



**UNIVERSIDAD INTERNACIONAL SEK
FACULTAD DE CIENCIAS ADMINISTRATIVAS,
ECONOMICAS Y TURISTICAS**

MAESTRIA EN ADMINISTRACION DE EMPRESAS

TESIS DE GRADO

**Previa a la Obtención del Título de:
MAGISTER
Especialización: Negocios Internaciones**

**LA TITULARIZACION COMO FUENTE ALTERNATIVA
DE CAPTACION EN LA CORPORACION FINANCIERA
NACIONAL**

MAURICIO JAVIER GARZON BARBA

**Quito - Ecuador
2012**

DECLARACION JURAMENTADA

Yo, Mauricio Javier Garzón Barba, declaro bajo juramento que el trabajo aquí descrito es de mi autoría, que no ha sido previamente presentado para ningún grado o calificación profesional; y, que he consultado las referencias bibliográficas que se incluyen en este documento.

A través de la presente declaración cedo mis derechos de propiedad intelectual correspondientes a este trabajo, a la UNIVERSIDAD INTERNACIONAL SEK, según lo establecido por la Ley de Propiedad Intelectual, por su Reglamento y por la normatividad institucional vigente.

.....
Mauricio Javier Garzón Barba

DECLARATORIA

El presente trabajo de investigación titulado:

LA TITULARIZACION COMO FUENTE ALTERNATIVA DE CAPTACION EN LA CORPORACION FINANCIERA NACIONAL

Realizado por:

MAURICIO JAVIER GARZON BARBA

como requisito para la obtención del título de

MAGISTER

ha sido dirigido por el profesor

ECONOMISTA JOSÉ FLORES

quien considera que constituye un trabajo original de su autor.

.....
ECON. JOSÉ FLORES

Director

Los profesores informantes

MGR. RODRIGO SAENZ

MGR. HUMBERTO NIETO

después de revisar el trabajo escrito presentado,
lo han calificado como apto para su defensa oral ante el tribunal examinador.

.....
MGR. RODRIGO SAENZ

.....
MGR. HUMBERTO NIETO

Quito, 22 de abril de 2012

DEDICATORIA

A Dios, por acompañarme siempre con sus bendiciones todos los días y en cada meta propuesta

A mi hijo, por ser la fuente primordial de inspiración y dedicación en mi vida

A Carlita, por ser la compañía y aliento cada día para conseguir mis logros

A mis padres, por su constante preocupación y sacrificio en mi educación y formación

A mis hermanos y sobrinos, porque me dan la fuerza para culminar mis objetivos propuestos

A mis amigos y colaboradores de la CFN por su amistad y apoyo constante e incondicional.

AGRADECIMIENTO

Quiero agradecer a Dios, por todas sus bendiciones

*A la Corporación Financiera Nacional, por dejarme formar parte de su personal,
lo que me ha permitido llegar a tener un alto nivel personal y profesional.*

*A mis profesores, que fueron la guía fundamental para la consecución de este
trabajo, especialmente al Eco. José Flores quien lo supo dirigir con mucha
dedicación, responsabilidad y profesionalismo*

**LA TITULARIZACION COMO FUENTE ALTERNATIVA DE CAPTACION EN
LA CORPORACION FINANCIERA NACIONAL**

RESUMEN EJECUTIVO	8
EXECUTIVE SUMMARY.....	10
CAPITULO I	14
1 MERCADO FINANCIERO	14
1.1 Clasificación de los Mercados Financieros.....	14
1.2 Mercado de Valores del Ecuador.....	18
1.3 Importancia y Características.....	20
1.3.1 Organización del Mercado de Valores	21
1.3.2 Organismos de control y de regulación	21
1.4 Bolsas de Valores.....	30
1.4.1 Antecedentes Históricos	30
1.4.2 Las Bolsas de Valores en el Ecuador.....	31
1.4.3 Importancia de las Bolsas de Valores.....	32
1.5 Sistema Financiero Ecuatoriano	33
1.5.1 Sistema Financiero Privado.....	34
1.5.2 Sistema Financiero Público.....	36
CAPITULO II.....	39
2 TITULARIZACION	39
2.1 Concepto	39
2.2 Origen de la Titularización	40
2.3 Objetivos de la Titularización.....	42
2.4 Bienes y Activos Sujetos a Titularizarse	43
2.5 Elementos de la Titularización.....	44
2.5.1 Entidad Originadora	45
2.5.2 El Agente De Manejo	45
2.5.3 Entidad Administradora.....	46
2.5.4 Entidad Colocadora	46
2.5.5 Inversionistas.....	46
2.5.6 Autoridades de Control.....	47
2.5.7 Sociedades Calificadoras De Riesgo	47
2.5.8 Las Bolsas De Valores.....	47
2.6 Estructuración Legal	48
2.7 Estructuración Financiera	49
2.8 Calificación de Riesgos.....	50
2.9 Ventajas de la Titularización	51
2.9.1 Ventajas para el Originador.....	51
2.9.2 Ventajas para inversionistas	52
2.9.3 Ventajas para mercado bursátil.....	52
CAPITULO III	53
3 TITULARIZACION DEL PORTAFOLIO DE LA CFN.....	53
3.1 Portafolio a Titularizarse	56

3.2	Riesgos de la Titularización.....	58
3.2.1	Riesgo de pre-cancelación de la emisión.....	58
3.2.2	Riesgo de pago.....	59
3.2.3	Riesgo de tasa de interés.....	59
3.3	Calificación de Riesgo.....	62
3.4	Características de la Emisión.....	67
3.4.1	Monto Total de la Emisión.....	67
3.4.2	Plazo de la Oferta Pública.....	67
3.4.3	Destinatarios.....	67
3.4.4	Procedimientos para la Colocación.....	67
3.4.5	Características de los Valores a Emitir.....	68
3.4.6	Tipos de Valores a Emitir.....	68
3.4.7	Denominación de los Títulos.....	68
3.4.8	Valor Nominal de los Valores a Emitir.....	68
3.4.9	Plazo, Tasa de Interés, periodicidad de pagos.....	68
3.5	Prospecto de Oferta Pública – Contrato de Fideicomiso.....	69
	- Información General del Originador.....	69
	- Información General del Agente de Manejo.....	69
	- Información General sobre el Fideicomiso.....	69
	- Características de la emisión.....	70
	- Información Adicional.....	70
	- Anexos.....	70
3.6	Costos.....	70
	CAPITULO IV.....	72
4	IMPACTO DE LA TITULARIZACION EN LA CFN.....	72
4.1	Efecto en el Estado de Situación.....	73
4.1.1	Fondos Disponibles.....	74
4.1.2	Inversiones.....	74
4.1.3	Patrimonio.....	75
4.2	Efecto en el Flujo de Caja.....	76
4.3	Efecto en el Estado de Resultados.....	78
4.4	Efecto en el los Índices Financieros.....	81
	CAPITULO V.....	84
5	CONCLUSIONES.....	84
	Bibliografía.....	87

Índice de Anexos

Anexo 1	Metodología de calificación de Pacific Credit Ratings
Anexo 2	Prospecto de oferta pública Segunda Titularización CFN
Anexo 3	Ley orgánica de la Corporación Financiera Nacional
Anexo 4	Ley de Mercado de Valores
Anexo 5	Formatos Informes para compra Programa de Financiamiento Bursátil

RESUMEN EJECUTIVO

El objeto principal de esta Tesis es analizar que la titularización del portafolio de inversiones de la Corporación Financiera Nacional, es una fuente rentable de obtención de recursos frescos, esto se lo analizará en 4 capítulos clasificados de la siguiente manera: Capítulo I Mercados Financieros, Capítulo II Titularización, Capítulo III Titularización Portafolio CFN y Capítulo 4 impacto de la Titularización de la CFN

Se analizará la importancia y clasificación de los Mercados Financieros, que permiten que los recursos excedentarios de personas, empresas e instituciones tanto públicas y privadas, sean canalizados hacia otros agentes de las economías, permitiendo que estos demanden esos recursos como fuente de financiamiento

Actualmente los Mercados Financieros son considerados de gran relevancia en las economías ya que es uno de los mecanismos por medio del cual se puede reasignar recursos a los diferentes sectores productivos y de servicios.

La titularización es un proceso que permite transformar activos que serán recuperados en un periodo de tiempo relativamente largo, en activos totalmente líquidos, permitiendo obtener recursos frescos a bajos costos comprados con otras fuentes tradicionales como créditos y emisión de deuda u obligaciones. Estos activos son emitidos con cargo a un Patrimonio Autónomo.

La Corporación Financiera Nacional con la finalidad de obtener recursos frescos y adicionales a los que obtiene con costo, busca encontrar en la titularización de activos, especialmente de las inversiones que realiza en el Programa de Financiamiento Bursátil, una alternativa de financiamiento, con bajos niveles de costos y operatividad.

Los recursos adicionales que se generan en el proceso de titularización permitirán contar con recursos que incentivan el mercado bursátil, a través de la compra de emisiones, titularizaciones, papel comercial y títulos valores emitidos por el sector real de la economía

Al ser una institución Financiera Pública, la CFN , propenderá a buscar el desarrollo de los sectores productivos que no son atendidos por la banca tradicional, sin embargo al incurrir en proyectos y productos adicionales, buscara que los mismos no perjudiquen los niveles de liquidez y el capital de la institución, es por ello que mediante el análisis de las proyecciones de los estados financieros, se analiza los beneficios de la inclusión de un proceso de titularización y su mantenimiento en el tiempo como una fuente rentable alternativa de recursos.

EXECUTIVE SUMMARY

The main purpose of this thesis is to analyze the securitization of the CFN investments is a cost effective source for obtaining new resources which will be analyze in the 4 chapters classified as follows:

Chapter I Financial Markets, Chapter II Securitization, Securitization Portfolio CFN Chapter III and Chapter IV Impact of Securitization of CFN

It will analyze the importance and ranking of the Financial Markets which allow excess resources of people, companies and institutions both public and private channelled to other agents economies allowing the demand resources a funding source.

Financial Markets are currently considered highly relevant in economies as it is one of the mechanisms by which resources can be reassigned to different production and service sectors.

Securitization is a process that transforms assets will be recovered in an relatively long period fully liquid assets allowing fresh resources at low cost purchased by other traditional sources such as credit and debt issuance or debt. These assets are issued under a Heritage Contract.

National Finance Corporation in order to obtain fresh resources and additional to that obtained with cost, seeks to find in the securitization of assets, especially of the investments made in the Securities Financing Program, a financing alternative with low cost and operability.

The additional resources generated in the process of securitization will allow to have resources that encourage the stock market, through the purchase of emissions, securitizations, commercial paper and securities issued by the real sector of the economy.

As a public financial institution, the CFN, will tend to seek the development of the productive sectors that are underserved by traditional banking. But by engaging in projects and additional products that look the will not impair the liquidity and capital of the institution, that is why by analyzing the projected financial statements will discuss the benefits of including a process of securitization and retention time as a cost effective alternative of resources is origin.

INTRODUCCION

La Corporación Financiera Nacional tiene como objeto fundamental consolidarse como la banca de desarrollo del Ecuador, siendo el eje fundamental del Gobierno Nacional en el desarrollo del sector productivo y exportador a través de la entrega de servicios y productos financieros y no financieros incentivando la inversión de la pequeña y gran empresa.

La entrega de productos para el desarrollo demanda gran cantidad de recursos frescos especialmente de mediano y largo plazo, los mismos que no están disponibles fácilmente en el mercado, por lo cual es imprescindible la búsqueda de financiamiento que permitan contar con fuentes –dóneas de recursos para satisfacer la demanda de otorgamiento de estos productos y servicios.

Una de las fuentes de obtención de recursos es la titularización de los activos de la Corporación Financiera, en este caso de su portafolio de inversiones.

La Titularización es un proceso mediante el cual se transforman en títulos valores, los derechos que poseen una o varias personas sobre uno o más bienes que tienen la capacidad de generar un flujo de caja estable y predecible en el tiempo. El objetivo fundamental es que a partir de transformar activos en títulos valores, estos sean susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado de valores.

La titularización del portafolio de inversiones, es nueva en el mercado financiero tanto público como privado, sin embargo es una opción altamente atractiva para estos sectores, ya que la misma es una alternativa de financiamiento moderno mediante la cual se pueden obtener recursos, entregando otros activos financieros, y generando un mayor dinamismo al mercado bursátil.

En el presente trabajo se utilizará el portafolio de inversiones de la Corporación Financiera Nacional, registrados en el Grupo 13 “Inversiones”, de acuerdo al Catalogo Único de Cuentas de la Superintendencia de Bancos y Seguros, el mismo que se compone básicamente de la emisión de obligaciones, valores de titularización y papel comercial, comprados por esta institución, de emisiones realizadas por empresas del sector real de la economía, con ello se pretende evaluar una alternativa de financiamiento para la banca de desarrollo permitiéndole generar mayores flujos de efectivo sin recurrir a endeudamiento interno y externo, que permitan seguir incentivando el mercado bursátil y el desarrollo de los sectores estratégicos de la economía.

CAPITULO I

1 MERCADO FINANCIERO

Un mercado financiero se puede definir como aquel mecanismo a través del cual se realiza el intercambio o transacción de activos financieros y se determina su precio, siendo irrelevante si existe un espacio físico o no.¹

Se define también como el mercado para el intercambio de capital y crédito , incluyendo los mercados de dinero y los mercados de capitales .²

1.1 Clasificación de los Mercados Financieros

La clasificación de los mercados financieros puede establecerse teniendo en cuenta sus propias características, como por ejemplo los agentes que intervienen, o el carácter regulado de los mismos, y se los clasificará de tal manera que resulten útiles para diferentes conceptos:

1.1.1. Según la forma de funcionamiento de los mercados

1.1.1.1. Mercados directos

Son aquellos mercados, en los que el intercambio de activos financieros se realiza directamente entre los demandantes últimos de financiación y los últimos oferentes de fondos.

¹ <http://inverjuvi.over-blog.es/>

² <http://www.investorwords.com/>

En el mercado directo, los compradores y vendedores se encargan por sí mismos de buscar su contrapartida, con una información limitada y sin ayuda de agentes especializados.

En los mercados directos con actuación de un bróker, se encarga, en este caso, a un agente especializado la búsqueda de la contrapartida.

1.1.1.2. Mercados intermediados

Son aquellos en que al menos uno de los participantes en cada operación de compra o venta de activos tiene la calidad de intermediario financiero.

1.1.2. Según las características de los activos financieros que se negocian en los mercados

1.1.2.1. Mercados monetarios

Las características fundamentales distintivas de los activos financieros que se negocian en un mercado monetario son el vencimiento a corto plazo, el reducido nivel de riesgo y el alto grado de liquidez. El mercado monetario o de dinero es una parte muy importante de los mercados financieros, cuyo papel consiste en asegurar que los fondos líquidos que existen en la economía estén distribuidos de la mejor forma posible y se empleen de una forma óptima.

1.1.2.2. Mercados de capitales

Son aquellos mercados donde se negocian activos financieros con vencimiento a medio y largo plazo y que implican un mayor nivel de riesgo.

1.1.3. Según el grado de intervención de las autoridades monetarias en los mercados

1.1.3.1. Mercados libres

Son aquellos mercados en los que el proceso de formación de precios es libre, de forma que el precio de los activos financieros se determina por la libre concurrencia de la oferta y la demanda, es decir, se determina por las fuerzas del propio mercado.

1.1.3.2. Mercados regulados

Cuando no se cumple la condición vista en los mercados libres, es decir, cuando las autoridades monetarias influyen en el proceso de formación de los precios se dice que son mercados regulados, intervenidos o administrados. Estos mercados buscan, entre otras cosas fijar un tipo de interés mínimo o máximo; establecer límites a los precios; mediante la existencia de un coeficiente obligatorio de inversión; etc.

1.1.4. Según la fase de negociación en la que se encuentren los activos financieros se puede distinguir entre:

1.1.4.1. Mercados primarios

Son aquellos en los que los activos financieros intercambiados son de nueva creación. Esto significa que un título sólo puede ser objeto de negociación una vez en un mercado primario, que sería en el momento de su emisión. Por este motivo, los mercados primarios también son llamados mercados de emisión.

1.1.4.2. Mercados secundarios

En estos mercados se comercia con los activos financieros ya existentes, cambiando la titularidad de los mismos; pero para ser comprados y vendidos en mercados secundarios los títulos han de ser negociables legalmente, facultad de la que sólo disfrutaban algunos activos financieros. Hay que señalar que no todos los activos financieros gozan de un mercado secundario. Los emisores de activos financieros consiguen financiación en el mercado primario, pero obviamente el mercado secundario no supone la existencia de nueva financiación para el emisor del activo, pero ello no significa que carezcan de importancia, ya que permite la circulación de activos entre los agentes y la diversificación de su cartera, contribuyendo por ello al fomento del ahorro de la colectividad.

1.1.5. Según el grado de formalización se puede distinguir entre:

1.1.5.1. Mercados organizados

Son aquellos mercados en los que existe un conjunto de normas y reglamentos que determinan el funcionamiento de estos mercados.

Ejemplo: la Bolsa.

1.1.5.2. Mercados no organizados

Son aquellos mercados en que las transacciones no siguen unas reglas preestablecidas sino que van a depender de lo que se acuerde entre las distintas partes.

1.2 Mercado de Valores del Ecuador³

Los inicios del mercado de valores del Ecuador están ligados a la historia de la Bolsa de Comercio como institución jurídica cuyas disposiciones están en el Código de Comercio de 1906, normativa legal que no fue suficiente para estimular el desarrollo del mercado de valores. Transcurrieron casi 30 años hasta que en 1935 se estableció en Guayaquil la denominada; Bolsa de Valores y Productos del Ecuador, con una efímera existencia desde mayo de 1935 a junio de 1936, debida a la escasa oferta de títulos valores, la baja capacidad de ahorro del país en ese entonces, la falta de educación del público

³ www.supercias.gov.ec / Mercado Valores / Información / Historia del Mercado de Valores

en este tipo de inversiones financieras, la incipiente estructura industrial del país y las alteraciones de orden político que caracterizaron a esa época.

“Las operaciones de la Corporación Financiera Nacional-CFN se iniciaron en 1948 como una dependencia del Banco Central para conducir el Fondo de Regulación de Valores encargado de la organización del Mercado de Valores. Posteriormente en el año 1953, ya fuera del Banco Central, pasó a negociar cédulas hipotecarias de la banca pública y privada. Dos años después en 1955, se funda la Comisión Nacional de Valores, la cual en el año 1964 se transforma en la CFN”⁴, básicamente como una institución orientada a la concesión de crédito y al desarrollo industrial, y que tenía solamente como una más de sus múltiples actividades la de promover la creación de las bolsas de valores; sin embargo, fue precisamente este mandato legal y sobre todo el crecimiento económico del país, lo que llevó a que esta Institución promueva la creación de las bolsas de valores en el Ecuador.

Posteriormente, en febrero de 1969, la Comisión Legislativa Permanente facultó, y en julio de ese mismo año, ratificó la decisión mediante la cual el Presidente de la República dispuso el establecimiento de las bolsas de valores, como compañías anónimas, en las ciudades de Quito y Guayaquil, regidas por las normas de la Ley de Compañías y bajo el control de la Superintendencia de Compañías. La Ley de 26 de marzo de 1969 (Ley 111), tuvo efectos limitados tanto en el orden legal como en el acceso al mercado, lo que se reflejó en una escasa participación del sector privado, girando alrededor de los títulos

⁴ http://www.elcomercio.com/columnistas/CFN_0_451754878.html.

emitidos por el sector público. Las dos bolsas de valores iniciaron sus operaciones en 1970, de esta manera se formalizó el mercado bursátil en el Ecuador.

La primera Ley de Mercado de Valores fue expedida el 28 de Mayo de 1993 y su principal aporte fue la constitución de las casas de valores, (en lugar de los agentes de bolsa), administradoras de fondos, del depósito centralizado de valores, y la transformación de las bolsas de valores de compañías anónimas a corporaciones civiles sin fines de lucro.

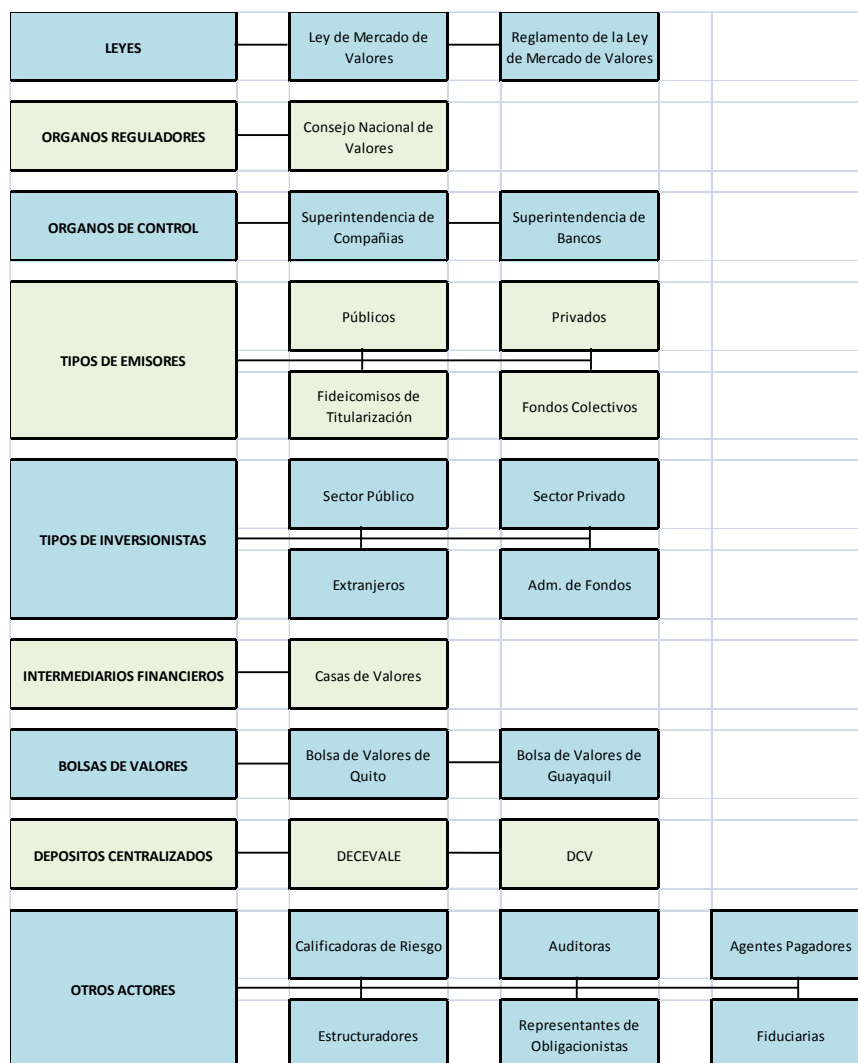
En julio 23 de 1998 se expidió la nueva Ley de Mercado de Valores la misma que se encuentra vigente en la actualidad y derogó a la de 1993. De acuerdo a esta Ley, el Consejo Nacional de Valores (CNV) establece la política general del mercado de valores y regula su actividad, organismo presidido por el Superintendente de Compañías, y conformado por siete miembros, cuatro del sector público y tres del sector privado. Es indudable que la evolución de la legislación abrió nuevas perspectivas de negocios e inversión en el país, así mismo impuso más exigencias para el normal desenvolvimiento de las operaciones del mercado y eso implicó un profundo proceso de cambio dentro del manejo operativo y tecnológico de los entes partícipes del mercado de valores y del regulador.

1.3 Importancia y Características

Dentro del contexto del desarrollo de un país, ciertamente que el mercado de valores juega un papel muy importante pues con él se propende a una mejor

canalización del ahorro y al fomento de la inversión para la optimización del sector productivo a través de la empresa y aún la generación del empleo y la productividad de bienes y servicios.⁵

1.3.1 Organización del Mercado de Valores



1.3.2 Organismos de control y de regulación

1.3.2.1 Consejo Nacional de Valores

“De acuerdo a Ley de Mercado de Valores de 23 de Julio de 1998, el Consejo Nacional de Valores es el Organismo encargado de establecer la política

⁵ Dr. Fernando Rón Bautista, SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑIAS DEL ECUADOR

general del mercado de valores y de regular su actividad. Está adscrito a la Superintendencia de Compañías e integrado por siete miembros, cuatro del sector público y tres del sector privado.

El Consejo Nacional de Valores está presidido por el Superintendente de Compañías, siendo el resto de sus miembros el Delegado del Presidente de la República, el Superintendente de Bancos, el Presidente del Directorio del Banco Central y tres representantes del sector privados designados por el Presidente de la República a propuesta del Superintendente de Compañías. En caso de que el Superintendente de Compañías no asista a las reuniones del Consejo Nacional de Valores, le subrogará en sus funciones el delegado del Presidente de la República.”⁶

1.3.2.1.1 Atribuciones del Consejo Nacional de Valores

Las atribuciones del Consejo Nacional de Valores, de acuerdo al artículo 9 de la Ley de Mercado de Valores son:

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;

⁶ http://www.supercias.gov.ec/paginas_htm/mercado/cnv/CNV.htm

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 podrán dictar sus normas de autorregulación;
6. Aprobar el organigrama de la Intendencia de Mercado de Valores de la Superintendencia de Compañías;
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 y Seguros;
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. Conocer, analizar e informar sobre los proyectos de reformas a la Ley de Mercado de Valores y su Reglamento General, previo a su remisión a la Presidencia de la República;
17. Establecer las políticas generales para la supervisión y control del mercado, así como los mecanismos de fomento y capacitación;
18. Establecer convenios de cooperación con otros organismos nacionales e internacionales;
19. Autorizar las actividades conexas de las bolsas de valores, casas de valores, administradoras de fondos y fideicomisos y, calificadoras de riesgo, que sean necesarias para el adecuado desarrollo del mercado de valores;
20. Velar por la observancia y cumplimiento de las normas que rigen el mercado de valores;

21. 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;
22. Emitir el plan de cuentas y normas contables para los partícipes del mercado;
23. 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;
24. Definir, cuando no lo haya hecho la presente Ley, los términos de uso general en materia de mercado de valores;
25. Establecer las normas que sean necesarias a fin de prevenir los casos de conflictos de interés y vinculación de los partícipes del mercado;
26. Establecer un sistema nacional de numeración de valores que observe los estándares internacionales;
27. 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,
28. Resolver, en última instancia administrativa, los recursos que, de conformidad con esta Ley, fueren interpuestos por los participantes del mercado.

1.3.2.2 Superintendencia de Compañías

La Superintendencia de Compañías es el organismo técnico y con autonomía administrativa, económica y financiera, que vigila y controla la organización, actividades, funcionamiento, disolución y liquidación de las compañías y otras entidades en las circunstancias y condiciones establecidas por la ley.⁷

La Superintendencia de Compañías tiene personalidad jurídica y su primera autoridad y representante legal es el Superintendente de Compañías.

La Superintendencia de Compañías ejercerá la vigilancia y control:⁸

- a) De las compañías nacionales anónimas, en comandita por acciones y de economía mixta, en general;
- b) De las empresas extranjeras que ejerzan sus actividades en el Ecuador, cualquiera que fuere su especie;
- c) De las compañías de responsabilidad limitada; y,
- d) De las bolsas de valores y sus demás entes, en los términos de la Ley de Mercado de Valores.

1.3.2.2.1 Atribuciones y Funciones de la Superintendencia de Compañías en el Mercado de Valores

Además de las funciones señaladas en la Ley de Compañías, para efectos de esta Ley, a través de las Intendencias de Mercado de Valores de Quito y de

⁷ Ley de Compañías, Art. 430

⁸ Ley de Compañías, Art. 431

Guayaquil y de aquellas que creare el Superintendente de Compañías en función del desarrollo del mercado de valores, gozarán de autonomía técnica y operativa y tendrán las siguientes atribuciones:

1. Ejecutar la política general del mercado de valores dictada por el C.N.V.;
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 el C.N.V., exigiendo que las instituciones controladas cumplan con las medidas correctivas y de saneamiento en los casos que se dispongan, considerando que cuando la Superintendencia de Compañías deba actuar en una entidad sujeta a la vigilancia y control de la Superintendencia de Bancos y Seguros, lo hará a través de ésta o en forma conjunta;
3. Investigar las denuncias o 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, 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, 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 contraríen 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 C.N.V.;
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 C.N.V. en la sesión inmediatamente posterior;
17. Establecer los planes y programas de ajustes para el cumplimiento de las normas previstas en esta Ley;
18. Intervenir como acusador particular o acudir a la autoridad competente, cuando se encontraren presunciones de haberse cometido uno o más delitos contra el mercado de valores, u otros tipificados en el Código Penal u otras leyes penales;
19. Brindar a las entidades del sector público no financiero la asesoría técnica que requieran para efectos de la aplicación de esta Ley;

20. Ejercer las demás atribuciones previstas en la presente Ley y en sus reglamentos, en base a las normas que para el efecto expida el C.N.V.;
y,

21. Previa consulta urgente con el Ministro de Economía y Finanzas, Superintendente de Bancos y Seguros, 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.

1.4 Bolsas de Valores

1.4.1 Antecedentes Históricos

El origen de la Bolsa como institución data de finales del siglo XV en las ferias medievales de la Europa Occidental. En esas ferias se inició la práctica de las transacciones de valores mobiliarios y títulos. El término "bolsa" apareció en Brujas, Bélgica, concretamente en la familia de banqueros Van der Bursen, en cuyo palacio se organizó un mercado de títulos valores. En 1460 se creó la Bolsa de Amberes, que fue la primera institución bursátil en sentido moderno. Posteriormente, se creó la Bolsa de Londres en 1570, en 1595 la de Lyon,

Francia y en 1792 la de Nueva York, siendo ésta la primera en el continente americano. Estas se consolidaron tras el auge de las sociedades anónimas.⁹

1.4.2 Las Bolsas de Valores en el Ecuador

En nuestro país, el primer intento por crear una Bolsa de Valores se dio en la ciudad de Guayaquil en 1847, motivada por la euforia que por esos años se sentía en todo el mundo con respecto a levantar capitales y crear empresas, siguiendo el ejemplo de la más famosa bolsa de esa época que era la de Londres.

Posteriormente, con el boom de exportaciones que experimentó el Ecuador por el año 1870, al ser el principal productor y exportador de cacao, los comerciantes se dieron cuenta que tenían suficiente capital como para establecer una Bolsa, y así lo hacen en 1873.

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.

⁹ www.gestiopolis.com/recursos/documentos/fulldocs/fin/bolsasmundo

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

Podrán realizar las demás actividades conexas que sean necesarias para el adecuado desarrollo del mercado de valores, las mismas que serán previamente autorizadas por el C.N.V..

Los beneficios económicos que produjeren las bolsas de valores deberán ser reinvertidos en el cumplimiento de su objeto.¹⁰

1.4.3 Importancia de las Bolsas de Valores

Las Bolsas de Valores son importantes básicamente porque brindan seguridad, Liquidez y Transparencia.

Seguridad. Es un mercado organizado, que regula, entre otros temas, la protección al inversionista y la transparencia del mercado.

Liquidez. Permite el fácil acceso al mercado en donde el inversionista puede comprar y vender valores en forma rápida y a precios determinados de acuerdo a la oferta y demanda.

Transparencia. Permite a los inversionistas contar en forma oportuna y veraz con información referente a los valores cotizados y transados en ella, y de las

¹⁰ Ley de Mercado de Valores, Art 44

empresas emisoras a través de las diversas publicaciones y sistemas electrónicos de información que brinda de esta manera, los inversionistas pueden contar con los elementos necesarios para tomar adecuadamente sus decisiones de inversión.

Los recursos invertidos por medio de las Bolsas de Valores permiten tanto a las empresas como a los gobiernos, financiar proyectos productivos y de desarrollo que generan empleos y riqueza para un país. Los aportantes de estos recursos reciben a cambio la oportunidad de invertir en una canasta de instrumentos que les permite diversificar su riesgo, optimizando sus rendimientos. Es importante destacar que las Bolsas de Valores son mercados complementarios al Sistema Financiero tradicional.¹¹

1.5 Sistema Financiero Ecuatoriano

Es un conjunto de organismos, instituciones y entidades regulados por principios y normas legales, constitucionales y reglamentarias cuya finalidad es conseguir el desarrollo ordenado y equilibrado de la economía del país, canalizando los recursos financieros de las familias o unidades que disponen excedentes, hacia las familias o unidades deficitarias, fomentando el ahorro, facilitando su utilización. Tiende por tanto a promover y ordenar el crédito y la inversión en medios para conseguir el desarrollo económico del país, la disminución de la tasa de desempleo, la estabilidad de precios, el saldo positivo en la balanza de pagos y una equilibrada distribución económica de los

¹¹ www.gestiopolis.com/recursos/documentos/fulldocs/fin/bolsasmundo

ingresos, contribuyendo a atenuar fenómenos como la inflación, la deflación, la estanflación y la depresión mediante el manejo armónico de las políticas: monetaria, crediticia y cambiaria coordinadas con la política fiscal.¹²

1.5.1 Sistema Financiero Privado

Son instituciones financieras privadas los bancos, las sociedades financieras o corporaciones de inversión y desarrollo, las asociaciones mutualistas de ahorro y crédito para la vivienda. Los bancos y las sociedades financieras o corporaciones de inversión y desarrollo se caracterizan principalmente por ser intermediarios en el mercado financiero, en el cual actúan de manera habitual, captando recursos del público para obtener fondos a través de depósitos o cualquier otra forma de captación, con el objeto de utilizar los recursos así obtenidos, total o parcialmente, en operaciones de crédito e inversión.

Las asociaciones mutualistas de ahorro y crédito para la vivienda son instituciones cuya actividad principal es la captación de recursos del público para destinarlos al financiamiento de la vivienda, la construcción y al bienestar familiar de sus asociados, que deberá evidenciarse en la composición de sus activos.¹³

Las instituciones financieras privadas podrán realizar las siguientes operaciones en moneda nacional, extranjera o en unidades de cuenta establecidas por Ley:

¹² Dr. Rubén Darío Andrade, *Legislación Económica del Ecuador*, 7ma. Edición, 2003, p. 103

¹³ Ley General de Instituciones Financieras, Art. 2

- a. Los bancos podrán efectuar todas las operaciones previstas en los artículos 51 de la Ley.
- b. Las sociedades Financieras podrán efectuar todas las operaciones previstas en los artículos 51 y 53 de la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero, excepto recibir recursos del público en depósitos a la vista en los términos de la letra a) del Artículo 51 de la misma Ley y conceder créditos en cuenta corriente, contratados o no.
- c. Las Asociaciones Mutualistas de Ahorro y Crédito para la Vivienda y las Cooperativas de Ahorro y Crédito que realizan intermediación financiera con el público podrán efectuar las operaciones previstas en el artículo 51 de la Ley, excepto:
 - 1.2. Negociar títulos valores y descontar letras documentarias sobre el exterior, o hacer adelantos sobre ellas;
 - 1.3. Efectuar por cuenta propia o de terceros operaciones con divisas, contratar reportos y arbitrajes sobre éstas y emitir o negociar cheques de viajeros;
 - 1.4. Comprar o vender minerales preciosos acuñados o en barra; y,
 - 1.5. Garantizar la colocación de acciones y obligaciones.

Además las Cooperativas de Ahorro y Crédito que realizan intermediación financiera con el público no podrán:

- a. Negociar documentos resultantes de operaciones de comercio exterior; y,
- b. Efectuar operaciones de arrendamiento mercantil de acuerdo a las normas previstas en la Ley.

1.5.2 Sistema Financiero Público.

El Sistema Financiero Público está conformado por el Banco Nacional de Fomento, por la Corporación Financiera Nacional, por el Banco Ecuatoriano de la Vivienda, por el Banco Ecuatoriano de Desarrollo, por el IECE, y por el Fondo de Solidaridad.

1.5.2.1 El Banco Nacional de Fomento.

Es una institución financiera pública de fomento y desarrollo, autónoma, con personería jurídica, patrimonio propio y duración indefinida; por ello, el Gobierno de la República garantiza la autonomía del Banco en los aspectos económico, financiero, técnico y administrativo.

Su funcionamiento se norma por las disposiciones de la Ley Orgánica de Instituciones del Sistema Financiero, su Estatuto, Reglamentos y Regulaciones, y su política crediticia se orienta de conformidad con los planes y programas de desarrollo económico y social que expide el Gobierno Nacional.

1.5.2.2 La Corporación Financiera Nacional

Corporación Financiera Nacional banca de desarrollo del Ecuador, es una institución financiera pública, cuya misión consiste en canalizar productos

financieros y no financieros alineados al Plan Nacional del Buen Vivir para servir a los sectores productivos del país.

La acción institucional está enmarcada dentro de los lineamientos de los programas del Gobierno Nacional dirigidos a la estabilización y dinamización económica convirtiéndose en un agente decisivo para la consecución de las reformas emprendidas.

Lleva un ritmo de acción coherente con los objetivos nacionales, brindando el empuje necesario para que los sectores productivos enfrenten en mejores condiciones la competencia externa. El sector privado se siente estimulado para emprender proyectos de envergadura con la incorporación de modernos y sofisticados procesos tecnológicos acorde con las exigencias de la sociedad y la globalización del siglo XXI.

Cuenta con una amplia red de oficinas Sucursales independientes y autónomas a nivel nacional, permitiéndoles servir a los sectores más alejados de las principales capitales de provincia reflejando óptimos niveles de operatividad y colocación de créditos.

1.5.2.3 Banco Ecuatoriano de la Vivienda

El Banco Ecuatoriano de la Vivienda (BEV) fue creado el 26 de mayo de 1.961, mediante el Decreto-Ley de Emergencia No. 23, siendo su finalidad la de atender el déficit de la demanda habitacional en el país y desarrollar una política crediticia tendiente a la solución del problema de vivienda urbana y

rural mediante la acumulación y provisión de fondos destinados a la construcción, adquisición y mejora de la vivienda de mediano y bajo costo.

El Banco Ecuatoriano de la Vivienda (BEV), afronta con responsabilidad el desafío de convertir a la Institución en un Banco de Desarrollo al servicio de la ejecución de proyectos habitacionales de interés social acorde al Plan Nacional del Buen Vivir, siendo uno de los objetivos fundamentales de la entidad, atender el mercado hipotecario y financiero, esto es atendiendo la demanda de vivienda y su financiamiento, con suficientes recursos y con la participación dinámica del sector privado.

1.5.2.4 Instituto Ecuatoriano de Crédito Educativo y Becas

El IECE es una entidad financiera de derecho público, creada para conceder crédito educativo a los estudiantes y profesionales ecuatorianos, privilegiando a los de escasos recursos económicos, para financiar en forma total o parcial estudios en el país o en el exterior.

Su misión establece que el IECE contribuye al desarrollo nacional mediante la generación de productos, servicios financieros y programas de becas; orientados a facilitar el acceso de ecuatorianas y ecuatorianos al conocimiento científico y tecnológico que permitan elevar su aporte al mejoramiento de la competitividad de los sectores productivos del país.

CAPITULO II

2 TITULARIZACION

2.1 Concepto

El artículo 138 de la Ley de Mercado de Valores establece a la Titularización como el proceso mediante el cual se emiten valores susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil, emitidos con cargo a un patrimonio autónomo.

Los valores que se emitan como consecuencia de procesos de titularización constituyen valores en los términos de la presente Ley. No se podrán promocionar o realizar ofertas públicas de derechos fiduciarios sin haber cumplido previamente los requisitos establecidos por esta Ley para los procesos de titularización.

A la titularización también se la conoce como un proceso mediante el cual se transforman en títulos valores, los derechos que poseen una o varias personas sobre uno o más bienes que tienen la capacidad de generar un flujo de caja estable y predecible en el tiempo. El objetivo fundamental es que a partir de transformar activos en títulos valores, estos sean susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado de valores.

Otra aplicación práctica de mucha relevancia es la institución de la llamada, según la legislación de cada país, “titularización”, “titulización”, “movilización” o

“securitización”, que utiliza el contrato de fiducia con el objeto de transferir al público inversionista en un mercado de valores los derechos sobre un fideicomiso, mediante la negociación de títulos-valores.¹⁴

2.2 Origen de la Titularización

El origen de la Titularización proviene de los Estados Unidos y se realizó inicialmente con préstamos con garantía hipotecaria. En el siglo pasado, en la década de los 30's el Congreso estadounidense crea la Federal National Mortgage Association (FNMA, conocida por "Fannie Mae"), fundada en 1938, con el objeto de generar liquidez en el mercado habitacional ya que había sido afectado por la fuerte depresión económica de esos años¹⁵

Para la década de los 70's el Congreso divide al Fannie Mae en dos entidades de naturaleza distinta; asimismo surge una tercera, todas ellas con el denominador común de participar activamente en el mercado secundario hipotecario de Estados Unidos y la titularización de crédito hipotecario la cual se le denomina Mortgage Backed Securities (MBS)¹⁶; el cual se diferencia de la Titularización de otros tipos de activos: Assets Backed Securities (ABS)¹⁷. En esa línea, en esa misma década de los 70's una de esas agencias emite valores con el respaldo de hipotecas residenciales (MBS), desarrollando un título garantizado por préstamos hipotecarios para viviendas, a manera de incentivar a las entidades financieras a otorgar ciertos tipos de préstamos

¹⁴ BRAVO ARTEAGA, Juan Rafael, *Derecho Tributario. Escritos y Reflexiones*, Primera Edición, 2008 p 438

¹⁵ <http://www.investopedia.com/terms/f/fanniemae.asp>

¹⁶ <http://www.sec.gov/answers/mortgagesecurities.htm>

¹⁷ <http://www.finpipe.com/assback.htm>

hipotecarios que se fondean con la emisión de valores respaldados por esas hipotecas y garantizados por el gobierno.

Ya al inicio de los 80's una empresa privada emite valores con respaldo de sus cuentas por cobrar. Actualmente, el mercado de la titularización (MBS y ABS) es el segundo mayor después de los instrumentos de deuda pública en el mercado de capitales estadounidense.

Desde la década de los 80's, con mayor fuerza en los 90's hasta el momento presente, el mercado de capitales de los Estados Unidos muestra una amplia variedad de activos titularizados como en el tipo de emisiones, lo cual denota la tremenda evolución y complejidad de la estructuración financiera que se aplica para generar una amplia gama de valores para una también amplia variedad de inversionistas.

Cabe destacar como uno de los factores de éxito de la titularización en ese país, la implementación previa de condiciones adecuadas en materia legal. Muy a pesar de no presentar una ley específica si es muy importante el peso de la tradición y cumplimiento de la legalidad, así como la profundidad que tiene el mercado de capitales estadounidense.

Los Estados Unidos presentan el mayor volumen de transacciones por titularizaciones; sin embargo, esta figura va adquiriendo una importancia nada desdeñable en Europa y algunos países latinoamericanos. Para el caso Europeo, en Inglaterra han sido titularizadas hipotecas comerciales, contratos

de leasing, préstamos bancarios relacionados al comercio exterior. En Francia, igualmente se han titularizado préstamos hipotecarios, así como préstamos de automóviles y para consumo. En España se ha aplicado a créditos comerciales y también a los hipotecarios.

En el caso de Latinoamérica esta figura se vuelve importante en el sentido de obtener capital de largo plazo, ya que es común la escasez de este tipo de recursos y donde generalmente los activos son de un plazo menor, por esa razón la titularización sería una figura beneficiosa tanto para los emisores como para los inversionistas. En Latinoamérica destacan países como Chile, Argentina, Brasil, Colombia y México en donde se destaca la titularización de los flujos de caja de préstamos con garantía hipotecaria.

2.3 Objetivos de la Titularización

Una vez que se conoce cuál es el concepto y el origen de la titularización es importante conocer cuáles son los principales objetivos, y entre estos tenemos:

- Permitir el contacto directo entre los demandantes de recursos monetarios con los inversionistas.
- Tratar de brindarle mayor rendimiento al inversionista, superior al que pueda obtener a partir de inversiones financieras o bancarias tradicionales.
- Beneficiar al demandante de fondos con la obtención de dinero a un costo menor que el del endeudamiento y sobre todo sin crearle "papeles"

(valores) que le signifiquen pasivos (obligaciones, papel comercial) o cuya solución represente cargo al patrimonio contable (acciones, partes beneficiarias).

- Constituirse en un mecanismo orientado a la disminución del costo del dinero en el mercado, claro está que dependiendo del manejo que se le dé a las variables macroeconómicas del país.
- Posibilitar la disminución del costo del endeudamiento para la adquisición de vivienda e inmuebles, siempre que, además, se vayan creando otras condiciones que deben combinarse cómo por ejemplo, la activación del crédito hipotecario con la existencia de inversionistas de largo plazo.
- Contribuir al desarrollo del mercado de capitales.

2.4 Bienes y Activos Sujetos a Titularizarse

“Cualquiera sea el patrimonio de propósito exclusivo que se utilice para desarrollar un proceso de titularización, los activos o derechos sobre flujos transferidos por el originador integrarán un patrimonio independiente, que contará con su propio balance, distinto de los patrimonios individuales del originador, del agente de manejo o de los inversionistas.

Los activos que integren el patrimonio de propósito exclusivo no pueden ser embargados ni sujetos de ninguna medida precautelatoria o preventiva por los acreedores del originador, del agente de manejo o de los inversionistas. Los acreedores de los inversionistas podrán perseguir los derechos y beneficios que a éstos les corresponda respecto de los valores en los que hayan invertido.

El patrimonio de propósito exclusivo respalda la respectiva emisión de valores, por lo que los inversionistas sólo podrán perseguir el reconocimiento y cumplimiento de la prestación de sus derechos en los activos del patrimonio de propósito exclusivo, mas no en los activos propios del agente de manejo.”¹⁸

A pesar de que esta tesis trata básicamente de la Titularización de portafolio de inversiones, es importante conocer cuáles son los diferentes tipos de activos que pueden formar parte de un proceso de titularización, entre los mencionados en el artículo 143 de la Ley de Mercado de Valores tenemos:

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

La transferencia de cualquier otro tipo de activo podrá ser autorizada por la Superintendencia de Compañías, previa resolución expedida por el Consejo Nacional de Valores.

2.5 Elementos de la Titularización

La titularización abarca una serie de actividades, en las cuales participan los siguientes elementos:

¹⁸ Ley de Mercado de Valores, Artículo 141

2.5.1 Entidad Originadora

Es quien transfiere los bienes o activos base del proceso de titularización, puede ser persona natural o jurídica, nacional o extranjera.

Entre las principales responsabilidades de la entidad emisora están las de gestionar ante las autoridades competentes la aprobación del mecanismo a utilizarse en la titularización, así como obtener la aprobación de la oferta de los valores a emitirse.

2.5.2 El Agente De Manejo

Es el vocero que representa el patrimonio autónomo, recauda los recursos provenientes de la emisión y se relaciona con los inversionistas.

Es a quien se transfiere en propiedad los activos que se van a titularizar. El agente manejador tiene la obligación de estructurar los procesos de titularización y empaquetar estos activos en títulos valores de circulación en el mercado.

Según la clase de activos en lo que esté apoyado el proceso, el agente deberá custodiarlos, cobrarlos, venderlos y en general gobernarlos para que produzcan el flujo de caja necesario para la correcta operatividad del Fideicomiso y en general, realizar todos los actos pertinentes con el criterio de administración de los mismos.

2.5.3 Entidad Administradora

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

2.5.4 Entidad Colocadora

Es la que se encarga de colocar los títulos emitidos entre los inversionistas, ya sea mediante la celebración de un contrato de comisión o mediante la celebración de contratos de underwriting, (Bajo el entendimiento de que el Underwriting constituye un mecanismo de emisión indirecta de valores generalmente su estructura contractual y operativa comprende las siguientes etapas: (i) estructura de la emisión, (ii) prefinanciamiento de la emisión y, (iii) colocación posterior de la emisión.) . Es posible también que la posición del colocador, la asuma el originador o el agente de la titularización, de manera que sean ellos quienes realicen las labores de promoción, información, venta y cobro de la colocación de papeles.

2.5.5 Inversionistas

Son las personas que adquieren los títulos producto del proceso de Titularización, pudiendo ser inversionistas individuales o institucionales.

2.5.6 Autoridades de Control

Son los entes administrativos gubernamentales involucrados en el proceso de control y autorización de las Titularizaciones.

Generalmente en otros países corresponden a la Superintendencia de Valores y la Superintendencia Bancaria. En el Ecuador estas funciones corresponden a la Superintendencia de Compañías y de Bancos.

2.5.7 Sociedades Calificadoras De Riesgo

Las sociedades calificadoras de valores, evalúan el riesgo de los títulos que pretenden emitir en desarrollo del proceso de Titularización; estos títulos deben ser calificados de manera previa a su inscripción en el Registro Nacional de Valores.

2.5.8 Las Bolsas De Valores

De acuerdo con las disposiciones de la legislación comparada no es obligatorio inscribir los títulos en las Bolsas de valores. Sin embargo, se puede acudir a ellas, cuando se pretende crear a esos títulos, un mercado secundario como mecanismo de estímulo para potenciales inversionistas.

2.6 Estructuración Legal

La Estructuración Legal es el procedimiento que realiza un grupo o estudio de abogados con todos los trámites relacionados con los requisitos legales para la inscripción del proceso de titularización en el mercado de valores dando un criterio sobre la legalidad y forma de transferencia de los activos al patrimonio autónomo, en base a la documentación suministrada por el fiduciario, el comitente y a los términos establecidos en el contrato de fideicomiso mercantil.

Los principales documentos que intervienen y que son parte integrante del proceso son:

- El Contrato de Fideicomiso,
- El Contrato de conformación del Comité de Vigilancia,
- Designación del Agente Pagador,
- El Contrato de Colocación,
- El Reglamento de Gestión,
- El proyecto de Prospecto,
- El modelo de título a emitirse, en el caso de una emisión física.

Para titularización de cartera, los abogados deben exigir la presentación de un certificado por parte del representante legal del originador, de que la cartera a titularizarse no se encuentra pignorada, ni que sobre ella pesa algún gravamen, conforme lo determina el literal e) del Art. 153 de la Ley de Mercado de Valores vigente.

Para el caso de titularización de inmuebles debe comprobarse que exista un certificado del Registro de la Propiedad correspondiente de que sobre los inmuebles, objeto de titularización, no pesa ningún gravamen durante la vigencia del contrato de fiducia mercantil.

2.7 Estructuración Financiera

La estructuración financiera consiste en las diferentes alternativas financieras que puede presentar la estructura del fideicomiso, de las cuales saldrá la mas optima para la emisión, esta estructuración por lo general lo realizan grupos de firmas especializadas

Los pasos básicos que se preparan en la estructuración financiera son:

- Due diligence¹⁹ del portafolio a titularizarse,
- Desarrollo de varias opciones de estructura financiera de la titularización y lectura de mercado de dichas propuestas de estructura,
- Determinación de la estructura financiera que tenga las mejores probabilidades de éxito de colocación en el mercado de valores,
- Coordinación en los procesos de estructuración con la calificadora de riesgos

¹⁹ Se puede explicar “Due Dilligence” como un proceso que se utiliza para investigar, evaluar y estudiar el análisis de la posibilidad para realizar algún tipo de negocio. En el caso de portafolios de inversiones, es la evaluación que se realiza al mismo en función de sus características propias.

- Coordinación en la definición de responsabilidades de la entidad fiduciaria.
- Coordinación en los procesos con el estructurador legal.
- Apoyo para llevar a cabo los procesos legales y reglamentarios de preparación de prospectos de emisión e inscripción en el registro de mercado de valores y en las bolsas de valores.
- Apoyo en la gestión de colocación ante eventuales inversionistas, para lo cual se deberá incluir plan de acción.

El informe final de estructuración será parte integrante del contrato de fideicomiso y dará las pautas tanto para los pagos a realizarse a los inversionistas, conformación de los mecanismos de garantía y la devolución de excedentes al originador

2.8 Calificación de Riesgos

La calificación de riesgo consiste en la evaluación que se realiza con la finalidad de medir la capacidad de los activos que integrarían el patrimonio autónomo del Fideicomiso y que generarán los flujos requeridos de fondos y cubrir los pagos a los inversionistas, así como para conformar los diferentes mecanismos de garantías.

La calificadora de riesgo deberá emitir un criterio sobre la legalidad y forma de transferencia de los activos al Fideicomiso, en base a la documentación

obtenida de la fiduciaria o agente de manejo, así como una evaluación de la estructura administrativa del mismo, referente a su capacidad y experiencia.

La base legal para ello se establece en el artículo 151 de la Ley de Mercado de Valores que menciona que “Calificación de riesgo para los valores emitidos por un proceso de titularización.- Todos los valores que se emitan como consecuencia de procesos de titularización, deberán contar al menos con una calificación emitida por una de las calificadoras de riesgo legalmente establecidas y autorizadas para tal efecto.

Cuando se emita la calificación de riesgo, ésta deberá indicar los factores que se tuvieron en cuenta para otorgarla y adicionalmente deberá referirse a la legalidad y forma de transferencia de los activos al patrimonio autónomo. En ningún caso la calificación de riesgos considerará la solvencia del originador o del agente de manejo o de cualquier tercero”.

2.9 Ventajas de la Titularización

2.9.1 Ventajas para el Originador

- Obtener liquidez a través de los activos y liberación de recursos propios.
- Mejorar la estructura del balance sin aumentar los pasivos por endeudamiento.
- Permite Mejorar la rentabilidad por la rotación del activo.
- Transfiere el riesgo asociado al activo desvinculando la actividad del originador.

- Permite obtener recursos adicionales permitiendo financiar a nuevos clientes, aumentando las ganancias.
- Mejorar la competitividad en el sector financiero.

2.9.2 Ventajas para inversionistas

- Diversificación de cartera de inversión
- Mayor rentabilidad en comparación a las que ofrece el sistema tradicional
- Mejores garantías por distribución del riesgo

2.9.3 Ventajas para mercado bursátil

- Estimula el desarrollo del mercado.
- Mayor cantidad de títulos negociados a través de las Bolsas de Valores del país.

CAPITULO III

3 TITULARIZACION DEL PORTAFOLIO DE LA CFN

La CFN tiene sus orígenes desde el año de 1948 cuando aparece el Fondo de Regulación de Valores, el cual era una dependencia del Banco Central del Ecuador cuyo principal objetivo era la organización del Mercado de Valores.

Desde su creación en agosto de 1964, la Corporación Financiera Nacional, participó en proyectos de carácter financiero, productivo y de valores. Adicionalmente, colaboró en la instauración de las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil. En 1992, la CFN pasó a ser una banca de segundo piso, lo cual le permitió canalizar recursos por medio del sistema financiero privado ecuatoriano.

A partir de septiembre de 1997, empieza a realizar administración y manejo fiduciario, convirtiéndose en la actualidad en la fiduciaria con el patrimonio autónomo más grande del país.

A partir del año 2006 hasta la actualidad, la CFN funciona como banca mixta es decir de primero y segundo piso. En la actualidad, la Corporación Financiera Nacional es considerada como la banca de desarrollo del Ecuador, cuya misión principal es canalizar productos financieros y no financieros incentivando el desarrollo productivo y económico del país.

La Corporación Financiera Nacional se encuentra alineada con los planes y programas del Gobierno Nacional, buscando dinamizar la economía mediante la entrega de créditos y la prestación de servicios financieros y no financieros apoyando al sector productivo.

Actualmente mantiene un grupo de oficinas Sucursales independientes a nivel nacional, dinamizando los servicios y la entrega de sus créditos a las diferentes regiones y a los sectores más alejados de las principales capitales de las provincias buscando optimizar su operatividad

Uno de los principales objetivos de la CFN es consolidar su actividad crediticia, sirviendo al sector productivo con especial atención a la micro y pequeña empresa apoyándoles con programas de capacitación, asistencia técnica mediante la firma de convenios interinstitucionales incentivando el fomento productivo buscando mejorar la gestión empresarial como fuente de competitividad a mediano y largo plazo.

Con la finalidad de ofrecer un mecanismo alternativo al crédito, en diciembre del 2004 se lanzó el Programa de Financiamiento Bursátil (PFB) enfocado básicamente a financiar en el mediano y largo plazo a los sectores productivos y de servicios del país.

“El Programa de Financiamiento Bursátil (PFB) de la Corporación Financiera Nacional, consiste en la inversión de recursos en títulos valores de renta fija de

empresas, instituciones financieras y municipios del país, que ofrezcan expectativas de seguridad, liquidez y rendimiento.

El programa prevé la adquisición de obligaciones de empresas ecuatorianas, cédulas hipotecarias de instituciones financieras nacionales, valores representativos de titularización de activos, pagarés en REVNI y notas promisorias de municipios del Ecuador; como una alternativa que ofrece la CFN para el financiamiento de mediano y largo plazo conforme el objetivo principal de la institución, que es el promover el aparato productivo del país.²⁰

Ante la importante demanda de crédito en los últimos años y consecuente con la necesidad de obtener recursos a largo plazo, la Corporación Financiera Nacional ha visto la necesidad de buscar fuentes alternativas de financiamiento, y una de ellas es realizar la Titularización del portafolio de inversiones adquirido dentro del Programa de Financiamiento Bursátil.

En el año 2011, la CFN realizó la segunda titularización de su portafolio de inversiones por un valor de USD 78 millones, Este documento busca analizar los aspectos financieros que puedan determinar que tan óptimo representa este tipo de obtención de recursos, comparados con las fuentes tradicionales de fondeo.

²⁰ http://www.cfn.fin.ec/index.php?option=com_content&view=article&id=681&Itemid=593

3.1 Portafolio a Titularizarse

Los portafolios de inversiones que son parte del programa de Financiamiento Bursátil de la Corporación Financiera Nacional y que servirán para la emisión de los US\$ 78 millones, se compone básicamente de 106 emisiones que está conformado por valores de titularización, obligaciones corporativas y papel comercial, distribuido de la siguiente manera.

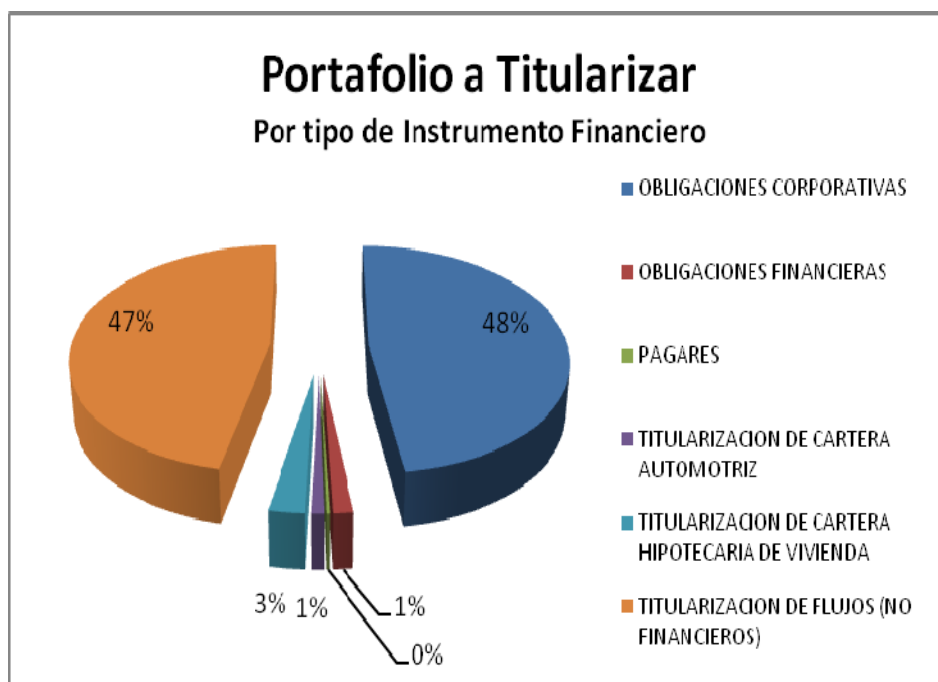


Gráfico 1

Fuente: Prospecto Oferta Pública Titularización Portafolio CFN

Elaboración: El Autor

Como se muestra en el cuadro siguiente el portafolio de la CFN Titularizado tiene un porcentaje de 18.77% en el rango de 12 a 36 meses, 67.33% entre 37 y 60 meses y un 13.90% entre los plazos de 61 a 132 meses. Lo que permite observar que los flujos esperados permitirán cubrir el flujo de las obligaciones de la titularización.

CLASIFICACION POR PLAZO

En meses

Desde	Hasta	No. de emisiones	Monto	%
12	36	22	21.666.500	18,77%
37	60	68	77.718.005	67,33%
61	84	14	14.044.826	12,17%
85	108	0	-	0,00%
109	132	2	2.000.000	1,73%
		106	115.429.331	100,00%

Tabla 1

Fuente: Informe de Estructuración Financiera de Titularización Portafolio CFN

Elaboración: El Autor

A continuación se muestra el portafolio de inversiones del Programa de Financiamiento Bursátil de acuerdo a cada uno de los sectores económicos del sector real que son apoyados por la CFN.

Portafolio a Titularizar Programa de Financiamiento Bursátil

Por sector

SECTOR ECONOMICO	Total
COMERCIAL	5,21%
COMERCIAL-AGROQUIMICOS	1,02%
COMERCIAL-ALIMENTOS	4,54%
COMERCIAL-AUTOMOTRIZ	8,51%
COMERCIAL-AVICOLA	0,54%
COMERCIAL-DISTRIBUIDORA	4,69%
COMERCIAL-ELECTRONICA	2,17%
COMERCIAL-FARMACEUTICO	0,81%
COMERCIAL-INDUSTRIALES	1,75%
COMERCIAL-TELECOMUNICACIONES	1,22%
COMERCIAL-VARIOS	13,35%
CONSTRUCCION	2,64%
FINANCIERO	7,13%
FINANCIERO-COMERCIAL	1,30%
HOTELERO	2,60%
INDUSTRIAL	10,38%
INDUSTRIAL-ACEITES	2,60%
INDUSTRIAL-ACERO	4,34%
INDUSTRIAL-AGROPECUARIO	3,34%
INDUSTRIAL-ALIMENTOS	1,82%
INDUSTRIAL-ENVASES	2,60%
INDUSTRIAL-PAPEL	5,21%

INDUSTRIAL-PESQUERA	0,87%
INDUSTRIAL-QUIMICOS	1,15%
PUBLICO	7,60%
SERVICIOS	1,73%
SERVICIOS-TRANSPORTE AEREO	0,87%
Total general	100,00%

Tabla 2

Fuente: Prospecto Oferta Pública de Titularización Portafolio CFN

Elaboración: El Autor

3.2 Riesgos de la Titularización

El riesgo inherente de la titularización del portafolio de la CFN, el cual es objeto de estudio, se los puede analizar bajo tres puntos, en los cuales se puede identificar la existencia de alguna probabilidad de inconvenientes en la generación de flujos de la emisión.

3.2.1 Riesgo de pre-cancelación de la emisión.

Puede existir la posibilidad de que exista una pre-cancelación o redención anticipada de los flujos de las emisiones que respaldan la titularización antes del plazo establecido inicialmente, para ello pueden haber varios factores, como una disminución en las tasas de interés del mercado. Esto ocasiona que se distorsione el flujo proyectado inicialmente, con el cual se realizó la estructura financiera del proceso. Sin embargo este tipo de riesgo puede ser minimizado mediante la reinversión de los dichos recursos a plazos que no afecten significativamente a los flujos.

3.2.2 Riesgo de pago.

Es el riesgo de no pago por parte de los emisores, de los Títulos Valores que han sido titularizados, provocando que el fideicomiso incurra en pérdidas, lo cual acrecienta la probabilidad que se afecte el pago del principal e intereses a los inversionistas. Este riesgo puede reducirse estableciendo una garantía, e incluyendo cláusulas especiales de sustitución de activos en el contrato de fideicomiso.

3.2.3 Riesgo de tasa de interés.

Este riesgo se puede presentar cuando existe fluctuaciones en la tasa de rendimiento de los títulos valores que tienen tasa variable y dependen de otros factores para el reajuste de su tasa, que pueden llegar a niveles superiores o inferiores al que se paga en la titularización, lo cual podría ocasionar pérdidas en los estados financieros del mismo; ocasionan diferencias a favor o en contra del fideicomiso y del inversionista, ya que el margen financiero se reduce.

Por otro lado, si las tasas suben, y las cuentas por cobrar están pactadas a una tasa ajustable y los títulos a una fija, el fideicomiso gana. Lo anterior indica, que el resultado que se obtenga depende de los factores antes mencionados, por lo que se debe analizar cuidadosamente las características de la titularización y los diferentes escenarios posibles.

A pesar de la probabilidad de la existencia de los riesgos antes mencionados, la estructura de la Titularización de la CFN, está compuesta de títulos valores que permiten diluir y dispersar el riesgo porque en vez de comprar emisiones o portafolios de una empresa o acciones de dos empresas, se mantiene una cartera de inversiones de un paquete diversificado, y ese fondo está compuesto de 106 emisiones.

Si una de esas emisiones quiebra o tiene pérdidas, pues no necesariamente la emisión de la CFN va a tener pérdidas, debido a la diversificación de la cartera de inversiones titularizada, reduce el riesgo de toda la cartera en su conjunto, especialmente si las emisiones están respaldadas en calificaciones bajas en riesgo y no han tenido gran variación de esta calificación en el tiempo.

Los cuadros que se muestran a continuación, reflejan la clasificación del portafolio a titularizar, en función de las calificaciones de riesgo inicial y actual:

CALIFICACION DE RIESGO INICIAL

Calificación	No. Emisores	Valor	%
AAA	43	59,883,541	51.88%
AAA-	11	16,500,000	14.29%
AA+	15	10,300,000	8.92%
AA	23	20,878,397	18.09%
AA-	8	4,317,393	3.74%
A+	2	525,000	0.45%
A	4	3,025,000	2.62%
	106	115,429,331	100.00%

CALIFICACION DE RIESGO ACTUAL

Calificación	No. Emisores	Valor	%
AAA	45	62,375,684	54.04%
AAA-	11	16,500,000	14.29%
AA+	23	19,194,612	16.63%
AA	16	10,775,661	9.34%
AA-	6	3,419,000	2.96%
A+	2	609,375	0.53%
A	3	2,625	0.00%
	106	112,876,957	97.79%

Tabla 3

Fuente: Informe de Estructuración Financiera Titularización Portafolio CFN

Elaboración: El Autor

Las calificaciones de riesgo actuales evidencian que 21 de las 106 emisiones consideradas para la presente titularización, subieron su calificación, evidenciando que el portafolio de inversiones puede mantener y demostrar en el tiempo gran seguridad para los inversionistas y los flujos esperados en la emisión.

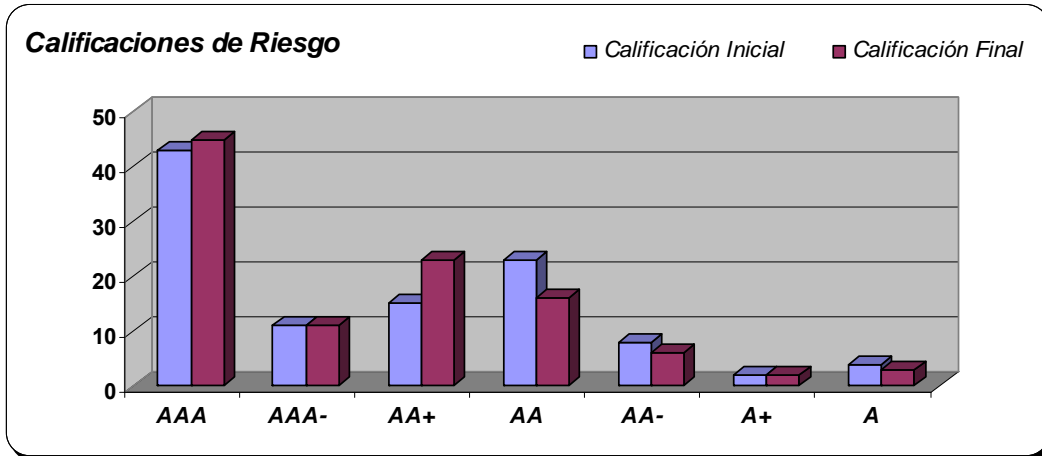


Grafico 2

Fuente: Informe de Estructuración Financiera Titularización Portafolio CFN

Elaboración: El Autor

En virtud de que estas emisiones pasaron por un proceso de aprobación previa por parte de organismos de control y calificadoras de riesgos, tal como lo determina la Ley de Mercado de Valores, el riesgo de la emisión de los flujos futuros con estas emisiones, es mínimo.

Adicionalmente la compra de estas emisiones o portafolios por parte de la Corporación Financiera Nacional se la realiza de acuerdo a procedimientos aprobados por el Directorio de la Institución, que buscan minimizar el riesgo que puede haber en la compra de estos títulos valores.

El proceso de evaluación de la CFN contempla el análisis de tres áreas las cuales emiten su criterio que se reflejan en sus correspondientes informes:

1. Informe del área de Riesgos.- en el cual se analiza los riesgos tanto del emisor, de la emisión que esta por comprarse y del sector al cual pertenece la misma.
2. Informe del área de Cartera.- realiza una evaluación de crédito del emisor, evaluando al accionista o grupo de accionistas; y si pueden tener algún crédito con la institución, y de esta manera poder evaluar el riesgo del grupo económico.
3. Informe del área de Finanzas.- en este informe se realiza un completo análisis financiero de cada emisor, evaluando básicamente los resultados, principales índices de rentabilidad y endeudamiento y en especial los flujos que generan cada uno de estos.

Con las recomendaciones de los informes favorables se procede con la compra de las inversiones de acuerdo a los cupos y niveles de aprobaciones respectivas. (Se adjunta como Anexo 5, los formatos y características generales de cada informe)

3.3 Calificación de Riesgo

El objetivo de que la emisión de títulos valores cuente con una calificación de riesgo, por una calificadora autorizada por la Superintendencia de Bancos y

Seguros, es que exista una opinión sobre el riesgo del cumplimiento o no del pago a los inversionistas de los valores emitidos.

La calificadora analizó factores cuantitativos y cualitativos sobre los valores titularizados, la estructura de la titularización, el operador de las cuentas del patrimonio autónomo, el monto y calidad de los mecanismos de garantía y los aspectos legales que abarcan el proceso de titularización.

Según los parámetros establecidos, por la Calificadora de Riesgos, se asignó una calificación AAA, lo cual demuestra que el patrimonio autónomo tiene una excelente capacidad para generar los flujos esperados o proyectados y puede responder por las obligaciones establecidas en el contrato de fideicomiso.

Los criterios básicos analizados, son los relacionados a los Estados Financieros del Emisor, en este caso la CFN, los flujos esperados, la sensibilidad de los mismos, así como las garantías y repaldos, con lo que se ha demostrado que la emisión de los títulos valores denominados VTC del Fideicomiso cuenta con la capacidad para generar los flujos de fondos esperados y responder por las obligaciones establecidas en el contrato del Fideicomiso Mercantil y de la emisión.

Además la calificadora analizó aspectos del contexto económico en el cual la Institución realiza sus operaciones, incluyendo visitas y entrevistas a las áreas y dependencias administrativas de la Institución

Aspectos relacionados con el Emisor²¹

Es muy importante el análisis que se realiza al emisor de un proceso de titularización, es por ello que la calificadora evalúa dichos aspectos, para garantizar que no existan inconvenientes en los flujos futuros del proceso.

En este caso puntual, La calificadora de Riesgos ha evaluado a la Corporación Financiera Nacional y de lo cual se desprende que:

La misma, cuenta con calificación de “A+”, que demuestra que es una institución fuerte, que tiene sólido record financiero y es bien recibida en sus mercados naturales de dinero. Es posible que existan algunos aspectos débiles, pero es de esperarse que cualquier desviación con respecto a los niveles históricos de desempeño de la entidad sea limitada y que superará rápidamente. La probabilidad de que se presenten problemas significativos es muy baja, aunque de todos modos ligeramente más alta que en el caso de las instituciones con mayor calificación”.

La calificación otorgada a la Corporación Financiera Nacional, considera la capacidad de la Institución para gestionar sus riesgos, su solvencia y liquidez; así como también toma en cuenta la capacidad de la CFN para aplicar el Modelo de Riesgo Integral, el mismo que le permite identificar sus riesgos y mitigar los mismos, generando acciones de control y seguimiento.

²¹ Informe de Estructuración Financiera Segunda Titularización del Portafolio CFN

La CFN ha elaborado un Manual de Riesgo Operativo, el mismo que incluye principios, procesos y procedimientos para la identificación, medición, control o mitigación y monitoreo de posibles riesgos. Del mismo modo, ha realizado un levantamiento de todos sus procesos institucionales, lo que le ha permitido identificar una matriz de riesgos con macro procesos, subprocesos, procedimientos, actividades en las cuales se incluye el nivel de ocurrencia, frecuencia, riesgo potencial y riesgo controlado. La matriz posee una evaluación de la probabilidad de ocurrencia del evento de riesgo y mide el impacto del mismo.

La CFN ha venido trabajando conjuntamente con el Departamento Nacional de Lavado de Activos y la Gerencia Nacional de Informática con el fin de coordinar, verificar y controlar los datos e información de los clientes tanto internos como externos. El Departamento Nacional de Lavado de Activos tiene como responsabilidad monitorear permanentemente (a diario) las operaciones o transacciones económicas de la Institución, a fin de detectar transacciones económicas inusuales e injustificadas, para lo cual se realizan varias actividades como la generación de reportes, centralización de la información en hojas electrónicas, revisiones en las áreas, etc. Otra de las responsabilidades es elaborar el reporte de Transacciones Financieras para ser remitido a los entes de control, para ello se cumple con los parámetros y mecanismos implementados por la CFN y por los dispuestos por la Unidad de Inteligencia Financiera.

La CFN en el mes de Julio del 2010 presentó oficialmente el Fondo de Garantía Crediticia, instrumento creado por la Institución con el apoyo de la Corporación Andina de Fomento mediante el cual se entregarán garantías, avales o fianzas al sector de las micro y pequeñas empresas del Ecuador.

En el mes de Agosto del presente año, a través del Plan RENOVA se entregaron 58 vehículos de transporte liviano y escolar.

Como alternativa de financiamiento de mediano y largo plazo la CFN ha venido operando en el mercado financiero a través de la compra de títulos valores de contenido crediticio, obligaciones y papeles comerciales emitidos por empresas de los sectores productivos del país, contando al cierre del 2010 con un portafolio de US\$ 278.5 millones de los cuales el 51.1% corresponde a inversiones en el Sector Privado.

Para continuar impulsando el mercado de capitales la CFN procederá a realizar una titularización de los flujos correspondientes a los títulos valores de su portafolio que registran vencimientos dentro de los diez próximos años.

El informe de la calificadora de Riesgos fue realizado en función a su propia metodología que se presenta en el Anexo No. 1

3.4 Características de la Emisión

3.4.1 Monto Total de la Emisión

De acuerdo a las características de los títulos valores a titularizar y los flujos que ha sido proyectados en función de estos títulos valores, la emisión es de US\$ 78 millones.

3.4.2 Plazo de la Oferta Pública

Los valores pueden emitirse dentro de nueve meses contados a partir de la fecha de autorización por parte de la Superintendencia de Compañías, pudiendo hacérselo con posterioridad, siempre que se cuente con la prorroga del organismo de control.

3.4.3 Destinatarios

La emisión de Valores está dirigida de manera general al Mercado de Valores y a sus participantes.

3.4.4 Procedimientos para la Colocación

Los Valores pueden ser colocados a través la Bolsa de Valores del país, a través de las Casas de Valores ecuatorianas.

3.4.5 Características de los Valores a Emitir

- A la orden
- De Contenido crediticio
- Material o Desmaterializada, a elección del originador

3.4.6 Tipos de Valores a Emitir.

Valores de Titularización Crediticia

3.4.7 Denominación de los Títulos

VTC – Segunda Flujos Portafolio -CFN.

3.4.8 Valor Nominal de los Valores a Emitir.

Cada uno de los valores tendrá un valor nominal de US\$ 10.000 (DIEZ MIL DOLARES DE ESTADOS UNIDOS DE AMERICA), cada título podrá contener uno o mas valores , pero siempre en montos de US\$ 10.000 o sus múltiplos.

3.4.9 Plazo, Tasa de Interés, periodicidad de pagos

Los valores podrán ser emitidos hasta por la suma de US\$ 78'000.000 (SETENTA Y OCHO MILLONES DE DOLARES DE ESTADOS UNIDOS DE AMERICA), a un plazo de 1.440 días, contados a partir de la fecha de la

emisión, con una tasa de interés anual y fija del 6.5%, con periodicidad de pago trimestral, tanto de capital, como de interés

3.5 Prospecto de Oferta Pública – Contrato de Fideicomiso

A continuación se expondrá los principales puntos a considerar en el Prospecto de Oferta Pública, el mismo que consta como anexo No. 2, con el cual se constituye el Contrato de Fideicomiso Mercantil irrevocable suscrito entre el Originador, en este caso la CFN y la FIDUCIARIA como Administradora de Fondos y de Fideicomisos Mercantiles y Agente de Manejo.

El Contrato básicamente contiene:

- Información General del Originador
- Información General del Agente de Manejo
- Información General sobre el Fideicomiso
 - Denominación
 - Detalle de la Escritura pública de Constitución
 - RUC
 - Fecha de Inscripción en el Mercado de Valores
 - Resumen del Contrato de Fideicomiso
 - Derechos y Obligaciones de los Inversionistas
 - Derechos y Obligaciones del Agente de Manejo
 - Derechos y Obligaciones del Originador
 - Información y Rendición de cuentas
 - Honorarios del Agente de Manejo

- Descripción y valor de los activos transferidos para el desarrollo del proceso de titularización.
- Descripción detallada de la historia de los flujos de la proyección.
- Descripción detallada del Mecanismo de Garantía
- Redención Anticipada de los Valores
- Procedimiento a Seguir en caso de que los inversionistas no reclamen sus derechos
- Aspectos tributarios del Fideicomiso
- Causales de Terminación del Fideicomiso
- Procedimiento de liquidación
- Causales y procedimiento para la sustitución del Agente de Manejo
- Reforma al Fideicomiso
- Denominación del Auditor Externo del Fideicomiso
- Información Económico-Financiera del Fideicomiso
- Características de la emisión
- Información Adicional
- Anexos

3.6 Costos

Todo proceso de Titularización genera costos tanto en la estructuración, así como ya en la administración, los cuales son asumidos por el Originador, a continuación se detallan los costos referenciales:

COSTOS REFERENCIALES

DETALLE DE COSTOS		VALOR
Estructuración Legal	\$50.000,00	\$50.000,00
Estructuración Financiera	\$40.000,00	\$40.000,00
Administración Fiduciaria	\$3.500,00 mensual por 4 años	\$42.000,00 ANUAL
Calificadora de Riesgo:	\$7,500 la calificación inicial y \$5.000 por cada actualización semestral	\$7.500,00 INICIAL \$5.000,00 SEMESTRAL
Inscripción en Registro de Mercado de Valores:	0.05% monto total de la emisión máximo \$ 2,500.00	\$2.500,00
Agente Pagador	\$600,00 mensual	\$7.200,00 ANUAL
Mantenimiento anual de la inscripción en el RMV:	\$3.000,00	\$3.000,00
Custodio y auditoria Externa	0.025% del monto total de la emisión	\$7.500,00
Prospectos	\$2.000,00	\$2.000,00
Gastos Notariales:	\$2.500,00	\$2.500,00

Tabla 4

Fuente: Prospecto oferta pública Segunda Titularización Portafolio CFN

Elaboración: El Autor

CAPITULO IV

4 IMPACTO DE LA TITULARIZACION EN LA CFN

La finalidad de este trabajo de investigación es analizar, que un proceso de Titularización del portafolio de inversiones, en este caso de la Corporación Financiera Nacional, puede convertirse en una fuente alternativa de recursos.

Para ello es importante realizar un análisis del impacto de un proceso de titularización en los estados de situación, flujo de caja, estado de resultados y principales índices financieros, analizar sus costos y ventajas o desventajas, frente a otras fuentes de financiamiento como son los créditos internos y externos, así como la emisión de deuda.

Desde la creación de la CFN, como Comisión de Valores, las principales fuentes de captación de recursos, para atender la demanda de crédito especialmente, y de otros productos financieros y no financieros, han sido la concesión de créditos de organismos multilaterales, instituciones financieras del exterior y también mediante capitalizaciones realizadas por el estado ecuatoriano.

Sin embargo la obtención de este tipo de recursos se somete a diferentes tipos de procesos, análisis de aprobación, tramites burocráticos, buena capacidad financiera para el repago de créditos, adicionalmente siempre este tipo de financiamiento ha representado grandes costos operativos y financieros para la CFN.

Para realizar el análisis de los impactos financieros, del proceso de Titularización como fuente alternativa de recursos, se lo realizará mediante la proyección de 4 años de los Estados de Situación, Estado de Resultados, Flujo de Caja y principales índices financieros de uso obligado para el Sistema Financiero Nacional.

4.1 Efecto en el Estado de Situación

<i>BALANCE GENERAL PROYECTADO SIN PROCESO DE TITULARIZACION</i> (en miles de US\$)					<i>BALANCE GENERAL PROYECTADO CON PROCESO DE TITULARIZACION</i> (en miles de US\$)			
	AÑO 1	AÑO 2	AÑO 3	AÑO 4	AÑO 1	AÑO 2	AÑO 3	AÑO 4
ACTIVO								
FONDOS DISPONIBLES	38.979	124.424	141.428	84.807	33.333	106.432	112.333	44.615
INVERSIONES	236.240	280.028	348.535	434.524	321.857	385.520	473.562	574.980
CARTERA DE CREDITOS	917.833	1.166.114	1.386.534	1.556.749	917.833	1.166.114	1.386.534	1.556.749
CUENTAS POR COBRAR	99.486	108.267	110.657	114.960	99.486	108.267	110.657	114.960
BIENES ADJUDICADOS	17.469	11.623	4.809	172	17.469	11.623	4.809	172
ACTIVOS FIJOS	41.566	44.937	47.634	49.657	41.566	44.937	47.634	49.657
OTROS ACTIVOS	204.946	205.213	213.133	216.102	126.971	125.769	128.954	129.962
TOTAL DEL ACTIVO	1.556.519	1.940.607	2.252.731	2.456.970	1.558.517	1.948.663	2.264.483	2.471.095
PASIVOS								
OBLIGACIONES CON EL PUBLICO	7.654	21.140	35.700	50.843	7.654	21.140	35.700	50.843
CERTIFICADOS DE INVERSION	861.232	1.257.572	1.570.093	1.751.775	861.232	1.257.572	1.570.093	1.751.775
CUENTAS POR PAGAR	47.737	46.532	46.050	45.946	47.737	46.532	46.050	45.946
CREDITO EXTERNO	166.351	125.016	89.292	66.451	166.351	125.016	89.292	66.451
OTROS PASIVOS / 3	1.603	1.603	1.603	1.603	1.603	1.603	1.603	1.603
TOTAL DEL PASIVO	1.084.578	1.451.863	1.742.738	1.916.617	1.084.578	1.451.863	1.742.738	1.916.617
PATRIMONIO								
CAPITAL PAGADO	362.547	362.547	362.547	362.547	362.547	362.547	362.547	362.547
RESERVAS	34.614	34.614	34.614	34.614	34.614	34.614	34.614	34.614
OTROS APORTES PATRIMONIALES	32.106	32.106	32.106	32.106	32.106	32.106	32.106	32.106
RESULTADOS EJERCICIOS ANTERIORES	20.572	42.674	59.476	80.725	20.572	44.672	67.533	92.477
RESULTADOS DEL EJERCICIO	22.102	16.802	21.249	30.360	24.100	22.861	24.944	32.733
TOTAL PATRIMONIO	471.942	488.744	509.993	540.353	473.939	496.800	521.744	554.478
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	1.556.519	1.940.607	2.252.731	2.456.970	1.558.517	1.948.663	2.264.483	2.471.095

Tabla 5

Fuente: Plan Institucional y Proyecciones Financieras CFN

Elaboración: El Autor

El principal impacto al realizar un proceso de titularización en el Estado de Situación o Balance General, es el incremento de los activos, en virtud de que existe un efecto multiplicador del activo que se titulariza.

4.1.1 Fondos Disponibles

A pesar de que existir una disminución del nivel de fondos disponibles en el Estado de Situación Proyectado cuando se ha realizado un proceso de titularización, es importante anotar que el nivel de activos es mayor, en virtud de que los recursos fueron utilizados en la compra de inversiones que generan una mayor rentabilidad.

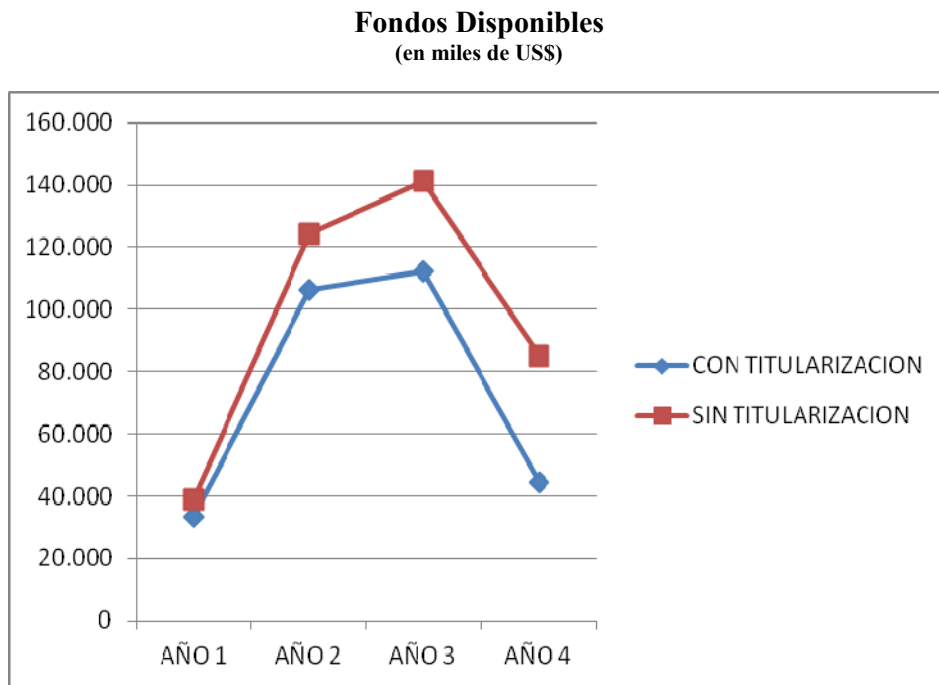


Grafico 3

Fuente: Plan Institucional y Proyecciones Financieras CFN

Elaboración: El Autor

4.1.2 Inversiones

Parecería que en un proceso de Titularización, deben disminuirse los montos del activo titularizado, sin embargo en este caso, como los recursos fueron utilizados en la compra de inversiones adicionales, los niveles de inversiones

son mayores, las mismas generaran una mayor rentabilidad por el nuevo activo adquirido.

De no contar con estos recursos adicionales, para alcanzar el mismo nivel de activos, habría que buscar fuentes adicionales, como créditos, que por su costo generarían una disminución de los ingresos operativos de la CFN.

Inversiones
(en miles de US\$)

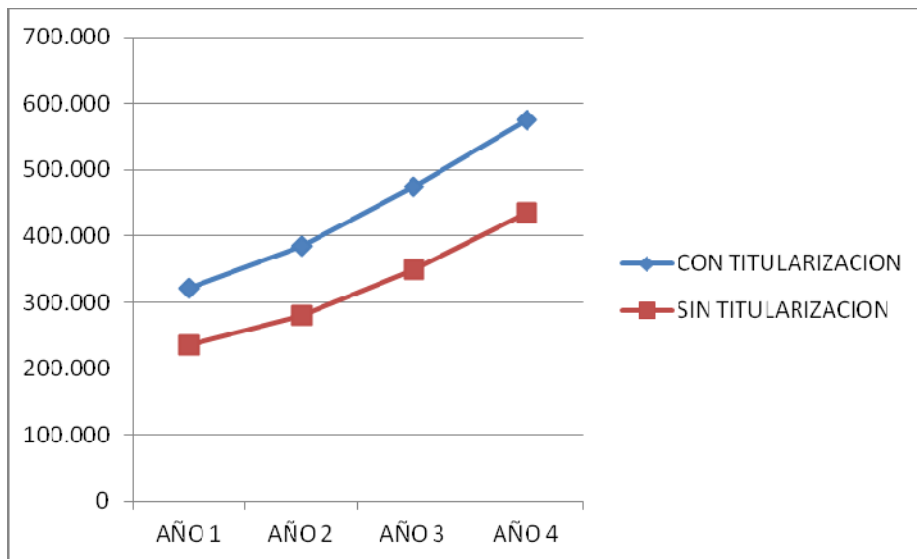


Grafico 4
Fuente: Plan Institucional y Proyecciones Financieras CFN
Elaboración: El Autor

4.1.3 Patrimonio

Como se muestra en el gráfico siguiente, el proceso de Titularización en la CFN, permite el incremento de su Patrimonio, dado principalmente por el incremento de los Activos por un mayor nivel de inversiones al adquirir un

mayor número de títulos valores, adicionalmente existe un mayor nivel de utilidades por el incremento de ingresos por los rendimientos de los títulos adquiridos

Patrimonio
(en miles de US\$)

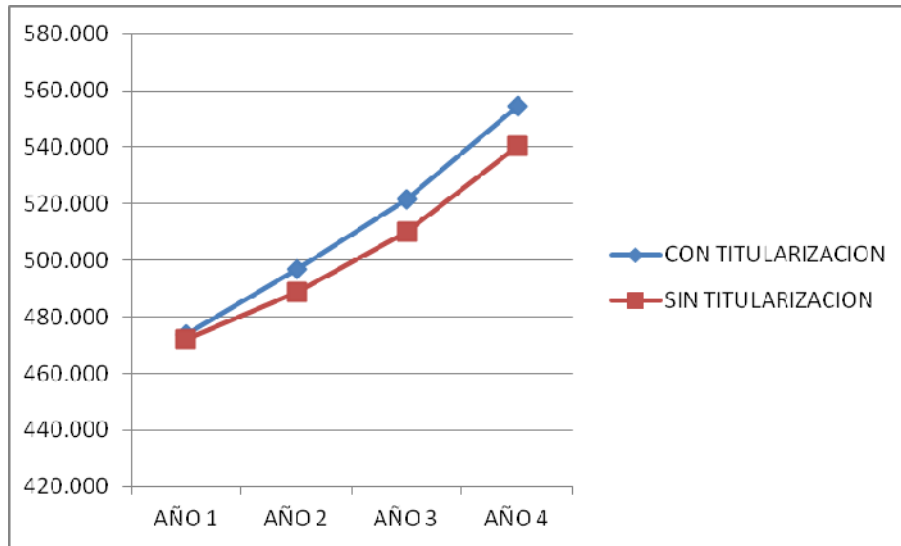


Grafico 5
Fuente: Plan Institucional y Proyecciones Financieras CFN
Elaboración: El Autor

4.2 Efecto en el Flujo de Caja

Los resultados en la liquidez es uno de los principales efectos que se deben analizar en el proceso de Titularización, en virtud de que al anticipar los flujos de los activos (en este caso el flujo del portafolio de inversiones), existe un mayor nivel de recursos, los mismos que son utilizados en adquirir un mayor nivel de activos líquidos que generan mayor rendimiento y utilidades.

**FLUJO DE CAJA PROYECTADO SIN PROCESO
DE TITULARIZACION**
(en miles de US\$)

**FLUJO DE CAJA PROYECTADO CON
PROCESO DE TITULARIZACION**
(en miles de US\$)

	AÑO 1	AÑO 2	AÑO 3	AÑO 4	AÑO 1	AÑO 2	AÑO 3	AÑO 4
INGRESOS								
RECUPERACION DE CARTERA	252.561	203.564	252.598	287.647	252.561	203.564	252.598	287.647
INGRESO DE DEPOSITOS	71.400	140.002	145.602	151.426	71.400	140.002	145.602	151.426
FACTORING	1.200	2.254	2.344	2.437	1.200	2.254	2.344	2.437
RECUPERACION DE INVERSIONES	223.745	575.804	491.390	633.967	201.493	561.192	472.994	624.515
VENTA DE CADS A PLAZOS	15.095	2.857	2.857	2.857	15.095	2.857	2.857	2.857
INGRESO POR TITULARIZACION	92.141	13.200	12.538	9.600	170.181	18.041	18.085	11.242
CREDITO EXTERNO	100.000	0	0	0	100.000	0	0	0
CERTIFICADOS DE INVERSION	941.865	784.011	850.628	683.481	941.865	784.011	850.628	683.481
PRESTAMOS INTERBANCARIOS	2.000	0	0	0	2.000	0	0	0
REPORTO BURSATIL	150.405	0,00	0,00	0,00	150.405	0,00	0,00	0,00
VENTA DE ACCIONES y DIVIDENDOS	23	0	0	0	23	0	0	0
COMISIONES OPERACIONES FIDUCIARIA	2.116	2.030	2.010	1.961	2.116	2.030	2.010	1.961
INTERESES GANADOS EN EFECTIVO	85.411	106.789	129.920	142.675	86.969	111.668	132.931	144.180
VENTA BIENES	5.781	8.163	9.865	11.170	5.781	8.163	9.865	11.170
ARRIENDOS GANADOS	349	28	28	28	349	28	28	28
TOTAL INGRESOS	1.944.093	1.838.702	1.899.779	1.927.250	2.001.439	1.833.810	1.889.941	1.920.944
EGRESOS								
DESEMBOLSOS POR PRESTAMOS EN EF	239.315	473.545	492.287	472.413	239.315	473.545	492.287	472.413
EGRESO DE DEPOSITOS	64.260	126.002	131.042	136.283	64.260	126.002	131.042	136.283
FACTORING	4.192	2.267	2.358	2.452	4.192	2.267	2.358	2.452
PARTICIPACION ACCIONARIA	0	0	4.000	0	0	0	4.000	0
BONOS DE GOBIERNO	5.142	0	0	0	5.142	0	0	0
PROGRAMA FINANCIAMIENTO BURSATIL	89.163	105.560	109.782	114.174	89.163	105.560	109.782	114.174
COMPRA DE ACTIVOS FIJOS	5.854	5.000	4.000	3.000	5.854	5.000	4.000	3.000
SERVICIO CREDITO EXTERNO	76.129	57.935	50.237	31.047	76.129	57.935	50.237	31.047
EMISION DE OBLIGACIONES	0	514	0	0	0	514	0	0
CERTIFICADOS DE INVERSION	771.490	728.593	798.393	890.520	771.490	728.593	798.393	890.520
REPORTO BURSATIL	102.445	0,00	0,00	0,00	102.445	0,00	0,00	0,00
EGRESOS OPERACIONALES	60.695	73.698	82.381	90.415	63.216	77.788	85.183	91.943
CUENTAS POR COBRAR VARIAS	3.352	0	0	0	3.352	0	0	0
NUEVAS INVERSIONES TEMPORALES	290.551	180.143	208.295	243.568	351.020	183.508	206.758	246.830
TOTAL EGRESOS	1.712.588	1.753.256	1.882.775	1.983.871	1.775.579	1.760.712	1.884.040	1.988.661
AUMENTO (DISM.) DE FONDOS	231.505	85.446	17.004	-56.621	225.860	73.098	5.901	-67.718
(+) FONDOS DISP. AL INICIO	53.472	284.977	370.423	387.427	53.472	279.332	352.430	358.331
SALDO DE FONDOS DISPONIBLES	284.977	370.423	387.427	330.805	279.332	352.430	358.331	290.614

Tabla 6

Fuente: Plan Institucional y Proyecciones Financieras CFN

Elaboración: El Autor

Como se puede analizar, y como se mencionó anteriormente, a pesar de que los saldos disponibles reflejan valores menores al final de los periodos analizados, hay que tomar en consideración que los recursos fueron reinvertidos en compra de nuevas inversiones y que las mismas generaron mayores ingresos productos de la nueva titularización.

Ingresos por Titularización (en miles de US\$)

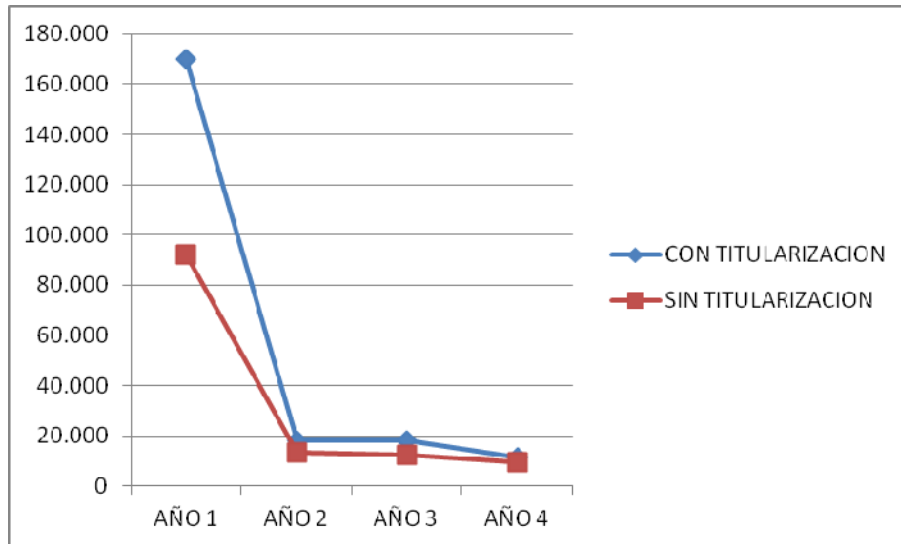


Grafico 6
Fuente: Plan Institucional y Proyecciones Financieras CFN
Elaboración: El Autor

Los ingresos que se muestran son los correspondientes tanto a la venta o colocación de los Valores de Titularización, así como a los excedentes de la misma, una vez que la fiduciaria realiza el pago a los inversionistas y realiza los respectivos aportes al fondo rotativo y a las garantías, de acuerdo a lo establecido al contrato de Fideicomiso, son restituidos al originador, en este caso a la Corporación Financiera Nacional

4.3 Efecto en el Estado de Resultados

4.3.1 Ingresos por Depósitos e Inversiones

Los resultados que se obtienen en el proceso de Titularización permiten que se incrementen en un mayor nivel las utilidades de la CFN, dado básicamente

por el incremento de los ingresos ganados por depósitos e inversiones, ocasionado por la compra de un mayor nivel de activos (inversiones) realizados con los recursos de la venta de la Titularización del portafolio de inversiones de la Institución.

	<i>ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO SIN PROCESO DE TITULARIZACION</i> (en miles de US\$)				<i>ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO CON PROCESO DE TITULARIZACION</i> (en miles de US\$)			
	AÑO 1	AÑO 2	AÑO 3	AÑO 4	AÑO 1	AÑO 2	AÑO 3	AÑO 4
INGRESOS								
Intereses Ganados por Depósitos e Inversiones	12.810	21.669	24.467	20.991	15.094	27.694	28.140	23.365
Intereses Ganados por cartera de Crédito	79.422	92.092	106.940	117.091	79.422	92.092	106.940	117.091
Comisiones Ganadas	2.155	2.078	2.058	2.014	2.155	2.078	2.058	2.014
TOTAL INGRESOS	94.386	115.839	133.464	140.097	96.671	121.864	137.138	142.471
COSTOS								
Crédito Externo	2.594	4.920	3.770	2.833	2.594	4.920	3.770	2.833
Obligaciones con el Público	373	144	287	436	373	144	287	436
Obligaciones	31	12	0	0	31	12	0	0
Operaciones de Reporto y Certificados de inversión	25.992	29.292	37.166	43.794	25.992	29.292	37.166	43.794
Comisiones Pagadas	1.062	844	1.063	1.263	1.349	811	1.041	1.264
TOTAL COSTOS	30.052	35.213	42.287	48.326	30.339	35.179	42.264	48.327
MARGEN FINANCIERO	64.334	80.626	91.178	91.771	66.332	86.685	94.873	94.144
- GASTOS OPERATIVOS	32.727	38.115	40.402	42.827	32.727	38.115	40.402	42.827
- PROVISIONES Y DEPRECIACIONES	19.487	34.103	33.237	23.035	19.487	34.103	33.237	23.035
+ INGRESOS EXTRAORDINARIOS	9.982	8.394	3.711	4.451	9.982	8.394	3.711	4.451
RESULTADO NETO	22.102	16.802	21.249	30.360	24.100	22.861	24.944	32.733

Tabla 7

Fuente: Plan Institucional y Proyecciones Financieras CFN

Elaboración: El Autor

Adicionalmente existe un mayor margen financiero, ya que no se incrementan los egresos financieros, debido a que los nuevos recursos no provienen de créditos u otras fuentes de financiamiento con costos.

La relación entre los ingresos ganados por inversiones entre un proceso con titularización y sin titularización se muestra a continuación:

Ingresos ganados por Depósitos e Inversiones (en miles de US\$)

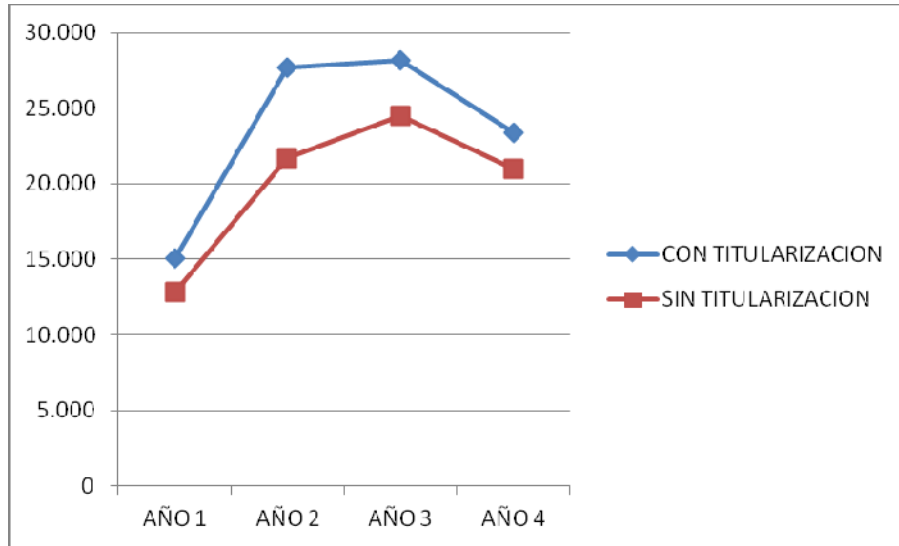


Grafico 7
Fuente: Plan Institucional y Proyecciones Financieras CFN
Elaboración: El Autor

4.3.2 Resultados del ejercicio

Es evidente que los resultados del ejercicio se incrementan cuando existe un proceso de titularización, tal como se muestra en el grafico siguiente, la generación de un mayor nivel de ingresos sin que se generen costos adicionales es el principal beneficio de la aplicación de estos procesos como fuentes alternativas de obtención de recursos.

Resultados del Ejercicio (en miles de US\$)

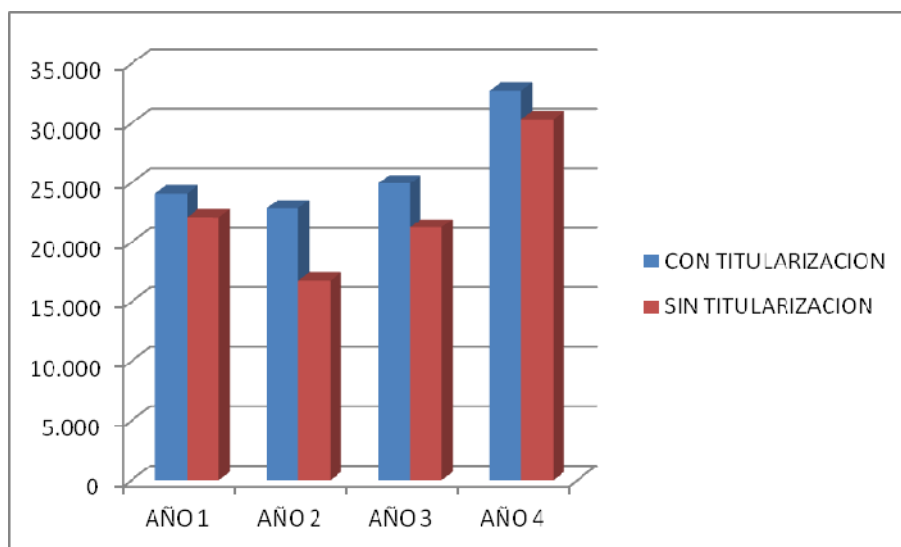


Grafico 8

Fuente: Plan Institucional y Proyecciones Financieras CFN

Elaboración: El Autor

4.4 Efecto en el los Índices Financieros

La Titularización de inversiones por US\$ 78 millones representa menos del 5% del total de activos de la CFN de aproximadamente US\$ 1.57 miles de millones de dólares

Esto representa una variación mínima en los índices financieros. Con el transcurso del tiempo van mejorando debido a la rentabilidad que genera el proceso de titularización, conforme se observa en la siguiente tabla.

**INDICES FINANCIEROS SIN PROCESO DE
TITULARIZACION**

**INDICES FINANCIEROS CON PROCESO
DE TITULARIZACION**

DESCRIPCION	AÑO 1	AÑO 2	AÑO 3	AÑO 4	AÑO 1	AÑO 2	AÑO 3	AÑO 4
1. CAPITAL								
1.1 COBERTURA PATRIMONIAL DE ACTIVOS	248,70%	254,10%	271,53%	290,66%	282,95%	288,00%	308,76%	330,91%
1.2 SOLVENCIA PATRIMONIAL	30,41%	25,49%	23,04%	22,44%	30,09%	25,21%	22,78%	22,19%
2. CALIDAD DE ACTIVOS								
2.1 MOROSIDAD BRUTA TOTAL	4,33%	4,21%	4,09%	3,98%	4,33%	4,21%	4,09%	3,98%
2.2 PROVISIONES / CARTERA EN RIESGO	112,43%	113,19%	116,73%	122,21%	112,43%	113,19%	116,73%	122,21%
3. MANEJO ADMINISTRATIVO								
3.1 ACTIVOS PRODUCTIVOS / PASIVOS CON COSTO	396,44%	663,60%	1061,45%	1485,43%	411,53%	683,45%	1089,05%	1521,65%
3.2 GRADO DE ABSORCION-GTOS OPER/MARGEN	20,49%	18,98%	18,38%	19,63%	20,55%	19,04%	18,39%	19,73%
3.3 GASTOS DE PERSONAL / ACTIVO TOTAL	1,23%	1,11%	1,01%	0,99%	1,23%	1,12%	1,02%	0,99%
3.4 GASTOS OPERATIVOS / ACTIVO TOTAL	2,10%	1,96%	1,78%	1,73%	2,11%	1,96%	1,79%	1,74%
4. RENTABILIDAD								
4.1 RENDIMIENTO OPERATIVO SOBRE ACTIVO - ROA	1,55%	1,17%	1,10%	1,32%	1,09%	1,16%	1,10%	1,31%
4.2 RENDIMIENTO SOBRE PATRIMONIO - ROE	5,08%	4,60%	4,78%	5,90%	3,62%	4,62%	4,84%	5,91%
APALANCAMIENTO	228,84%	292,24%	334,02%	345,66%	232,38%	296,72%	338,92%	350,71%

Tabla 8

Fuente: Plan Institucional y Proyecciones Financieras CFN

Elaboración: El Autor

Los índices de cobertura y solvencia patrimonial, reflejan el incremento de solidez de la institución dado por la reactivación de las inversiones y los resultados que se generan dentro de los estados financieros de la Institución.

El índice de Patrimonio Técnico Constituido sobre los Activos ponderados por riesgo se incrementa en los dos primeros años y se mantiene por encima del 21.0% al final de cada periodo anual, reflejando un adecuado Patrimonio Técnico.

Los índices de eficiencia administrativa decaen por la inclusión de los gastos y costos de la Titularización, sin embargo no representan mayor variación en los índices de la institución.

Los índices de rentabilidad muestran también mejoría con respecto a sus pares sin titularización ya que las utilidades generadas en período con relación al total de activos y al patrimonio son mayores. Para el 2014 se dispondrá de

indicadores más sólidos y se prevé que la rentabilidad se irá incrementando paulatinamente por las reinversiones en los siguientes períodos.

Los índices de liquidez son más altos en el escenario titularizado, los recursos obtenidos por la titularización generan mayor liquidez, y que esta pueda ser direccionada al incremento de las colocaciones en el PFB, ocasionando mayor rendimiento y solidez patrimonial.

CAPITULO V

5 CONCLUSIONES

Es de suma importancia que la Corporación Financiera Nacional, cuente con recursos y pueda realizar uno de sus principales objetivos, como lo es el promover el mercado de capitales, mediante el incremento de la participación de su Programa de Financiamiento Bursátil, por lo que es de vital importancia contar con recursos que permitan la compra de títulos valores en el mercado primario y dinamizar el mercado de valores ecuatoriano.

La Titularización de los flujos correspondientes al portafolio de inversiones perteneciente al Programa de Financiamiento Bursátil, es una alternativa de financiamiento para la Corporación Financiera Nacional que le permitirá continuar impulsando el mercado bursátil ecuatoriano

La Titularización de Portafolio de inversiones CFN permitiría a la Corporación Financiera Nacional generar recursos suficientes y destinarlos a incentivar el mercado bursátil con la compra de mayores emisiones del mercado primario y secundario del sector real de la economía.

Los títulos de la emisión se ven respaldados por inversiones con bajo riesgo que además están cubiertas con los mecanismos de garantías establecidas en el contrato de fideicomiso, lo que los hace más atractivos para los inversionistas y ofrecen una alta rentabilidad generándole mayor ganancia de la

que obtuvieran si invirtieran su dinero a través de los métodos tradicionales de ahorro e inversión.

El portafolio de Inversiones que conforma el patrimonio autónomo ha tenido un buen desempeño, y cumple con las características que le permiten ser atractiva para llevar a cabo el proceso de titularización, ya que no existe niveles o registros de pagos con morosidad, además cuenta con alta valoración al poseer calificación AAA.

El análisis de las proyecciones financieras y los impactos en los mismos, al realizar un proceso de Titularización demuestran que al contar con recursos frescos se podrá continuar con la colocación de recursos a través del mercado de valores.

Los impactos y resultados del estado de situación, del estado de resultados, flujo de caja y de los índices financieros demuestran que es muy viable un proceso de Titularización tiene un efecto positivo en estos estados financieros y sus índices.

La generación de recursos adicionales, permiten dinamizar las inversiones e incrementar los resultados positivos en la Institución, cuyo efecto es el incremento del patrimonio y mejoramiento de la solvencia Institucional.

Con este proceso la CFN obtiene mayor rendimiento, se produce rotación del capital, y efecto multiplicador del dinero, aspectos convenientes para que la

Corporación Financiera Nacional, incremente el desarrollo del mercado y bolsas de valores y en especial para el sector productivo de los emisores.

La titularización permite además otorgar mayor liquidez a la Corporación Financiera Nacional por medio de la aceleración de flujos futuros, que va a permitir contar con mayores recursos, que pueden ser destinados a futuras inversiones que contribuyan con el desarrollo social y económico del país.

La Titularización del portafolio de inversiones CFN, le brinda a esta institución la posibilidad de incrementar su capacidad de financiamiento a bajo costo financiero, sin tener que buscar otras fuentes con costos y tasas de interés altos que disminuyen su rentabilidad.

Ofrece múltiples beneficios para los participantes del proceso, permitiendo mejorar la estructura del balance de la institución financiera originadora, que se ve reflejado en el incremento de los ratios de liquidez, rentabilidad, cobertura patrimonial y margen financiero.

En un horizonte de largo plazo y haciendo de la Titularización una fuente recurrente de recursos, genera un efecto multiplicador de los mismos, incrementando los ingresos por la generación de nuevo portafolio, el cual servirá para futuras titularizaciones, incrementando en el tiempo las utilidades de la entidad.

Bibliografía

Dr. Rubén Darío Andrade, Legislación Económica del Ecuador, 7ma. Edición, 2003.

BRAVO ARTEAGA, Juan Rafael, Derecho Tributario. Escritos y Reflexiones, Primera Edición, 2008

Ley Orgánica de la Corporación Financiera Nacional

Ley de Compañías

Ley de Mercado de Valores

Informe Estructuración Financiera Segunda Titularización Portafolio CFN

<http://www.investopedia.com/terms/f/fanniemae.asp>

<http://www.sec.gov/answers/mortgagesecurities.htm>

<http://www.finpipe.com/assback.htm>

<http://www.investorwords.com/>

<http://www.derechoecuador.com/>

<http://www.supercias.gov.ec/>

<http://www.gruposantander.es/>

<http://www.bolsadequito.info/>

<http://inverjuvi.over-blog.es/article-mercados-financieros-75199338.html>

<http://www.gestiopolis.com/recursos/documentos/fulldocs/fin/bolsasmundo.htm>