL SECTOR MERCANTIL Y FINANCIERO ENERO - DICIEMBRE 2010 (Montos en miles dólares)												
No	Fecha Inscripción	Emisor	Originador	Resolución	Monto	Monto Desmaterializado	MD / M	Calificación	Clase	Serie	Plazo	Tasas de Interés
QUITO												
Mercantil												
1	11/03/2010	TITULARIZACION DE CARTERA INMOBILIARIA VOLANN (1)	INMOBILIARIA FURDANI	Q.IMV.10.0880	2.020	1.105	54,69%	AA	1	A/B/C	/ 10 / 15 AÑO	INICIAL 7,5% TPR + 2% INICIAL 8% TPR + 2,5% INICIAL 8,5% TPR + 3%
2	25/03/2010	FIDEICOMISO PRIMERA TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS DE FONDOS INT. FOOD SERVICE	INT. FOOD SERVICE CORP	Q.IMV.10.1107	10.000	0	0,00%	AAA		A1/A2/A3/A4	1080 / 1800	TPR + 2%
3	25/03/2010	FIDEICOMISO SEGUNDA TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS DE FONDOS INT. FOOD SERVICES CORP	INT. FOOD SERVICE CORP	Q.IMV.10.1106	10.000	0	0,00%	AAA		A5/A6/A7/A8	1080 / 1800	TPR + 2% ANUAL REAJUSTABLE CADA 90 DIAS
4	06/04/2010	FIDEICOMISO SEGUNDA TITULARIZACION DE FLUJOS INDUSTRIAS ALES	INDUSTRIAS ALES	Q.IMV.10.1335	12.000	12.000	100,00%	AAA	VTC	A/B	1080 / 1800	FIDA DEL 8,25% Y 9%
5	07/07/2010	FIDEICOMISO DE TITULARIZACION DE FLUJOS - MAREAUTO	MAREAUTO	Q.IMV.10.2658	5.000	5.000	100,00%	AAA		A/B	1080/1440	7,75% ANUAL FIDA / 8,25% ANUAL FIDA
6	19/07/2010	FIDEICOMISO DE TITULARIZACION DE FLUJOS MARESA	MARESA	Q.IMV.10.2833	10.000	4.940	49,40%	AAA	VTC	A/B	1080 / 1350	7,75% ANUAL FIDA / 8,25% ANUAL FIDA
7	22/10/2010	FIDEICOMISO SEGUNDA TITULARIZACION DE FLUJOS NESTLE ECUADOR	NESTLE	Q.IMV.10.4491	74.000	43.640	58,97%	AAA	A/B/C/D	S/S	80 / 1800 / 25	7,25%, 8,25% Y 8,75%
8	16/11/2010	FIDEICOMISO PRIMERA TITULARIZACION DE FLUJOS AUTOMOTORES Y ANEXOS	AYASA	Q.IMV.10.4838	15.000	11.132	74,21%	AAA	S/C	S/S	1440	7,25% ANUAL
9	19/11/2010	TITULARIZACION DE CARTERA INMOBILIARIA VOLANN (2)	INMOBILIARIA FURDANI	Q.IMV.10.4933	2.162	717	33,17%	AAA	S/C	A/B/C	7 / 10 / 15 AÑOS	7,5% FIDA REAJUSTABLE TPR+2%, 8% FIDA REAJUSTABLE TPR+2,5% Y 8,5% FIDA REAJUSTABLE TPR+3%
10	23/11/2010	FIDEICOMISO PRIMERA TITULARIZACION DE FLUJOS ENERGY&PALMA	ENERGY&PALMA	Q.IMV.10.4987	8.000	8.000	100,00%	AAA	S/C	S/S	1800	7,50%
10	TOTAL MERCANTIL				148.182	86.534	58,40%					
Financiero												
1	16/03/2010	FIDEICOMISO MERCANTIL BANCO INTERNACIONAL 1, INTER 1	BANCO INTERNACIONAL	Q.IMV.10.0954	50.000	0	0,00%	AAA	A1/A2/A3 /A4/A5	1/2/3/4		TPP - 3,36%, -3,38% Y -3,76%
2	16/03/2010	FIDEICOMISO MERCANTIL SOLIDARIO 1	BANCO SOLIDARIO	Q.IMV.10.0974	60.000	0	0,00%	AAA	1/2/3/4/5	1/2/3/4	24 / 37 / 84 / 85 MESES	6,25% / 6,50% / 7,00% / 29,11%
3	21/04/2010	FIDEICOMISO MERCANTIL CTHS, FIMECTHS	CTH	Q.IMV.10.1559	11.185	0	0,00%	AAA	A1/A2/A3 /A4		9 MESES	PROPORCION DEL 37,63%, 46% Y 54,13% de la TPP y RESULTADO DE LOS EXEDENTES DEL FIDEICOMISO
4	20/10/2010	PRIMERA TITULARIZACION DE FLUJOS - PORTAFOLIO CFN	CFN	Q.IMV.10.4393	45.000	0	0,00%	AAA	S/C	S/S	1080	6,75% ANUAL Y FIDA
5	14/12/2010	FIDEICOMISO MERCANTIL MUTUALISTA PICHINCHA 7 (FIMUPI7)	MUTUALISTA PICHINCHA	Q.IMV.10.5413	31.068	0	0,00%	AAA	A1/A2/A3 /A4/A5	1/2/3/4	67/100/115/1 61/162 MESES	TASA PROMEDIO PONDERADO (TPP)
5	TOTAL FINANCIERO				197.253	0	0,00%					
15	TOTAL QUITO				345.435	86.534	25,05%					
GUAYAQUIL												
Mercantil												
1	06/01/2010	PRIMERA TITULARIZACION DE FLUJOS VECONSA	VECONSA S.A.	09-G-IMV-8340	6.000	0	0,00%	AAA	S/C	B	720 / 1800	7,5% / 8,75%
2	12/01/2010	PRIMERA TITULARIZACION DE FLUJOS ECUAVEGETAL	ECUAVEGETAL S.A.	10-G-IMV-0024	6.000	0	0,00%	AAA	S/C	A/B/C	20 / 1080 / 180	7,75% / 8,25% / 8,75%
3	01/03/2010	TITULARIZACION SINDICADA FLUJOS - CADENA PRODUCTIVA INTEGRADA	INDUSTRIAS LACTEAS TONI S.A., PLASTICOS ECUATORIANOS S.A.	IV-DIMV-AyR-G-10	20.000	10.000	50,00%	AAA	S/C	A/B	1440 / 1800	TPR + 2,5% REAJUSTABLE
4	05/03/2010	CUARTA TITULARIZACION CARTERA COMERCIAL COMANDATO	TELSEC S.A.	IV-DIMV-AyR-G-10	12.000	0	0,00%	AAA	S/C	S/S	1080	9,50%
5	09/03/2010	PRIMERA TITULARIZACION DE FLUJOS EXPALSA	EXPALSA S.A.	IV-DIMV-AyR-G-10	10.000	0	0,00%	AAA	1	A/B/C/D	1440	8% ANUAL FIDA
6	26/03/2010	FIDEICOMISO HOTEL CIUDAD DEL RIO	PROMOTORES INMOBILIARIOS PRONOBIS S.A.	IV-DIMV-AyR-G-10	24.000	0	0,00%	AAA	S/C	S/S	270	
7	19/05/2010	PRIMERA TITULARIZACION DE FLUJOS - CASA TOSI	CASA TOSI	IV-DIMV-AyR-G-10	6.000	0	0,00%	AA+	A1/A2/A3 /B1/B2/B3	A/B	1080/1440	8% FIDA Y 8,50% FIDA
8	07/06/2010	SEGUNDA TITULARIZACION CARTERA COMERCIAL IIASA(1)	IIASA	IV-DIMV-AyR-G-10	5.500	2.000	36,36%	AAA		A/B/C	690/720	7,25%
9	28/06/2010	PRIMERA TITULARIZACION DE FLUJOS LATIENWASES	LATIENWASES	IV-DIMV-AyR-G-10	6.000	0	0,00%	AAA	S/C	A/B/C	720/1080	7,25%, 7,50%, 8,50%
10	07/07/2010	PRIMERA TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS NOVACERO	NOVACERO S.A.	IV-DIMV-AyR-G-10	22.000	0	0,00%	AAA	S/C	A/B/C	20 / 1080 / 180	7,75% / 8,25% / 9,00%
11	26/07/2010	QUINTA TITULARIZACION CARTERA COMERCIAL COMANDATO	COMANDATO	IV-DIMV-AyR-G-10	12.000	0	0,00%	AAA	S/C	S/S	1080	8,80%
12	12/08/2010	PRIMERA TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS GENERADOS EN DERECHO DE COBRO INTERAGUA	INTERAGUA	V-DIMV-DAYR-G-10	40.000	26.640	66,60%	AAA	1	A/B	1440 / 2160	TPR BCE+ 3,5% Y FIDA ANUAL DEL 8%
13	26/10/2010	PRIMERA TITULARIZACION DE FLUJOS COFINA	COFINA	V-DIMV-DAYR-G-10	5.000	3.475	69,50%	AA+	S/C	A/B	1080 / 1440	7% Y 7,5%
14	08/11/2010	SEGUNDA TITULARIZACION DE FLUJOS AGRIPAC	AGRIPAC	V-DIMV-DAYR-G-10	10.000	7.720	77,20%	AAA	1 / 2 / 3	A/B	1440 / 1800	8,25% Y 8,50% ANUAL FIDA
15	08/12/2010	FIDEICOMISO MERCANTIL SEGUNDA TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS DE FONDOS ARTEFACTA	ARTEFACTA	V-DIMV-DAYR-G-10	16.000	2.800	17,50%	AAA	1	A/B/C	080/1440/2160	7,00%
16	17/12/2010	SEGUNDA TITULARIZACION CARTERA COMERCIAL IIASA(2)	IIASA	V-DIMV-DAYR-G-10	6.900	3.850	55,80%	AAA	S/C	A/B/C	660/690/720	6,50% ANUAL Y FIDO
16	TOTAL MERCANTIL				207.400	56.485	27,23%					
Financiero												
1	30/07/2010	SEXTA TITULARIZACION CARTERA AUTOMOTRIZ - AMAZONAS	BANCO AMAZONAS	V-DIMV-DAYR-G-10	30.000	0	0,00%	AAA	S/C	A/B/C/D/E	1080	7%, 7,47%, 7,35%, 7,80%, 7,42%
1	TOTAL FINANCIERO				30.000	0	0,00%					
17	TOTAL GUAYAQUIL				237.400	56.485	23,79%					
32	TOTAL NACIONAL				582.835	143.019	24,54%					

Fuente: Base datos Superintendencia de Compañías

ELABORACION: Dirección de Estudios

Anexo M

TASAS DE INTERÉS ACTIVAS EFECTIVAS Y PASIVAS REFERENCIALES VIGENTES				
	Productivo	Máxima	Tasa Pasiva	
	Corporativo (1)(*)	Productivo Corporativo	2(*)	
2007	Enero	9,60	12,19	8,20
	Febrero	9,82	12,16	8,21
	Marzo	10,18	12,42	6,81
	Abril	10,04	12,38	8,39
	Mayo	9,59	12,71	7,56
	Junio	9,42	13,07	8,13
	Julio	9,72	12,31	7,82
	Agosto	14,76	22,50	5,53
	Septiembre	10,82	14,03	5,61
	Octubre	10,70	13,04	5,63
	Noviembre	10,55	12,28	5,79
	Diciembre	10,72	12,28	5,64
2008	Enero	10,74	11,81	5,91
	Febrero	10,50	11,55	5,97
	Marzo	10,43	11,26	5,96
	Abril	10,17	10,90	5,96
	Mayo	10,14	10,00	5,86
	Junio	9,59	10,00	5,45
	Julio	9,52	9,83	5,36
	Agosto	9,31	9,66	5,30
	Septiembre	9,31	9,50	5,29
	Octubre	9,24	9,33	5,08
	Noviembre	9,18	9,33	5,14
	Diciembre	9,14	9,33	5,09
2009	Enero	9,16	9,33	5,16
	Febrero	9,21	9,33	5,19
	Marzo	9,24	9,33	5,31
	Abril	9,24	9,33	5,35
	Mayo	9,26	9,33	5,42
	Junio	9,24	9,33	5,63
	Julio	9,22	9,33	5,59
	Agosto	9,15	9,33	5,56
	Septiembre	9,15	9,33	5,57
	Octubre	9,19	9,33	5,44
	Noviembre	9,19	9,33	5,44
	Diciembre	9,19	9,33	5,24
2010	Enero	9,13	9,33	5,24
	Febrero	9,10	9,33	5,16
	Marzo	9,21	9,33	4,87
	Abril	9,12	9,33	4,86
	Mayo	9,11	9,33	4,57
	Junio	9,02	9,33	4,40
	Julio	8,99	9,33	4,39
	Agosto	9,04	9,33	4,25
	Septiembre	9,04	9,33	4,25
	Octubre	8,94	9,33	4,30
	Noviembre	8,94	9,33	4,30
	Diciembre	8,68	9,33	4,28
2011	Enero	8,59	9,33	4,55
	Febrero	8,25	9,33	4,51
	Marzo	8,65	9,33	4,59
	Abril	8,34	9,33	4,60
	Mayo	8,34	9,33	4,60
	Junio	8,37	9,33	4,58
	Julio	8,37	9,33	4,58
	Agosto	8,37	9,33	4,58
	Septiembre	8,37	9,33	4,58
	Octubre	8,17	9,33	4,53
	Noviembre	8,17	9,33	4,53
	Diciembre	8,17	9,33	4,53
2012	Enero	8,17	9,33	4,53
	Febrero	8,17	9,33	4,53
	Marzo	8,17	9,33	4,53
	Abril	8,17	9,33	4,53
	Mayo	8,17	9,33	4,53
	Junio	8,17	9,33	4,53
	Julio	8,17	9,33	4,53
	Agosto	8,17	9,33	4,53

(1) Son aquellas operaciones de crédito superiores a USD 1.000.000 otorgadas a personas naturales o jurídicas que cumplen los parámetros de definición del crédito productivo. Cuando el saldo adeudado del prestatario en créditos productivos con la institución financiera supera el USD 1.000.000, indistintamente del monto, la operación pertenecerá al segmento productivo-corporativo.

(*) Promedio ponderado por monto, de las tasas de interés efectivas pactadas en las operaciones de crédito concedidas por las instituciones del sistema financiero privado. La base de cálculo corresponderá a las tasas de interés efectivas convenidas en las operaciones realizadas en las cuatro semanas anteriores a la última semana completa de cada mes.

(2) Corresponde al promedio ponderado por monto, de las tasas de interés efectivas pasivas remitidas por las instituciones financieras

(*) La base de cálculo corresponderá a las tasas de interés efectivas convenidas en las operaciones realizadas en las cuatro semanas precedentes a la última semana completa de cada mes, promedio que será ponderado por monto en dólares de los Estados Unidos de América.

Fuente: BCE - boletines mensuales.

Anexo N

TASAS DE INTERES PASIVAS EFECTIVAS Y PARTICIPACION EN EL VOLUMEN DE CAPTACIONES POR TIPO DE INSTITUCION FINANCIERA /1												
(operaciones efectuadas entre el 16 al 22 de junio de 2011)												
Promedio ponderado del período												
ENTIDAD	30 - 60		61 - 90		91 - 120		121 - 180		181 - 360		más de 360	
Semana de envío:	TEA	% participación	TEA	% participación	TEA	% participación	TEA	% participación	TEA	% participación	TEA	% participación
BANCOS PRIVADOS	3,55	76,78	4,96	81,70	4,22	74,57	5,10	76,85	5,00	68,91	6,24	57,84
COOPERATIVAS	5,66	14,66	6,17	11,83	6,59	17,80	7,02	9,75	7,82	19,33	8,94	20,33
MUTUALISTAS	4,16	4,27	4,58	1,88	5,54	4,13	5,99	3,54	6,20	3,29	7,04	3,03
SOCIEDADES FINANCIERAS	3,74	4,24	4,54	4,60	5,73	3,41	5,82	9,38	6,45	8,43	7,44	18,57
TARJETAS DE CREDITO	3,69	0,06	0,00	0,00	4,43	0,09	5,80	0,48	5,83	0,05	5,51	0,23
SISTEMA FINANCIERO NACIONAL	3,90	34,27	5,08	13,30	4,75	19,99	5,39	8,02	5,71	16,21	7,04	7,27

(1) comprenden las captaciones de depósitos a plazo fijo, por rangos de plazo.

FUENTE: Instituciones financieras

TASAS DE INTERES PASIVAS EFECTIVAS Y PARTICIPACION EN EL VOLUMEN DE CAPTACIONES POR TIPO DE INSTITUCION FINANCIERA /1												
(operaciones efectuadas entre el 27 de noviembre al 3 de diciembre de 2008)												
Promedio ponderado del período												
ENTIDAD	30 - 60		61 - 90		91 - 120		121 - 180		181 - 360		más de 360	
Semana de envío:	TEA	% participación	TEA	% participación	TEA	% participación	TEA	% participación	TEA	% participación	TEA	% participación
BANCOS PRIVADOS	4,05	85,97	4,63	84,63	4,88	76,45	5,54	80,45	5,65	74,23	6,44	27,22
COOPERATIVAS	6,26	6,92	6,71	10,31	7,39	12,76	7,87	4,15	7,89	8,28	8,51	4,05
MUTUALISTAS	5,22	2,79	5,60	1,87	6,28	4,91	6,82	2,22	7,18	2,57	7,92	0,74
SOCIEDADES FINANCIERAS	4,41	4,28	5,35	3,02	6,15	5,74	6,66	13,16	7,07	13,80	6,93	67,99
TARJETAS DE CREDITO	3,28	0,04	4,10	0,17	4,26	0,14	4,63	0,03	6,14	1,12	0,00	0,00
TOTAL SISTEMA FINANCIERO PRIVADO	4,25	46,61	4,89	9,74	5,34	17,34	5,82	7,88	6,08	11,05	6,87	6,97

(1) comprenden las captaciones de depósitos a plazo fijo, por rangos de plazo.

FUENTE: Instituciones financieras

Anexo O

se adjunta una tabla de gastos en los que incurriría el FIDEICOMISO y que serían cubiertos con los recursos del FONDO ROTATIVO:

Activos	Costo Anual	Frecuencia de pago
Auditor Externo	6,600	anual
Superintendencia de Compañías contribución del fideicomiso	3,000	anual
Mantenimiento inscripción Bolsa valores (valor en función del saldo)	tabla de Bolsa de Valores	anual
Agente de manejo	16,200	mensual
Calificación de Riesgos	15,000	semestral
Gastos Bancarios	670	anual
Publicaciones	2,500	anual
Custodia	700	anual
Gastos de emisión	50	anual
Agente Pagador	7,500	anual
Gastos de Colocación	95,000	una sola vez

Los gastos anuales del FIDEICOMISO (sin incluir los gastos de colocación que se generan una sola vez y el mantenimiento de inscripción de los Valores en la Bolsa de Valores) ascienden a US\$52,220.00 para efectos de simulación en el flujo de caja se ha considerado un gasto promedio mensual de US\$5,000.00.

El mantenimiento de los VALORES DINERS CLUB del ÚNICO TRAMO en la Bolsa de Valores podría variar entre US\$5,000 en el segundo año a US\$305 el último año.

ONCE) ASPECTOS TRIBUTARIOS DEL PATRIMONIO AUTÓNOMO

De conformidad a lo establecido en el literal a del artículo ciento cincuenta y nueve de la Ley de Mercado de Valores, el aporte y la transferencia de dominio de activos, cualquiera fuere su naturaleza, realizadas con el propósito de desarrollar procesos de titularización, están exentas de todo tipo de impuestos, tasas y contribuciones, así como de impuestos indirectos previstos en las leyes que gravan las transferencias de dichos activos. Por ello, los aportes y transferencias de dominio determinadas en el contrato del FIDEICOMISO, están exentas y no sujetas al pago de Impuesto al Valor Agregado u otros impuestos indirectos, siendo aplicable igual exención en el caso de la restitución del dominio de tales activos al ORIGINADOR.

El patrimonio del fideicomiso mercantil constituirá, de conformidad con lo dispuesto en la Ley Orgánica de Régimen Tributario Interno, sujeto pasivo de tributos. Sin embargo, de acuerdo con lo estipulado en el Reglamento de Aplicación de la Ley Orgánica de Régimen Tributario Interno, se conviene en que es obligación del BENEFICIARIO, la declaración y pago del impuesto a la renta por los beneficios o utilidades generadas por el FIDEICOMISO, eximiendo de toda responsabilidad a la FIDUCIARIA por la liquidación y pago del referido tributo.

Anexo P

ANEXO 15

0.00000039

	10.000	anual
Calificación de Riesgos	670	anual
Gastos Bancarios	2.500	anual
Publicaciones	700	anual
Ciudadela	50	anual
Gastos de emisión	7.500	anual
Agente Pagador	37.500	una sola vez
Gastos de Colocación		

Los gastos anuales del Fideicomiso (sin incluir los gastos de colocación que se generan una sola vez y el mantenimiento de inscripción de los Valores en la Bolsa de Valores) ascienden a US\$32.220.00 para efectos de simulación en el flujo de caja se ha considerado un gasto promedio mensual de US\$5.000.00.

El mantenimiento de los Valores Diners Club en la Bolsa de Valores podría variar entre US\$3.000 y US\$100 al último año.

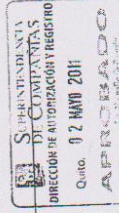
ONCE) ASPECTOS TRIBUTARIOS DEL PATRIMONIO AUTÓNOMO

De conformidad a lo establecido en el literal a del artículo ciento cincuenta y nueve de la Ley de Mercado de Valores, el aporte y la transferencia de dominio de activos, cualquiera fuere su naturaleza, realizadas con el propósito de desarrollar procesos de titularización, están exentas de todo tipo de impuestos, tasas y contribuciones, así como de impuestos indirectos previstos en las leyes que gravan las transferencias de dichos activos. Por ello, los aportes y transferencias de dominio determinadas en este contrato, están exentas y no sujetas al pago de impuesto al Valor Agregado u otros impuestos indirectos, siendo aplicable igual exención en el caso de la restitución del dominio de tales activos al ORIGINADOR. El patrimonio del Fideicomiso mercantil constituirá, de conformidad con lo dispuesto en la Ley Orgánica de Régimen Tributario Interno, sujeto pasivo de tributos; sin embargo de lo cual en caso que se efectúe alguna reforma en la normativa tributaria que faculte al FIDEICOMISO a transferir la obligación de pago del impuesto a la renta, el ORIGINADOR podrá instruir a la FIDUCIARIA que proceda según esta modalidad. De conformidad con lo establecido en el literal g) de la Disposición General Única de la ORDENANZA METROPOLITANA 292 que regula el tratamiento tributario municipal a los fideicomisos mercantiles, el presente FIDEICOMISO MERCANTIL no es sujeto pasivo de los impuestos municipales de Patente Municipal ni del Impuesto al uno punto cinco por mil (1.5 x 1000) sobre los activos totales, pues se entiende que el mismo en atención a su finalidad no realiza actividad económica.

La FIDUCIARIA realizará las retenciones en la fuente sobre los rendimientos financieros reconocidos a los INVERSIONISTAS, de acuerdo con la legislación vigente.

DOCE) CAUSALES DE TERMINACIÓN DEL FIDEICOMISO MERCANTIL Y PROCEDIMIENTO PARA SU LIQUIDACIÓN

El contrato de fideicomiso mercantil terminará por las siguientes causales:



0.00000038

	0.00	0.00	391.46	391.46	-1.174.38	0
66	0.00	0.00	391.46	391.46	-1.174.38	0
67	0.00	0.00	385.14	385.14	0.00	385
68	0.00	0.00	385.14	385.14	-1.155.42	0
69	0.00	0.00	385.14	385.14	-1.155.42	0
70	0.00	0.00	378.62	378.62	0.00	379
71	0.00	0.00	378.62	378.62	-1.136.62	0
72	0.00	0.00	378.62	378.62	-1.136.62	0
73	0.00	0.00	372.50	372.50	0.00	373
74	0.00	0.00	372.50	372.50	-1.117.50	0
75	0.00	0.00	372.50	372.50	-1.117.50	0
76	0.00	0.00	366.18	366.18	0.00	366
77	0.00	0.00	366.18	366.18	-1.098.54	0
78	0.00	0.00	366.18	366.18	-1.098.54	0
79	0.00	0.00	359.86	359.86	0.00	360
80	0.00	0.00	359.86	359.86	-1.079.58	0
81	0.00	0.00	359.86	359.86	-1.079.58	0
82	0.00	0.00	353.54	353.54	0.00	354
83	0.00	0.00	353.54	353.54	-1.060.63	0
84	0.00	0.00	353.54	353.54	-1.060.63	0

** Periodo de gracia 14 meses
Nota: Los pagos de intereses se calcularon con la Tasa Pasiva Referencial (TPR) vigente a la fecha de realización del estudio, por lo que esta tabla es referencial y se tendrá que ajustar a los cambios futuros de la TPR.

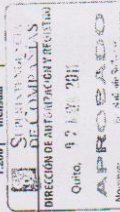
NUEVE) PROCEDIMIENTO A SEGUIR EN EL CASO EN QUE LOS INVERSIONISTAS NO EJERCIEREN SUS DERECHOS

En caso que transcurridos seis (6) meses contados a partir de la fecha en que se haya requerido a los INVERSIONISTAS para que se acerquen a recibir los recursos que les correspondan por el pago de los VALORES DINERS CLUB o para que determinen las cuentas a las cuales se podrían acreditar dichos valores, éstos no lo hicieren, el FIDEICOMISO procederá a consignar ante un juez de lo Civil del Cantón Quito, los recursos que les pudieren corresponder a los INVERSIONISTAS.

DIEZ) RELACIÓN DE COSTOS Y GASTOS A SER ASUMIDOS POR EL PATRIMONIO AUTÓNOMO

En el contrato del FIDEICOMISO, se estipula los gastos que podrá asumir el FIDEICOMISO y los que tendrán que ser asumidos por el ORIGINADOR. A continuación se adjunta una tabla de gastos en los que incurrirá el FIDEICOMISO y que serían cubiertos con los recursos del FONDO ROTATIVO:

	anual	anual	anual	mensual
Auditor Externo	6.600	3.000		
Superintendencia de Compañías contribución del fideicomiso				
Mantenimiento inscripción Bolsa valores (valor en función del saldo)				
Agente de manejo				
Tabla de Bolsas de Valores				
				1.200



Anexo Q

ANEXO 16

INT Food Services Corp.

FIDEICOMISO PRIMERA TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS DE FONDOS

COSTOS DE CADA TITULARIZACION DE US\$ 10 MM

ANEXO 16

Condic.	Jan-10	Feb-10	Mar-10	Apr-10	May-10	Jun-10	Jul-10	Aug-10	Sep-10	Oct-10	Nov-10	Dec-10
Agente de manejo												
Porcentaje sobre saldos cap.		2.708	2.708	2.708	2.708	2.708	2.708	2.708	2.708	2.708	2.708	2.708
Colocación												
% sobre emisión	0,40%	40.000										
Auditoría externa												
Costo mensual	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250
Calificación de riesgo												
Primer año	6500	3.250					3.250					
Siguientes años	4500											
Comisión de piso de bolsa												
Una sola vez a la colocación	0,09%	9.000										
Inscripción en BV												
% sobre saldos de capital	0,0175%	1.750										
Registro de valores - emisión												
Costo por mil	0,25	2.500										
No mayor a...	5000											
Escritura	6000	6.000										
Registro de valores - fideicomiso												
Primer año	3000	3.000										
2o año	2500											
3er año	2000											
Siguientes	2000											
Agente pagador												
Primer año, una sola vez	0,15%	15.000										
Publicaciones												
Annual por titularización	1000	1.000										
COSTO TOTAL:	35.458	51.958	2.958	2.958	2.958	2.958	2.958	6.208	2.958	2.958	2.958	2.958

Anexo R

INT Food Services Corp.

FIDEICOMISO PRIMERA TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS DE FONDOS

COSTOS DE CADA TITULARIZACION DE US\$ 10 MM

	Jan-11	Feb-11	Mar-11	Apr-11	May-11	Jun-11	Jul-11	Aug-11	Sep-11	Oct-11	Nov-11	Dec-11
Agente de manejo												
Porcentaje sobre saldos cap.	2,286	2,286	2,286	2,286	2,286	2,286	2,286	1,864	1,864	1,864	1,864	1,864
Colocación												
% sobre emisión												
Auditoría externa												
Costo mensual	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250
Calificación de riesgo												
Primer año												
Siguientes años		2,250										
Comisión de piso de bolsa								2,250				
Una sola vez a la colocación												
Inscripción en BV												
% sobre saldos de capital												
Registro de valores - emisión								1,248				
Costo por mil												
No mayor a...												
Escritura												
Registro de valores - fideicomiso												
Primer año												
2o año												
3er año												
Siguientes								2,000				
Agente pagador												
Primer año, una sola vez												
Publicaciones												
Anual por titularización								1,000				
COSTO TOTAL:	2,536	4,786	2,536	2,536	2,536	2,536	2,536	8,612	2,114	2,114	2,114	2,114

Para los siguientes años se mantiene el mismo cuadro de costos del año 2011.

11) *Garantías adicionales.*
N/A

ANÁLISIS PARA DETERMINAR EL INDICE DE DESVIACION:

- Variables que pueden incidir en eventuales desviaciones de la generación de flujos futuros de fondos:

1) *Costo y gastos de mantenimiento.*

Los costos y gastos de mantenimiento son egresos perfectamente predecibles, y no tienen una mayor incidencia en la generación de flujos.

Anexo S

ANEXO L7

1.12) Información económica y financiera del Originador:

Esta información consta del Anexo C del presente PROSPECTO.

1.13) Gastos de la Emisión

Honorarios	Valor	Porcentaje respecto del monto de la emisión
Honorarios de Estructuración Financiera	25.000.00	0.10%
Honorarios de Estructuración Legal	50.000.00	0.20%
Honorarios de Agente Colocador - Casa de Valores	12.500.00	0.05%
Honorarios Calificadora de Riesgos	47.000.00	0.18%
Honorarios Agente de Manejo	97.000.00	0.38%
Honorarios Agente Pagador	A calcularse en función del monto colocado	0.10% del monto pagado
Honorario del Notario	6.500.00	0.26%
Honorario de Auditoria	12.000.00	0.048%

Costos	Valor	Porcentaje
Inscripción ante la Superintendencia de Compañías	2.500.00	0.01%
Inscripción ante la Bolsa de Valores de Quito - Guayaquil	22.500.00	0.09%
Publicación	1.500.00	0.006%
Difusión del Prospecto de Oferta Pública al Mercado de Valores	5.000.00	0.02%



07
3316