

ESCUELA SUPERIOR POLITECNICA DEL LITORAL

Facultad de Ciencias Sociales y Humanísticas



Facultad de
**Ciencias Sociales
y Humanísticas**



**“ANÁLISIS DEL FIDEICOMISO DE TITULARIZACION COMO
UNA ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO PARA PYMES EN
EL MERCADO DE VALORES EN EL ECUADOR”**

TESIS DE GRADO

Previa obtención del Título de:

INGENIERIA EN NEGOCIOS INTERNACIONALES

Presentado por:

KARIN JANETH ARAY SILVA

Guayaquil – Ecuador

2015

AGRADECIMIENTOS

Agradezco a Dios por protegerme durante todo mi camino y darme fuerzas para superar obstáculos y dificultades a lo largo de toda mi vida.

A mi madre, que con su demostración de una madre ejemplar me ha enseñado a no desfallecer ni rendirme ante nada y siempre perseverar a través de sus sabios consejos. A mi padre, por su apoyo incondicional y por demostrarme la gran fe que tienen en mí. A Douglas mi esposo, por acompañarme durante todo este arduo camino y compartir conmigo alegrías y fracasos.

A la Econ. Gabriela Vilela, directora de tesis, por su valiosa guía y asesoramiento a la realización de la misma.

Gracias a todas las personas que ayudaron directa e indirectamente en la realización de este proyecto.

KARIN JANETH ARAY SILVA

DEDICATORIAS

Al creador de todas las cosas, el que me ha dado fortaleza para continuar cuando a punto de caer he estado; por ello, con toda la humildad que de mi corazón puede emanar, dedico primeramente mi trabajo a Dios.

De igual forma, dedico esta tesis a mi madre que ha sabido formarme con buenos sentimientos, hábitos y valores, lo cual me ha ayudado a salir adelante en los momentos más difíciles. Al hombre que me dio la vida, ha estado siempre cuidándome y por siempre estar dispuesto a escucharme y ayudarme en cualquier momento.

A mi familia en general, porque me han brindado su apoyo incondicional y por compartir conmigo buenos y malos momentos.

KARIN JANETH ARAY SILVA

TRIBUNAL DE TITULACION



Presidente

MAE. Jenny Tola



Director de Tesis

Msc. Gabriela Vilela Govea

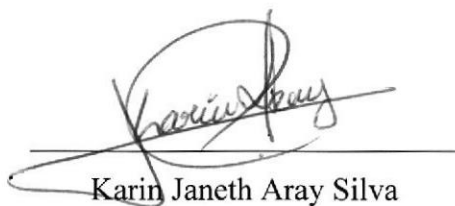


Vocal

Msc. Washington Macías

DECLARACIÓN EXPRESA

“La responsabilidad del contenido de este Trabajo de Titulación, corresponde exclusivamente al autor, y al patrimonio intelectual de la misma Escuela Superior Politécnica Del Litoral”



Karin Janeth Aray Silva

ÍNDICE GENERAL

AGRADECIMIENTOS	I
DEDICATORIAS	II
TRIBUNAL DE TITULACION.....	III
DECLARACIÓN EXPRESA	IV
ÍNDICE GENERAL	V
RESUMEN	XI
ÍNDICE DE TABLAS	XII
ÍNDICE DE ILUSTRACIONES	XIII
ÍNDICE DE CUADRO.....	XIII
ÍNDICE DE GRÁFICOS.....	XIV
CAPÍTULO I. INTRODUCCIÓN.....	1
1.1 PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA	1
1.2 ANTECEDENTES	3
1.3 OBJETIVOS	5
1.3.1 OBJETIVO GENERAL.....	5
1.3.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS.....	5
1.4 JUSTIFICACIÓN	5
1.5 HIPÓTESIS.....	6
CAPÍTULO II. MERCADO FINANCIERO.....	7
2.1 CONCEPTOS	7
2.1.1 MERCADO FINANCIERO	7
2.1.2 ACTIVOS FINANCIEROS.....	7
2.2 CLASIFICACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS.....	7
2.2.1 INTERMEDIACIÓN FINANCIERA.....	7
2.2.2 DESINTERMEDIACIÓN FINANCIERA	8
2.3 MERCADO DE VALORES EN EL ECUADOR	10
2.3.1 TIPOS DE VALORES QUE SE NEGOCIAN EN EL MERCADO DE VALORES	12
2.3.2 ESTADO ACTUAL DEL MERCADO DE VALORES EN EL ECUADOR	14
2.3.3 ESTRUCTURA DEL MERCADO DE VALORES.....	15
2.4 COMPOSICIÓN DEL MERCADO DE VALORES	16
2.5 ORGANISMO REGULADOR DEL MERCADO DE VALORES	17
2.5.1 JUNTA DE REGULACIÓN DEL MERCADO DE VALORES	17
2.6 ORGANISMO DE CONTROL DEL MERCADO DE VALORES	19
2.6.1 SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS Y VALORES.....	19
2.6.2 BOLSA DE VALORES.....	22
2.7 EL SISTEMA FINANCIERO ECUATORIANO	24
2.7.1 SISTEMA FINANCIERO PRIVADO	24
2.7.2 SISTEMA FINANCIERO PÚBLICO	25
2.7.3 SECTOR FINANCIERO POPULAR Y SOLIDARIO.	26
CAPÍTULO III: PYMES EN EL ECUADOR.....	28
3.1 DEFINICIÓN DE LAS PYMES.	28
3.1.1 CARACTERÍSTICAS DE LAS PYMES:.....	28
3.1.2 FORTALEZAS Y DEBILIDADES DE LAS PYMES:	29
3.2 DE LOS ÓRGANOS DE REGULACIÓN DE LAS MIPYMES.....	29

3.3 APORTE DE LAS PYMES EN EL ECUADOR.....	30
3.4 LAS PYME Y SU SITUACIÓN ACTUAL.....	31
3.4.1 ORIENTACION PRODUCTIVA EMPRESARIAL.....	34
CAPITULO IV. FIDEICOMISO.....	37
4.1 DEFINICIÓN DE FIDEICOMISO.....	37
4.1.1 ETIMOLOGÍA.....	37
4.1.2 CONCEPTOS.....	37
4.2 EL FIDEICOMISO EN EL ECUADOR.....	38
4.3 PARTICIPANTES.....	39
4.3.1 EL FIDEICOMITENTE.....	40
4.3.2 LA FIDUCIARIA.....	41
4.3.3 BENEFICIARIO O FIDEICOMISARIO.....	42
4.4 CARACTERÍSTICAS DEL CONTRATO FIDUCIARIO.....	43
4.5 CLASES DE FIDEICOMISO.....	44
4.5.1 FIDEICOMISO DE ADMINISTRACIÓN.....	44
4.5.2 FIDEICOMISO DE INVERSIÓN.....	44
4.5.3 FIDEICOMISO TESTAMENTARIO.....	44
4.5.4 FIDEICOMISO DE SEGUROS.....	44
4.5.5 FIDEICOMISO DEL GOBIERNO.....	45
4.5.6 FIDEICOMISO DE RENTA.....	45
4.5.7 FIDEICOMISO DE INMOBILIARIO.....	45
4.5.8 FIDEICOMISO DE GARANTÍA.....	45
CAPITULO V. LOS FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN.....	46
5.1 LA TITULARIZACIÓN.....	46
5.2 TITULARIZACIÓN EN EL ECUADOR.....	46
5.2.1 TIPOS DE ACTIVOS QUE SE PUEDEN TITULARIZAR.....	47
5.2.2 PARTICIPANTES.....	48
5.2.3 DESCRIPCIÓN DEL PROCESO.....	49
5.3 TÍTULOS VALORES QUE PUEDEN EMITIRSE.....	51
5.4 CLASES DE TITULARIZACIONES.....	52
5.4.1 TITULARIZACIÓN DE CARTERA.....	52
5.4.2 TITULARIZACIÓN DE INMUEBLES.....	52
5.4.3 TITULARIZACIÓN DE PROYECTOS INMOBILIARIOS.....	53
5.4.4 TITULARIZACIÓN DE DERECHOS EXISTENTES GENERADORES DE FLUJOS FUTUROS.....	53
5.4.5 TITULARIZACIÓN DE DERECHOS DE COBRO SOBRE VENTAS FUTURAS ESPERADAS.....	53
5.5 PROSPECTO DE OFERTA PÚBLICA.....	54
5.6 MECANISMOS DE GARANTÍAS.....	54
5.7 CALIFICACIÓN DE RIESGO.....	55
5.8 VENTAJAS DE UN PROCESO DE TITULARIZACIÓN.....	58
5.9 RIESGOS EN UN PROCESO DE TITULARIZACIÓN.....	58
5.10 ASPECTOS CONTABLES.....	59
5.11 LOS COSTOS ASOCIADOS A UN PROCESO DE TITULARIZACIÓN.....	62
5.11.1 COSTO DE ESTRUCTURACIÓN.....	63
5.11.2 COSTOS DEL AGENTE DE MANEJO.....	63
5.11.3 COSTO DE AGENTE PAGADOR.....	64
5.11.4 COSTOS DE CALIFICACIÓN DE RIESGO.....	65

5.11.5 COSTOS DE INSCRIPCIÓN EN EL REGISTRO DEL MERCADO DE VALORES	65
5.11.6 LA COMISIÓN POR NEGOCIACIÓN PRIMARIA DE VALORES.....	66
5.11.7 AUDITORÍA	67
5.12 COSTOS EN UNA TITULARIZACIÓN.....	68
CAPITULO VI. OTRAS ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO EN EL MERCADO FINANCIERO ECUATORIANO	69
6.1 CRÉDITO BANCARIO	69
6.1.1 DEFINICIÓN.....	69
6.1.2 PARTICIPANTES.....	69
6.1.3 DESCRIPCIÓN DEL PROCESO.....	70
6.1.4 MECANISMOS DE GARANTÍAS	72
6.1.5 VENTAJAS	72
6.1.6 ASPECTOS CONTABLES.....	73
6.1.7 COSTOS ASOCIADOS A UN CRÉDITO BANCARIO	74
6.2 LEASING FINANCIERO (ARRENDAMIENTO FINANCIERO)	74
6.2.1 DEFINICIÓN Y CARACTERÍSTICAS GENERALES	74
6.2.2 PARTICIPANTES.....	75
6.2.3 CONTENIDO DE LOS CONTRATOS	76
6.2.4 GARANTÍAS	76
6.2.5 VENTAJAS Y DESVENTAJAS.....	77
6.2.6 ASPECTOS CONTABLES Y TRIBUTARIOS.....	77
6.2.7 COSTOS ASOCIADOS AL LEASING FINANCIERO.....	78
CAPITULO VII. COMPARACION DE ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO	80
7.1 COSTO DE FINANCIAMIENTO TOTAL DE UN PROCESO DE TITULARIZACIÓN	81
7.2 COSTO DE FINANCIAMIENTO TOTAL DE UN CRÉDITO BANCARIO	84
7.3 COSTO DE FINANCIAMIENTO TOTAL DE UN LEASING FINANCIERO	86
7.4 RESUMEN	87
CAPÍTULO VIII. CONCLUSIONES	89
8.1 RECOMENDACIONES.....	90
REFERENCIAS.....	92
ANEXOS	97

RESUMEN

El mercado ecuatoriano las PYMES vienen representando un componente importante para la economía y ellas se enfrentan a la necesidades de liquidez, por este motivo se convierten en uno de los principales objetivos de los bancos. Las PYMES en el Ecuador utilizan los mecanismos tradicionales de financiamiento que es a través de la banca, causado por: la falta de decisión de los empresarios para abrir su información financiera al público, por el escaso conocimiento de las alternativas que brinda el mercado de valores.

La tesis se estructura en 7 capítulos. El primero se presentan los problemas y antecedentes que provocaron este, con la hipótesis a trabajar y los objetivos generales y específicos a alcanzar. Luego en el siguiente capítulo se citan los conceptos y características principales del mercado financiero y un enfoque de la situación del mercado de valores en el país. El tercer capítulo se describen las características relevantes de las PYMES su importancia en la economía, posteriormente el siguiente capítulo se centra en los diferentes fideicomisos que el Ecuador ofrece.

El capítulo cuatro solo nos habla de la titularización y su proceso de estructuración para las empresas, como sus beneficios en general, después tenemos los detalles de las alternativas de financiamiento tradicionales con la que se realiza un análisis comparativo de los costos en el último capítulo.

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 2.1.- Otras clasificaciones del Mercado	11
Tabla 5.1.- Categorías de Calificación de Riesgo.....	58
Tabla 5.2: Balance general antes titularización	60
Tabla 5. 3: Balance general después titularización.....	61
Tabla 5.4: Balance General.....	61
Tabla 5.5: Balance General titularización sobre derechos de cobro por ventas futuras .	62
Tabla 5.6: Balance General final de la titularización sobre derechos de cobro por ventas futuras	63
Tabla 5.7: Las comisiones emisión desmaterializada custodia física (en dólares)	65
Ilustración 5.2 Costos de calificación de riesgo.....	66
Tabla 5.8 Costos de Inscripción.....	68
Tabla 5.9: Costos Estimados de Titularización.....	69
Tabla 6.1: Balance después del crédito bancario	74
Tabla 7.1: Supuestos para comparación de alternativas	81
Tabla 7.2.- Proceso de Titularización	82
Tabla 7.3: Tasa Cupón	84
Tabla 7.4.- Crédito Bancario.....	85
Tabla 7.5.- Crédito Bancario.....	87
Tabla 7.4: Resumen tasa efectiva anual	88
Tabla 7.5: Sensibilización de Montos.....	89

ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

Ilustración 1.1: Estructura de los Fideicomisos en el Ecuador	3
Ilustración 1.2: Sistema Bancario Privado	4
Ilustración 2.1: Intermediación Financiera	8
Ilustración 2.2: Desintermediación Financiera	9
Ilustración 2.3: Estructura de los Mercados de Valores	16
Ilustración 4.1: Intervinientes en el Fideicomiso	44
Ilustración 5.1: Mecanismo de una Titularización.....	49
Ilustración 6.1: Tasas activa Banco Bolivariano.....	75

ÍNDICE DE CUADRO

Cuadro 1.2.- Historia Jurídica del Sistema Bursátil.....	12
Cuadro 3.1.- Fortalezas y Debilidades de las PYMES	30
Cuadro 5.1: Los costos de inscripción y mantenimiento	67
Cuadro 7.1: Flujos de los costos de un proceso de Titularización.....	82
Cuadro 7.2: Flujos de los costos de un crédito bancario.....	86
Cuadro 7.3: Flujos de los costos de un Leasing financiero.....	87

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 2.1 Montos negociados a nivel nacional por tipo de renta	13
Gráfico 2.2 Ofertas Publicas Aprobadas.....	15
Gráfico 2.3 Montos negociados a nivel nacional por tipo de renta	16
Gráfico 3. 1 Empresas nacionales por tamaño.....	32
Gráfico 3.2 Aporte a la generación de empleo	33
Gráfico 3.3 Aportes a la generación de ingresos por venta	34
Gráfico 3. 4 Productividad laboral.....	34
Gráfico 3.5 Microempresas a nivel nacional	35
Gráfico 3.6 Pequeñas y medianas empresas	36
Gráfico 7.1: Tasa Interés Cupón anual	84
Gráfico 7.2: Costos de financiamiento de cada alternativa de diferentes montos	89
Gráfico 8.1: Volumen y número de operaciones de crédito bancario 2013 - 2014	91

CAPÍTULO I. INTRODUCCIÓN

En Ecuador, el mercado de valores es pequeño en comparación a otros países latinoamericanos, debido a que no existe una divulgación de sus características ni de las facilidades y alternativas que ofrece para el financiamiento de las empresas, por lo que, su principal fuente de capital es el crédito bancario corporativo.

Actualmente esta tendencia está cambiando. La inversión en valores y/o capitales realizada en forma adecuada, puede ofrecer una rentabilidad superior a las fuentes habituales de financiamiento, permitiendo de esta forma la canalización adecuada de los recursos provenientes del ahorro hacia las actividades productivas.

Establecer un modelo de estructuración financiera para una titularización, permitirá a las PYMES obtener una fuente de financiamiento en el mercado de valores del Ecuador, alternativo al crédito bancario.

Con la breve revisión de estos antecedentes, lo que busca la presente investigación es; identificar las alternativas de financiamiento que tienen las PYMES en un Mercado de Valores ecuatoriano y también identificar los obstáculos y sobre todo las oportunidades de financiamiento de las PYMES.

El diagnóstico del entorno del Mercado de Valores es fundamental para comprender el estado de esta importante herramienta, así como la experiencia regional e interregional, a fin de identificar y emular aquellas experiencias positivas, de esta manera explotar las oportunidades actuales y futuras.

1.1 PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

El fideicomiso fue utilizado en sus comienzos como la forma de salvar impedimentos legales y poder así, darle a ciertos bienes, un destino que por leyes de esa época, estaba relegado o, incluso, para poner determinados bienes a salvo de una posible retención por causas políticas; con la crisis financiera del Ecuador en 1999 – 2000 quedaron secuelas de la desconfianza de los ahorristas, tal que la gestión financiera del Ecuador se encuentra distribuida en pocas manos que son amenazadas por

los fenómenos de la corrupción, manejo inadecuado y mal aprovechamiento de recursos, que trae consigo la inconformidad e inseguridad de sus inversionistas.

Por el hecho mencionado creció la incertidumbre hacia el sistema financiero que llevó al colapso a la economía y cuyos efectos aún perduran y afectan también al inversionista, pero a pesar de toda la inseguridad, toda compañía necesita financiarse o invertir sus valores mobiliarios con el mínimo costo o riesgo.

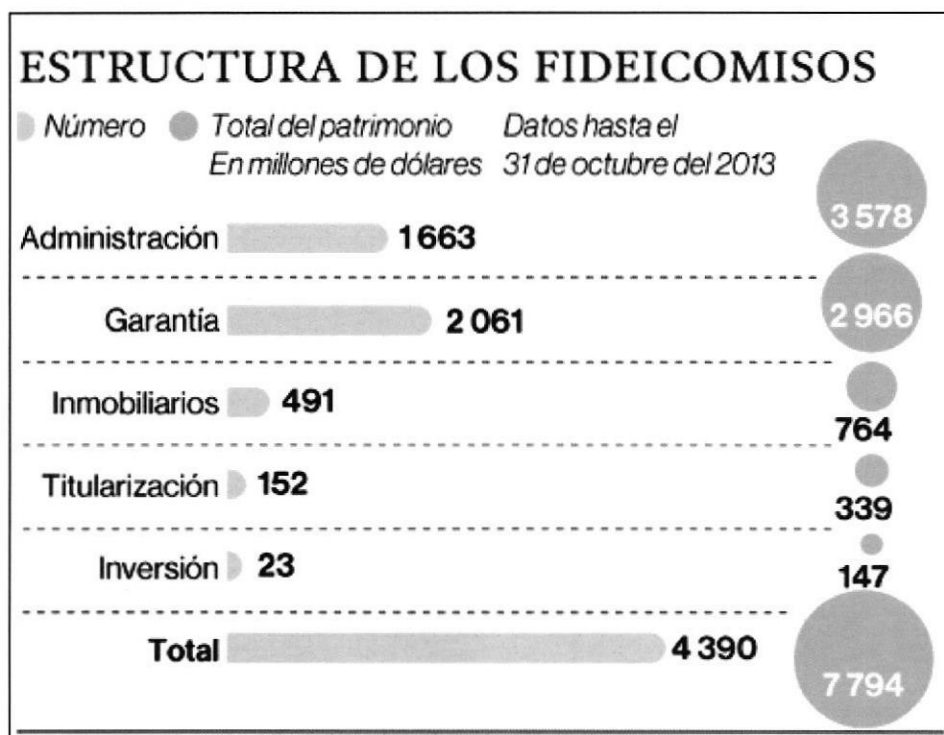
También parece ser en la actualidad los mecanismos de financiamiento utilizados por los empresarios son limitados y no ofrecen posibilidades de desarrollo y competitividad a nivel internacional. Los financiamientos diferentes a los tradicionales (bancos, proveedores) son poco conocidos entre los empresarios ecuatorianos.

En el país hay 32 administradoras fiduciarias, de las cuales cinco pertenecen al sector público. A diciembre de 2012 el negocio fiduciario representó el 9% del Producto Interno Bruto nominal ecuatoriano, abarcando \$7 700 millones. Los fideicomisos de administración representan el 49% del negocio con \$3 650 millones. Les siguen los de garantía con el 35% y \$2 381 millones. Los de titularización representan el 7%, al igual que los inmobiliarios, y los de inversión representan el 2%, publicado en el Diario Hoy, El 35% del negocio fiduciario en riesgo, obtenido el 18 de junio del 2013.

Esta cifra es el resultado de la entrada en vigencia de la ley de Poder de Control del Mercado octubre del 2011, que obligaba la desinversión de los bancos en las administradoras de fondos. Hasta diciembre de 2011 los fondos alcanzaban los \$650 millones. El dinero que salió de los fondos, en su mayoría pasó a depósitos en la banca. Del total de administradoras, seis se dedican a los fondos de inversión, sumando 12 de estos, que representan a cerca de 300 mil inversionistas publicado en el Diario Hoy, El 35% del negocio fiduciario en riesgo, obtenido el 18 de junio del 2013. Reglamento a la Ley de Regulación y Control del Poder de Mercado, obtenido el mayo 2012;

En relación a otros países, la cantidad de inversores en nuestro país es insignificante. Por ejemplo, en Estados Unidos, ocho de cada 10 familias tienen al menos un fondo de inversión. El mismo ocurre con el monto de los fondos de inversión en relación a los depósitos de ahorro. En otros países la de los fondos de inversión supera alrededor del 20% de los depósitos de cuentas, mientras que en Ecuador no se alcanza el 1% publicado en El Universo, La inversión extranjera en Ecuador, obtenido el 29 de marzo del 2013.

Ilustración 1.1: Estructura de los Fideicomisos en el Ecuador



Fuente: Diario Hoy

1.2 ANTECEDENTES

En Ecuador, como en la gran mayoría de países, hay una gran cantidad de empresas que demandan financiamiento externo (de terceros) para continuar su giro del negocio, ya sea por incapacidad de invertir recursos propios, o por endeudarse con el objetivo de lograr mayores rendimientos. Principalmente en nuestro país la fuente de financiamiento externo para las empresas han sido los bancos. Por este motivo el negocio bancario es muy rentable (en 2011, ROE del Sistema fue 19%) y crece anualmente en gran medida (en 2010, crecimiento fue de 17.33%, y PIB 3.58%); en la actualidad ha decrecido no por la falta del dinero de los depositantes y prestatarios, esto se debe a las mayores restricciones a su actividad que han empujado a la rentabilidad hacia niveles más bajo en los últimos 7 años.

El Gobierno, desde un inicio, tomó la regulación a las actividades bancarias como bandera de reivindicación del derecho de los ciudadanos. El propio presidente Rafael Correa ha señalado en varias oportunidades que los banqueros han tenido prosperidad durante su administración, con niveles de utilidades importantes gracias al

dinamismo de la economía, publicado en El Comercio.com, La rentabilidad de la Banca cayó en 7 años, obtenida 22 de enero del 2014.

Con la situación del mercado bancario ha disminuido su participación, los inversionistas y los prestatarios deben buscar nuevas rutas de inversión y financiamiento, concentrándonos en los prestatarios es decir la visión como acreedores, las oportunidades se pueden estimar observando el desempeño de la Cartera Comercial del Sistema Financiero. Durante el último año se puede observar una variación relativa de crecimiento de un 20,4% y esto se traduce en que la demanda de crédito de la económica fue cubierta en USD 1.269 millones, esta estimación no es el 100% de la demanda real ya que solo en el Censo Económico del INEC durante el año 2010 muestra que la brecha de crédito se encuentra en USD 4.739 millones.

Ilustración 1.2: Sistema Bancario Privado

SISTEMA DE BANCOS PRIVADOS ACTIVOS (millones de dólares y porcentajes)						
	mar-12	ESTRUCTURA	mar-13	ESTRUCTURA	VARIACION	
					ABSOLUTA	RELATIVA
FONDOS DISPONIBLES	5.469	21,5%	5.084	18,4%	-386	-7,1%
OPERACIONES INTERBANCARIAS	398	1,6%	124	0,4%	-274	-68,9%
INVERSIONES	3.404	13,4%	3.901	14,1%	497	14,6%
PROVISION PARA INVERSIONES	105	0,4%	113	0,4%	8	7,9%
CARTERA NETA	13.216	52,0%	14.686	53,0%	1.469	11,1%
PROVISIONES	844	3,3%	1.057	3,8%	212	25,1%
COMERCIAL	6.234	44,3%	7.503	47,7%	1.269	20,4%
CONSUMO	5.195	36,9%	5.589	35,5%	394	7,6%
VIVIENDA	1.356	9,6%	1.370	8,7%	14	1,0%
MICROEMPRESA	1.276	9,1%	1.276	8,1%	1	0,0%
EDUCATIVO	-	0,0%	4	0,0%	4	0,0%
CARTERA BRUTA	14.060,8	0,0%	15.742,3		1.681,5	12,0%
DEUDORES POR ACEPTACIONES	39	0,2%	28	0,1%	-11	-28,0%
CUENTAS POR COBRAR	329	1,3%	482	1,7%	154	46,8%
BIENES REALIZABLES	57	0,2%	55	0,2%	-2	-3,0%
PROPIEDADES Y EQUIPO	481	1,9%	503	1,8%	21	4,5%
OTROS ACTIVOS	2.019	7,9%	2.836	10,2%	818	40,5%
ACTIVOS	25.412,1		27.698,0		2.286,0	9,0%

Fuente: Superintendencia de Bancos

Se puede estimar que el mercado ecuatoriano tiene la capacidad suficiente para prestar dinero para financiar actividades comerciales, y recibir un rendimiento al hacerlo. La incógnita sería ¿Qué tan rentable es prestar dinero para actividades comerciales?, Tomando de muestra la banca privada que tuvo un crecimiento del 20,4%, la respuesta es afirmativa.

Verificando los resultados anteriores la Tesina informara que la bolsa de valores nos muestra una mejor alternativa de inversión y financiamientos a mayor rentabilidad para inversionista y menor costo de intereses para los prestatarios. Una de estas alternativa son los fideicomisos de Titularización que están en segundo lugar en la herramienta más utilizada en el mercado de valores del ecuador con un 22.96% de participación.

1.3 OBJETIVOS

1.3.1 OBJETIVO GENERAL

Obtener conocimientos y destrezas en la aplicación de instrumentos y técnicas de los fideicomisos que posibiliten la negociación en los mercados financieros nacionales e internacionales, con la finalidad de maximizar las utilidades de las empresas e instituciones públicas o privadas.

1.3.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- ✓ Comprender la estructura de los Mercados Financieros y su importancia en el manejo de las Inversiones.
- ✓ Conocer las ventajas del Fideicomiso de Titularización que lo hacen atractivo como vínculo de financiamiento.
- ✓ Beneficiar con este estudio tanto al sector público como privado, tratando de brindarle un mayor rendimiento al inversionista, a través de la maximización de las utilidades.
- ✓ Establecer propuestas para el financiamiento como mejor opción, a tasas de interés más bajas que las que debería pagar la empresa si recurriera a bancos en demanda de créditos.
- ✓ Evaluar la propuesta frente a otras alternativas de financiamiento tradicionales.
- ✓ Describir los beneficios que la titularización brinda a las PYMES

1.4 JUSTIFICACIÓN

Las oportunidades se encuentran en aquellas cosas que no han sido previamente realizadas. Es por esto que el poder de la información es incalculable y su utilidad invaluable. En Ecuador, como en la gran mayoría de países, hay una gran cantidad de empresas que demandan financiamiento externo (de terceros) para continuar

su giro del negocio, ya sea por incapacidad de invertir recursos propios, o por endeudarse con el objetivo de lograr mayores rendimientos.

Desde el punto de vista metodológico, este trabajo investigativo genera un aporte a la literatura como mecanismo adicional de divulgación, acerca de un método alternativo de financiación – conocido como titularización - el cual, a pesar de su existencia y operación exitosa en otros países, en Ecuador su uso e implementación son incompletos a nivel de pequeñas y medianas empresas. Con esta investigación se proporciona un diagnóstico de cómo se encuentran las PYMES en Ecuador y la regulación existente en el tema, para que más adelante se puedan apoyar en este trabajo y así llevar a cabo una inclusión de las PYMES en el mercado de valores a través de la titularización como vehículo de financiamiento.

1.5 HIPÓTESIS

¿La titularización se la puede considerar como mejor alternativa de financiamiento para las PYMES?

CAPÍTULO II. MERCADO FINANCIERO

2.1 CONCEPTOS

2.1.1 MERCADO FINANCIERO

El Msc. Washington Macías sostiene que el Mercado Financiero es un lugar virtual o físico que permite canalizar recursos financieros de aquellos agentes que tienen excedentes de estos recursos (ahorristas) hacia los agentes económicos con déficit de los mismos (empresarios), a fin de dinamizar la producción y la generación de riqueza (Macías Rendón, 2011). Esta labor puede ser llevada a cabo, bien sea directamente o bien a través de alguna forma de mediación o intermediación por el Sistema Financiero.

2.1.2 ACTIVOS FINANCIEROS

Un activo financiero es un instrumento legal intangible materializado en un título donde el comprador del título adquiere el derecho a recibir beneficios futuros de parte del vendedor.

La existencia de un activo financiero, implica que hay al menos dos elementos vinculados; un emisor que es quien se obliga, y un inversionista que es quien adquiere el derecho a recibirlo.

2.2 CLASIFICACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

El sistema financiero comprende el mercado bancario, también llamado intermediado, y el mercado de valores, también llamado desintermediado.

2.2.1 INTERMEDIACIÓN FINANCIERA

La intermediación financiera es la transformación de activos financieros que se adquieren en el mercado. Entre los intermediarios financieros identificados según el artículo 2 del Título I de la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero tenemos: “bancos, sociedades financieras o corporaciones de inversión y desarrollo, asociaciones mutualistas de ahorro y crédito para la vivienda y cooperativas de ahorro y crédito que realizan intermediación financiera con el público”.

Sin duda los bancos son los intermediarios financieros más populares, estas instituciones trabajan captando recursos del público para obtener fondos a través de depósitos o cualquier otra forma de captación, con el fin de utilizarlos en operaciones de crédito e inversión. De esa manera se da la transformación de activos ya que un depósitos captado por el banco es un tipo de activo financiero, generalmente de corto plazo donde paga al inversionista una tasa denominada pasiva, y el crédito otorgado por el mismo banco a un prestamista es otro tipo de activo más comunes a largo plazo con una tasa denominada activa, que es mayor a la pasiva. La diferencia entre la tasa activa y pasiva se la denomina spread bancario.

Ilustración 2.1: Intermediación Financiera



Fuente y Elaboración: Folleto Capítulo I Mercado de Valores de Washington Macías Rendón

2.2.2 DESINTERMEDIACIÓN FINANCIERA

El Profesor Washington Macías sostiene que a desintermediación financiera consiste en conectar a los inversionistas con el sector productivo u otros agentes deficitarios de recursos, sin la intermediación financiera. El mercado de valores se refiere justamente al mercado desintermediación financiera. En este mercado generalmente intervienen los intermediarios de valores, que en Ecuador son la Casa de Valores, las cuales ganan una comisión por conectar a la oferta y la demanda de activos financieros.

Una de las principales ventajas de esto es que los inversionistas pueden gozar de tasas más altas que las pasivas, y los emisores tienen costos menores que la tasa activa. (Macías, 2011)

Ilustración 2.2: Desintermediación Financiera



Fuente y Elaboración: Folleto Capítulo I Mercado de Valores de Washington Macías Rendón

(Modigliani & Ferri, 1996) un resumen de otras clasificaciones:

Tabla 2.1.- Otras clasificaciones del Mercado

<p>Según la naturaleza de la obligación:</p> <p><u>Mercado de deuda</u></p> <p><u>Mercado de acciones</u></p>
<p>Según el vencimiento de la obligación:</p> <p><u>Mercado de dinero:</u> vencimientos hasta 1 año</p> <p><u>Mercado de capitales:</u> vencimientos mayores a un año y acciones</p>
<p>Según el momento en que se negocian los títulos:</p> <p><u>Mercado primario:</u> primera negociación del título entre emisor e inversionista.</p> <p><u>Mercado secundario:</u> negociación de títulos previamente emitidos entre cualquier par de agentes económicos.</p>
<p>Según el momento de la entrega:</p> <p><u>Mercado spot</u> o en efectivo</p> <p><u>Mercado derivado:</u> la entrega del activo se hace en fecha posterior a la formalización de la transacción.</p>
<p>Según la estructura organizacional:</p> <p><u>Mercado de subastas:</u> mercados organizados (bolsas de valores tradicionales) donde compradores y vendedores proponen precios de compra y venta.</p> <p><u>Mercado sobre el mostrador</u> (over the counter, OTC): transacciones “fuera de bolsa”, donde compradores y vendedores dispersos geográficamente transan directamente a través de sistemas de telecomunicación.</p> <p><u>Mercado intermediario:</u> donde participa una entidad (intermediario) que actúa en nombre de compradores y vendedores de títulos.</p>

Fuente: Superintendencia de Compañías www.supercias.gob.ec

2.3 MERCADO DE VALORES EN EL ECUADOR

Las Bolsas de Valores han sido precisamente las instituciones que proveen la infraestructura necesaria para facilitar la aproximación de los emisores a los inversionistas, a través de la compraventa de valores.

El establecimiento de las Bolsas de Valores en el Ecuador, no solamente que constituyó un proyecto largamente esperado, sino que también respondió a la evolución y naturaleza de los procesos económicos y comerciales que se vienen dando en nuestro país a través del tiempo. El punto fundamental fue la necesidad de proveer a los comerciantes, de un medio idóneo y moderno para distribuir la riqueza, promover el ahorro interno e impulsar su canalización hacia las actividades productivas. A continuación se detallan los hechos y fechas más relevantes que conforman la historia jurídica del sistema bursátil nacional (Bolsa de Valores Quito, 2000):

Cuadro 1.2.- Historia Jurídica del Sistema Bursátil

<i>Fechas</i>	<i>Detalle</i>
Noviembre 4 de 1831	Se autoriza poner en vigencia en el Ecuador el Código de Comercio de España de 1829.
Mayo 1 de 1882	Entra en vigencia el primer Código de Comercio Ecuatoriano, que se refiere ya a las bolsas de Comercio
Junio 26 de 1884	Se crea la primera Bolsa de Comercio en Guayaquil
Septiembre 26 de 1906	Se expide el Código de Comercio de Alfaro.
Mayo de 1935	Se crea en la Ciudad de Guayaquil la Bolsa de Valores y Productos del Ecuador C. A
Mayo 19 de 1953	En el Art. 15 del Decreto Ley de Emergencia No.09 se establece la Comisión de Valores
Julio 4 de 1955	En el Decreto Ejecutivo No. 34 se crea la Comisión Nacional de Valores
Enero 27 de 1964	Se expide la Ley de Compañías
Agosto 11 de 1964	Se expide la Ley de la Comisión de Valores – Corporación Financiera Nacional sustituyendo a la Comisión Nacional de Valores.
Marzo 26 de 1969	Se expide la Ley No.111 que faculta el establecimiento de bolsas de valores, compañías anónimas, otorgando facultad a la Comisión de Valores – Corporación Financiera Nacional para fundar y promover la constitución de la Bolsa de Valores de Quito C.A.
Mayo 30 de 1969	Se autoriza el establecimiento de las Bolsas de Valores en Quito y Guayaquil.
Agosto 25 de 1969	Se otorga Escritura de Constitución de la Bolsa de Valores de Quito C. A.
Septiembre 2 de 1969	Se otorga Escritura Pública de Constitución de la Bolsa de Valores de Guayaquil C. A.
Mayo 28 de 1993	Se expide la primera Ley de Mercado de Valores, en donde se establece que las Bolsas de Valores deben ser corporaciones civiles y dispone la transformación jurídica de las compañías anónimas.

Fuente: Bolsa de Valores Quito

2.3.1 TIPOS DE VALORES QUE SE NEGOCIAN EN EL MERCADO DE VALORES

En el Ecuador se ofrecen valores de renta fija y variables las cuales se considera un derecho o conjunto de derechos de contenido económico fundamentalmente, negociables en el mercado de valores.

Según el tipo de valor, este puede representar un crédito a favor de su poseedor y esto significa una deuda a cargo de quien lo haya emitido, también puede constituir un reconocimiento de participación patrimonial en el emisor. Para que estos valores que son un derecho de contenido económico para que sea considerado un valor negociable, deben encontrarse reconocido por el Consejo Nacional de Valores actualmente por la Junta de Regulación del Mercado de Valores.

Gráfico 2.1 Montos negociados a nivel nacional por tipo de renta



Fuente: Bolsa de Valores Quito “Sistema transaccional SEB – BVQ”

Valores de Renta Variable.- parra la Bolsa de Valores de Quito cita que son “el conjunto de activos financieros que no tienen un vencimiento fijo y cuyo rendimiento, en forma de dividendos y capital, variara según el desenvolvimiento del

emisor". Los valores de renta variables que se encuentran inscritos en la bolsa deberán negociarse únicamente en el mercado bursátil por medio de las casa de valores, con excepción de las transferencias de las acciones en escisiones, legados, donaciones, fusiones y liquidaciones de sociedades conyugales o de hecho. (Bolsa de Valores Quito, 2014).

Clases:

1. Acciones.- son partes iguales que se divide el capital de un compañía, representa la participación en el capital suscrito.
2. Cuotas de participación.- son la representación d los aportes por los constituyentes de un fondo colectivo, y que son valores negociables en el mercado y requieren de una calificación de riesgo.

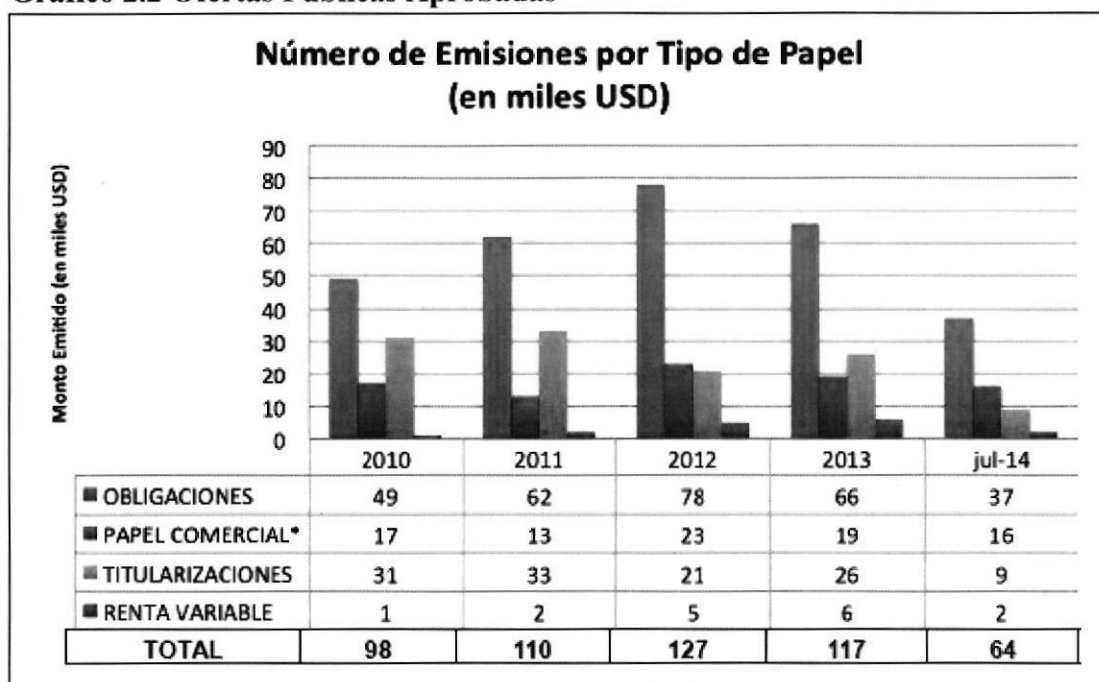
Valores de Renta fija.- son valores que no dependen del redimiendo de la compañía emisora, sino que esta determinado en el momento de la emisión y es aceptado por las partes.

Clases:

1. **Valores de corto plazo con tasa de interés:** cuyo plazo se ubica de (1 – 360) días y devengan una tasa de interés.
 - a. Pagarés
 - b. Pólizas
 - c. Certificado de depósitos
 - d. Certificados de inversión
 - e. Papel comercial
2. **Valores de corto plazo con descuento:** cuyo plazo se ubica de (1 – 360) días y no se devengan una tasa de interés sino se determina por el descuento en el precio de compra – venta.
 - a. Cupones
 - b. Letras de Cambio
 - c. Cartas de crédito domestica
 - d. Aceptaciones bancarias
 - e. Certificados de tesorería
 - f. Títulos del banco central

3. **Valores de Largo Plazo.-** son aquellos que su vigencia es mayor a 360 días y devengan una tasa de interés por ejemplo:
 - a. Bonos del Estado
 - b. Obligaciones
 - c. Cédulas Hipotecarias
 - d. Valores de Titularización
4. **Otros valores.-** tenemos a las notas de créditos que son valores emitidos por el servicio de rentas internas SRI, que sirven para el pago de impuestos o tributos en otras palabras operaciones de crédito tributario.

Gráfico 2.2 Ofertas Publicas Aprobadas



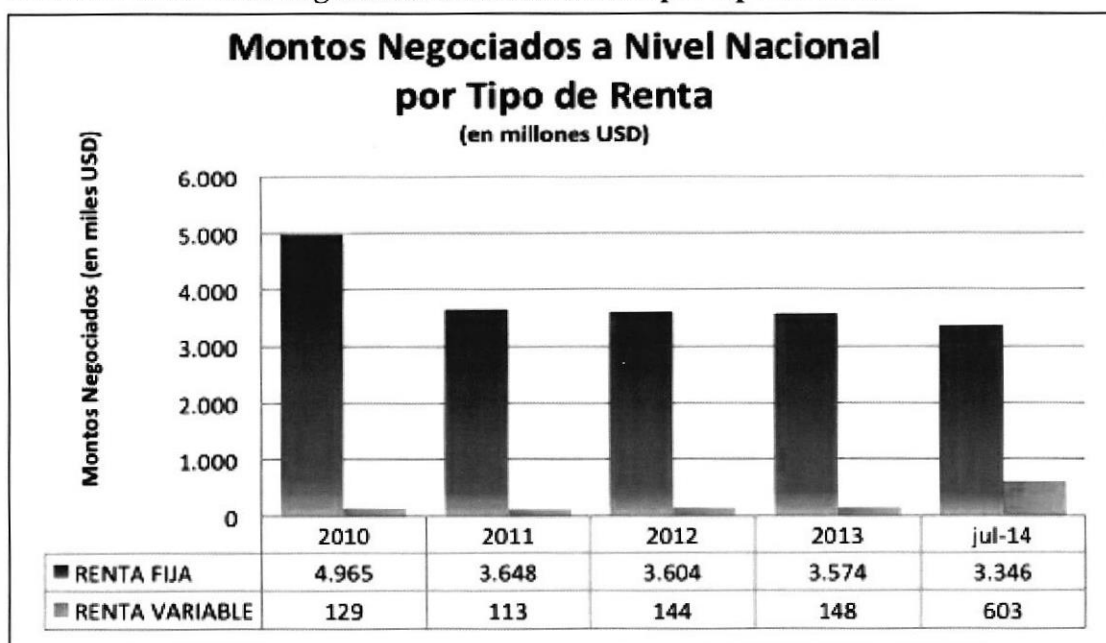
Fuente: Bolsa de Valores Quito

2.3.2 ESTADO ACTUAL DEL MERCADO DE VALORES EN EL ECUADOR

El Mercado de Valores en el Ecuador mueve alrededor de cinco mil millones de dólares anuales, lo cual se hace nada frente a los 35 mil millones que mueve Colombia y los 12 mil quinientos que mueve Perú.

Los señores Cuenca, Giler y Villalba (Proyecto de Estrategia para aumentar las Negociaciones Bursátiles en BVG, 2009), sostuvo que esto se debe principalmente a que la cantidad de empresas que negocian en la bolsa ecuatoriana es baja. Por ejemplo en el Proyecto de Graduación: existen 26 empresas en la Bolsa de Valores de Guayaquil de las cuales 4 son líquidas, 18 medianamente líquidas y 8 no son líquidas.

Gráfico 2.3 Montos negociados a nivel nacional por tipo de renta



Fuente: Bolsa de Valores Quito

La Econ. Mariana Medina en su Tesis sostiene que la mayoría de las empresas en el país están conformadas como compañías familiares y existe la tendencia de mantenerlas de esta manera. Principalmente por la costumbre, pero también por la falta de difusión de la información sobre el mercado de valores. Entre otras razones se encuentra el temor que existe a publicar los estados financieros de la compañía, lo cual es un requisito para poder entrar en cualquier bolsa de valores. Como resultado, las empresas siguen recurriendo a los métodos tradicionales de financiación y el Mercado de Valores en el Ecuador sigue sin desarrollarse completamente. (Medina, 2014)

2.3.3 ESTRUCTURA DEL MERCADO DE VALORES

La estructura básica del Mercado de Valores Ecuatoriano en la Ley de mercado de valores reformada el 12 de marzo del 2014 detalla:

Ilustración 2.3: Estructura de los Mercados de Valores



Fuente: Superintendencia de Compañías www.supercias.gob.ec

Elaborado: Autor

2.4 COMPOSICIÓN DEL MERCADO DE VALORES

Según el artículo 3 de la ley de Mercado de Valores está compuesto por tres segmentos: el bursátil, el extrabursátil y el privado.

Mercado Bursátil.- Está formado por ofertas, demandas y negociaciones de valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores y en las bolsas de valores y en el Registro Especial Bursátil (REB), realizadas en éstas por los intermediarios de valores autorizados.

Este mercado está comprendido por la Bolsa de Quito y la Bolsa de Guayaquil; anteriormente existió la Bolsa de Cuenca (SATI) pero esta cerró en el primer semestre de 1997.

Mercado extrabursátil.- Del párrafo 3 del artículo 3, (Ley Mercado de Valores, 2014) es el mercado primario entre la institución financiera y el inversor sin la intervención de un intermediario de valores, con valores genéricos o de giro ordinario

de su negocio, emitidos por instituciones financieras, inscritos en el Registro del Mercado de Valores y en la bolsa de valores.

Mercado privado.- Como detalla el párrafo 4 del artículo 3 del Título I. (Ley de Mercado de Valores, 2014), es aquel mercado donde las negociaciones que se realizan en forma directa entre el comprador y el vendedor, sin la intervención de intermediarios de valores o inversionistas institucionales, sobre valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores, o cuando estando inscritos, sean producto de transferencias de acciones originadas en fusiones, escisiones, herencias, legados, donaciones y liquidaciones conyugales o de hecho.

2.5 ORGANISMO REGULADOR DEL MERCADO DE VALORES

2.5.1 JUNTA DE REGULACIÓN DEL MERCADO DE VALORES

La Junta de Regulación del Mercado de Valores según artículo 5 Titulo II. (Ley de Mercado de Valores, 2014), es un organismo de derecho público perteneciente a la Función Ejecutiva para establecer la política pública del mercado de valores y dictar las normas para el funcionamiento y control del mercado de valores en concordancia con lo establecido en la Constitución de la República del Ecuador y con los principios y finalidades establecidos en la Ley de Mercado de Valores.

2.5.1.1 FUNCIONES

1. Establecer la política general del mercado de valores y regular su funcionamiento;
2. Impulsar el desarrollo del mercado de valores, mediante el establecimiento de políticas y mecanismos de fomento y capacitación sobre el mismo;
3. Promocionar la apertura de capitales y de financiamiento a través del mercado de valores, así como la utilización de nuevos instrumentos que se puedan negociar en este mercado;
4. Expedir las normas complementarias y las resoluciones administrativas de carácter general necesarias para la aplicación de la presente Ley;
5. Expedir las normas generales en base a las cuales las bolsas de valores y las asociaciones gremiales creadas al amparo de esta Ley podrá dictar sus normas de autorregulación;
6. Regular la creación y funcionamiento de las casas de valores, calificadoras de riesgos, bolsas de valores, la sociedad proveedora y administradora del

sistema único bursátil SIUB, los depósitos de compensación y liquidación de valores, las administradoras de fondos y fideicomisos, así como los servicios que éstas presten;

7. Establecer los parámetros, índices, relaciones y demás normas de solvencia y prudencia financiera y control para las entidades reguladas en esta Ley y acoger, para los emisores del sector financiero, aquellos parámetros determinados por la Junta Bancaria y la Superintendencia de Bancos;
8. Establecer normas de control y de constitución de resguardos para los emisores;
9. Establecer las normas de carácter general para la administración, imposición y gradación de las sanciones, de conformidad con los criterios previstos en esta Ley y sus normas complementarias;
10. Regular la oferta pública de valores, estableciendo los requisitos mínimos que deberán tener los valores que se oferten públicamente; así como el procedimiento para que la información que deba ser difundida al público revele adecuadamente la situación financiera de los emisores;
11. Regular los procesos de titularización, su oferta pública, así como la información que debe provenir de éstos, para la difusión al público;
12. Expedir el Reglamento para que las entidades integrantes del sector público no financiero, puedan intervenir en todos los procesos previstos en esta Ley;
13. Regular las inscripciones en el Registro del Mercado de Valores y su mantenimiento;
14. Establecer las reglas generales de la garantía de ejecución;
15. Regular la forma en que serán efectuadas las convocatorias a asambleas de obligacionistas, asambleas de partícipes de fondos administrados y colectivos, comités de vigilancia, y demás órganos de decisión de las instituciones reguladas por esta Ley;
16. Dictar las normas necesarias para la administración de riesgos de las entidades reguladas por esta Ley;
17. Establecer las políticas generales para la supervisión y control del mercado, así como los mecanismos de fomento y capacitación; 18. Determinar mediante norma de carácter general la información que se considerará como reservada;
18. Autorizar las actividades conexas de las bolsas de valores, casas de valores, banca de inversión, administradoras de fondos y fideicomisos y, calificadoras de riesgo, que sean necesarias para el adecuado desarrollo del mercado de valores;

19. Velar por la observancia y cumplimiento de las normas que rigen el mercado de valores;
20. Normar en lo concerniente a actividades y operaciones del mercado de valores, los sistemas contables y de registro de operaciones y, otros aspectos de la actuación de los participantes en el mercado;
21. Emitir el plan de cuentas y normas contables para los partícipes del mercado;
22. Fijar anualmente las contribuciones que deben pagar las personas y los entes que intervengan en el mercado de valores de acuerdo al reglamento que expedirá para el efecto el Superintendente de Compañías. En dicho reglamento, se determinará la tabla con los montos de contribución que pagarán dichas personas y entes;
23. Definir, cuando no lo haya hecho la presente Ley, los términos de uso general en materia de mercado de valores;
24. Establecer las normas que sean necesarias a fin de prevenir los casos de conflictos de interés y vinculación de los partícipes del mercado;
25. Establecer los requisitos de estandarización, numeración e identificación de los valores;
26. Expedir normas de carácter general para los procesos de fiducia que lleven a cabo las entidades y organismos del sector público en los que se observarán las disposiciones previstas en esta Ley; y,
27. Regular los procesos y requisitos para la certificación, inscripción y homologación de los operadores de valores bajo los criterios de capacitación, conocimiento, profesionalismo, experiencia, ética y actualización.

2.6 ORGANISMO DE CONTROL DEL MERCADO DE VALORES

2.6.1 SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS Y VALORES

La superintendencia de Compañías y Valores es la encargada de controlar a través de las Intendencias de Mercado de Valores de Quito y de Guayaquil, por efecto del artículo 10 (Ley de Mercado de Valores, 2014). Ejercerá las funciones de vigilancia, auditoría, intervención y control del mercado de valores con el propósito de que las actividades de este mercado se sujeten al ordenamiento jurídico y atiendan al interés general, y tendrá las siguientes atribuciones:

1. Ejecutar la política general del mercado de valores dictada por la Junta de Regulación del Mercado de Valores (JRMV);
2. Inspeccionar, en cualquier tiempo a las compañías, entidades y demás personas que intervengan en el mercado de valores, con amplias facultades de verificación de sus operaciones, libros contables, información y cuanto

documento o instrumento sea necesario examinar, sin que se le pueda oponer el sigilo bancario o bursátil, de acuerdo con las normas que expida la Junta de Regulación del Mercado de Valores, exigiendo que las instituciones controladas cumplan con las medidas correctivas y de saneamiento en los casos que se dispongan

3. Investigar de oficio o a petición de parte las infracciones a la presente Ley, a sus reglamentos, a los reglamentos internos y regulaciones de las instituciones que se rigen por esta Ley, así como las cometidas por cualquier persona, que directa o indirectamente, participe en el mercado de valores imponiendo las sanciones pertinentes, así como poner en conocimiento de la autoridad competente para que se inicien las acciones penales correspondientes, y presentarse como acusador particular u ofendido, de ser el caso
4. Velar por la observancia y cumplimiento de las normas que rigen el mercado de valores;
5. Requerir o suministrar directa o indirectamente información pública en los términos previstos en esta Ley, referente a la actividad de personas naturales o jurídicas sujetas a su control;
6. Conocer y sancionar, en primera instancia, las infracciones a la presente Ley, a sus reglamentos, resoluciones y demás normas secundarias;
7. Autorizar, previo el cumplimiento de los requisitos establecidos, la realización de una oferta pública de valores; así como suspender o cancelar una oferta pública cuando se presentaren indicios de que la información proporcionada no refleja adecuadamente la situación financiera, patrimonial o económica de la empresa sujeta a su control;
8. Autorizar el funcionamiento en el mercado de valores de: bolsas de valores, de la sociedad proveedora y administradora del Sistema Único Bursátil, casas de valores, compañías calificadoras de riesgo, depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores, sociedades administradoras de fondos y fideicomisos, auditoras externas y demás personas o entidades que actúen o intervengan en dicho mercado, de acuerdo con las regulaciones de carácter general que se dicten para el efecto
9. Organizar y mantener el Registro del Mercado de Valores;
10. Disponer mediante resolución fundamentada, la suspensión o modificación de las normas de autorregulación expedidas por las bolsas de valores o las asociaciones gremiales creadas al amparo de esta Ley, cuando tales normas pudieran inferir perjuicios al desarrollo del mercado o contrarién expresas normas legales o complementarias;
11. Aprobar el reglamento interno y el formato de contrato de incorporación de los fondos de inversión;

12. Velar por la estabilidad, solidez y correcto funcionamiento de las instituciones sujetas a su control y, en general que cumplan las normas que rigen su funcionamiento;
13. Vigilar que la publicidad de las instituciones controladas se ajuste a la realidad jurídica y económica del producto o servicio que se promueve, para evitar la desinformación y la competencia desleal; se exceptúa aquella publicidad que no tenga relación con el mercado de valores;
14. Mantener con fines de difusión, un centro de información conforme a las normas de carácter general que expida el JRMV.;
15. Registrar las asociaciones gremiales de autorregulación que se creen al amparo de esta Ley;
16. Disponer la suspensión o cancelación de la inscripción en el Registro del Mercado de Valores de las instituciones o valores sujetos a esta Ley o sus normas complementarias, debiéndose poner tal hecho en conocimiento del JRMV. en la sesión inmediatamente posterior;
17. Establecer los planes y programas de ajustes para el cumplimiento de las normas previstas en esta Ley;
18. Aprobar las normas de autorregulación y disponer mediante resolución fundamentada, la suspensión o modificación de las normas de autorregulación expedidas por las bolsas de valores;
19. Brindar a las entidades del sector público no financiero la asesoría técnica que requieran para efectos de la aplicación de esta Ley;
20. Previa consulta urgente con el Ministro de Finanzas, Superintendente de Bancos, Gerente del Banco Central del Ecuador y Presidentes de las bolsas de valores del país, la Superintendencia de Compañías a fin de preservar el interés público del mercado así como brindar protección a los inversionistas, podrá suspender temporalmente hasta por un término de siete días, las operaciones de mercado de valores en caso de presentarse situaciones de emergencia que perturbaren o que ocasionaren graves distorsiones que produzcan bruscas fluctuaciones de precios.
21. Suscribir de acuerdo con la Constitución y la Ley convenios de cooperación con otros organismos nacionales e internacionales.
22. Requerir, dentro del ámbito de sus competencias, información a cualquier persona natural o jurídica pública o privada, con excepción de la información declarada reservada por razones de seguridad nacional.
23. Durante el desarrollo de sus funciones de inspección y de investigación, recibir la versión libre y voluntaria de aquellas personas que puedan aportar con información útil para el esclarecimiento de los hechos.

24. Entregar a autoridades nacionales o extranjeras información recabada en el marco del ejercicio de su atribución de vigilancia y control, incluida aquellas sujeta a sigilo bursátil o bancario.
25. La información a autoridades extranjeras solo podrá entregarse de conformidad con los términos de usos autorizados y de confidencialidad señalados en los convenios de cooperación bilateral o multilateral y en ningún caso incluirá información declarada reservada por razones de seguridad nacional.

2.6.2 BOLSA DE VALORES

En todo el mundo, las Bolsas de Valores tienen una importancia económica fundamental porque son movilizadoras de grandes volúmenes de inversión posibilitando además la presencia de pequeños inversores o ahorristas que de otra manera no podrían pensar en acceder a coparticipar en los riesgos y los beneficios de las grandes iniciativas empresariales

Según el artículo 44 de la Ley Orgánica para el Fortalecimiento del Sector Societario y Bursátil, *“la Bolsa de Valores son sociedades anónimas, cuyo objetivo social único es brindar los servicios y mecanismos requeridos para la negociación de valores”*.

2.6.2.1 CARACTERÍSTICAS DE LAS BOLSAS DE VALORES

Entre las principales características de las Bolsas de Valores están (Bolsa de Valores de Guayaquil, 2008):

Mercado Libre.- Cumplen con esta característica debido a que sus participantes tienen total libertad de realizar las transacciones que fijen entre sí, cumpliéndose de este modo el principio de libertad de cambio.

Mercado Transparente.- Las Bolsas de Valores son transparentes porque cada sujeto económico que en ellas opera, conoce las propuestas o posiciones de los demás participantes del mercado

Mercado Perfecto.- Un mercado es perfecto si cumple con los principios de indiferencia, es decir, que los bienes sean homogéneos, sin preferencia por la razón de la persona del comprador o vendedor, de este modo, a los plazos iguales los precios son iguales, y por supuesto, que las operaciones se consuman en el mismo mercado.

Mercado Normal.- Esto quiere decir que en el mercado rige el principio de independencia del precio, es decir, cuando cada operador considera el precio como independiente de su actuación, o sea que son tomadores de precio.

2.6.2.2 ROL DE LAS BOLSAS DE VALORES EN LA ECONOMÍA

Las Bolsas de Valores son una de las formas más puras del capitalismo, sin embargo, su función no solo se limita al ámbito material sino también al social, a continuación se describirán las principales funciones de las mismas. (Bolsa de Valores de Guayaquil, 2008)

Función de inversión.- Al ser parte del Mercado Financiero permiten canalizar directamente el ahorro hacia la inversión productiva, ofreciendo además a las empresas una alternativa de financiamiento y a los ahorristas una posibilidad de inversión.

Función de liquidez.- Permiten a los tenedores de valores mobiliarios la posibilidad de convertirlos en dinero en el momento que lo deseen, de una forma más rápida y eficaz que si se lo hiciera fuera de ella.

Función de participación.- Las Bolsas permiten a los ahorristas ser parte del desarrollo económico a través de la participación en la gestión de las empresas, pues al comprar acciones se convierten en socios de ellas.

Función de valoración.- Permiten de una manera eficaz, rápida y transparente, de valorar los activos de una empresa a precios de mercado; es decir, muestra el valor de las compañías según sus rendimientos.

Función informativa.- Las Bolsas de Valores son el barómetro de todo acontecer económico y social. Estas informan de manera rápida y eficiente el rendimiento de las empresas, así mismo, prueban la eficacia de sus directivos y sirve como control entre los accionistas y el público en general.

Función de protección del ahorro frente a la inflación.- Las Bolsas de Valores permiten que en el momento que el ahorrista se convierte en accionista, proteja su ahorro frente a la inflación, ya que en una eventual inflación, la empresa aumentará sus flujos por este efecto, y por lo tanto aumenta el valor de sus acciones.

Función de creación de capital.- Permite el surgimiento y crecimiento de las empresas al conectarlas directamente con los inversionistas.

Función de circulación.- Las Bolsas de Valores facilitan la circulación y la movilidad de la riqueza mobiliaria, función de suma importancia en los actuales tiempos. La inversión en bienes mobiliarios que es tradicional en las economías subdesarrolladas, se ha convertido en inmobiliaria en los países más desarrollados gracias a la emisión de títulos.

2.7 EL SISTEMA FINANCIERO ECUATORIANO

En el artículo 309 de la Constitución de la República del Ecuador dispone que el sistema financiero comprende: las Instituciones del Sistema Financiero Privado, las Instituciones del Sistema Financiero Público y sector financiero popular y solidario.

2.7.1 SISTEMA FINANCIERO PRIVADO

El sector financiero privado está compuesto por las siguientes entidades según el art 312 de la Constitución de la Republica:

1. Bancos múltiples y bancos especializados:
 - a) Banco múltiple es la entidad financiera que tiene operaciones autorizadas en dos o más segmentos de crédito; y,
 - b) Banco especializado es la entidad financiera que tiene operaciones autorizadas en un segmento de crédito y que en los demás segmentos sus operaciones no superen los umbrales determinados por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.
2. De servicios financieros: almacenes generales de depósito, casas de cambio y corporaciones de desarrollo de mercado secundario de hipotecas; y,
3. De servicios auxiliares del sistema financiero, tales como: software bancario, transaccionales, de transporte de especies monetarias y de valores, pagos, cobranzas, redes y cajeros automáticos, contables y de computación y otras calificadas como tales por la Superintendencia de Bancos en el ámbito de su competencia.

En sus inicios el sistema financiero privado estuvo constituido por un reducido número de bancos privados, pero poco a poco el sistema fue ampliándose hasta constituir el sistema que hoy conocemos. El sistema creció en número y magnitud por la incorporación de nuevos bancos nacionales y extranjeros, el mutualismo, el

cooperativismo de ahorro y crédito, las compañías financieras y otros agentes de crédito.

2.7.1.1 CLASIFICACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO PRIVADO

La Ley General de Instituciones del Sistema Financiero clasifica a las instituciones del sistema financiero privado en:

Instituciones Financieras.- Comprenden los bancos, las sociedades financieras o las corporaciones de inversión y desarrollo, regularizadas por la Superintendencia de Bancos y Seguros.

Instituciones de Servicios Financieras.- Comprenden los almacenes generales de depósito, las compañías de arrendamiento mercantil, las administradoras de tarjeta de crédito, las casas de cambio, las corporaciones de garantía y retro garantía y las corporaciones de desarrollo del mercado secundario de hipotecas.

Estas instituciones deberán realizar actividades propias de su razón social y no pueden captar recursos monetarios del público, excepto en el evento de emisión de obligaciones. Están sujetas al control de la Superintendencia de Bancos y Seguros.

2.7.2 SISTEMA FINANCIERO PÚBLICO

Está constituido por Bancos y Corporaciones y se rige por sus propias leyes en lo relativo a su creación, actividades, funcionamiento y organización. Están sujetas a la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero en lo referente a la aplicación de normas de solvencia y prudencia financiera y al control de la Superintendencia de Bancos y Seguros (Superintendencia de Bancos y Seguros, 2009).

Estas instituciones son las Principales (Ministerio de Finanzas, 2008):

- **El Banco Central del Ecuador**

Su objetivo principal es promover el desarrollo económico y la estabilidad financiera del Ecuador mediante el análisis, evaluación, diseño y ejecución de políticas e instrumentos económico-financieros, tendientes a mejorar, con equidad y justicia social, la calidad de vida de sus habitantes. Pero para la nueva Ley Monetaria el Banco Central se encontró en un reforma completa de sus objetivos a ser encargado de la innovación de desarrollo en el sistema nacional de pagos, inclusión financiera,

regulación monetario y financiera e integración financiera y monetaria regional. (El Ciudadano, 2013)

- **La Corporación Financiera Nacional**

La Corporación Financiera Nacional (CFN) es una institución financiera pública autónoma, con personería jurídica y duración indefinida. Su principal objetivo es servir a los sectores productivos y de servicios del Ecuador como Banca de Desarrollo, con productos financieros y no financieros alineados con el Plan de Desarrollo Nacional. La entidad estimula la inversión e impulsa el crecimiento económico sustentable y la competitividad de los sectores productivos y de servicios del Ecuador (Corporación Financiera Nacional, 2013).

- **Banco Nacional del Fomento**

De acuerdo con esta Ley, el Banco Nacional de Fomento se constituyó una entidad financiera de desarrollo, autónoma, de derecho privado y finalidad social y pública, con personería jurídica y capacidad para ejercer derechos y contraer obligaciones.

- **BIESS**

Acorde al mandato constitucional, fue aprobada la creación del Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, Biess, mediante ley publicada en el Registro Oficial No. 587 del lunes 11 de mayo de 2009 - Suplemento Ley de Creación del Biess.

El 8 de diciembre de 2009 nació el Banco del IESS con su primera sesión de Directorio. Establecida como una institución pública con autonomía administrativa, técnica y financiera, con finalidad social y de servicio público y domicilio principal en la ciudad de Quito, Distrito Metropolitano, el Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social abrió sus instalaciones a los afiliados y jubilados el 18 de octubre del año 2010 (Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (BIESS), 2012).

2.7.3 SECTOR FINANCIERO POPULAR Y SOLIDARIO.

El sector financiero popular y solidario está compuesto por (Asamblea Nacional, 2011):

1. Cooperativas de ahorro y crédito;
2. Cajas centrales;

3. Entidades asociativas o solidarias, cajas y bancos comunales y cajas de ahorro; y,
4. De servicios auxiliares del sistema financiero, tales como: software bancario, transaccionales, de transporte de especies monetarias y de valores, pagos, cobranzas, redes y cajeros automáticos, contables y de computación y otras calificadas como tales por la Superintendencia de Economía Popular y Solidaria en el ámbito de su competencia.

También son parte del sector financiero popular y solidario las asociaciones mutualistas de ahorro y crédito para la vivienda.

Las entidades asociativas o solidarias, cajas y bancos comunales y cajas de ahorro se registrarán por las disposiciones de la Ley Orgánica de la Economía Popular y Solidaria y las regulaciones que dicte la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

CAPÍTULO III: PYMES EN EL ECUADOR

3.1 DEFINICIÓN DE LAS PYMES.

Se conoce como PYMES o MIPYMES al conjunto de micro, pequeñas y medianas empresas que de acuerdo a su volumen de ventas, capital social, cantidad de trabajadores, y su nivel de producción o activos presentan características propias de este tipo de entidades económicas. Por lo general en nuestro país las pequeñas y medianas empresas que se han formado realizan diferentes tipos de actividades económicas entre las que destacamos las siguientes (Servicio de Rentas Internas, 2010):

- Comercio al por mayor y al por menor.
- Agricultura, silvicultura y pesca.
- Industrias manufactureras.
- Construcción.
- Transporte, almacenamiento, y comunicaciones.
- Bienes inmuebles y servicios prestados a las empresas.
- Servicios comunales, sociales y personales.

Las PYMES en nuestro país se encuentran en particular en la producción de bienes y servicios, siendo la base del desarrollo social tanto produciendo, demandando y comprando productos o añadiendo valor agregado, por lo que se constituyen en un actor fundamental en la generación de riqueza y empleo (Morales, 2012).

3.1.1 CARACTERÍSTICAS DE LAS PYMES:

Al ser una empresa en desarrollo sus principales características consisten:

- Requieren de exigencias técnicas, de calidad y legales.
- Escasa capacidad de negociación.
- Inexistencia de estrategias globales de internacionalización
- Débiles encadenamientos productivos-materias primas
- Costos elevados por desperdicio de materia prima.
- Insuficiente cantidad productiva para exportar.

- Inadecuación de la maquinaria y procedimientos propios a las normativas de calidad exigidas en empresas grandes.

3.1.2 FORTALEZAS Y DEBILIDADES DE LAS PYMES:

Cuadro 3.1.- Fortalezas y Debilidades de las PYMES

Fortalezas de las PYMES	Debilidades de las PYMES
Representan el 95% de las unidades productivas	Insuficiente y/o inadecuada tecnología y maquinaria para la fabricación de productos
Generan el 60% del empleo	Insuficiente capacitación del talento humano.
Participan del 50% de la producción	Insuficiencia de financiamiento.
Amplio potencial redistributivo	Insuficiente cantidad productiva
Capacidad de generación de empleo	Inadecuación de la maquinaria y procedimientos propios a las normativas de calidad exigidas en otros países.
Amplia capacidad de adaptación	
Flexibilidad frente a los cambios	
Estructuras empresariales horizontales	

Fuente: PYMES

3.2 DE LOS ÓRGANOS DE REGULACIÓN DE LAS MIPYMES

El Consejo Sectorial de la Producción coordinará las políticas de fomento y desarrollo de la Micro, Pequeña y Mediana Empresa con los ministerios sectoriales en el ámbito de sus competencias. Para determinar las políticas transversales de MIPYMES, el Consejo Sectorial de la Producción tendrá las siguientes atribuciones y deberes. (Asamblea Nacional, 2010):

- Aprobar las políticas, planes, programas y proyectos recomendados por el organismo ejecutor, así como monitorear y evaluar la gestión de los entes encargados de la ejecución, considerando las particularidades culturales, sociales y ambientales de cada zona y articulando las medidas necesarias para el apoyo técnico y financiero.

- Formular, priorizar y coordinar acciones para el desarrollo sostenible de las MIPYMES, así como establecer el presupuesto anual para la implementación de todos los programas y planes que se prioricen en su seno.
- Autorizar la creación y supervisar el desarrollo de infraestructura especializada en esta materia, tales como: centros de desarrollo MIPYMES, centros de investigación y desarrollo tecnológico, incubadoras de empresas, nodos de transferencia o laboratorios, que se requieran para fomentar, facilitar e impulsar el desarrollo productivo de estas empresas en concordancia con las leyes pertinentes de cada sector.
- Coordinar con los organismos especializados, públicos y privados, programas de capacitación, información, asistencia técnica y promoción comercial, orientados a promover la participación de las MIPYMES en el comercio internacional.
- Propiciar la participación de universidades y centros de enseñanza locales, nacionales e internacionales, en el desarrollo de programas de emprendimiento y producción, en forma articulada con los sectores productivos, a fin de fortalecer a las MIPYMES.
- Promover la aplicación de los principios, criterios necesarios para la certificación de la calidad en el ámbito de las MIPYMES, determinados por la autoridad competente en la materia.
- Impulsar la implementación de programas de producción limpia y responsabilidad social por parte de las MIPYMES.
- Impulsar la implementación de herramientas de información y de desarrollo organizacional, que apoyen la vinculación entre las instituciones públicas y privadas que participan en el desarrollo empresarial de las MIPYMES.

3.3 APOORTE DE LAS PYMES EN EL ECUADOR.

El informe de la cámara de la pequeña industria de pichincha (CAPEIPI, 2006), declara que en nuestro país, de acuerdo a su tamaño, las empresas tienen las siguientes categorías:

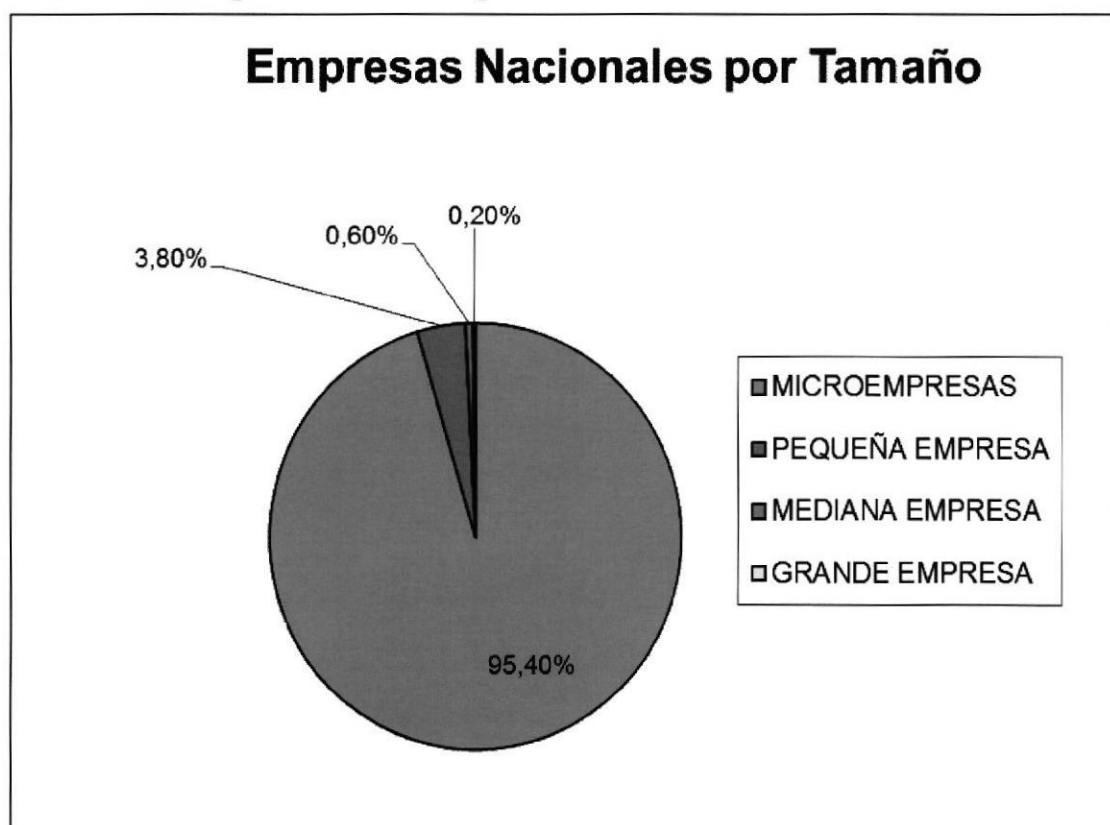
- **Microempresas:** Emplean hasta 10 trabajadores, y su capital fijo (descontado edificios y terrenos) puede ir hasta 20 mil dólares.
- **Talleres artesanales:** Se caracterizan por tener una labor manual, con no más de 20 operarios y un capital fijo de 27 mil dólares.
- **Pequeña Industria:** Puede tener hasta 50 obreros.

- **Mediana Industria:** Alberga de 50 a 99 obreros, y el capital fijo no debe sobrepasar de 120 mil dólares.
- **Grandes Empresas:** Son aquellas que tienen más de 100 trabajadores y 120 mil dólares en activos fijos.

3.4 LAS PYME Y SU SITUACIÓN ACTUAL

Las micro, pequeñas y medianas empresas PYME dentro del tejido empresarial ecuatoriano tienen un aporte significativo; según el último Censo Nacional Económico del 2010, alrededor de 99 de cada 100 establecimientos se encuentran dentro de la categoría de PYME. Esta tendencia se convierte en un dato sólido sobre la importancia que tienen las micro, pequeñas y medianas empresas a la hora de contribuir al proceso de consolidación del sistema productivo nacional.

Gráfico 3. 1 Empresas nacionales por tamaño

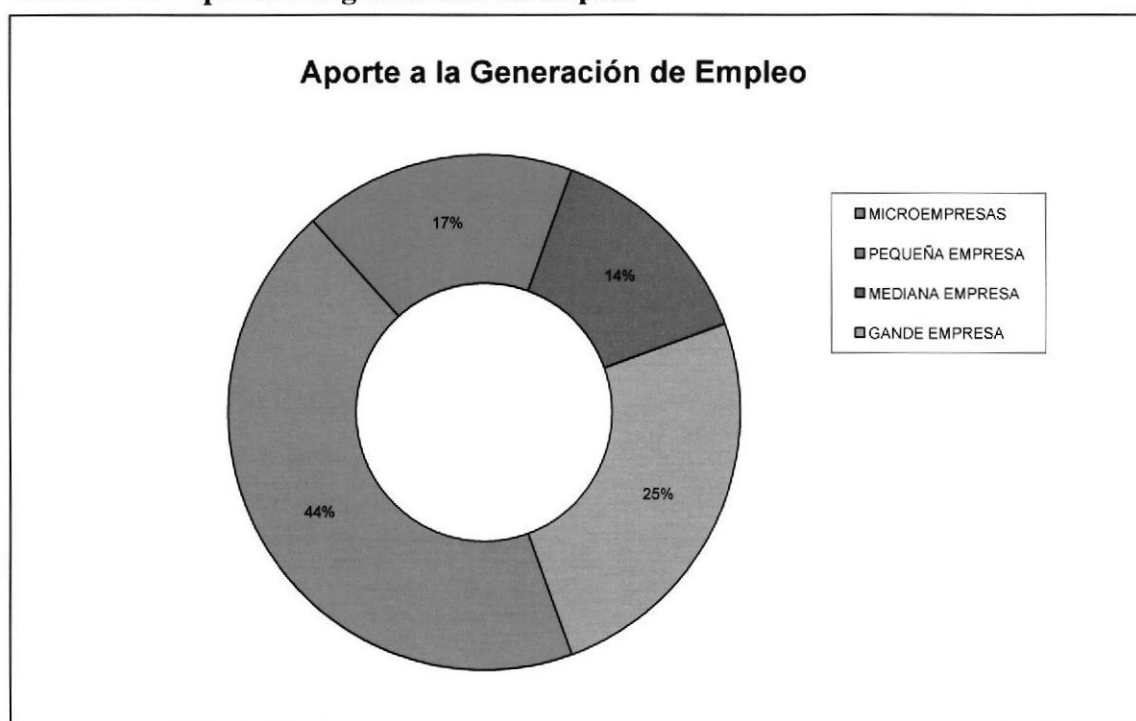


Fuente: CENSO NACIONAL ECONOMICO 2010

Elaborado: Autor

Otro aspecto que también debemos resaltar, a la hora de analizar la estructura del tejido empresarial del Ecuador, es el significativo aporte del sector de las MIPyME a la generación de empleo nacional; pues de cada 4 puestos de trabajo que existen en el país 3 son generados por aquellas empresas categorizadas como micro, pequeñas o medianas.

Gráfico 3.2 Aporte a la generación de empleo

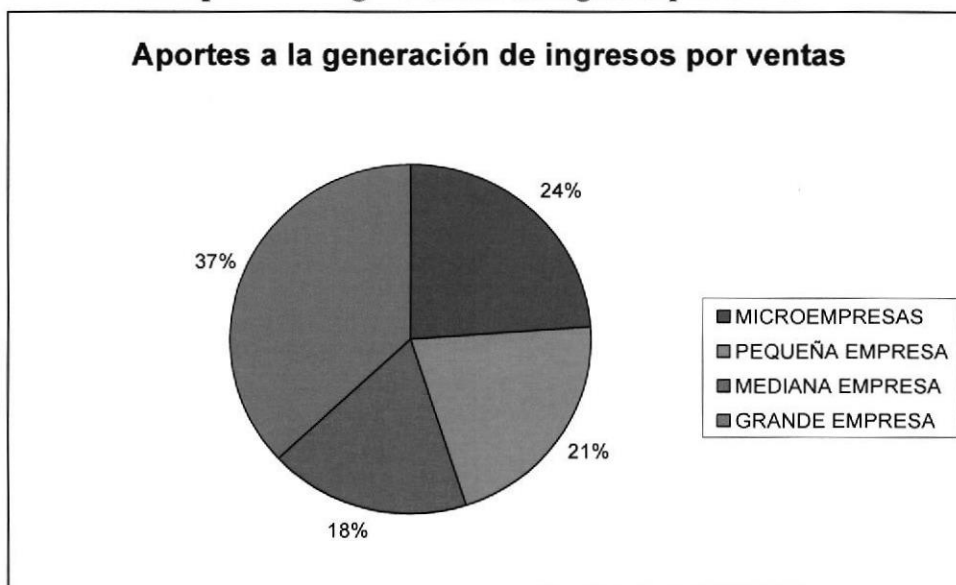


Fuente: CENSO NACIONAL ECONOMICO 2010: 496708 MIPYME

Elaborado: Autor

En esta distribución del empleo nacional se debe resaltar la potencialidad generadora de trabajo que recae sobre el sector de la microempresa, alrededor de 44 de cada 100 puestos de trabajo son generados por el sector micro empresarial ; de ahí la importancia de seguir apoyando a esta categoría de empresas, desde el accionar del sector privado como del sector público nacional e internacional, a través de la oferta de servicios financieros el microcrédito por ejemplo y no financieros y, también, mediante la creación y puesta en vigencia de leyes como la que ya se encuentra en vigencia, la Ley Orgánica de la Economía Popular y Solidaria y del Sector Financiero Popular y Solidario. (Observatorio PYME Universidad Andina Simón Bolívar, 2012)

Gráfico 3.3 Aportes a la generación de ingresos por venta

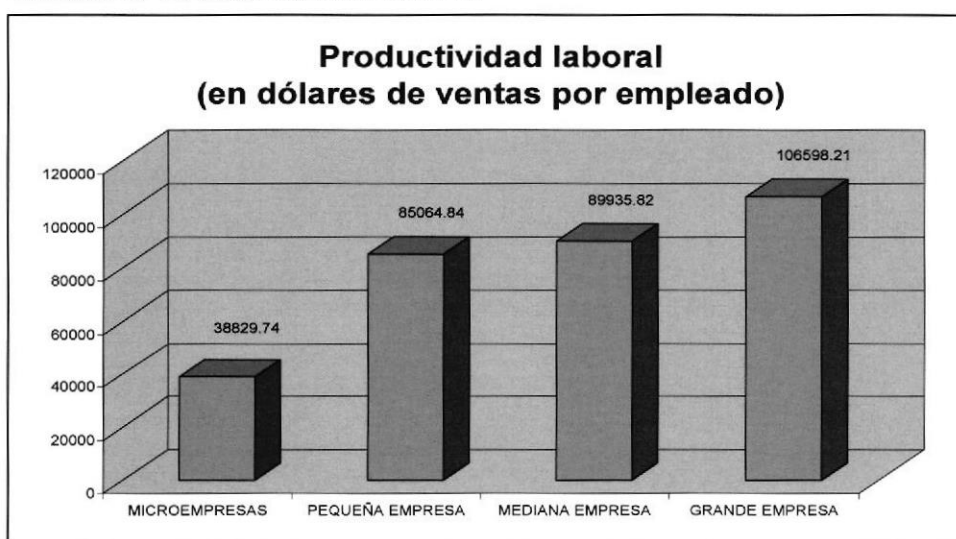


Fuente: Censo Nacional Económico 2010

Elaborado: Autor

En segundo lugar y de manera muy cercana a las PyME, con respecto al aporte a la generación de ingresos por ventas, se ubican las empresas categorizadas como grandes; aproximadamente el 37% del total del valor de las ventas, del sector empresarial ecuatoriano, es generado a través de la operación del sector de unidades productivas consideradas de tamaño grande.

Gráfico 3.4 Productividad laboral



Fuente: Censo Nacional Económico 2010

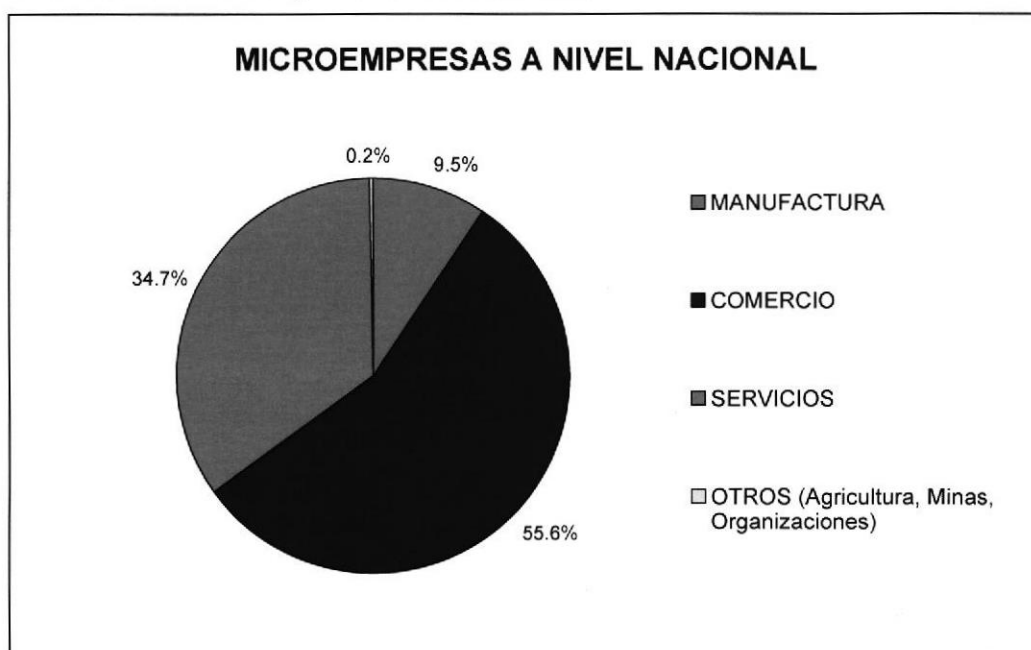
Elaborado: Autor

De acuerdo a los datos obtenidos por el Instituto Nacional de Estadística y Censo INEC y analizados por el Observatorio de la PyME de la Universidad Andina Simón Bolívar, Sede Ecuador, se observa que la productividad laboral en el Ecuador tiende a incrementarse según aumenta el tamaño de las empresas.

3.4.1 ORIENTACION PRODUCTIVA EMPRESARIAL

Con los análisis previos se puede destacar que a nivel micro empresarial, que es el grupo de empresas que más prevalece de acuerdo al número de establecimientos, es el sector comercial que muestra un mayor predominio.

Gráfico 3.5 Microempresas a nivel nacional

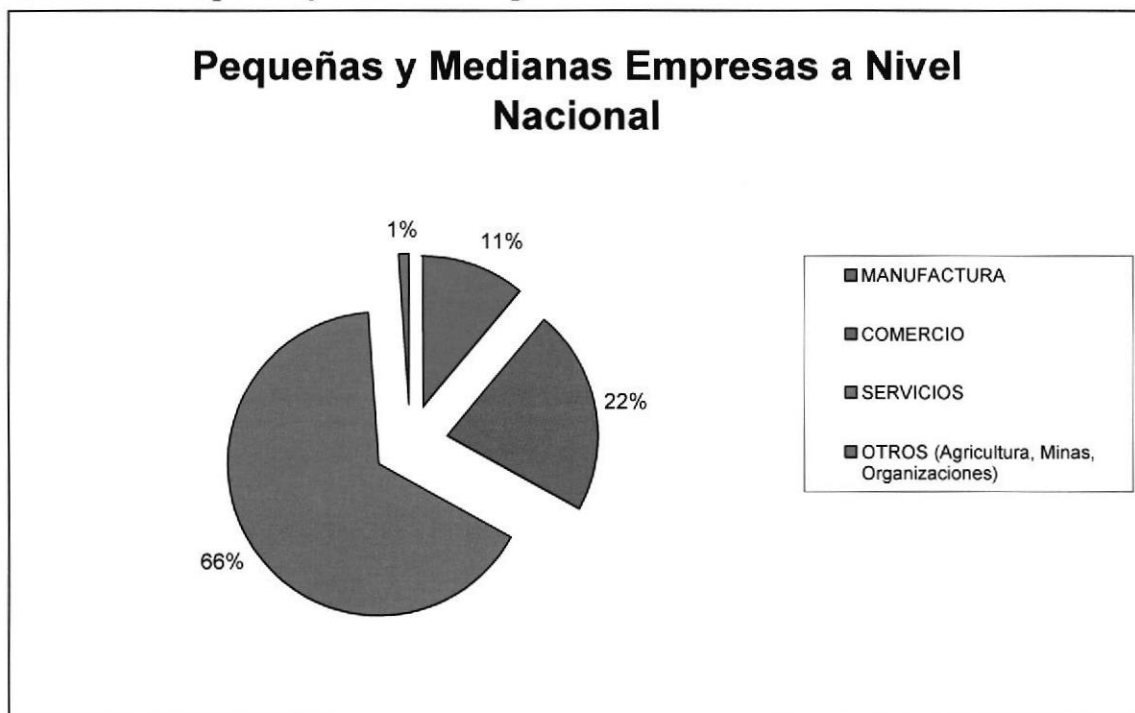


Fuente: Censo Nacional Económico 2010

Elaborado: Autor

Con respecto a la distribución por la actividad productiva que realizan las pequeñas y medias empresas podemos observar que el sector predominante son los servicios donde el 70% de pequeñas y medianas empresas se dedican a negocios vinculados a la provisión de servicios, luego aparecen las PyME vinculadas a la actividad comercial 22% del total de pequeñas y medianas empresas y en tercera ubicación, en cuanto a la participación productiva, están las PyME relacionadas con actividades manufactureras.

Gráfico 3.6 Pequeñas y medianas empresas



Fuente: Censo Nacional Económico 2010

Elaborado: Autor

Al juntar la orientación productiva de las microempresas y de las PyME se puede ver que este grupo de unidades de negocios en su mayoría están dedicadas a actividades comerciales y de servicios; las cuales según el mismo INEC tienen que ver, principalmente, con la satisfacción de aquellas necesidades que están en la base de la pirámide la alimentación y el vestido- y cuya característica principal es que, en la mayoría de casos, tienen muy poco nivel de sofisticación; aportando por lo tanto con muy poco a la creación del valor agregado nacional.

Potencialidades

La pequeña industria ecuatoriana cuenta con un sin número de potencialidades que son poco conocidas y aprovechadas. Principalmente se refieren a:

- Son factores claves para generar riqueza y empleo
- Al dinamizar la economía, diluye los problemas y tensiones sociales, y mejora la gobernabilidad.

- Requiere menores costos de inversión
- Es el factor clave para dinamizar la economía de regiones y provincias deprimidas
- Es el sector que mayormente utiliza insumos y materias primas nacionales
- Tiene posibilidades de obtener nichos de exportación para bienes no tradicionales generados en el sector
- El alto valor agregado de su producción contribuye al reparto más equitativo del ingreso
- Mantiene alta capacidad para proveer bienes y servicios a la gran industria (subcontratación)
- Es flexible para asociarse y enfrentar exigencias del mercado

CAPITULO IV. FIDEICOMISO

4.1 DEFINICIÓN DE FIDEICOMISO

4.1.1 ETIMOLOGÍA

La palabra **fideicomiso** o **fidecomiso** proviene del latín “*fideicommissum*”, a su vez de “*fides*” que significa fe o confianza y “*commissus*” quiere decir comisión o encargo; entonces fideicomiso significa comisión o encargo de fe o de confianza.

4.1.2 CONCEPTOS

En primer término se puede decir que el “FIDEICOMISO”, es un acto por el cual una persona (Fideicomitente), transfiere la propiedad de bienes muebles o inmuebles o derechos a una Fiduciaria, para que esta los administre de acuerdo a las instrucciones establecidas por el Fideicomitente en beneficio de él o terceros.

El maestro Sergio Rodríguez Azuero (2010, Pág. 236) define al fideicomiso como el negocio jurídico en virtud del cual se transfieren una o más bienes a una persona, con el encargo de que los administre o enajene y con el producto de su actividad cumpla una finalidad establecida por el constituyente, en su favor o en beneficio de un tercero.

Carregal (1982, Pág. 47) también lo define como “*el contrato de fideicomiso o simplemente fideicomiso es aquel por el cual una persona recibe de otra un encargo respecto de un bien determinado cuya propiedad se le transfiere a un título de confianza para que al cumplimiento de un plazo o condición le dé el destino convenido*”.

Esta figura jurídica desarrolló sus bases en el Derecho Romano y Derecho Anglosajón:

El Derecho Romano, se desarrolló en dos figuras:

FIDEICOMMISUM: Era un encargo basado en la honradez y buena fe del que actuaba como fiduciario, sin que existiera acción que permitiera reclamar su ejecución. Se lo realizaba a través de un testamento por el que se encargaba la ejecución de un encargo a favor de alguna persona que se deseaba beneficiar por parte del testador, este transfiere a otra persona "FIDUCIARIO" (figurando como propietario) determinados bienes con el objetivo de utilizarlos en beneficio de otra persona u otras personas a quienes, en el futuro, de ser posible debían serles transferidos los bienes.

PACTUM FIDUCIE: Trataba de un acuerdo entre vivos con la obligación para el adquirente de retransmitir los bienes en determinadas circunstancias. Esta figura se dividía en dos formas: en el FIDUCIA CUM CREDITORE el cual consistía en un negocio de garantía mediante el cual el deudor (fiduciante) transfería la propiedad o el bien al acreedor (fiduciario) con cargo de que le fuera devuelto una vez satisfecha la obligación; y FIDUCIAE CUM AMICO se apoyaba en una relación de confianza como negocio en interés ajeno. En tal virtud generalmente los casos de fiducia cum amico fueron la de servir como garantía, en la que al final de la relación obligatoria el deudor transmitía la cosa garantía al mismo acreedor.

4.2 EL FIDEICOMISO EN EL ECUADOR

La Ley de Mercado de Valores del año 1993 introdujo reformas al Código de Comercio en las que se agregó la figura del Fideicomiso Mercantil.

Posteriormente en 1998 se eliminó de dicho cuerpo legal la figura, materia que es regulada desde esa época por la Ley de Mercado de Valores y emitida por el Consejo Nacional de Valores actualmente la Junta de Regulación del Mercado de Valores, en esta reforma se estableció que el FIDEICOMISO tenía una naturaleza distinta del FIDEICOMISO CIVIL.

El fideicomiso mercantil es una especie del género llamado negocios fiduciarios, *"es un contrato por el cual una o más personas llamadas constituyentes (o fideicomitentes) transfieren temporal e irrevocablemente 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 una entidad*

fiduciaria lo administre y cumpla con las finalidades específicas instituidas en el contrato de constitución, bien sea a favor del propio constituyente o de un tercero llamado beneficiario”. (Ley de Mercado de Valores, 2014)

La constitución del patrimonio autónomo “el conjunto de derechos y obligaciones destinados a una finalidad específica. Este patrimonio tiene naturaleza individual y separada, es decir, que es distinto de los patrimonios del constituyente, del fiduciario, beneficiario y de terceros, entre estos, los demás fideicomisos mercantiles que son administrados por el fiduciario” (Ley de Mercado de Valores, 2014)

La ley establece que este patrimonio autónomo gozará de “personalidad jurídica”, y en su contrato de constitución se establecerán las instrucciones que debe cumplir el fiduciario, las obligaciones del constituyente y del beneficiario y el plazo de existencia del fideicomiso. Al formar un ente distinto de las personas que intervienen, los acreedores de los partícipes del negocio fiduciario no pueden recaer sobre los bienes del fideicomiso, conforme lo establece el mismo artículo 109 inciso III de la Ley de Mercado de Valores.

Conforme lo provee el artículo 109 inciso 4 de la Ley de Mercado de Valores, cada patrimonio autónomo o fideicomiso mercantil debe tener su propio nombre o denominación con el cual se lo identificará. Esta denominación irá en el contrato constitutivo, y este será el que permita la obtención del registro único de contribuyentes como un “ente distinto”, que en materia tributaria es considerado sociedad.

El representante legal de cada fideicomiso por ley es el fiduciario ante quien se lo constituye, (también llamados administradoras de fondos y fideicomisos), el cual deberá sujetarse a las instrucciones del contrato fiduciario.

4.3 PARTICIPANTES

Para tener mayor claridad de lo que ocurre en el desarrollo de un negocio fiduciario, se describirán con más detalle las funciones de los participantes, sus derechos y obligaciones estos son:

1. El Fideicomitente.

2. La Fiduciaria.
3. El Beneficiario.

4.3.1 EL FIDEICOMITENTE.

Es la persona natural o jurídica, propietaria de uno o más activos, con la capacidad de transferir la propiedad de estos bienes o derechos a una fiduciaria.

Es importante tomar en cuenta la calidad y solvencia del fideicomitente desde el punto de vista comercial más no del jurídico, ya que el riesgo financiero se traspasa a los inversionistas finales o a los garantes de la operación. Los activos dados en fideicomiso salen del patrimonio y balance del Fideicomitente y entran a formar parte luego del patrimonio autónomo de la fiduciaria con una contraparte contable denominada “derechos sobre un contrato de fiducia” que posteriormente será compensado con los ingresos que reciba de la pre-venta y post-venta del proyecto.

4.3.1.1 DERECHOS DEL FIDEICOMITENTE.

Los derechos del fideicomitente se expondrán en el contrato de constitución, pero además tendrá derecho a:

1. Revocar la fiducia, siempre que se haya reservado la facultad en el contrato inicial.
2. Derecho a la remoción de la fiduciaria. Casos previstos en el artículo 1239 del Código de Comercio.
3. Obtener la devolución jurídica y material de los bienes en los casos expuestos por la ley en el punto anterior, si cosa distinta no se hubiere establecido en el contrato.
4. Ejercer la acción de responsabilidad contra el fiduciario.
5. Y todos aquellos derechos expresamente estipulados y que no sean incompatibles con el fiduciario, con los del beneficiario o con la esencia de la constitución.

4.3.1.2 OBLIGACIONES A CARGO DEL FIDEICOMITENTE

Según lo expuesto en el Código de Comercio en su artículo No. 1230, el fideicomitente estará obligado a lo siguiente:

1. El fideicomitente velará porque los bienes dados como objeto del negocio fiduciario no puedan ser perseguidos por sus acreedores, a menos que sus acreencias sean anteriores a la constitución del fideicomiso.
2. Remunerar al fiduciario.
3. Sanear al fideicomiso oneroso.
4. Reembolsar gastos por desempeño del cargo al fiduciario.

4.3.2 LA FIDUCIARIA.

Es la protagonista principal en el correcto desenvolvimiento del negocio. Es la institución (generalmente un banco debidamente autorizado como fiduciario) que recibe del fideicomitente bienes o derechos para la realización de un fin determinado. El fiduciario no es propietario de los bienes, sino simple titular de dichos bienes o derechos hasta el punto en que se haya determinado su participación en el acto constitutivo o establecido en el fin del fideicomiso.

El fiduciario no podrá apoderarse arbitrariamente de los bienes ni usarlos en beneficio propio. Sus ganancias radicarán en comisiones y/o honorarios establecidos en el contrato; además responderá por su gestión, sin asumir responsabilidad por los resultados en forma directa, y no podrá ejercer funciones de fiduciaria y fideicomisaria o beneficiaria al mismo tiempo.

En cuanto a la elección de la fiduciaria, esta labor será responsabilidad del fideicomitente. Las funciones designadas a la fiduciaria deberán ser encargadas a funcionarios especialmente designados, los cuales serán denominados “delegados fiduciarios” o apoderados.

Por otra parte, en el momento de estructuración del contrato, el fideicomitente podrá exigir un “Comité Técnico” para la distribución de los fondos del fideicomiso.

4.3.2.1 OBLIGACIONES A CARGO DE LA FIDUCIARIA.

La fiduciaria está obligada tanto con el fideicomitente como para el fideicomisario en lo siguiente:

1. Velar por los bienes dados en fideicomiso y por su adecuada inversión procurando el mayor rendimiento posible.
2. Separar de su patrimonio propio tanto física como contablemente los bienes dados a su custodia.
3. Rendir cuentas al fideicomitente cada vez que este lo solicite o según lo estipule el contrato.
4. Transferir los bienes a la persona a quien corresponda conforme al acto constitutivo, siempre y cuando en el contrato se estipule que estos no se extinguirán durante el desarrollo del negocio.
5. Pedir instrucciones precisas al Superintendente bancario y cuando se amerite aclarar dudas acerca de la naturaleza o alcance de sus acciones u obligaciones, el Superintendente actuaría como juez del contrato.

4.3.3 BENEFICIARIO O FIDEICOMISARIO.

Es la o las personas que recibirán los bienes y rendimientos producidos por el fideicomiso y que podría ser el fideicomitente o un tercero designado por este.

Puede darse el caso de que el fideicomiso prescinda de este personaje, transmitiendo los beneficios en favor del público en general, a investigaciones de carácter científico, centros de salud u otros.

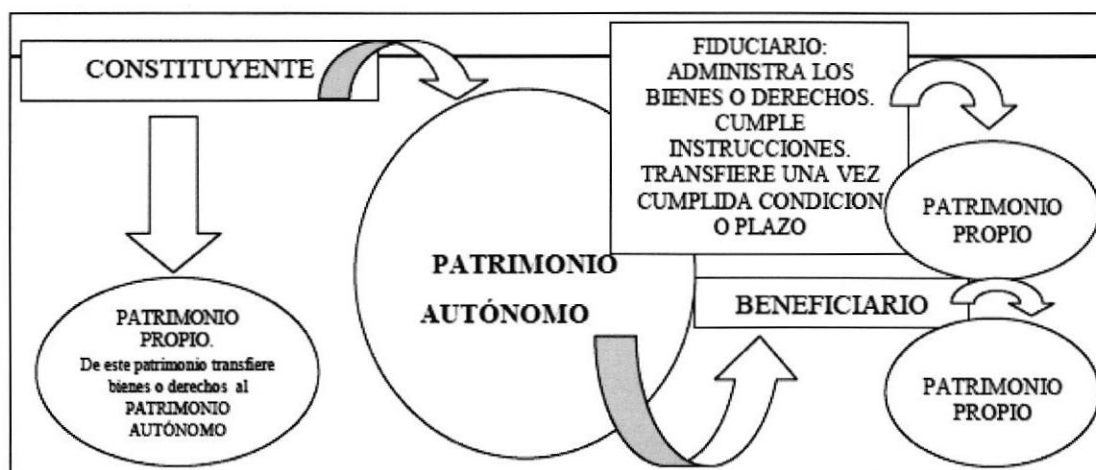
4.3.3.1 DERECHOS DEL FIDEICOMISARIO.

El fideicomisario no goza de los derechos reales sobre la cosa del negocio fiduciario, sus derechos son más bien personales para con el fiduciario; tendrá además de los derechos suscritos en el contrato los siguientes derechos sobre el negocio y sus frutos:

1. Rendimiento de cuentas por parte de la fiduciaria y el poder de exigirle el cumplimiento eficiente de sus funciones.
2. Pedir explicaciones acerca de los fines del patrimonio y su uso.
3. Percibir y exigir ingresos por los frutos del negocio o por estos en relación al tiempo.
4. Pedir al fiduciario medidas proteccionistas en cuanto a los bienes dados en fideicomiso.

5. Pedir la remoción del fiduciario cuando los intereses sean incompatibles o por incompetencia de este último.
6. La ley no establece obligaciones sobre este personaje, ya que lo concibe solo por convención como parte del contrato fiduciario.

Ilustración 4.1: Intervinientes en el Fideicomiso



Fuente: FIDUCIA S.A.

Elaborado: Autor

4.4 CARACTERÍSTICAS DEL CONTRATO FIDUCIARIO.

El contrato de fideicomiso tiene las siguientes características respectivamente a su esencia jurídica y su estructura:

1. **Bilateral:** Implica obligaciones recíprocas entre los contratantes.
2. **Solemne:** Al momento de su constitución todo ha de hacerse por escrito y luego elevado a instrumento público.
3. **Oneroso:** Tiene como objeto la utilidad de ambos contratantes.
4. **Conmutativo:** Las partes se obligan a dar o hacer una cosa.
5. **Principal:** Tiene vida propia y no necesita de otro contrato accesorio.
6. **Normativo:** Tiene un nombre que le permite distinguirse de otro contrato cualquiera.

4.5 CLASES DE FIDEICOMISO.

El fideicomiso visto desde una óptica de operación bancaria, como medio de intermediación lucrativa del crédito, es un negocio lícito y ofrece variadas formas de constitución atendiendo a las más variadas necesidades u oportunidades de inversión.

Puede clasificarse, según la Superintendencia de Compañías de la siguiente manera (Reglamento de Negocios Fiduciarios, 2010, Título IV art 17):

4.5.1 FIDEICOMISO DE ADMINISTRACIÓN

Su objeto primordial radica en que los bienes dados en fideicomiso al ser transferidos a la fiduciaria podrán cancelar las obligaciones contraídas por el fideicomitente en favor de uno o varios acreedores, ya que los bienes son transferidos al patrimonio de la fiduciaria que los invertirá, cobrará, custodiará y controlará.

4.5.2 FIDEICOMISO DE INVERSIÓN

En este caso el fideicomitente dispone fondos a actividades que retribuyen atractivos rendimientos (actividades comerciales, alquiler de bienes raíces, administración de fondos constituidos por ahorros, fondos de bienestar social, pensiones de empresas o enfermedad, etc.).

Los recursos pueden tener fines específicos o variados de acuerdo a las directrices dadas por el cliente, en cuanto a plazos y moneda, así como la conformación de portafolios independientes.

4.5.3 FIDEICOMISO TESTAMENTARIO.

Cumple con la voluntad del fideicomitente de que a su muerte la fiduciaria recibe la totalidad o parcialidad de los bienes con instrucciones específicas en cuanto a destino y beneficiarios.

4.5.4 FIDEICOMISO DE SEGUROS.

La fiduciaria aparece como beneficiaria del seguro de vida del fideicomitente, el cual especifica la finalidad que ha de darse al dinero del seguro.

4.5.5 FIDEICOMISO DEL GOBIERNO.

Asignado a entidades de crédito como agentes fiscales para la administración de fondos designados a la concesión de créditos directos o redescuento de créditos otorgados.

4.5.6 FIDEICOMISO DE RENTA.

Contratado por el fideicomitente con finalidades tales como: educación, pago de pensión de alimentos, rentas vitalicias, entre otras.

En este caso el fideicomitente asigna a la fiduciaria bienes para asegurarse el capital y su renta con fines determinados.

4.5.7 FIDEICOMISO DE INMOBILIARIO.

El fideicomiso inmobiliario es el contrato en virtud del cual se transfieren bienes, que generalmente son inmuebles, al patrimonio autónomo para que el fiduciario los administre y desarrolle con ellos un proyecto inmobiliario, en función de las instrucciones establecidas en el contrato, para lo cual realizará las gestiones administrativas y legales ligadas o conexas con el desarrollo del proyecto inmobiliario. Todo esto se lo realiza en provecho de los beneficiarios instituidos en el contrato.

4.5.8 FIDEICOMISO DE GARANTÍA.

Entiéndase por fideicomiso de garantía, al contrato en virtud del cual el constituyente, que generalmente es el deudor transfiere la propiedad de uno o varios bienes a título del fideicomiso mercantil al patrimonio autónomo, para garantizar con ellos y/o con su producto, el cumplimiento de una o varias obligaciones claramente determinadas en el contrato.

CAPITULO V. LOS FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN

5.1 LA TITULARIZACIÓN

La titularización es un proceso jurídico que convierte las expectativas de flujo de fondos futuros en títulos negociables hoy. Todo buen proyecto futuro puede obtener recursos al momento actual. Esta modalidad abre campo para que los más diversos tipos de activos ilíquidos puedan ser movilizadas a través de la venta de los títulos que los representan. Emitidos con cargo a un patrimonio autónomo como detalla una publicación que de la Bolsa de Valores Quito en su página Web (Manual de Inscripción de Titularizaciones, 2000, p.1)

Los valores producto de este proceso son susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil. La transformación de los activos resulta en la emisión de títulos valores, con cargo a un patrimonio autónomo, que son colocados y negociados en el mercado de valores a través de la Bolsa de Valores de Guayaquil y Quito, permitiendo que empresas que no cotizaban en el mercado de valores obtengan financiamiento o recursos a través de éste.

Las principales características que tienen los procesos de titularización se detallan a continuación:

- Los activos a titularizar pueden ser de distinta naturaleza.
- Se titularizan activos que existen o se esperan que existan.
- Incremento de activos, no de pasivos para el originador.
- Transferencia de dominio.
- Constitución de patrimonio autónomo.

5.2 TITULARIZACIÓN EN EL ECUADOR

La titularización tuvo su origen en la crisis en Norte América durante la época de 1930 en los procesos de movimiento de activos provenientes de créditos

hipotecarios, La titularización como transformación de créditos hipotecarios en rentas fijas, se estableció en España en el año 1992; mientras que en Francia, se inicia con el crecimiento del marco legal consagrado de 1988, (Contreras, 2006)

En nuestro país la titularización está considerada como una operación jurídica financiera en la que se movilizan los activos provenientes de obligaciones hipotecarias o prendarias, con vencimientos mayores a un año de la fecha de titularización, cuya emisión de valores responderá a obligaciones de la misma especie y serán negociados en el Mercado de Valores.

5.2.1 TIPOS DE ACTIVOS QUE SE PUEDEN TITULARIZAR

Si bien es cierto en el siguiente artículo Financiamiento Estructurado y Titularización (Bolsa de Valores Quito, 2009, p. 29), detalla que se pueden titularizar activos de distinta naturaleza, no es menos cierto que dichos activos deben tener ciertas características ideales:

- Homogéneos
- Diversificados
- Numerosos
- Con historia crediticia
- Con flujos previsibles

De acuerdo al artículo 143 de la Ley de Mercado de Valores, son activos susceptibles de titularización los siguientes:

- Valores representativos de deuda pública.
- Valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores.
- Cartera de crédito.
- Activos y proyectos inmobiliarios.
- Activos o proyectos susceptibles de generar flujos futuros determinables.

Ilustración 5.1: Mecanismo de una Titularización



Fuente: FIDUCIA S.A.

Elaborado: Autor

5.2.2 PARTICIPANTES

Dentro de un proceso de titularización existen 8 participantes:

1. Originador: Persona natural o jurídica que es dueña de activos y que los transfieren a un patrimonio autónomo para realizar una titularización.
2. Agente de Manejo: Según lo establecido en el Título XVI de la Ley de Mercado de Valores, éste participe es una sociedad administradora de fondos y fideicomisos quien, además de tener las obligaciones estipuladas en el contrato de fideicomiso debe:
 - Obtener las autorizaciones que se requieran para procesos de titularización en los cuales los valores a emitirse vayan a ser colocados mediante oferta pública.
 - Recibir del originador y en representación del patrimonio de propósito exclusivo, los activos a ser titularizados.
 - Emitir valores respaldados con el patrimonio de propósito exclusivo.
 - Colocar los valores emitidos, mediante oferta pública.
 - Administrar los activos integrados en el patrimonio de propósito exclusivo, tendiendo a la obtención de los flujos futuros, sea de fondos, sea de derechos de contenido económico.
 - Distribuir entre los inversionistas los resultados obtenidos.
3. Calificadora de Riesgo: Es la institución que analiza y evalúa el activo que se desea titularizar para determinar el nivel de riesgo, y por ende de seguridad, para el inversionista.

4. Agente de Colocación: Es la institución que realiza la venta de los títulos valores en el mercado. Son quienes van en busca tanto de personas naturales como jurídicas para que inviertan en los títulos valores que el fideicomiso ha emitido.
5. Agente Pagador: Es la institución que realiza el pago a los inversionistas a medida que van llegando los vencimientos. Cualquier institución financiera que se encuentre calificada y controlada por la Superintendencia de Bancos y Seguros puede ser Agente Pagador, sin embargo en la práctica quien ejecuta esta acción es el Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores (DECEVALE).
6. Patrimonio Autónomo: Dentro del patrimonio autónomo se registrará todos los movimientos contables que realice el fideicomiso. Anotarán los recursos recibidos en la cuenta corriente que el fideicomiso haya aperturado para el efecto, adicionalmente se alista el activo que ha sido transferido por el originador así como los pasivos. Es importante mencionar que ninguno de estos registros se ven reflejados en los estados financieros del originador ni de la fiduciaria.
7. Inversionista: Es cualquier persona, natural o jurídica, que realice una compra de los títulos.
8. Comité de Vigilancia: Es el organismo que se encarga de velar por el correcto funcionamiento de la titularización. Está conformado por un representante de cada inversionista, y un representante del originador.

5.2.3 DESCRIPCIÓN DEL PROCESO

El proceso de titularización de activos tendrá ciertas peculiaridades dependiendo del tipo de activo que se desea transformar. No obstante existen una serie de pasos que se deben llevar a cabo de forma ordenada.

1. **Selección del activo a titularizar que existe o se espera que exista.** Por ejemplo, una aerolínea puede decidir titularizar los flujos futuros de la venta de tickets aéreos; un cine lo haría con el flujo futuro de la venta de entradas; una cooperativa lo usaría con la cartera de crédito, entre otros. Cada activo tiene su peculiaridad y deberá ser definido desde el inicio para poder trabajar las demás actividades en función de ese activo específico.

2. **Estructuración financiera.** Se debe seleccionar la persona o institución que realizará todos los análisis a los estados financieros del originador para determinar si los flujos que se recibirán serán suficientes para cubrir los pagos de los títulos cuando lleguen las fechas de vencimiento, así como las tasas y plazos que contendrán los títulos emitidos.
3. **Constitución de un fideicomiso.** El fideicomiso es un contrato mercantil mediante el cual una persona, llamada fideicomitente, entrega a un tercero, llamado fiduciario, bienes, derechos e incluso dinero para que los administre de acuerdo a sus instrucciones. De ahí que el ORIGINADOR debe seleccionar una fiduciaria para que elabore el contrato de fideicomiso y plasme en éste los derechos y obligaciones de cada una de las partes así como los mecanismos de garantías a utilizar. La FIDUCIARIA que sea seleccionada actuará como Agente de Manejo.
4. **Selección del Agente de Colocación.** Quienes realizan las veces de Agente de Colocación son las Casas de Valores. Se encargan de encontrar compradores para los títulos que van a emitirse.
5. **Selección del Agente de Cobro y Pago.** Tal como se ha mencionado anteriormente, esta entidad es la que se encarga de realizar el pago de las obligaciones así como el cobro del flujo que permitirá realizar el pago de dichas obligaciones.
6. **Calificación de Riesgo.** En este proceso la Calificadora de Riesgo revisa los activos que están siendo sujetos de una titularización, analiza la capacidad de los activos, su calidad, la rentabilidad y el riesgo que podría existir para los inversionistas.
7. **Autorización de la Superintendencia de Compañías.** La Superintendencia de Compañías es el ente regulador que se encarga de reglamentar, controlar y registrar los títulos valores. Esta entidad, al igual que la calificadora de riesgos, realiza un análisis de la información presentada y puede efectuar ciertas observaciones o solicitar aclaraciones que deberán ser absueltas rápidamente para no entorpecer la colocación y emisión de los títulos.

8. **Registro del Mercado de Valores y Bolsa de Valores.** Todos los títulos valores que se emiten para ser colocados en el mercado primario deben estar registrados en el Mercado de Valores e inscritos en la Bolsa de Valores.
9. **Emisión.** Es la transformación del activo en títulos valores para ser negociados en la bolsa de valores por el agente de colocación.
10. **Colocación.** La colocación de valores se refiere a la venta de los títulos en el mercado de valores. Cuando se realiza una venta el dinero ingresa a la cuenta corriente del fideicomiso quien a su vez lo entrega al originador para que disponga de éste en sus actividades.

5.2.3.1 PATRIMONIO AUTÓNOMO

La Ley de Mercado de Valores establece que los procesos de titularización deben ser realizados por sociedades administradoras de fondos y fideicomisos, ya sea a través de fondos colectivos de inversión o fideicomiso mercantil, y que el activo susceptible de titularización debe ser transferido a un patrimonio autónomo.

También en el Art 141 de la Ley de Mercado de Valores la transferencia de dominio implica que el originador entrega al patrimonio autónomo el activo que será transformado *“a título oneroso o a título de fideicomiso mercantil, según los términos y condiciones de cada proceso de titularización”*

Este patrimonio autónomo tiene estados financieros que son totalmente independientes de aquellos que tienen el originador, los inversionistas y la fiduciaria. De ahí que la emisión de títulos no se refleja en el balance del originador sino que se registra contablemente en el balance del patrimonio autónomo.

5.3 TÍTULOS VALORES QUE PUEDEN EMITIRSE

De acuerdo a lo que establece la Ley de Mercado de Valores, los títulos valores que pueden emitirse producto de una titularización son tres:

- **Valores de Contenido Crediticio.-** Los títulos valores de contenido crediticio, también conocidos como VTC o de Renta Fija, son documentos mediante los cuales los inversionistas obtienen el derecho a recibir el pago de capital e

intereses de acuerdo con las condiciones señaladas en el título. No pueden tener un plazo inferior a dos años para el pago del capital.

- **Valores de Participación.-** Los valores de participación son títulos mediante los cuales los inversionistas tienen derecho a recibir una alícuota en el patrimonio autónomo proporcional a la inversión que realizaron, de tal forma que éste participa ya sea de las utilidades o pérdidas. El plazo mínimo para el pago del capital es de un año.
- **Valores Mixtos.-** Los valores mixtos son títulos que tienen características tanto de un VTC como de un valor de participación, mismas que están detalladas en cada proceso de titularización. El plazo para el pago del capital no puede ser menor a un año.

5.4 CLASES DE TITULARIZACIONES

En la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil en el artículo innumerado sobre las clases de titularización detalla:

5.4.1 TITULARIZACIÓN DE CARTERA.

Consiste en la emisión de valores de contenido crediticio, con cargo a un patrimonio de propósito exclusivo constituido con el aporte de cartera de la misma clase y características; es decir es la venta a inversionistas de la cartera que han colocado los intermediarios financieros. La venta de una cartera significa la cesión de los derechos al pago del principal y de los rendimientos a los inversionistas que la compran.

También nos dice que el monto máximo a emitir, no podrá exceder del cien por ciento del capital insoluto de la cartera transferida al patrimonio autónomo, a la fecha que se realiza la transferencia de la cartera, deberá ser realizada en forma previa a la autorización de la oferta pública.

5.4.2 TITULARIZACIÓN DE INMUEBLES

Consiste en la emisión de valores de contenido crediticio, mixtos o de participación, sobre un patrimonio de propósito exclusivo constituido con un bien inmueble generador de flujos; es decir el originador transfiere a un patrimonio

autónomo uno o varios bienes inmuebles de baja rotación, la cual la fiduciaria de encarga de la emisión de los títulos.

En este tipo de titularización el valor de la emisión no excederá el noventa por ciento del valor presente de los flujos futuros proyectados que genere el bien inmueble.

5.4.3 TITULARIZACIÓN DE PROYECTOS INMOBILIARIOS

Consiste en la emisión de valores mixtos y de participación que incorporen derechos o alícuotas, sobre un patrimonio de propósito exclusivo constituido sobre un proyecto inmobiliario; el activo inmobiliario, sobre el cual se desarrollara el proyecto deberá estar libre de gravámenes, sin ninguna limitación que incapacite su desarrollo.

El monto de emisión no puede exceder del cien por ciento del presupuesto final del proyecto inmobiliario, incluyendo costos asociados con el proceso de titularización.

5.4.4 TITULARIZACIÓN DE DERECHOS EXISTENTES GENERADORES DE FLUJOS FUTUROS

Consiste en la emisión de valores con cargo a un patrimonio de propósito exclusivo constituido con derechos existentes generadores de flujos futuros para lo cual se deberá acreditar documentadamente la propiedad del originador sobre tales derechos. No se podrá titularizar bajo esta modalidad de flujos futuros, titularizaciones de cartera, ni de proyectos inmobiliarios, ni de inmuebles, por cuanto para estos activos están reguladas las condiciones especiales inherentes a su titularización.

5.4.5 TITULARIZACIÓN DE DERECHOS DE COBRO SOBRE VENTAS FUTURAS ESPERADAS

Consiste en la emisión de valores con cargo a un patrimonio de propósito exclusivo constituido con la transferencia de derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas de bienes que estén en el comercio y sobre servicios públicos. Para la titularización de derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas de bienes se debe contar expresamente con la garantía solidaria del originador, así como con otro mecanismo de garantía específica que cubra el monto en circulación de la emisión.

5.5 PROSPECTO DE OFERTA PÚBLICA

El prospecto de oferta pública que se presente para el proceso de titularización deberá ser entregado y aprobado por la Superintendencia de Compañías, este prospecto deberá contener información clara y precisa para que el inversionista se haga una idea sobre los términos y condiciones que tiene el prospecto.

De acuerdo al artículo 157 de la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil declara que el agente de manejo deberá someter a aprobación de la Superintendencia de Compañías el prospecto de oferta pública de los valores a emitirse como consecuencia de un proceso de titularización.

En el prospecto de oferta pública se hará constar información que le permita al inversionista formarse una idea cabal sobre los términos y condiciones de los valores en los cuales invertirá.

La Junta de Regulación del Mercado de Valores determinará mediante norma de carácter general el contenido de dicho prospecto.

5.6 MECANISMOS DE GARANTÍAS

Debido a que el proceso de titularización es una forma de financiamiento que las compañías pueden utilizar se debe constituir al menos uno de los siguientes mecanismos de garantía que nos detalla el At. 150 de la Ley de Mercado de Valores:

- **Subordinación de la emisión.** Implica que el originador o terceros debidamente informados, suscriban una porción de los valores emitidos. A dicha porción se imputarán hasta agotarla, los siniestros o faltantes de activos, mientras que a la porción colocada entre el público se cancelarán prioritariamente los intereses y el capital.
- **Sobrecolateralización.** Este mecanismo de garantía implica que el originador transfiere al fideicomiso activos adicionales a los que se van a titularizar con la finalidad de cubrir los faltantes. El monto en el cual excede al activo que se titulariza depende del índice de siniestralidad.
- **Exceso de flujo de fondos.** Consiste en que los flujos que se reciben como consecuencia del activo titularizado sean mayores a los derechos reconocidos en los

valores emitidos, de tal forma que se constituya un fondo de garantía que servirá para realizar el pago de los dividendos en caso de que falten recursos.

- **Sustitución de activos.** Se refiere a la sustitución o canje de activos que producen desviaciones en el flujo esperado con la finalidad de aportar al patrimonio autónomo activos con mejores características.
- **Contratos de apertura de crédito.** Este mecanismo implica que el agente de manejo solicite una línea de crédito a favor del patrimonio autónomo para que se pueda tener la liquidez necesaria para realizar el pago de los dividendos.
- **Garantía o aval.** Se refiere a que el originador o un tercero otorgan garantías, ya sean generales o específicas, con la finalidad de cumplir total o parcialmente con los inversionistas.
- **Garantía bancaria o póliza de seguro.** Implica la contratación de una póliza de seguro o una garantía bancaria que será utilizada en el momento que se produzca la situación que ha sido asegurada.
- **Fideicomiso de garantía.** Consiste en la constitución de un patrimonio autónomo que tenga por objeto garantizar el cumplimiento de las obligaciones con los inversionistas.

5.7 CALIFICACIÓN DE RIESGO

La titularización es una fuente de financiamiento para el originador pero una alternativa de inversión para los compradores de títulos valores. La calificación de riesgo es lo que determina qué tan buenos son los activos que se desean titularizar y por ende si será atractivo para inversionistas.

Todos los valores que se emiten producto de una titularización deben obtener la calificación por parte de una de las calificadoras de riesgo legalmente autorizadas para el efecto. Los factores y criterios que se utilizan para realizar la calificación de riesgo de un proceso de titularización van a variar en función del tipo de activo que se está analizando. Sin embargo existen una serie de factores que no pueden dejarse de lado y que deben ser analizados siempre:

1. **Análisis del patrimonio autónomo.** Esto implica realizar una revisión del contrato de fideicomiso, análisis de los activos transferidos, análisis general del originador y características de la cartera a titularizar.
2. **Análisis de los flujos proyectados.** Se debe analizar si los flujos proyectados o esperados podrán cubrir los pagos de las obligaciones provenientes de la venta de los títulos valores.
3. **Análisis de sensibilidad con respecto a los flujos proyectados.** Consiste en evaluar la conveniencia o no de los flujos del proyecto.
4. **Índice de desviación y siniestralidad.** Relacionan la frecuencia de los accidentes con la exposición al riesgo.
5. **Análisis de mecanismos de garantías presentados y su idoneidad.** Este análisis nos ayuda a encontrar el mecanismo que mejor se adapte al medio de financiamiento para garantizar el proyecto.

De acuerdo a lo que establece el artículo 26 de la resolución No. CNV-008-2006 texto de la Codificación de las Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, con cambios efectuados al 30 de mayo del 2011, las categorías de calificación para los valores producto de un proceso de titularización son las siete que se muestran en la Tabla No. 5.1.

Tabla 5.1.- Categorías de Calificación de Riesgo

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 los contratos 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 los contratos 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 los contratos de la 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 los contratos 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 los contratos de emisión.
D	Corresponde al patrimonio autónomo que casi no tiene capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados ni de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión.
E	Corresponde al patrimonio autónomo que no tiene capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados ni de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión. Se encuentra en estado de suspensión de pagos o no cuenta con activos suficientes para cubrir sus obligaciones, en caso de liquidación.

Fuente: Resolución No. CNV-008-2006

Elaboración: Autor

Es importante indicar que en la práctica también se encuentran calificaciones que se detallaron con anterioridad acompañadas de un signo positivo (+) o negativo (-) lo que implica que la calificación otorgada a un determinado proceso de titularización

puede pasar al escalón inmediatamente superior o inferior respectivamente; esta variación por llamarlo de alguna manera, también es aceptada por el Consejo Nacional de Valores (C.N.V)

5.8 VENTAJAS DE UN PROCESO DE TITULARIZACIÓN

La titularización de activos como una alternativa de financiamiento presenta varias ventajas tanto para el originador como para el inversionista.

En el caso del originador las principales ventajas que se le presentan son:

- Obtención de liquidez más rápida a través de activos poco líquidos o con una lenta rotación agregándole valor a dichos activos.
- Mejora los índices de rentabilidad ya que disminuyen los activos improductivos.
- El endeudamiento no se refleja en los estados financieros de la empresa y por ende mejora los indicadores de apalancamiento.
- El riesgo es transferido al patrimonio autónomo.

En el caso del inversionista también existen una serie de ventajas, donde las principales son:

- Inversión en documentos menos riesgosos, mientras más alta es la calificación de riesgo más atractivo se vuelve el título valor.
- Alta rentabilidad.
- Nuevas alternativas de inversión que permite diversificar el riesgo.
- Mayor transparencia en la emisión de títulos.

5.9 RIESGOS EN UN PROCESO DE TITULARIZACIÓN

Aún cuando la titularización resulta atractiva tanto para el originador como para el inversionista desde el punto de la transferencia y disminución del riesgo, esto no quiere decir que no existan peligros dentro de un proceso de titularización que pueden ser considerados como desventajas de este mecanismo de financiamiento.

El principal riesgo que existe para el originador es el tiempo que toma la estructuración de un proceso de titularización. No debemos olvidar que no basta con tener identificado el activo que será utilizado sino que existen varios procesos que

dependen de terceros que llevan tiempo como lo son la calificación de riesgo y las autorizaciones de la Superintendencia de Compañías.

5.10 ASPECTOS CONTABLES

De acuerdo a lo indicado el 23 de septiembre del 2014 por la Gerente de Finanzas y Operaciones de Trust Fiduciaria, C.P.A Priscila de Carbo, *“como el activo que va a ser titularizado es segregado del balance del originador y pasa a ser parte del balance del patrimonio autónomo; el riesgo no queda en la empresa sino que pasa a formar parte de un fideicomiso administrado por un tercero”*.

La característica que distingue a la titularización de activos de otras alternativas de financiamiento es que esta se realiza por la vía del activo. Es decir que en el Balance General del originador no se verá un incremento ni en los pasivos ni en el patrimonio, pero aún así obtendrá los recursos que necesita para el funcionamiento de la empresa. Al ser el fideicomiso quien emite los títulos, todas las transacciones se verán reflejadas en sus estados financieros y el originador incrementa su liquidez con el dinero producto de la venta de los títulos valores.

Para efectos de ilustración se analizará cómo cambia el balance general del originador al momento de realizar una titularización. A continuación se muestra el Balance General inicial de la Compañía ABC.

Tabla 5.2: Balance general antes titularización

COMPAÑÍA ABC			
BALANCE GENERAL (en millones de dólares)			
ANTES DE LA TITULARIZACION			
ACTIVOS		PASIVOS	
Efectivo	10	Obligaciones Bancarias	60
Cartera	75	Bonos	20
Inmueble	200	Obligaciones LP	65
		PATRIMONIO	
		Capital de accionistas	140

Fuente y elaboración: Autor

Suponiendo que la Compañía ABC decide titularizar la cartera, es decir que quiere anticipar los flujos que espera recibir en un futuro, producto del giro del negocio. Al momento de transferir el activo a titularizar al patrimonio autónomo, el originador

debe registrar en su balance que aún tiene los derechos fiduciarios de esa cartera, de tal forma que el valor de la cartera disminuye pero se compensa con el incremento en una cuenta del activo llamada Derechos Fiduciarios por el mismo monto que ha transferido, por ejemplo \$10 millones de dólares:

Tabla 5. 3: Balance general después titularización

COMPAÑÍA ABC			
BALANCE GENERAL (en millones de dólares)			
DESPUES DE LA TITULARIZACION			
ACTIVOS		PASIVOS	
Efectivo	10	Obligaciones Bancarias	60
Cartera	65	Bonos	20
Inmueble	200	Obligaciones LP	65
Derechos	10		
		PATRIMONIO	
		Capital de accionistas	140

Fuente y elaboración: Autor

Lógicamente en este punto se pensaría: ¿entonces cómo obtiene liquidez la empresa cuando lo único que hizo fue crear una nueva cuenta en el activo? La respuesta es que obtiene dinero para incrementar la cuenta de efectivo el momento en que los títulos valores son colocados en el mercado de valores, quedando el Balance General de la siguiente manera:

Tabla 5.4: Balance General

COMPAÑÍA ABC			
BALANCE GENERAL (en millones de dólares)			
DESPUES DE LA TITULARIZACION			
ACTIVOS		PASIVOS	
Efectivo	20	Obligaciones Bancarias	60
Cartera	65	Bonos	20
Inmueble	200	Obligaciones LP	65
		PATRIMONIO	
		Capital de accionistas	140

Fuente y elaboración: Autor

La cuenta de Derechos Fiduciarios desaparece ya que esa cartera ha sido transformada en títulos valores negociables en bolsa que han permitido obtener liquidez.

El tratamiento contable para la titularización de derechos de cobros de ventas futuras es diferente se tomara el mismo Balance de la Compañía ABC donde también se necesitaran \$10 millones de dólares en su primera etapa como el la titularización de activo la compañía debe registrar su derecho fiduciario pero como estamos titularizando no existe un activo se crea la cuenta Ingresos diferidos; son aquellos que representan los pagos recibidos por la empresa que ganara en el futuro por dar servicio o algún producto al cliente en una fecha futura. Se destaca aquí la diferencia con la titularización de activos ya que se crea una cuenta de pasivo la cual no es deuda, esta titularización es vender derechos sobre ingresos futuros a un precio de hoy.

Tabla 5.5: Balance General titularización sobre derechos de cobro por ventas futuras

COMPAÑÍA ABC			
BALANCE GENERAL (en millones de dólares)			
DESPUES DE LA TITULARIZACION			
ACTIVOS		PASIVOS	
Efectivo	10	Obligaciones Bancarias	60
Cartera	75	Ingresos Diferidos	10
Inmueble	200	Bonos	20
Derechos	10	Obligaciones LP	65
		PATRIMONIO	
		Capital de accionistas	140

Fuente y elaboración: Autor

Como en la titularización de activos al momento de la colocación de los títulos de valor en el mercado de valores genera el incremento de la cuenta efectivo dejando al balance general de la siguiente manera:

Tabla 5.6: Balance General final de la titularización sobre derechos de cobro por ventas futuras

COMPAÑÍA ABC			
BALANCE GENERAL (en millones de dólares)			
DESPUES DE LA TITULARIZACION			
ACTIVOS		PASIVOS	
Efectivo	20	Obligaciones Bancarias	60
Cartera	75	Ingresos Diferidos	10
Inmueble	200	Bonos	20
		Obligaciones LP	65
		PATRIMONIO	
		Capital de accionistas	140

Fuente y elaboración: Autor

5.11 LOS COSTOS ASOCIADOS A UN PROCESO DE TITULARIZACIÓN

Los costos en los que incurre la titularización son los siguientes y para ellos en algunos casos están establecidos por porcentajes.

1. Costo de Estructuración
2. Calificación de Riesgo
3. Inscripción en el Registro del Mercado de Valores
 - a. Colocación de los títulos
 - b. Comisión de la Bolsa de Valores.
 - c. Cuota de inscripción bursátil
 - d. Mantenimiento anual de Inscripción Bursátil
4. Costo de Agente de Manejo
5. Costo de Agente Pagador
6. Custodio
7. Auditoria externa
8. Costos adicionales:
 - a. Gastos de constitución del Fideicomiso

- b. Publicaciones
- c. Impresiones, Folletos, Títulos

Los pasivos con terceros, estarán cubiertos con los recursos existentes en el fondo rotativo que es el cual sirve para el financiamiento de eventos no previsible en la administración que dificulte el desarrollo del proyecto, y en caso de no tener los recursos suficientes en el Fondo, se tomarán los recursos existentes en el fideicomiso, siempre que no sea afectada la prelación de pagos que tienen los inversionistas.

Constituyen pasivos con terceros distintos de los inversionistas, que deben ser pagados por el fideicomiso, con cargo al fondo rotativo, los siguientes:

5.11.1 COSTO DE ESTRUCTURACIÓN

La administración de titularización, requiere personal especializado, que cumpla con requerimientos específicos, como: cálculo del índice de siniestralidad, en procesos de titularización de cartera de crédito.

Esta función por lo general es realizada por la casa de valores, a través de los servicios de asesoría, contemplados en el numeral 5, artículo 58 de la Ley de Mercado de Valores.

5.11.2 COSTOS DEL AGENTE DE MANEJO

Constituye una de las partes esenciales que debe intervenir en un proceso de titularización, sus funciones son las de una sociedad administradora de fondos y fideicomisos, de conformidad con lo que dispone el artículo 139 de la Ley de Mercado de Valores.

Se tendrá como referencia en valores a la Cia. ZION Administradora De Fondos y Fideicomisos una empresa especializada y legalmente inscrita en el Registro de Mercado de Valores con el objeto de administrar Fondos y Fideicomisos en el Ecuador, cuya página Web refleja los siguientes precios:

- Por la Administración de Fideicomisos Mercantiles sobre los cuales se ha Titularizado: La Fiduciaria cobrará como un valor mínimo, US\$800.00 (Ochocientos Dólares de los Estados Unidos de América).

También se tomara como referencia los honorarios que se cobran mensualmente que se detallan en la Rendición de Cuentas a corte de Junio 2014 presentada del Fideicomiso Primera Titularización de Flujos – VECONSA que es administrado por la Cia. ZION Administradora de fondo y Fideicomiso cuyo valor es de US\$ 1,210.00 mensual.

5.11.3 COSTO DE AGENTE PAGADOR

La Fiduciaria que actúa como agente de manejo debe designar un agente pagador que puede ser la misma fiduciaria o una institución financiera que se encuentren reguladas por la Superintendencia de Bancos y Seguros como se señala en el artículo 152 de la Ley de Mercado de Valores. El costo están dados en porcentajes los cuales se encuentran publicados por la entidad de Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores (DECEVALE).

Tabla 5.7: Las comisiones emisión desmaterializada custodia física (en dólares)

Desde	Hasta	Neto a Cobrar
1	30,000,000	0.050
30,000,001	50,000,000	0.040
50,000,001	100,000,000	0.030
100,000,001	200,000,000	0.025
200,000,001	300,000,000	0.020
300,000,001	500,000,000	0.015
500,000,001	en adelante	0.010

Fuente: DECEVALE, TARIFAS

Elaboración: Autor

5.11.4 COSTOS DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

El costo involucra la calificación de riesgo de cada valor emitidos en un proceso de titularización. Se debe contar por lo menos con una cuantía emitida por una Sociedad Calificadora de Riesgo legalmente establecida y autorizada por la Superintendencia de Compañías, conforme lo señala el artículo 151 de la Ley de Mercado de Valores. En los costos de calificación de riesgo intervienen: la calificación inicial y los procesos de revisión de la calificación que tienen costos adicionales, y están en función del plazo de vigencia de la titularización como se detalla:

Ilustración 5.2 Costos de calificación de riesgo

MONTO	CALIFICACIÓN ANUAL	CALIFICACIÓN SEMESTRAL
< 2,500,000.00	US\$ 8,500.00	US\$ 1,500.00
2,500,000.00 - 4,999,999.00	US\$ 9,500.00	US\$ 1,750.00
5,000,000.00 - 7,499,999.00	US\$ 10,500.00	US\$ 2,000.00
7,500,000.00 - 9,999,999.00	US\$ 11,500.00	US\$ 2,550.00
10,000,000.00 - 12,999,999.00	US\$ 13,500.00	US\$ 2,750.00
13,000,000.00 - 14,999,999.00	US\$ 14,500.00	US\$ 3,000.00
> 15,000,000.00	De acuerdo al monto	

Fuente: Sociedad Calificadora de Riesgo de Latinoamérica

5.11.5 COSTOS DE INSCRIPCIÓN EN EL REGISTRO DEL MERCADO DE VALORES

Se debe incurrir en este costo ya que es un requisito previo para participar en el mercado bursátil o extrabursátil como exige en dos numerales; en el numeral 9, del artículo 18 de la Ley de Mercado de Valores para poder emitir un fideicomiso mercantil como señala el numeral 11 del mismo artículo.

En la nueva Ley de Mercado de Valores que fue reformada el 12 de marzo del 2014, se encuentra la Junta de Regulación del Mercado de Valores que actualmente lleva el papel del Consejo Nacional de Valores, las normas y resoluciones dictadas por esta estarán vigentes hasta que la Junta resulte lo que corresponda en cada caso.

Mediante la resolución del Consejo Nacional de Valores No. CNV-002-2004 establece la tarifa de contribución que anualmente deben pagar los fideicomisos mercantiles cuyo costo está en función al monto patrimonial del fideicomiso reflejado en el balance del año anterior del pago; el pago de esta tarifa se realiza por una sola vez y se la fija según el cuadro 5.1 inscripción y mantenimiento de titularizaciones; donde consta la tarifa de inscripción y la cuota anual de mantenimiento de emisión en la Bolsa de Valores.

Cuadro 5.1: Los costos de inscripción y mantenimiento

CUADRO B: PARA INSCRIPCION Y MANTENIMIENTO DE TITULARIZACIONES	
Monto/Saldo Por Amortizar:	PORCENTAJE
Por los primeros USD\$ 20,000,000	0.0175 por ciento
Por los segundos USD\$ 20,000,000	0.0150 por ciento
Por los terceros USD\$ 20,000,000	0.0125 por ciento
Por los cuartos USD\$ 20,000,000	0.0100 por ciento
Por el excedente	0.0050 por ciento

Fuente y Elaborado: Reglamento - Tarifa de Inscripción y Cuota Anual de Mantenimiento de Emisores en Bolsa Julio, 2014

Se debe considerar que el cobro de la cuota de inscripción se realizará por cada tramo que se decida emitir y la cuota de mantenimiento sobre el saldo por amortizar del total de la deuda colocada y/o del monto de los valores de participación colocados.

5.11.6 LA COMISIÓN POR NEGOCIACIÓN PRIMARIA DE VALORES

Se presentan dos tipos de costos de comisión que son;

- Por colocación primaria, la comisión que corresponde a la Casa de Valores, por el servicio de intermediación bursátil o extrabursátil, quien actúa en bolsa a través de su operador de valores autorizado y calificado por la bolsa.
- Del otro lado está el costo de la comisión que percibe la bolsa de valores por el uso de las instalaciones y mecanismos de negociación bursátil.

Tabla 5.8 Costos de Inscripción

COSTOS DE INSCRIPCIÓN	
Comisión Casa de Valores	Las comisiones que cobren las casas de valores a sus clientes o comitentes serán estipuladas libremente por los contratantes
Comisión Bolsa de Valores:	
Bolsa de Valores de Quito	En operaciones con valores de renta fija con plazos superiores a un año, el 0,10% fijo. Las comisiones establecidas son calculadas sobre el valor efectivo de las transacciones.
Bolsa de Valores de Guayaquil	Se fija la comisión mínima en USD 4,00
Comisión para los diferentes tipo de negociación:	
*Montos iguales o superiores a USD 20 millones	La comisión de piso de bolsa será del 0,05% y se calculará de acuerdo al plazo y tipo de operaciones
*Rueda de Piso Extendida	El último jueves de cada mes o el último día 56 laborable de cada mes, será del 0,05%
*Operaciones de Renta Fija de largo plazo	Mayor a 360 días 0,09% flat, calculado sobre el valor efectivo de cada transacción

Fuente: Bolsa de Valores Quito y Guayaquil

Elaborado: Autoras

5.11.7 AUDITORÍA

La auditoría externa debe efectuarse por lo menos anualmente. En un proceso de titularización la auditoría externa del fideicomiso mercantil constituye un costo adicional. Su costo de la auditoría externa está en función del plazo de vigencia de la titularización. Los servicios profesionales de auditoría de estados financieros que tomaremos como referencia son de la Auditora Deloitte que van de US\$90 a US\$120 por hora esta variación es debido de la complejidad del tipo de fideicomiso.

5.12 COSTOS EN UNA TITULARIZACIÓN

Tabla 5.9: Costos Estimados de Titularización

Costos Estimados - Proceso de Titularización		
Plazo: 3 años		
Monto a Titularizar		\$10,000,000.00
Descripción	Costos anual	Costos total
Estructuración Legal	\$30,000.00	\$30,000.00
Estructuración Financiera	\$50,000.00	\$50,000.00
Inscripción en el RMV	\$2,500.00	\$2,500.00
Auditoria Externa (60hrs)	\$7,200.00	\$21,600.00
Comisión BVG por Negociación	\$10,000.00	\$10,000.00
Cuota de inscripción bursátil	\$1,750.00	\$1,750.00
Mantenimiento anual de inscripción bursátil	\$1,750.00	\$3,208.33
Agente Pagador (DECEVALE)	\$833.00	\$2,499.00
Gastos notariales	\$1,500.00	\$1,500.00
Impresión de prospectos	\$1,000.00	\$1,000.00
Publicaciones y Promoción	\$3,500.00	\$3,500.00
Fideicomiso (Administración)	\$14,520.00	\$43,560.00
Calificación de riesgo	\$10,500.00	\$22,500.00
Costo total de emisión de Titularización	\$135,053.00	\$193,617.33
Costo emisión / Monto emitido		1.94%

Fuente y elaboración: Autor

CAPITULO VI. OTRAS ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO EN EL MERCADO FINANCIERO ECUATORIANO

6.1 CRÉDITO BANCARIO

6.1.1 DEFINICIÓN

El crédito bancario es una alternativa de financiamiento, mediante la cual las empresas pueden acceder a recursos que les permitan financiar sus actividades.

En Ecuador las principales operaciones de crédito realizadas por las instituciones financieras con la finalidad de otorgar financiamiento a las empresas son:

1. **Crédito Empresarial.** Son los créditos más comunes otorgados por las instituciones financieras, quienes dependiendo del monto y nivel de riesgo requieren garantías.
2. **Crédito Multisectorial.** Las instituciones trabajan directamente con la Corporación Financiera Nacional CFN para el otorgamiento de este tipo de crédito el cual está destinado al financiamiento de capital de trabajo, compra de activos fijos, entre otros. El monto máximo de crédito para la Corporación Financiera Nacional es de \$6,000,000.00.
3. **Leasing o Arrendamiento Financiero.** Es un contrato mediante el cual la empresa arrienda un bien mueble o inmueble con opción a la compra del mismo al terminar el contrato donde el precio es normalmente el valor residual del bien.
4. **Factoring.** Se refiere a la venta anticipada de la cartera por cobrar a corto plazo de la empresa para obtención de liquidez inmediata.

6.1.2 PARTICIPANTES

Cuando se instrumenta un crédito bancario empresarial pueden existir hasta 3 participantes como se detalla en la reciente publicación (Crédito Bancario y sus Elementos, 2009, Pág. 2):

1. **Prestamista:** Es la institución financiera que decide otorgar el crédito a la empresa.
2. **Prestatario:** Es la empresa que recurre a la institución financiera en busca de recursos.
3. **Garante:** En caso de que el prestatario no cumpla a cabalidad los requisitos de la institución financiera, éste último podría requerir la existencia de un garante que se responsabilice por el pago de la deuda en caso de que el prestatario no lo haga.

6.1.3 DESCRIPCIÓN DEL PROCESO

Cuando una empresa decide acceder al mercado financiero para la obtención de un crédito a largo plazo debe presentar la siguiente documentación a la institución financiera:

- a. **Finalidad del préstamo.** En caso de requerir los recursos para el desarrollo de un proyecto la institución financiera solicitará todos los estudios de factibilidad y viabilidad así como los flujos de caja proyectados.
- b. **El monto del préstamo.** Este rubro está directamente relacionado con la finalidad del proyecto.
- c. **Capacidad de pago de la empresa.** Deberá presentar documentación financiera y contable que demuestre que la empresa está en capacidad de honrar sus obligaciones para con la institución financiera.
- d. **Garantías.** Deberá presentar garantías reales con las que cuenta la empresa.

Adicional a la información que se detalla en el presente numeral, la empresa deberá entregar toda la documentación que la institución financiera requiera generalmente tales como:

- a. Escritura de constitución de la compañía.
- b. Escritura de aumento de capital y reformas en caso de haberlas.
- c. Copia de nombramiento del representante legal inscrito en el Registro Mercantil.

- d. Copia de cédula y certificado de votación del representante legal.
- e. Registro Único de Contribuyente (RUC).
- f. Certificado de Cumplimiento de Obligaciones emitido por la Superintendencia de Compañías.
- g. Acta de la Junta General de Accionistas autorizando el endeudamiento cuando el monto así lo requiera.
- h. Declaraciones de Impuesto a la Renta
- i. Balance General y Estado de Resultados Auditados de los últimos años.
- j. Balance General y Estado de Resultados con corte al último mes.
- k. Solicitud de crédito debidamente suscrita por el representante legal.
- l. Certificados bancarios
- m. Certificados comerciales

Una vez que la institución financiera reciba todos los papeles, ésta entregará los documentos a las áreas correspondientes para su revisión que es el departamento legal, mientras que el departamento de riesgos verificará la demás documentación entregada.

Luego de revisados los documentos por las áreas involucradas, la solicitud de crédito será presentada al Comité de Crédito, organismo que analiza la documentación, y determinará si se debe otorgar el crédito, o si debe solicitarse alguna otra documentación.

Una vez aprobado el crédito, la institución financiera informa a la empresa de la decisión tomada y se procede con la instrumentación del crédito. Si la empresa no tiene cuenta en dicha institución el primer paso es realizar la apertura de la cuenta con la finalidad de poder acreditar el dinero.

6.1.4 MECANISMOS DE GARANTÍAS

Dependiendo de los montos, plazos y demás características del préstamo, los mecanismos de garantías utilizados por las instituciones financieras son diferentes pues también interviene el factor riesgo de no pago que tiene la empresa.

En Ecuador las instituciones financieras pueden solicitar cualquiera de los siguientes tipos de garantías (Préstamos Bancarios, 2010):

1. **Real.** Implica que la empresa está aportando como garantía algo que existe. Dentro de esta clasificación tenemos los siguientes subtipos de garantías.
 - a. Prendaria. Cuando se aporta un bien mueble que garantice el crédito.
 - b. Hipotecaria. Cuando se respalda la operación de crédito con un bien inmueble.

En ambos casos, el acreedor tiene la tranquilidad de que si el deudor no cancela sus obligaciones puede iniciar un proceso de ejecución de la garantía con la finalidad de cancelar el crédito otorgado.

2. **Personal.** cuando no existe ningún inmueble directamente vinculado al préstamo y por tanto ésta no concede el préstamo basándose en la solvencia. Así la entidad a través de la capacidad de generación de ingresos y el patrimonio estima la capacidad para hacer frente a las cuotas
3. **Quirografaria.** Implica que la empresa garantiza el crédito que está solicitando con todos los bienes que existen e incluso con aquellos que se espera que existan.

6.1.5 VENTAJAS

Se puede mencionar las siguientes:

- **Tiempos:** El tiempo de revisión y aprobación es de alrededor de 15 días mientras que tanto la titularización demora aproximadamente tres meses debido a la cantidad de autorizaciones que deben obtenerse.

- **Las empresas que utilizan los préstamos bancarios:** En el siguiente artículo (Ventajas y desventajas del uso de préstamos, 2013) aumentan su estabilidad y aumentan su puntuación de crédito, el cual es utilizado por los bancos al momento de valorar el riesgo de la empresa. Ser una inversión de bajo riesgo aumenta las posibilidades de una empresa de obtener financiamiento bancario para las necesidades futuras.
- **La información** de la empresa no se hace pública como en el caso de la titularización.

6.1.6 ASPECTOS CONTABLES

Cuando una empresa determina que necesita recursos ya sea para el desarrollo de un proyecto, compra de activos, capital de trabajo e incluso para reestructuración de pasivos, lo más común es solicitar un crédito bancario.

Tomando como base el Balance General de la Compañía ABC que se muestra en el Capítulo 5 tabla 5.2 del presente documento, se asume que la empresa necesita \$10 millones de dólares. De esta forma se incrementa el efectivo de la compañía y su contraparte en el balance se refleja en el pasivo; por lo tanto, el Balance quedaría de la siguiente manera:

Tabla 6.1: Balance después del crédito bancario

COMPAÑÍA ABC			
BALANCE GENERAL (en millones de dólares)			
DESPUES DEL CRÉDITO BANCARIO			
ACTIVOS		PASIVOS	
Efectivo	20	Obligaciones Bancarias	70
Cartera	75	Bonos	20
Inmueble	200	Obligaciones LP	65
		PATRIMONIO	
		Capital de accionistas	140

Fuente y elaboración: Autor

6.1.7 COSTOS ASOCIADOS A UN CRÉDITO BANCARIO

El costo financiero de un préstamo bancario se traduce en la tasa de interés que cobran las entidades financieras en Ecuador. De acuerdo a información publicada en la página web del Banco Central del Ecuador, hasta Abril 2015 la tasa máxima para los créditos empresariales es del 11,83% (ANEXO 1)

Ilustración 6.1: Tasas activa Banco Bolivariano

Tasas Activas				
Tasa Efectiva Anual (TEA) por segmento				
Plazo	Productivo Corporativo	Productivo Empresarial	Productivo PYMES	Préstamos Personales
Hasta 180 días				16.18%
181 a 360 días	9.33%	10.21%	11.83%	16.18%
361 a 720 días	9.33%	10.21%	11.83%	16.18%
721 a 1080 días	9.33%	10.21%	11.83%	
1081 a 1440 días	9.33%	10.21%	11.83%	
1441 a 1800 días	9.33%	10.21%	11.83%	

Fuente y elaboración: Banco Bolivariano

6.2 LEASING FINANCIERO (ARRENDAMIENTO FINANCIERO)

Esta alternativa de financiamiento ofrecida por las instituciones financieras permite que las empresas puedan realizar la adquisición de un activo fijo a plazo.

En el caso ecuatoriano, esta figura se inició legalmente en diciembre de 1978, en el cual se expidió la Ley de Arrendamiento Mercantil, mediante decreto supremo No. 3121, publicado en el Registro Oficial No. 745 del 22 de diciembre del mismo año.

El Leasing era una actividad sin normativas en el mercado ecuatoriano, concebida como una actividad comercial, pero una vez instaurada la ley antes mencionada se convirtió en una actividad financiera, para lo cual, se crearon mecanismos de control dentro de la Superintendencia de Bancos con el fin de verificar y normar el correcto funcionamiento de las compañías dedicadas a la ejecución de esta operación.

6.2.1 DEFINICIÓN Y CARACTERÍSTICAS GENERALES

Contrato mediante el cual las empresas ecuatorianas arriendan un bien con opción a comprarlo al finalizar el plazo del contrato. La compañía que entrega el bien es quien lo compra en función de las especificaciones de su cliente y la Norma Internacional de Contabilidad NIC17 dice *“transfiere sustancialmente todos los riesgos y beneficios inherentes a la propiedad”*.

Los tipos de bienes que pueden ser sujetos a ser entregados en arrendamiento financiero pueden ser muebles o inmuebles. En lo que respecta a los bienes inmuebles, la Ley de Arrendamiento Mercantil expedido por la Superintendencia de Bancos y Seguros en 1979 establece que el plazo de duración del contrato no podrá ser menor a 5 años; no así el de los bienes muebles en cuyo caso el plazo de duración del contrato debe ser igual a la vida útil del bien en cuestión. Es importante mencionar, que aunque cualquier tipo de bien puede ser utilizado en una operación de leasing, es apenas lógico que mientras más especializado sea el bien es más difícil su instrumentación debido a que se debe considerar que al final del contrato éste puede estar ya obsoleto y por ende será difícil venderlo al mercado.

De acuerdo a la Codificación de Resoluciones de la Superintendencia de Bancos y Seguros, en su Libro I respecto de las Normas Generales Para La Aplicación De La Ley General De Instituciones Del Sistema Financiero, Artículo 2, las entidades autorizadas por la Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador a realizar operaciones de leasing son los bancos, las sociedades financieras, las asociaciones mutualistas de ahorro y crédito para la vivienda, las compañías de arrendamiento mercantil y la Corporación Financiera Nacional.

6.2.2 PARTICIPANTES

En una operación de leasing existen los siguientes tres participantes:

- a. **Proveedor o fabricante.** Es a quien el arrendador recurre para realizar la compra del bien solicitado por el arrendatario.
- b. **Arrendador.** Es quien entrega en arriendo el bien a un tercero en función de las especificaciones recibidas, como consecuencia de la celebración del contrato de arrendamiento firmado por las partes.
- c. **Arrendatario.** Es la empresa que recibe el bien como consecuencia de la firma del contrato de arrendamiento. Es quien cancela las cuotas mensuales por concepto de arriendo.

6.2.3 CONTENIDO DE LOS CONTRATOS

El Libro I “*Normas generales para la aplicación de la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero*”, de la Codificación de Resoluciones de la Superintendencia de Bancos y Seguros establece que el contenido mínimo de los contratos de arriendo mercantil es el siguiente:

- 1.- Tipo de contrato
- 2.- Detalle de los bienes a ser arrendados
- 3.- Declaración de que los bienes son de propiedad de la arrendadora
- 4.- El plazo
- 5.- El valor del canon de arrendamiento, debiéndose especificar cada uno de los rubros que lo componen
- 6.- El valor residual
- 7.- Causas de terminación del contrato
- 8.- La contratación del seguro contra todo riesgo.

Al finalizar el plazo del contrato, el arrendatario tiene cuatro alternativas de acuerdo a la Ley de Arrendamiento Mercantil capítulo VI sección 1, artículo 1:

- 1.- Ejercer la opción de compra del bien. En este caso el valor residual no podrá ser menor al 20% del total de rentas devengadas.
- 2.- Extender el plazo del contrato, previo acuerdo con el arrendador. En caso de que se proceda con esta alternativa, las cuotas mensuales deben ser más bajas que las originales al menos que se esté incluyendo algún servicio adicional.
- 3.- Recibir en arrendamiento mercantil un bien sustituto.
- 4.- Recibir una parte inferior al valor residual cuando el bien sea vendido a un tercero.

6.2.4 GARANTÍAS

En este mecanismo de financiamiento a largo plazo para las empresas ecuatorianas, la garantía de la operación es el mismo bien. Sin embargo esto no implica que la compañía arrendadora no pueda exigir garantías adicionales.

6.2.5 VENTAJAS Y DESVENTAJAS

Se pueden mencionar las siguientes:

- Es un financiamiento a plazo donde las cuotas permiten realizar escudo tributario.
- No necesita aumentos de capital, ya que la responsabilidad financiera recae sobre el arrendador, y el arrendatario puede conservar su capacidad de endeudamiento o estructura de valor líquido para otros usos.
- El valor de financiamiento es el 100% de lo requerido.
- Mayor liquidez para la empresa pues no realiza alta inversión inicial para la compra del bien que requiere.

Por otro lado, esta alternativa presenta desventajas tal como:

- El hecho de que el costo de financiamiento es un poco más elevado que otras alternativas que ofrecen las instituciones financieras por cuanto el bien podría estar obsoleto al final del contrato.
- En el caso de bienes sujetos a rápido cambio tecnológico, el arrendamiento corre el riesgo que el bien se torne obsoleto antes del plazo estipulado

6.2.6 ASPECTOS CONTABLES Y TRIBUTARIOS

De acuerdo a la Norma Internacional de Contabilidad 17 (NIC17), la forma en que el arrendatario debe contabilizar el bien arrendado es como se menciona a continuación:

- Al inicio del contrato de arriendo, cuando está en la facultad de empezar a utilizar el bien, debe registrar tanto en el activo y en el pasivo el mismo valor, NIC 17 *“igual al valor razonable del bien arrendado, o bien al valor presente de los pagos mínimos por el arrendamiento, si éste fuera menor, determinados al inicio del arrendamiento”*.
- A medida que se vayan realizando los pagos de las cuotas, estas se dividirán en dos partes directamente proporcionales: (1) disminuir la deuda y (2) y los intereses financieros.

El principal atractivo que tenía el arrendamiento financiero para las compañías es que el 100% del valor de los cánones de arrendamiento permitían la creación de un escudo fiscal. Para pagar un menor impuesto a la renta.

No obstante, actualmente no es tan atractivo para las empresas realizar operaciones de leasing para financiar sus actividades ya que el Reglamento de Aplicación de la Ley de Régimen Tributario Interna en el artículo 25 respecto de Gastos Generales Deducibles, numeral 15, establece lo siguiente: *“Para los casos en los cuales el plazo del contrato sea inferior a la vida útil del bien arrendado, sólo serán deducibles las cuotas o cánones de arrendamiento, siempre y cuando el valor de la opción de compra sea igual o mayor al valor pendiente de depreciación del bien en función del tiempo que resta de su vida útil. En caso de que la opción de compra sea menor al valor pendiente de depreciación del bien correspondiente a su vida útil estimada, no será deducible el exceso de las cuotas que resulte de restar de éstas el valor de depreciación del bien en condiciones normales. Se entenderá como tiempo restante a la diferencia entre el tiempo de vida útil del bien conforme su naturaleza y el plazo del contrato de arrendamiento.*

Los tiempos de vida útil son:

- Inmuebles (excepto terrenos), naves, aeronaves, barcasas y similares 20 años.
- Instalaciones, maquinarias, equipos y muebles 10 años
- Vehículos, equipos de transporte y equipo caminero móvil 5 años
- Equipos de cómputo y software 3 años.

Es decir que la única parte que se puede considerar como deducible es el valor proporcional a la depreciación.

6.2.7 COSTOS ASOCIADOS AL LEASING FINANCIERO

En el Ecuador las entidades que realizan operaciones de leasing financiero son los bancos, sin embargo al consultar en diferentes instituciones financieras éstas no entregaron la información requerida tales como el Grupo Banco Pichincha (BP Leasing) y Grupo Banco Guayaquil (Finansur). Por este motivo se recurrió a datos secundarios

en la Tesina de la Ing. Tatiana Uscocovich (2008, Pág. 41) cita al Ing. Fernando Guime, Asesor Financiero de la compañía Business Solutions, quien indicó que las entidades que realizan operaciones de arrendamiento mercantil toman la tasa activa que los bancos utilizan para otorgar créditos y le aumentan un 25% para determinar la tasa de interés del leasing. Consideración una tasa de interés del 11,83% en el caso de los créditos bancarios, la tasa del leasing sería del 14,79%

CAPITULO VII. COMPARACION DE ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO

En los capítulos anteriores se han descrito tres alternativas de financiamiento a largo plazo para las empresas ecuatorianas, de las cuales se ha establecido su objetivo, forma de constitución, ventajas, desventajas e incluso los costos asociados a cada una según el mercado actual.

En el presente capítulo se realizará una evaluación financiera de los costos asociados tanto al proceso de titularización como al crédito bancario otorgado por las instituciones financieras y a las operaciones de leasing.

La evaluación que se realiza es para determinar qué alternativa de financiamiento es la más idónea para el deudor, y para ello se ha elaborado un flujo de caja considerando solo los costos de cada alternativa.

Se ha utilizado como método de evaluación al costo de financiamiento total, por cuanto se están analizando la tasa de interés más otros costos adicionales, con la finalidad de determinar qué alternativa implica menores costos para la empresa, a la vez que nos permite comparar, con diferentes periodos y horizontes de planeación.

Tabla 7.1: Supuestos para comparación de alternativas

Supuestos	Titularización	Crédito Bancario	Leasing Financiero
Valor de Financiamiento	\$10,000,000.00	\$10,000,000.00	\$10,000,000.00
Activo subyacente de respaldo	Cuentas por Cobrar	Activos Fijos de la Empresa	
Periodo de tiempo	3 años	3 años	5 años
Tasa Anual	8%	11.83%	11.83% + 25%

Fuente y elaboración: Autor

7.1 COSTO DE FINANCIAMIENTO TOTAL DE UN PROCESO DE TITULARIZACIÓN

Tabla 7.2.- Proceso de Titularización

MONTO A EMITIR	10.000.000
PLAZO	3 AÑOS - 12 TRIMESTRES
TASA DE INTERES TITULOS ANUAL	8,00%
PERIODICIDAD PAGOS TENEDORES DE TITULOS	TRIMESTRALES

Fuente y elaboración: Autor

Cuadro 7.1: Flujos de los costos de un proceso de Titularización

	AÑO 1				
	T0	T1	T2	T3	T4
EGRESOS					
Estructuración Legal	-\$ 30.000				
Estructuración Financiera	-\$ 50.000				
Inscripción en el RMV	-\$ 2.500				
Auditoria Externa					-\$ 7.200
Comisión BVG por Negociación		-\$ 2.500	-\$ 2.500	-\$ 2.500	-\$ 2.500
Cuota de Inscripción Bursátil	-\$ 1.750				
Mantenimiento anual de Inscripción Bursátil	-\$ 1.750				
Agente Pagador (DECEVALE)		-\$ 417	-\$ 417	-\$ 417	-\$ 417
Gastos Notariales	-\$ 1.500				
Impresión de Prospectos	-\$ 1.000				
Publicaciones y Promoción	-\$ 3.500				
Fideicomiso (Administración)	-\$ 1.500	-\$ 3.630	-\$ 3.630	-\$ 3.630	-\$ 3.630
Calificación de Riesgo	-\$ 10.500		-\$ 2.000		-\$ 2.000
Pagos Títulos		-\$945.596	-\$945.596	-\$945.596	-\$945.596
Costos Totales	-\$104.000	-\$952.143	-\$954.143	-\$ 952.143	-\$961.343
INGRESOS					
Emisión	\$ 10.000.000				
FLUJO NETO	9.896.000	-952.143	-954.143	-952.143	-961.343
TIR	2,31%				
TAE	9,55%				

AÑO 2				AÑO 3			
T5	T6	T7	T8	T9	T10	T11	T12
			- \$ 7.200				- \$ 7.200
- \$ 1.021				- \$ 438			
- \$ 417	- \$ 417	- \$ 417	- \$ 417	- \$ 417	- \$ 417	- \$ 417	- \$ 417
- \$ 3.630	- \$ 3.630	- \$ 3.630	- \$ 3.630	- \$ 3.630	- \$ 3.630	- \$ 3.630	- \$ 3.630
	- \$ 2.000		- \$ 2.000		- \$ 2.000		- \$ 2.000
- \$ 945.596	- \$ 945.596	- \$ 945.596	- \$ 945.596	- \$ 945.596	- \$ 945.596	- \$ 945.596	- \$ 945.596
- \$ 950.664	- \$ 951.643	- \$ 949.643	- \$ 958.843	- \$ 950.080	- \$ 951.643	- \$ 949.643	- \$ 958.843
-950.664	-951.643	-949.643	-958.843	-950.080	-951.643	-949.643	-958.843

Fuente y elaboración: Autor

Dependiendo del mercado, mismo que se ve afectado directamente por la situación económica y política por la que atraviesa el país donde se ha realizado la emisión, es el precio al que se vende el título valor. Normalmente se puede identificar el los informes estadísticos de las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil que en promedio para el 2014 se vende al 101,95% del valor nominal en títulos por titularización pero se trabajara con la venta del 100% de su valor nominal y es en base a este precio que se ha realizado el análisis, también la tasa cupón a utilizar es basado en datos del vector de precios que publica la Bolsa de Valores de Guayaquil.

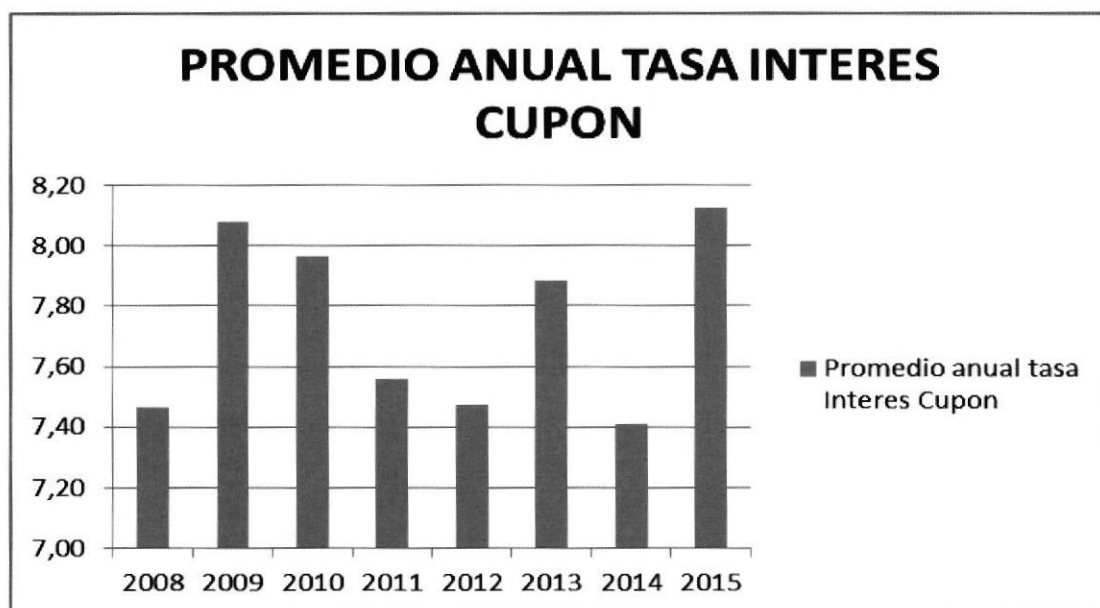
Tabla 7.3: Tasa Cupón

Periodo de emisión	Promedio anual tasa Interés Cupón
2008	7,46
2009	8,08
2010	7,97
2011	7,56
2012	7,47
2013	7,89
2014	7,41
2015	8,13

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil

Elaboración: Autor

Gráfico 7.1: Tasa Interés Cupón anual



Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil

Elaboración: Autor

De esta forma, en el Balance General de la empresa se verá un movimiento de las cuentas del Activo donde ingresa a Efectivo el valor proveniente de la venta por un total de \$10,000,000.00 y disminuyen las cuentas por cobrar.

El rubro que se cancela al Agente Pagador por concepto de honorarios se lo ha colocado trimestralmente en función del monto de capital e intereses que cancele a los inversionistas.

Los honorarios de la fiduciaria son cancelados de forma mensual, pero para efectos de análisis se los ha considerado como desembolsos trimestrales.

Debido a que el estado financiero que se afecta con la titularización es el del patrimonio autónomo, los gastos financieros en los que se incurren para el pago de los títulos a los inversionistas no pueden ser utilizados por el originador para la creación de un escudo tributario, pero el fideicomiso sí.

Normalmente, en el caso de las titularizaciones la operatividad implica realizar provisiones de la próxima cuota de capital e intereses y restituir el excedente al originador en caso de existir. El momento en que el fideicomiso crea escudo tributario, el pago del impuesto a la renta generado disminuye favoreciendo directamente al originador ya que existen más recursos para ser restituidos como excedentes.

Una vez elaborado el flujo de costos neto, se obtiene que la tasa interna de retorno TIR de Costo de financiamiento total de esta alternativa es 2.36% trimestral.

7.2 COSTO DE FINANCIAMIENTO TOTAL DE UN CRÉDITO BANCARIO

Tabla 7.4.- Crédito Bancario

MONTO A EMITIR	10.000.000
PLAZO	3 AÑOS - 36 MESES
TASA DE INTERES	11,83%
PERIODICIDAD PAGOS	MENSUALES

Fuente y elaboración: Autor

Cuadro 7.2: Flujos de los costos de un crédito bancario

	MO	T1			T2		
		M1	M2	M3	M4	M5	M6
EGRESOS							
Pago Capital		-\$ 277.778	-\$ 277.778	-\$ 277.778	-\$ 277.778	-\$ 277.778	-\$ 277.778
Pago Intereses		-\$ 98.583	-\$ 95.845	-\$ 93.106	-\$ 90.368	-\$ 87.630	-\$ 84.891
Impuesto SOLCA 0.5%	-\$ 5.000						
Costos Totales	-\$ 5.000	-\$ 376.361	-\$ 373.623	-\$ 370.884	-\$ 368.146	-\$ 365.407	-\$ 362.669
Crédito	\$ 10.000.000						
FLUJO NETO	\$ 9.995.000	-\$ 376.361	-\$ 373.623	-\$ 370.884	-\$ 368.146	-\$ 365.407	-\$ 362.669
TIR MENSUAL	0,99%						
TAE	12,53%						

Fuente y elaboración: Autor

En el caso de la segunda alternativa de financiamiento planteada, el crédito bancario, se considera que al momento de que el crédito es aprobado, la empresa recibe el 99.5% del valor solicitado ya que los bancos retienen, en promedio, un 0.5% por concepto de SOLCA y mensualmente se realiza el pago de capital e intereses.

En el Balance General de la empresa el registro se incrementa el activo y su contrapartida es un incremento en el pasivo.

Al igual que en la emisión de obligaciones, los gastos financieros generados por el crédito bancario son deducibles del pago del impuesto a la renta creando así un escudo tributario. Realizando el flujo de costos de financiamiento total de esta alternativa, cuyos flujos son mensuales, se obtiene que la TIR mensual de 1.02%.

En el Anexo 2 se muestra el flujo de costos completos del préstamo que lo constituye la tabla de amortización.

7.3 COSTO DE FINANCIAMIENTO TOTAL DE UN LEASING FINANCIERO

Tabla 7.5.- Crédito Bancario

MONTO A EMITIR	10.000.000
PLAZO	5 AÑOS - 60 MESES
TASA DE INTERES + COMISION DE ARRIENDO	14,79%
PERIODICIDAD PAGOS POR ARRIENDO	MENSUALES

Fuente y elaboración: Autor

Cuadro 7.3: Flujos de los costos de un Leasing financiero

	MO	T1			T2		
		M1	M2	M3	M4	M5	M6
EGRESOS							
Pago Capital		-\$166.667	-\$ 166.667	-\$ 166.667	-\$ 166.667	-\$ 166.667	-\$ 166.667
Pago Intereses		-\$ 123.229	-\$ 121.175	-\$ 119.122	-\$ 117.068	-\$ 115.014	-\$ 112.960
Cuota		-\$ 289.896	-\$ 287.842	-\$ 285.788	-\$ 283.734	-\$ 281.681	-\$ 279.627
Costo Total	\$ 0	-\$ 289.896	-\$ 287.842	-\$ 285.788	-\$ 283.734	-\$ 281.681	-\$ 279.627
Arrendamiento	\$ 10.000.000						
FLUJO NETO	\$ 10.000.000	-\$ 289.896	-\$ 287.842	-\$ 285.788	-\$ 283.734	-\$ 281.681	-\$ 279.627
TIR	1,23%						
TAE	15,83%						

Fuente y elaboración: Autor

Cuando se instrumenta una operación de leasing financiero, la compañía no recibe dinero en efectivo. El flujo de costos de una operación de leasing es prácticamente una tabla de amortización donde la tasa de interés incluye todas las comisiones y gastos de la arrendadora para la constitución del contrato de arrendamiento.

En este caso se utiliza tanto el capital como el interés para la generación del escudo tributario por lo que se ha considerado la cuota como un deducible del pago del impuesto a la renta. Cabe recordar que no toda cuota de leasing financiero son deducible; el Servicios de Rentas Internas SRI en su página web detalla que *“No serán deducibles las cuotas o cánones por contratos de arrendamiento mercantil o Leasing cuando la transacción tenga lugar sobre bienes que hayan sido de propiedad del mismo sujeto pasivo, de partes relacionadas con él o de su cónyuge o parientes dentro del cuarto grado de consanguinidad o segundo de afinidad....”*.

Se obtiene así que el costo de financiamiento total de esta alternativa, cuyas flujos son mensuales una TIR de 1,23% mensual. En el Anexo 3 se podrá observar a detalle completo del mencionado flujo de costo.

7.4 RESUMEN

La Tabla No. 7.4 que se muestra a continuación es un resumen de los resultados obtenidos en el cálculo de la Tasa Efectiva Anual TEA de cada una de las alternativas de financiamiento analizadas previamente:

Tabla 7.4: Resumen tasa efectiva anual

ALTERNATIVA	TEA
TITULARIZACION	9,55%
CREDITO BANCARIO	12,53%
LEASING FINANCIERO	15,83%

Elaborado: Autor

Como se puede notar:

- La alternativa de financiamiento más costosa resultó ser el leasing financiero cuyos costos de financiamiento superan la de la titularización y crédito bancario en un 6,28% y 2,98% respectivamente, lo cual es significativo para las empresas.
- La alternativa de financiamiento que ofrece el mercado de valores, de menos costo es la titularización con una diferencia del 6,28%.

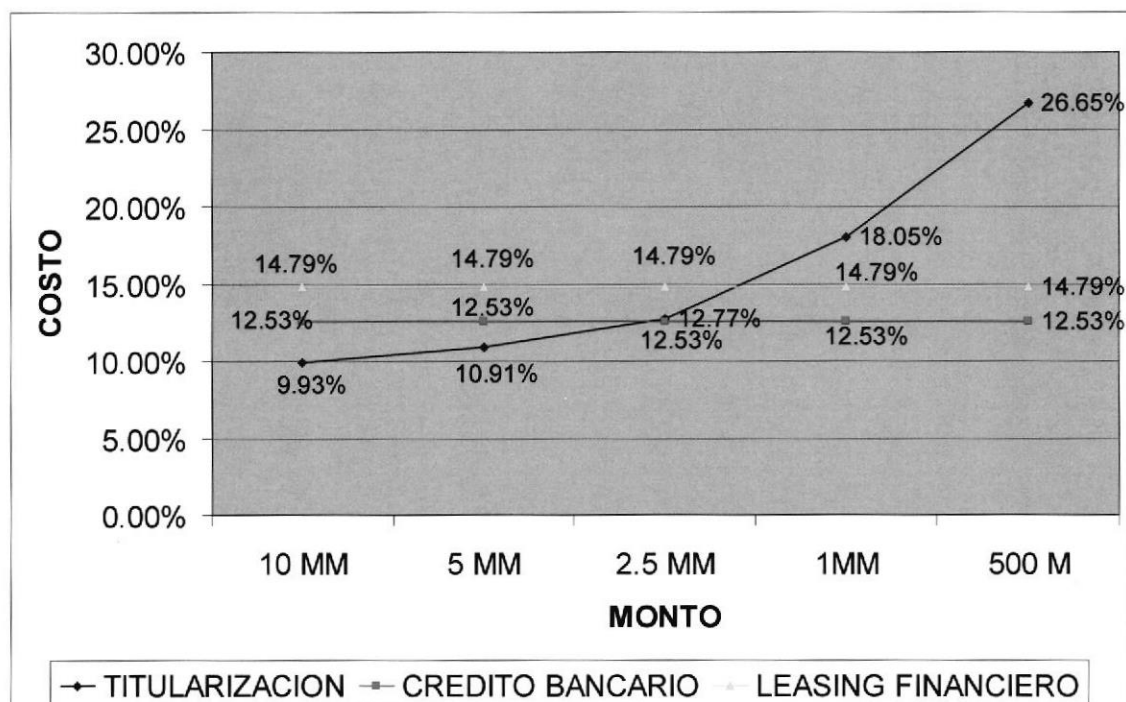
Se han realizado cambios en el monto a requerir (sector financiero) o emitir (mercado de valores) y el resultado ha sido el mismo. Sin embargo es importante recordar que en el caso de la alternativa de financiamiento que ofrece el mercado de valores ecuatoriano, el costo fijo también varían en función del monto que se va a emitir lo que hace que sean aún menos costos que un crédito bancario y las operaciones de leasing.

Tabla 7.5: Sensibilización de Montos

ALTERNATIVA	TASA EFECTIVA ANUAL				
	10 MM	5 MM	2.5 MM	1MM	500 M
TITULARIZACION	9,55%	10,41%	11,68%	15,01%	21,40%
CREDITO BANCARIO	12,53%	12,53%	12,53%	12,53%	12,53%
LEASING FINANCIERO	15,83%	15,83%	15,83%	15,83%	15,83%

Elaborado: Autor

Gráfico 7.2: Costos de financiamiento de cada alternativa de diferentes montos



Elaborado: Autor

Como se podrá observar mientras más grande sea el monto a necesitar con las empresas el costo de financiamiento en un proceso de titularización será menor, y del otro lado mientras menos sea el monto los costos fijos del proceso de titularización hacen que sea la alternativa más costosa.

CAPÍTULO VIII. CONCLUSIONES

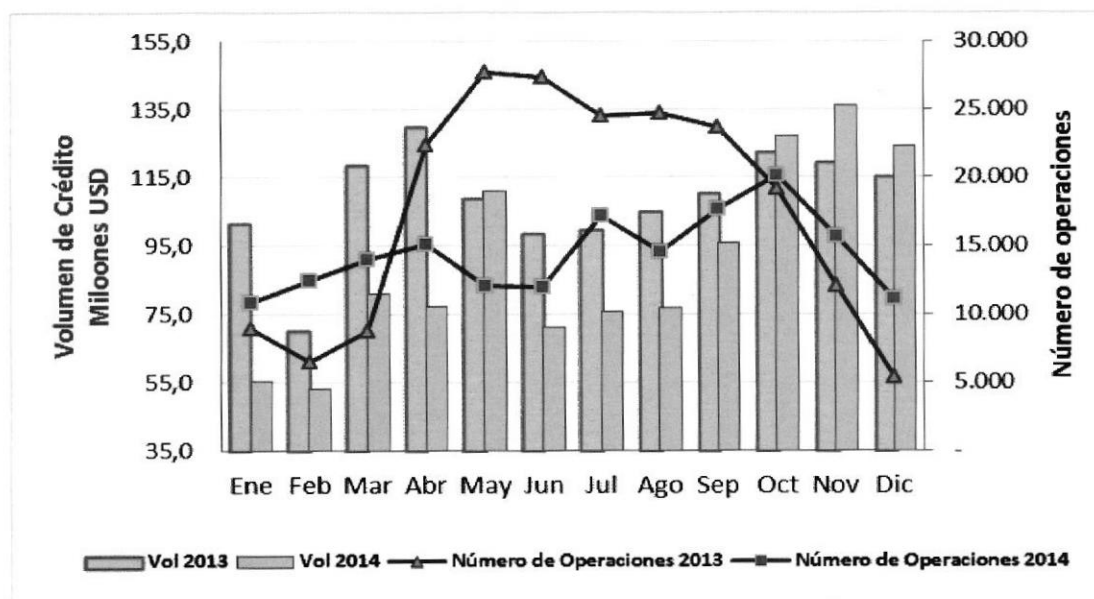
Con el análisis realizado en esta Tesis podemos observar que las PYMES en Ecuador poseen un enorme potencial para generar producción, empleo e ingresos, lo cual podemos deducir que se necesita dinero para poder seguir realizando sus giros de negocios y esta potencialidad no decaiga.

También se puede llegar a la opinión que la Titularización para las PYMES trae consigo múltiples ventajas como la obtención de liquidez anticipada mediante aceleración de flujos futuros, deducción de activos o aumento en su rotación. Al elegir esta alternativa de financiamiento contablemente no genera un incremento patrimonial ni endeudamiento adicional.

Al analizar la Titularización para la PYMES las ventajas proporcionadas a este sector le permite diversificar sus alternativas de financiamiento de manera tal que pueden optimizar de forma eficiente sus activos no comerciales o desinvertir los que tienen en exceso pero no se llega a su magnitud porque al Ecuador hacia las empresas le falta información, asistencia técnica, crédito y modernización de los organismos oficiales, no ha podido expandir sus productos para el mercado internacional.

Actualmente las alternativas que ofrece el mercado de valores, han estado tomando mayor fuerza al momento de decidir de dónde se pueden obtener los recursos. Debido a la situación política y económica del país, las instituciones financieras ecuatorianas han realizado ajustes a las condiciones de los créditos haciendo que sea cada vez más difícil y más cara la obtención de recursos. De acuerdo a lo publicado por diarios ecuatorianos ciertas instituciones han disminuido los plazos de los créditos para empresas e incluso han disminuido los montos a entregar.

Gráfico 8.1: Volumen y número de operaciones de crédito bancario 2013 - 2014



Fuente y elaboración: Banco Central del Ecuador

De acuerdo a lo publicado por el Banco Central del Ecuador, el número de operaciones respecto al periodo 2013 – 2014 hay disminuido por que las condiciones para optar por ellos son más exigentes y los montos a prestar de estas entidades tienen límites; y con el análisis de la tesis podemos ver que la titularización puede obtener montes mucho más grandes que en créditos y a menos costos.

8.1 RECOMENDACIONES

Se observo que la penetración en la cultura del mercado de capitales y financiero es baja de manera tal que muchas entidades hoy por hoy desconocen de las muchas alternativas que el sistema financiero les ofrece; perdiéndose así de múltiples ventajas que les permitirían obtener fondos de capital a menores costos y a través de mecanismos o técnicas basadas en algo tan simple como deshacerse de aquellos activos que no son comerciales o simplemente no hacen parte de la labor operativa de la empresa. Por lo que nos parece importante dar a conocer al menos una de las tantas alternativas de apalancamiento o financiamiento que nuestro sistema financiero ofrece con la respectiva y sólida normatividad regulatoria. Entre estas, la que se ha desarrollado a lo largo del presente trabajo: **LA TITULARIZACIÓN**; técnica que permite convertir activos ilíquidos en activos líquidos. Si bien es cierto que el riesgo y ser conservadores a la hora de financiarse son latentes, también es cierto que la PYMES

no sólo debe enfocarse en algo tan tribal como que su tamaño no les permite acceder más allá de un préstamo bancario o un apalancamiento con proveedores. Ellas deben conocer más acerca de lo que la titularización les puede ofrecer para el crecimiento y desarrollo de sus proyectos, empaparse del tema y evaluar que tan conveniente les resulta el trasladarse y hacer un cambio radical en la estructura de sus balances; concientizar del mundo financiero que hay más allá para ellas y que no solo son un gran porcentaje de la producción bruta nacional sino que también tienen derecho a una capacitación sobre los beneficios que el sistema y la normatividad colombiana les puede ofrecer.

De acuerdo a lo anterior y a la investigación realizada con las fuentes primarias y secundarias; se observa como la falta de conocimiento es el principal problema que tienen las PYMES para poder adoptar un método diferente al tradicional. Las diferentes opciones que brinda el Mercado de Valores traerían distintos beneficios a las empresas, tanto por reducción de costo como por diversificación de sus fuentes de financiación. Pero la falta de divulgación y el gran abismo que hay entre el Mercado y las PYMES hacen que estos beneficios sean difíciles de obtener.

REFERENCIAS

Abanfin.com. (2011). *Préstamos Bancarios-Garantías y Comisiones*. Recuperado el 16 de Diciembre de 2014, de Sitio Web de Abanfin.com: <http://www.abanfin.com/?tit=prestamos-bancarios-garantias-y-comisiones&name=Manuales&fid=fd0caad>

Contreras Ricardo Rafael (2006). *Boletín Económico: Titularización de activos: Aspectos básicos*, pagina 1 de 8.

Asamblea Nacional (29 de 12 de 2010). Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones. *Capítulo II Organismos de Control de las PYMES*. Quito, Pichincha, Ecuador: Registro Oficial Suplemento 351.

Ley de Mercado de Valores. (12 de 03 de 2014). *Ley de Mercado de Valores. Inciso I art 109*. Quito, Pichincha, Ecuador: Registro Oficial 170061.

Ley Orgánica de la Economía Popular y Solidaria. (10 de Mayo de 2011). *Ley Orgánica de la Economía Popular y Solidaria y del Sistema Financiero Popular y Solidario. Art 78*. Guayaquil, Guayas, Ecuador: Registro Oficial 444.

Auditora Deloitte. (s.f.). *Tarifas Deloitte Mercado de Valores*. Recuperado el 15 de Diciembre de 2014, de Sitio Web: http://www.deloitte.com/view/es_EC/ec/servicios/auditoria/tarifas/index.htm

Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (BIESS). (20 de 05 de 2012). *Historia*. Recuperado el 10 de Noviembre de 2014, de Sitio Web del Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (BIESS): <http://www.biess.fin.ec/nuestra-institucion/historia>

Banco del Pacifico. (2014). *Requisitos Crédito Empresarial*. Recuperado el 15 de Diciembre de 2014, de Sitio Web del Banco del Pacifico: <https://www.bancodelpacifico.com/creditos/para-empresas/credito-empresarial.aspx>

Bollini, Boneu, S., & Villegas. (1996). *La Fiducia, Superintendencia de Compañías, Consejo Nacional de Valores*. En Bollini, S. Boneu, & Villegas, *La Fiducia, Superintendencia de Compañías, Consejo Nacional de Valores* (pág. 213). Quito.

Bolsa de Valores de Guayaquil. (2008). *Guía didáctica del Mercado de Valores*. Guayaquil, Guayas, Ecuador: Bolsa de Valores de Guayaquil.

Bolsa de Valores de Guayaquil. (2013). *Tarifas de Servicios*. Recuperado el 15 de Diciembre de 2014, de Sitio Web de la Bolsa de Valores de Guayaquil: <http://www.mundobvg.com/tarifaservi.asp>

Bolsa de Valores Quito, 2000, p.1. *Manual de Inscripción de Titularizaciones*. Recuperado el 18 de Septiembre, de Sitio Web de la Bolsa de Valores Quito : <http://www.bolsadequito.info/inicio/manuales-de-inscripcion-de-valores/titularizaciones/>

Bolsa de Valores Quito. (2000). *Antecedentes históricos*. Recuperado el 10 de 09 de 2014, de Bolsa de Valores Quito: <http://www.bolsadequito.info/inicio/quienes-somos/antecedentes-historicos/>

Bolsa de Valores Quito Conozca el Mercado. (2010). *Conozca el Mercado de Valores*. Recuperado el 10 de 10 de 2014, de Sitio Web Bolsa de Valores Quito: <http://www.bolsadequito.info/inicio/conozca-el-mercado/el-mercado-de-valores/>

Bolsa de Valores Quito. (s.f.). *Manual de Inscripción de Titularizaciones*. Quito, Pichincha, Ecuador.

Carregal, Mario A.(1982). *“El Fideicomiso: regulación jurídica y posibilidades prácticas”* Universidad de Buenos Aires 1982 pagina 47.

Corporación Financiera Nacional. (05 de 01 de 2013). *Quienes somos*. Recuperado el 15 de Octubre de 2014, de Sitio Web de la Corporación Financiera Nacional: http://www.cfn.fin.ec/index.php?option=com_content&view=article&id=4&Itemid=132

Cuenca, P., Giler, D., & C., & V. (2009). Proyecto de Graduación, *Proyecto de Estrategia para aumentar las Negociaciones Bursátiles en BVG.*, de Bolsa de Valores Guayaquil: <http://www.bolsadevaloresguayaquil.com/>

DC Morales, M. (. de . de 2012). *TESINA. Capítulo 2 Las PYMES en el Ecuador.* Guayaquil, Guayas, Ecuador: Universidad Politécnica Salesiana.

DECEVALE. (2013). *Tarifas.* Recuperado el 10 de Octubre de 2014, de DECEVALE: <http://www.decevale.com>

El Ciudadano. (19 de mayo de 2013). *Banco Central del Ecuador nuevos objetivos para el desarrollo.* Recuperado el 10 de Diciembre de 2014, de Sitio Web de El Telégrafo: <http://www.telegrafo.com.ec/economia/item/banco-central-del-ecuador-presenta-nuevos-objetivos-para-el-desarrollo-local.html>

Galeon.com. (s.f.). *Crédito Bancario y sus Elementos.* Recuperado el 15 de Diciembre de 2014, de Sitio Web Galeon: <http://www.contanegocios.galeon.com>

Gerencie.com. (10 de 09 de 2013). *Contabilización del Leasing Financiero.* Recuperado el 20 de Diciembre de 2014, de Sitio Web de Gerencie.com: <http://www.gerencie.com/contabilizacion-del-leasing-financiero.html>

Ley de Mercado de Valores (12 de Marzo de 2014). *TITULO XVI De la Titularización Art 139, art 144, art 150.* Quito, Pichincha, Ecuador: Registro Oficial 170061.

Villacrés. (30 de 05 de 2014). *Cambios en los actores del Sector Societario y Bursátil a partir del nuevo marco regulatorio.* Recuperado el 16 de 10 de 2014, de PODINPO Poderes Inteligencia Política: <http://poderes.com.ec/2014/cambios-en-los-actores-del-sector-societario-y-bursatil-a-partir-del-nuevo-marco-regulatorio/>

Macias Rendón, W. (01 de 05 de 2013). *Los Mercados y los Activos Financieros. Capítulo 1 Mercado de Valores.* Guayaquil, Guayas, Ecuador: ESPOL.

Ministerio de Finanzas. (20 de 06 de 2008). *Que es el sector público.* Recuperado el 20 de Octubre de 2014, de Sitio Web del Ministerio de Finanzas: <http://www.finanzas.gob.ec/que-es-el-sector-publico-2/>

Modigliani, F., & Ferri. (1996). *Mercados e Instituciones Financiera*, 1ra Edición. Mexico: Prentice Hall .

Mundo Negocios.net. (28 de Enero de 2013). *Ventajas y desventajas del uso de Prestamos en las Empresas*. Recuperado el 20 de Diciembre de 2014, de Sitio Web de Mundo Negocios.net:
<http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:lCLdZbogg60MJ:mundonegocios.net/ventajas-y-desventajas-del-uso-de-prestamos-en-negocios/+&cd=6&hl=es&ct=clnk>

Observatorio PYME Universidad Andina Simón Bolívar. (. de enero de 2012). *Las PYME y su situación actual*. Cuaderno de Trabajo Universidad Andina Simón Bolívar sede Ecuador. Quito, Pichincha, Ecuador: .

Orozco, M. (03 de septiembre de 2014). *Junta Regulación Código Monetario*. Recuperado el 15 de Diciembre de 2014, de Sitio Web del Diario El Comercio:
<http://www.elcomercio.com.ec/actualidad/junta-regulacion-codigo-monetario.html>

Pazmiño, E. S., & Quito, D. I. (2000). *Rol del Mercado de Valores en el Ahorro Interno*. Quito: Banco Central del Ecuador.

Reglamento sobre Negocios Fiduciarios (2001). *Consejo Nacional de Valores* (Resolución # CNV-004-2001), Título IV, Art 17.

SERVICIO DE RENTAS INTERNAS. (. de . de 2010). *SRI*. Recuperado el 08 de Noviembre de 2014, de Sitio Web del SRI: http://www.sri.gob.ec/zh_TW/32

Sergio Rodríguez Azuero (2010, Pág. 236). *Revista Jurídica Online* del 24 de Enero del 2010, de Sitio Web de la Revista Jurídica:
http://www.revistajuridicaonline.com/index.php?option=com_content&task=view&id=800&Itemid=32

Superintendencia de Bancos y Seguros. (1979). *Decreto No 3121 22/12/78*. Quito: Registro Oficial No 745 de 5 de enero de 1979.

Ley General de Instituciones del Sistema Financiero (2001)., *Titulo I art 1 y art 2*.
Guayaquil: Codificación Publica Registro Oficial no 250.

Superintendencia de Bancos y Seguros. (10 de 02 de 2009). Recuperado el 20 de
Octubre de 2014, de Sitio Web de la Superintendencia de Bancos y Seguros:
http://www.sbs.gob.ec/practg/sbs_index?vp_art_id=17&vp_tip=2#11

Velasco, C. (28 de 03 de 2010). Coyuntura Económica *Tipos de Garantías para un
préstamo*. Recuperado el 15 de Diciembre de 2014, de Sitio Web de Coyuntura
Económica: [http://coyunturaeconomica.com/prestamos/tipos-de-garantias-para-un-
prestamo](http://coyunturaeconomica.com/prestamos/tipos-de-garantias-para-un-prestamo)

Volio, J. (enero de 2009). *Financiamiento Estructurado y Titularización*. La
Publicación de Volio Capital S.A. Costa Rica: Volio Capital S.A.

ANEXOS

Anexo 1:

Tasas de Interés			
Abr-15			
1. TASAS DE INTERÉS ACTIVAS EFECTIVAS VIGENTES			
Tasas Referenciales		Tasas Máximas	
Tasa Activa Efectiva Referencial	%	Tasa Activa Efectiva Máxima para el segmento:	%
para el segmento:	anual	segmento:	anual
Productivo Corporativo	8.09	Productivo Corporativo	9.33
Productivo Empresarial	9.54	Productivo Empresarial	1.021
Productivo PYMES	11.16	Productivo PYMES	1.183
Consumo	15.9	Consumo	1.63
Vivienda	10.75	Vivienda	1.133
Ampliada Microcrédito Acumulación	22.18	Microcrédito Acumulación Ampliada	2.55
Simple Microcrédito Acumulación	24.86	Microcrédito Acumulación Simple	2.75
Microcrédito Minorista	28.02	Microcrédito Minorista	3.05
2. TASAS DE INTERÉS PASIVAS EFECTIVAS PROMEDIO POR INSTRUMENTO			
Tasas Referenciales	%	Tasas Referenciales	%
	anual		anual
Depósitos a plazo	5.39	Depósitos de Ahorro	1.21
Depósitos monetarios	0.51	Depósitos de Tarjetahabientes	1.26
Operaciones de Reporto	0.09		
3. TASAS DE INTERÉS PASIVAS EFECTIVAS REFERENCIALES POR PLAZO			
Tasas Referenciales	%	Tasas Referenciales	%
	anual		anual
Plazo 30-60	4.36	Plazo 121-180	5.8
Plazo 61-90	4.33	Plazo 181-360	6.51
Plazo 91-120	4.8	Plazo 361 y más	7.51
4. TASAS DE INTERÉS PASIVAS EFECTIVAS MÁXIMAS PARA LAS INVERSIONES DEL SECTOR PÚBLICO			

(según regulación No. 009-2010)			
5. TASA BÁSICA DEL BANCO CENTRAL DEL ECUADOR			
6. OTRAS TASAS REFERENCIALES			
Tasa Pasiva Referencial	5.39	Tasa Legal	09
Tasa Activa Referencial	8.09	Tasa Máxima Convencional	33
7. Tasa Interbancaria			
8. Boletín de Tasas de Interés			
8.1. Boletín Semanal de Tasas de Interés			
8.2. Comparación Tasas: Activas Promedio – Referenciales BCE			
9. Información Histórica de Tasas de Interés			
9.1. Tasas de Interés Efectivas			
9.2. Resumen Tasas de Interés			
9.3. Tasas de Interés por Tipo de Crédito (Vigente hasta Julio de 2007)			
9.4. Boletines Semanales de Tasas de Interés			
10. Material de Apoyo:			
10.1. Instructivo de Tasas de Interés – Incluye ejemplos			
11. Informes de Tasas de Interés:			
11.1. Evolución del Crédito y Tasas de Interés			
12. Base legal:			
12.1. Base Legal: Regulación No. 153 del Directorio del Banco Central del Ecuador			
12.2. Base Legal: Regulación No. 154 del Directorio del Banco Central del Ecuador			
12.3. Base Legal: Regulación No. 161 del Directorio del Banco Central del Ecuador			
12.4. Base Legal: Regulación No. 184 del Directorio del Banco Central del Ecuador			
12.5. Base Legal: Regulación No. 190 del Directorio del Banco Central del Ecuador			
12.6. Base Legal: Regulación No. 197 del Directorio del Banco Central del Ecuador			
12.7. Base Legal: Regulación No. 198 del Directorio del Banco Central del Ecuador			
12.8. Base Legal: Regulación No. 009-2010 del Directorio del Banco Central del Ecuador			
(*) Nota General: El artículo 6, del Capítulo I "Tasas de interés referenciales", y el artículo 3 del Capítulo II "Tasas de Interés de Cumplimiento Obligatorio", del título Sexto "Sistema de tasas de interés", del Libro I "Política Monetaria-Crediticia", de Codificación de Regulaciones del Banco Central del Ecuador, establece que, en caso de no determinarse las tasas de interés referenciales y máximas por segmento, para el período mensual siguiente registrarán las últimas tasas publicadas por el Banco Central del Ecuador.			
Para mayor información, contáctenos: pub.econ@bce.ec			

ANEXO 2

MONTO A EMITIR 10,000,000
PLAZO 3 AÑOS - 12 TRIMESTRES
TASA DE INTERES TITULOS ANUAL 8.00% 2.00%
PERIODICIDAD PAGOS TENEDORES DE T TRIMESTRALES

	T0	AÑO 1				AÑO 2				AÑO 3			
		T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9	T10	T11	T12
EGRESOS													
Estructuración Legal	-\$ 30,000												
Estructuración Financiera	-\$ 50,000												
Inscripción en el RMV	-\$ 2,500												
Auditoria Externa	-\$ 7,200				-\$ 7,200				-\$ 7,200				-\$ 7,200
Comisión BVG por Negociación		-\$ 2,500	-\$ 2,500	-\$ 2,500	-\$ 2,500								
Cuota de Inscripción Bursátil	-\$ 1,750												
Mantenimiento anual de Inscripción Bursátil	-\$ 1,750					-\$ 1,021				-\$ 438			
Agente Pagador (DECEVALE)		-\$ 417	-\$ 417	-\$ 417	-\$ 417	-\$ 417	-\$ 417	-\$ 417	-\$ 417	-\$ 417	-\$ 417	-\$ 417	-\$ 417
Gastos Notariales	-\$ 1,500												
Impresión de Prospectos	-\$ 1,000												
Publicaciones y Promoción	-\$ 3,500												
Fideicomiso (Administración)		-\$ 3,630	-\$ 3,630	-\$ 3,630	-\$ 3,630	-\$ 3,630	-\$ 3,630	-\$ 3,630	-\$ 3,630	-\$ 3,630	-\$ 3,630	-\$ 3,630	-\$ 3,630
Calificación de Riesgo	-\$ 10,500		-\$ 2,000		-\$ 2,000		-\$ 2,000		-\$ 2,000		-\$ 2,000		-\$ 2,000
Pagos Títulos		-\$ 945,596	-\$ 945,596	-\$ 945,596	-\$ 945,596	-\$ 945,596	-\$ 945,596	-\$ 945,596	-\$ 945,596	-\$ 945,596	-\$ 945,596	-\$ 945,596	-\$ 945,596
Costos Totales	-\$ 109,700	-\$ 952,143	-\$ 954,143	-\$ 952,143	-\$ 961,343	-\$ 950,664	-\$ 951,643	-\$ 949,643	-\$ 958,843	-\$ 950,080	-\$ 951,643	-\$ 949,643	-\$ 958,843
INGRESOS													
Emission	\$ 10,000,000												
FLUJO NETO	9,890,300	-952,143	-954,143	-952,143	-961,343	-950,664	-951,643	-949,643	-958,843	-950,080	-951,643	-949,643	-958,843

TIR 2.31%
TAE 9.59%

ANEXO 2.1

MONTO A EMITIR 5,000,000
 PLAZO 3 AÑOS - 12 TRIMESTRES
 TASA DE INTERES TITULOS 8.00% 2.00%
 PERIODICIDAD PAGOS TENEDORES DE TRIMESTRALES

100

	AÑO 1												AÑO 2				AÑO 3					
	T0	T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9	T10	T11	T12	T5	T6	T7	T8	T9	T10	T11	T12	
EGRESOS																						
Estructuración Legal	-15,000																					
Estructuración Financiera	-25,000																					
Inscripción en el RMV	-2,500																					
Auditoria Externa	-7,200					-7,200							-7,200									-7,200
Comisión BVG por Negociación		-1,250	-1,250	-1,250	-1,250																	
Cuota de Inscripción Bursátil	-875																					
Mantenimiento anual de Inscripción Bursátil	-875									-510								-219				
Agente Pagador (DECEVALE)		-208	-208	-208	-208	-208	-208	-208	-208	-208	-208	-208	-208	-208	-208	-208	-208	-208	-208	-208	-208	-208
Gastos Notariales	-750																					
Impresión de Prospectos	-1,000																					
Publicaciones y Promoción	-3,500																					
Fideicomiso (Administración)		-3,630	-3,630	-3,630	-3,630	-3,630	-3,630	-3,630	-3,630	-3,630	-3,630	-3,630	-3,630	-3,630	-3,630	-3,630	-3,630	-3,630	-3,630	-3,630	-3,630	-3,630
Calificación de Riesgo	-10,500		-2,000		-2,000					-2,000							-2,000					-2,000
Pagos Títulos		-472,798	-472,798	-472,798	-472,798	-472,798	-472,798	-472,798	-472,798	-472,798	-472,798	-472,798	-472,798	-472,798	-472,798	-472,798	-472,798	-472,798	-472,798	-472,798	-472,798	-472,798
Costos Totales	-67,200	-477,886	-479,886	-477,886	-487,086	-477,147	-478,636	-476,636	-485,836	-476,855	-478,636	-476,636	-485,836									
INGRESOS																						
Emission	4987500																					
FLUJO NETO	4,920,300	-477,886	-479,886	-477,886	-487,086	-477,147	-478,636	-476,636	-485,836	-476,855	-478,636	-476,636	-485,836									

VAN de los Costos -4,716,489
TIR 2.51%
TAE 10.41%

ANEXO 2.2

MONTO A EMITIR 2,500,000
 PLAZO 3 AÑOS - 12 TRIMESTRES
 TASA DE INTERES TITULOS 8.00% 2.00%
 PERIODICIDAD PAGOS TENEDORES DE TI TRIMESTRALES

	AÑO 1												AÑO 2				AÑO 3			
	T0	T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9	T10	T11	T12							
EGRESOS																				
Estructuración Legal	-7,500																			
Estructuración Financiera	-12,500																			
Inscripción en el RMV	-1,250																			
Auditoria Externa	-7,200				-7,200				-7,200								-7,200			
Comisión BVG por Negociación		-625	-625	-625	-625															
Cuota de Inscripción Bursátil	-438																			
Mantenimiento anual de Inscripción Bursátil	-438					-255					-109									
Agente Pagador (DECEVALE)		-104	-104	-104	-104	-104	-104	-104	-104	-104	-104	-104	-104	-104	-104	-104	-104			
Gastos Notariales	-375																			
Impresión de Prospectos	-1,000																			
Publicaciones y Promoción	-3,500																			
Fideicomiso (Administración)		-3,630	-3,630	-3,630	-3,630	-3,630	-3,630	-3,630	-3,630	-3,630	-3,630	-3,630	-3,630	-3,630	-3,630	-3,630	-3,630			
Calificación de Riesgo	-10,500		-2,000		-2,000		-2,000		-2,000		-2,000		-2,000		-2,000		-2,000			
Pagos Títulos		-236,399	-236,399	-236,399	-236,399	-236,399	-236,399	-236,399	-236,399	-236,399	-236,399	-236,399	-236,399	-236,399	-236,399	-236,399	-236,399			
Costos Totales	-44,700	-240,758	-242,758	-240,758	-249,958	-240,388	-242,133	-240,133	-249,333	-240,243	-242,133	-240,133	-249,333							
INGRESOS																				
Emision	2493750																			
FLUJO NETO	2,449,050	-240,758	-242,758	-240,758	-249,958	-240,388	-242,133	-240,133	-249,333	-240,243	-242,133	-240,133	-249,333							

VAN de los Costos -2,399,740
TIR 2.80%
TAE 11.68%

ANEXO 2.3

MONTO A EMITIR 1,000,000
 PLAZO 3 AÑOS - 12 TRIMESTRES
 TASA DE INTERES TITULOS 8.00% 2.00%
 PERIODICIDAD PAGOS TENEDORES DE TI TRIMESTRALES

	AÑO 1												AÑO 2				AÑO 3			
	T0	T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9	T10	T11	T12	T9	T10	T11	T12			
EGRESOS																				
Estructuración Legal	-3,000																			
Estructuración Financiera	-5,000																			
Inscripción en el RMV	-2,500																			
Auditoria Externa	-7,200				-7,200				-7,200								-7,200			
Comisión BVG por Negociación		-250	-250	-250	-250															
Cuota de Inscripción Bursátil	-175																			
Mantenimiento anual de Inscripción Bursátil	-175					-102					-44									
Agente Pagador (DECEVALE)		-42	-42	-42	-42	-42	-42	-42	-42	-42	-42	-42	-42	-42	-42	-42	-42			
Gastos Notariales	-150																			
Impresión de Prospectos	-1,000																			
Publicaciones y Promoción	-3,500																			
Fideicomiso (Administración)		-3,630	-3,630	-3,630	-3,630	-3,630	-3,630	-3,630	-3,630	-3,630	-3,630	-3,630	-3,630	-3,630	-3,630	-3,630	-3,630			
Calificación de Riesgo	-8,500		-1,500		-1,500		-1,500		1,500		-1,500		1,500		-1,500		1,500			
Pagos Títulos		-94,560	-94,560	-94,560	-94,560	-94,560	-94,560	-94,560	-94,560	-94,560	-94,560	-94,560	-94,560	-94,560	-94,560	-94,560	-94,560			
Costos Totales	-31,200	-98,481	-99,981	-98,481	-107,181	-98,333	-99,731	-98,231	-103,931	-98,275	-99,731	-98,231	-103,931	-98,275	-99,731	-98,231	-103,931			
INGRESOS																				
Emission	997500																			
FLUJO NETO	966,300	-98,481	-99,981	-98,481	-107,181	-98,333	-99,731	-98,231	-103,931	-98,275	-99,731	-98,231	-103,931	-98,275	-99,731	-98,231	-103,931			

VAN de los Costos -1,002,941
 TIR 3.56%
 TAE 15.01%

ANEXO 3

MONTO A EMITIR 10,000,000

PLAZO 3 AÑOS - 36 MESES

TASA DE INTERES 11.83%

0.99%

PERIODICIDAD PA MENSUALES

tasa mensual referencial BCE

	AÑO 1										
	MO	T1			T2			T3			
		M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	M9	M10
EGRESOS											
Pago Capital		-277,778	-277,778	-277,778	-277,778	-277,778	-277,778	-277,778	-277,778	-277,778	-277,778
Pago Intereses		-98,583	-95,845	-93,106	-90,368	-87,630	-84,891	-82,153	-79,414	-76,676	-73,938
Costos Bancarios	-5000										
Costos Totales	-5,000	-376,361	-373,623	-370,884	-368,146	-365,407	-362,669	-359,931	-357,192	-354,454	-351,715
Credito	10,000,000										
FLUJO NETO	9,995,000	-376,361	-373,623	-370,884	-368,146	-365,407	-362,669	-359,931	-357,192	-354,454	-351,715

TIR MENSUAL

0.99%

TAE

12.53%

AÑO 2											
T1		T2			T3			T4			
M13	M14	M15	M16	M17	M18	M19	M20	M21	M22	M23	M24
-277777.7778	-277777.7778	-277777.7778	-277777.8	-277777.78	-277777.8	-277777.78	-277777.8	-277777.78	-277777.8	-277777.778	-277777.778
-65722.22222	-62983.7963	-60245.3704	-57506.94	-54768.519	-52030.09	-49291.667	-46553.24	-43814.815	-41076.39	-38337.963	-35599.537
-343500	-340761.5741	-338023.148	-335284.7	-332546.3	-329807.9	-327069.44	-324331	-321592.59	-318854.2	-316115.741	-313377.315
-343500	-340761.5741	-338023.148	-335284.7	-332546.3	-329807.9	-327069.44	-324331	-321592.59	-318854.2	-316115.741	-313377.315

AÑO 3											
T1			T2			T3			T4		
M25	M26	M27	M28	M29	M30	M31	M32	M33	M34	M35	M36
-277777.7778	-277777.7778	-277777.7778	-277777.8	-277777.78	-277777.8	-277777.78	-277777.8	-277777.78	-277777.8	-277777.778	-277777.778
-32861.11111	-30122.68519	-27384.2593	-24645.83	-21907.407	-19168.98	-16430.556	-13692.13	-10953.704	-8215.278	-5476.85185	-2738.42593
-310638.8889	-307900.463	-305162.037	-302423.6	-299685.19	-296946.8	-294208.33	-291469.9	-288731.48	-285993.1	-283254.63	-280516.204
-310638.8889	-307900.463	-305162.037	-302423.6	-299685.19	-296946.8	-294208.33	-291469.9	-288731.48	-285993.1	-283254.63	-280516.204

MONTO A EMITIR 10,000,000
 PLAZO 5 AÑOS - 60 MESES
 TASA DE INTERES 14.79%
 PERIODICIDAD PAG MENSUALES

	AÑO 1												
	MO	T1			T2			T3			T4		
		M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	M9	M10	M11	M12
EGRESOS													
Pago Capital		-166,667	-166,667	-166,667	-166,667	-166,667	-166,667	-166,667	-166,667	-166,667	-166,667	-166,667	-166,667
Pago Intereses		-123,229	-121,175	-119,122	-117,068	-115,014	-112,960	-110,906	-108,852	-106,799	-104,745	-102,691	-100,637
Cuota		-289,896	-287,842	-285,788	-283,734	-281,681	-279,627	-277,573	-275,519	-273,465	-271,411	-269,358	-267,304
Costo Total	0	-289,896	-287,842	-285,788	-283,734	-281,681	-279,627	-277,573	-275,519	-273,465	-271,411	-269,358	-267,304
Arrendamiento	10,000,000												
FLUJO NETO	10,000,000	-289,896	-287,842	-285,788	-283,734	-281,681	-279,627	-277,573	-275,519	-273,465	-271,411	-269,358	-267,304

VAN -10,515,950
 TIR 1.23%

AÑO 2											
T1			T2			T3			T4		
M13	M14	M15	M16	M17	M18	M19	M20	M21	M22	M23	M24
-166666.6667	-166667	-166667	-166667	-166667	-166667	-166667	-166667	-166667	-166667	-166667	-166667
-98583.33333	-96529.5	-94475.7	-92421.9	-90368.1	-88314.2	-86260.4	-84206.6	-82152.8	-80099	-78045.1	-75991.3
-265250	-263196	-261142	-259089	-257035	-254981	-252927	-250873	-248819	-246766	-244712	-242658
-265250	-263196	-261142	-259089	-257035	-254981	-252927	-250873	-248819	-246766	-244712	-242658
-265250	-263196	-261142	-259089	-257035	-254981	-252927	-250873	-248819	-246766	-244712	-242658

AÑO 3											
T1			T2			T3			T4		
M25	M26	M27	M28	M29	M30	M31	M32	M33	M34	M35	M36
-166666.6667	-166667	-166667	-166667	-166667	-166667	-166667	-166667	-166667	-166667	-166667	-166667
-73937.5	-71883.7	-69829.9	-67776	-65722.2	-63668.4	-61614.6	-59560.8	-57506.9	-55453.1	-53399.3	-51345.5
-240604.1667	-238550	-236497	-234443	-232389	-230335	-228281	-226227	-224174	-222120	-220066	-218012
-240604.1667	-238550	-236497	-234443	-232389	-230335	-228281	-226227	-224174	-222120	-220066	-218012
-240604.1667	-238550	-236497	-234443	-232389	-230335	-228281	-226227	-224174	-222120	-220066	-218012

AÑO 4											
T1			T2			T3			T4		
M37	M38	M39	M40	M41	M42	M43	M44	M45	M46	M47	M48
-166666.6667	-166667	-166667	-166667	-166667	-166667	-166667	-166667	-166667	-166667	-166667	-166667
-49291.66667	-47237.8	-45184	-43130.2	-41076.4	-39022.6	-36968.8	-34914.9	-32861.1	-30807.3	-28753.5	-26699.7
-215958.3333	-213905	-211851	-209797	-207743	-205689	-203635	-201582	-199528	-197474	-195420	-193366
-215958.3333	-213905	-211851	-209797	-207743	-205689	-203635	-201582	-199528	-197474	-195420	-193366
-215958.3333	-213905	-211851	-209797	-207743	-205689	-203635	-201582	-199528	-197474	-195420	-193366

AÑO 5											
T1			T2			T3			T4		
M49	M50	M51	M52	M53	M54	M55	M56	M57	M58	M59	M60
-166666.6667	-166667	-166667	-166667	-166667	-166667	-166667	-166667	-166667	-166667	-166667	-166667
-24645.83333	-22592	-20538.2	-18484.4	-16430.6	-14376.7	-12322.9	-10269.1	-8215.28	-6161.46	-4107.64	-2053.82
-191312.5	-189259	-187205	-185151	-183097	-181043	-178990	-176936	-174882	-172828	-170774	-168720
-191312.5	-189259	-187205	-185151	-183097	-181043	-178990	-176936	-174882	-172828	-170774	-168720
-191312.5	-189259	-187205	-185151	-183097	-181043	-178990	-176936	-174882	-172828	-170774	-168720