

**ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL**

**FACULTAD DE CIENCIAS HUMANÍSTICAS Y  
ECONÓMICAS**

**Carrera de Economía con Mención en Gestión  
Empresarial**



**TESIS DE GRADO**



**Previa a la Obtención del Título de:**

**ECONOMISTA CON MENCIÓN EN GESTIÓN EMPRESARIAL**

**Especialización: Finanzas**

**PROYECTO DE TITULARIZACIÓN DE CARTERA DE CRÉDITO  
COMERCIAL COMO MÉTODO PARA OBTENER RECURSOS  
FINANCIEROS EN EL SECTOR BANCARIO**

**CASO APLICADO A UN BANCO**

**PRESENTADO POR:**

**KAREN LISSETH SÁNCHEZ ORTIZ**

**DIANA ELIZABETH ESPINOZA POMA**

**Guayaquil-Ecuador**

**2008**

## **AGRADECIMIENTO**

**A Dios por darnos la fortaleza para culminar nuestra  
carrera universitaria.**

**A nuestros padres por el cariño, el apoyo y las palabras  
de aliento que supieron guiarnos durante nuestra vida  
estudiantil.**

**A los profesores por compartir con nosotras sus  
conocimientos.**

**A nuestros amigos por el compañerismo y solidaridad  
demostrada en el transcurso de estos años.**

**Diana Espinoza Poma  
Karen Sánchez Ortiz**

## **DEDICATORIA**

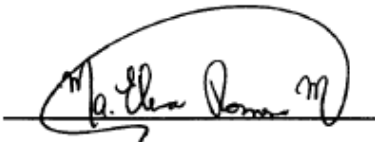
**A Dios, nuestros padres,  
familiares y amigos.**

# TRIBUNAL DE GRADO



Ing. Oscar Mendoza Macias, Decano

**PRESIDENTE**



Msc. María Elena Romero Montoya

**DIRECTORA DE TESIS**



Ec. Washington Macias Rendon

**VOCAL PRINCIPAL**



Ec. José González Zambrano

**VOCAL PRINCIPAL**

## DECLARACIÓN EXPRESA

La responsabilidad del contenido de esta Tesis de Grado,  
Corresponde exclusivamente a las autoras; y al patrimonio intelectual  
De la misma ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL.

  
**Diana Elizabeth Espinoza Poma**

  
**Karen Lisseth Sánchez Ortiz**

## **RESUMEN**

Este proyecto tiene por objeto analizar la titularización cómo una herramienta moderna, que permite obtener recursos a través del mercado de valores. Estos recursos pueden ser reinvertidos y usados para mejorar los diferentes negocios de una empresa. Para conseguirlo, consideramos un enfoque general sobre los proyectos que han tenido lugar en Ecuador a través de los fideicomisos mercantiles. Asimismo, se analizaron las características del portafolio de crédito y los flujos de caja esperados que pueden ser titularizados, sometiéndolas a distintos escenarios. Esto, con el objetivo de garantizar el pago puntual a los inversores, teniendo en cuenta los datos reales de un banco en particular. El resultado fue una mejora de los indicadores financieros como el aumento de la liquidez, aumento de la rentabilidad, el aumento de cobertura de activos y margen financiero.

# ÍNDICE GENERAL

	Pág. No.
<b>TRIBUNAL DE GRADO</b>	<b>IV</b>
<b>DECLARACIÓN EXPRESA</b>	<b>V</b>
<b>INTRODUCCIÓN</b>	<b>XI</b>
<b>CAPÍTULO I</b>	
<b>EL MERCADO FINANCIERO</b>	
<b>1.1 Clasificación del los Mercados Financieros.....</b>	<b>13</b>
<b>1.2 Mercado de Valores.....</b>	<b>16</b>
<b>1.2.1 Características del Mercado de Valores.....</b>	<b>17</b>
<b>1.2.2 Estructura del Mercado de Valores.....</b>	<b>19</b>
<b>1.2.2.1 Organismo Regulador del Mercado de Valores.....</b>	<b>19</b>
<b>1.2.2.2 Organismo de Control del Mercado de Valores.....</b>	<b>21</b>
<b>1.3 Las Bolsas de Valores.....</b>	<b>23</b>
<b>1.3.1 Características de las Bolsas de Valores.....</b>	<b>24</b>
<b>1.3.2 Rol de las Bolsas de Valores en la Economía.....</b>	<b>25</b>
<b>1.4 El Sistema Financiero Ecuatoriano.....</b>	<b>27</b>
<b>1.4.1 Sistema Financiero Privado.....</b>	<b>27</b>
<b>1.4.1.1 Clasificación del Sistema Financiero Ecuatoriano.....</b>	<b>27</b>
<b>1.4.2 Sistema Financiero Público.....</b>	<b>28</b>
<b>1.5 Bancos, Sociedades Financieras o Corporaciones de Inversión y     Desarrollo .....</b>	<b>33</b>
<b>1.5.1 Segmentos de Créditos establecidos para el Sistema Bancario.....</b>	<b>33</b>
<b>1.5.1.2 Crédito de Consumo.....</b>	<b>35</b>
<b>1.5.1.3 Microcrédito.....</b>	<b>37</b>
<b>1.5.1.4 Créditos destinados a Vivienda .....</b>	<b>39</b>
<b>CAPÍTULO II</b>	
<b>LA TITULARIZACIÓN</b>	
<b>2.1 Pasos a seguir en un Proceso de Titularización.....</b>	<b>41</b>
<b>2.2 Titularización de Cartera de Crédito.....</b>	<b>42</b>
<b>2.3 Aspectos Legales de la Titularización.....</b>	<b>43</b>
<b>2.3.1 Partes que intervienen en el Proceso de Titularización.....</b>	<b>44</b>
<b>2.3.2 Otros Agentes Vinculados al Proceso de Titularización.....</b>	<b>48</b>
<b>2.3.3 Mecanismos para Titularizar .....</b>	<b>50</b>
<b>2.3.4 Transferencia de Dominio.....</b>	<b>51</b>
<b>2.3.5 Activos Susceptibles de Titularizar .....</b>	<b>52</b>
<b>2.3.6 Mecanismos de Garantía.....</b>	<b>53</b>
<b>2.4 Títulos Emitidos por Titularización .....</b>	<b>55</b>
<b>2.5 Ventajas de la Titularización.....</b>	<b>58</b>
<b>2.5.1 Ventajas para Originador .....</b>	<b>58</b>
<b>2.5.2 Ventajas para Inversionistas .....</b>	<b>58</b>
<b>2.5.3 Ventajas para Mercado Bursátil .....</b>	<b>58</b>

<b>2.6</b>	<b>Costos en un Proceso de Titularización .....</b>	<b>59</b>
	2.6.1 Costos de Estructuración.....	59
	2.6.2 Costos de Calificación de Riesgos.....	60
	2.6.3 Costos de Inscripción en el Registro del Mercado de Valores.....	61
	2.6.4 Costos del Agente de Manejo .....	61
	2.6.5 Costo del Agente Pagador .....	61
	2.6.6 Costo de Custodio .....	62
	2.6.7 Costo de Auditoría Externa del Fideicomiso.....	62
	2.6.8 Otros Costos.....	63
	2.6.9 Componentes de los Costos de Colocación Primaria.....	63
<b>2.7</b>	<b>Experiencia de la Titularización en el Ecuador.....</b>	<b>65</b>
	2.7.1 Titularización de Flujos.....	67
	2.7.2 Titularización de Cartera.....	68
	2.7.3 Titularización de Proyectos Inmobiliarios.....	68

### **CAPÍTULO III**

#### **PROCESO DE TITULARIZACIÓN (Ejemplo Práctico Aplicado a un Banco)**

<b>3.1</b>	<b>Selección de Cartera.....</b>	<b>69</b>
<b>3.2</b>	<b>Indicadores de Calidad del Activo que conformará el Patrimonio Autónomo .....</b>	<b>70</b>
	3.2.1 Participación de la Cartera Comercial en la Cartera Bruta del Sistema Bancario.....	70
	3.2.2 Valoración de la Cartera.....	71
	3.2.3 Cobertura de la Cartera de Crédito Comercial Improductiva.....	72
	3.2.4 Morosidad de la Cartera Comercial.....	73
<b>3.3</b>	<b>Riesgos Inherentes a la Titularización .....</b>	<b>74</b>
	3.3.1 Riesgo Pre-Pago .....	74
	3.3.2 Riesgo de Crédito .....	75
	3.3.3 Riesgo de Tasa de Interés .....	75
	3.3.4 Riesgo del Entorno .....	75
<b>3.4</b>	<b>Índice de Siniestralidad .....</b>	<b>76</b>
<b>3.5</b>	<b>Resumen del Contrato de Fideicomiso Mercantil “Titularización de Cartera de Crédito Comercial” .....</b>	<b>77</b>
	3.5.1 Comparecientes.....	77
	3.5.2 Objeto de la Titularización .....	78
	3.5.3 Información y Rendición de Cuentas .....	78
	3.5.4 Derechos y Obligaciones de las Partes .....	79
	3.5.4.1 Derechos y Obligaciones de los Inversionistas.....	79
	3.5.4.2 Derechos y Obligaciones del Originador o Constituyente.....	80
	3.5.4.3 Derechos y Obligaciones del Agente de Manejo (Fiduciaria).....	82
	3.5.5 Honorarios de la Fiduciaria .....	83
	3.5.6 Duración.....	83
	3.5.7 Causales de Sustitución de Fiduciaria.....	84
	3.5.8 Renovación del Fiduciario.....	84
	3.5.9 Terminación.....	85
<b>3.6</b>	<b>Características de la Emisión.....</b>	<b>85</b>
	3.6.1 Monto Total de la Emisión.....	85



3.6.2	Plazo de la Oferta Pública .....	86
3.6.3	Destinatarios.....	86
3.6.4	Procedimientos para la Colocación .....	86
3.6.5	Características de los Valores a Emitir .....	86
3.6.5.1	Tipos de Valores a Emitir .....	86
3.6.5.2	Denominación de los Títulos: VTC – DFG .....	86
3.6.5.3	Valor Nominal de los Valores a Emitir .....	86
3.6.5.4	Plazo de la Emisión.....	86
3.6.5.5	Rendimiento de los Valores de Contenido Crediticio.....	87
3.7	Costos Referenciales.....	88
3.8	Análisis de los Flujos Esperados de la Cartera a Titularizar.....	89
3.9	Mecanismos de Garantía.....	89
3.10	Calificación de Riesgos.....	91
3.11	Análisis de los Efectos de la Titularización de Cartera de Crédito	91
3.11.1	Efectos sobre la Institución Originadora .....	91
3.11.2	Efectos en el Mercado de Valores y el Sector Empresarial.....	95
	<b>CONCLUSIONES.....</b>	<b>97</b>
	<b>BIBLIOGRAFÍA.....</b>	<b>99</b>
	<b>ANEXOS.....</b>	<b>100</b>

## ÍNDICE DE TABLAS

		Pág. No.
Tabla No. 1.5.1.1.1	Niveles de Ventas establecidos para el Sector Comercial Corporativo .....	34
Tabla No. 3.2.1.1	Participación de la Cartera Comercial en la Cartera Bruta del Sistema Bancario.....	71
Tabla No. 3.4.1	Índice de Siniestralidad para Escenario Probable .....	76
Tabla No. 3.4.2	Índice de Siniestralidad para Escenario Pesimista .....	76
Tabla No. 3.4.3	Índice de Siniestralidad para Escenario Optimista .....	77
Tabla No. 3.7.1	Costos Referenciales.....	88
Tabla No. 3.11.1.1	Resumen del Efecto sobre los Ratios de Liquidez y Rentabilidad .....	94

## **INTRODUCCIÓN**

La titularización es un 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.

Dicho mecanismo, está siendo un ente generador de recursos para el mercado de capitales en diferentes países del mundo, mediante el cual se obtiene financiamiento a través de los activos de una empresa, siendo las entidades financieras el principal usuario de este mercado.

La titularización de carteras de créditos se presenta como una opción atractiva para el sector bancario ya que se trata de un esquema de financiamiento moderno mediante el cual se pueden obtener recursos, desprendiéndose de activos que le generan costos operativos, permitiendo un mayor dinamismo del mercado financiero global.

Para el siguiente estudio hemos tomado la cartera de crédito comercial de un banco en particular; que comprende cartera Pymes y Corporativa, y se pretende evaluar una alternativa para el sector Bancario ecuatoriano que le permita generar mayores flujos de efectivo sin recurrir a endeudamiento externo, a través de la liberación de recursos, que permita generar nuevos créditos destinados al fomento y desarrollo del sector empresarial.

De ésta manera, con la titularización de la cartera comercial se evaluará los potenciales beneficios que obtendrá el sector bancario al incorporar este instrumento financiero, como herramienta de financiamiento para futuras colocaciones.

Con ayuda de información de fuente primaria y secundaria, se analizará la calidad de la cartera a titularizar que conformará el patrimonio autónomo, tomando en cuenta la evolución de la misma, indicadores de morosidad y la cobertura de la cartera de crédito improductiva. Explicando también las características relacionadas con un contrato de fideicomiso y el análisis de los flujos proyectados, resaltando los potenciales beneficios que ofrece esta moderna herramienta de financiamiento a los participantes del proceso.

# CAPITULO I

## EL MERCADO FINANCIERO

Es el que permite canalizar recursos financieros de aquellos agentes que tienen excedentes de estos recursos (*ahorristas*) hacia los agentes económicos con déficit de los mismos (*empresarios*), a fin de dinamizar la producción y la generación de riqueza<sup>1</sup>.

### 1.1 CLASIFICACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS<sup>2</sup>

EL mercado financiero puede clasificarse de varias formas, para efectos del siguiente estudio se lo clasificará de tres formas:

---

<sup>1</sup> BANCO CENTRAL DEL ECUADOR, Dpto. Investigaciones Económicas, Eco. Carlos Ochoa K., 2008, "El mercado de valores y su rol en la economía"

<sup>2</sup> BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL, 2008, "Guía didáctica del Mercado de Valores"

#### a) **Clasificación de acuerdo al plazo.**

**Monetario.-** Se incluye activos altamente líquidos, tales como: billetes, monedas y depósitos a la vista, que fundamentalmente se destinan a operaciones de préstamos de muy corto plazo y el financiamiento del déficit fiscal. La institución tradicional de este mercado es el Banco Central.

**De crédito o Dinero.-** En el se negocian activos financieros de corto plazo para satisfacer principalmente necesidades de tipo coyuntural de las empresas que le originan baches financieros. Los intermediarios que atienden este mercado son los bancos comerciales, financieras y demás instituciones financieras.

**De valores o Capitales.-** Este mercado ofrece y demanda fondos para financiar proyectos de mediano y largo plazo, es decir, que tienen un año o más de vencimiento. Las instituciones clásicas son la Bolsa de Valores, cuya función principal es convertir los recursos de corto en largo plazo y viceversa.

**De productos derivados.-** En ellos se negocian futuros y opciones.<sup>3</sup>

**Una opción** es un contrato entre dos partes por el cual una de ellas adquiere sobre la otra el derecho, pero no la obligación, de comprarle o de venderle una cantidad determinada de un activo a un cierto precio y

---

<sup>3</sup> [www.meff.com](http://www.meff.com), Introducción al Mercado de Futuros y Opciones

en un momento futuro. Existen dos tipos básicos de opciones: opciones de compra (call) y opciones de venta (put).

**Un contrato de futuros** es un acuerdo negociado en una bolsa o mercado organizado, que obliga a las partes contratantes a comprar o vender un número de bienes o valores (activo subyacente) en una fecha futura, pero con un precio establecido de antemano.

#### **b) De acuerdo a los valores emitidos**

**Mercado primario.-** Es donde se compra y se vende un título-valor que sale al mercado por primera vez.

**Mercado secundario.-** Es aquel donde se intercambian valores ya existentes; la importancia de este mercado radica en que se permite que los papeles negociados en el mercado primario tengan una mayor liquidez. Es considerado el más activo e importante para los administradores financieros ya que es aquí donde se establecen los precios de las acciones de las empresas.

#### **c) De acuerdo al intermediario**

**Intermediación Financiera.-** en este mercado los recursos de los ahorristas e inversionistas se transfieren primero a una institución financiera, generalmente un banco, que a su vez se encarga de realizar una evaluación de riesgo y crediticia para colocarlo en diferentes sectores de actividad empresarial, como es obvio, el intermediario entre

sus costos se margina una utilidad. Entre las instituciones que forman parte de este mercado tenemos: los bancos, instituciones financieras, mutualistas de ahorro y crédito, etc.

**Desintermediación Financiera.-** En este mercado, también conocido como el Mercado de Valores, las empresas captan fondos directamente de los ahorristas y de los inversionistas sin la necesidad de un intermediario, esto se consigue a través de la emisión de títulos-valores sea de deuda o de patrimonio que luego son negociados en la Bolsa de Valores.

## **1.2 MERCADO DE VALORES**

Es el segmento del mercado financiero que reúne a oferentes e inversionistas de valores sin la participación de intermediarios financieros. Los oferentes son los que necesitan financiarse y pueden ser, entre otros, los organismos gubernamentales, compañías financieras y del sector real de la economía; por otro lado, los demandantes de valores son inversionistas y grandes fondos o instituciones de inversión llamados inversionistas institucionales.<sup>4</sup>

---

<sup>4</sup> SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑIAS, "Guía sobre el Mercado de Valores en el Ecuador".



### 1.2.1 CARACTERÍSTICAS DEL MERCADO DE VALORES<sup>5</sup>

Está compuesto por tres segmentos: el bursátil, el extrabursátil y el privado. Cada uno de ellos con diferentes partícipes y limitados por diferentes resoluciones, de acuerdo con lo establecido en la Ley del Mercado de Valores expedida en Julio de 1998.

**Mercado Bursátil.-** Está conformado por ofertas, demandas y negociaciones de valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores y en las bolsas de valores, realizadas en éstas por los intermediarios de valores autorizados.

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

**Mercado extrabursátil.-** Es el que se desarrolla fuera de las bolsas de valores, con la participación de intermediarios de valores autorizados e inversionistas institucionales, con valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores.

**Inversionistas institucionales.-** Lo conforman las entidades del sistema financiero: públicas y privadas, las mutualistas de ahorro y crédito para la vivienda, las cooperativas de ahorro y crédito que realicen intermediación

---

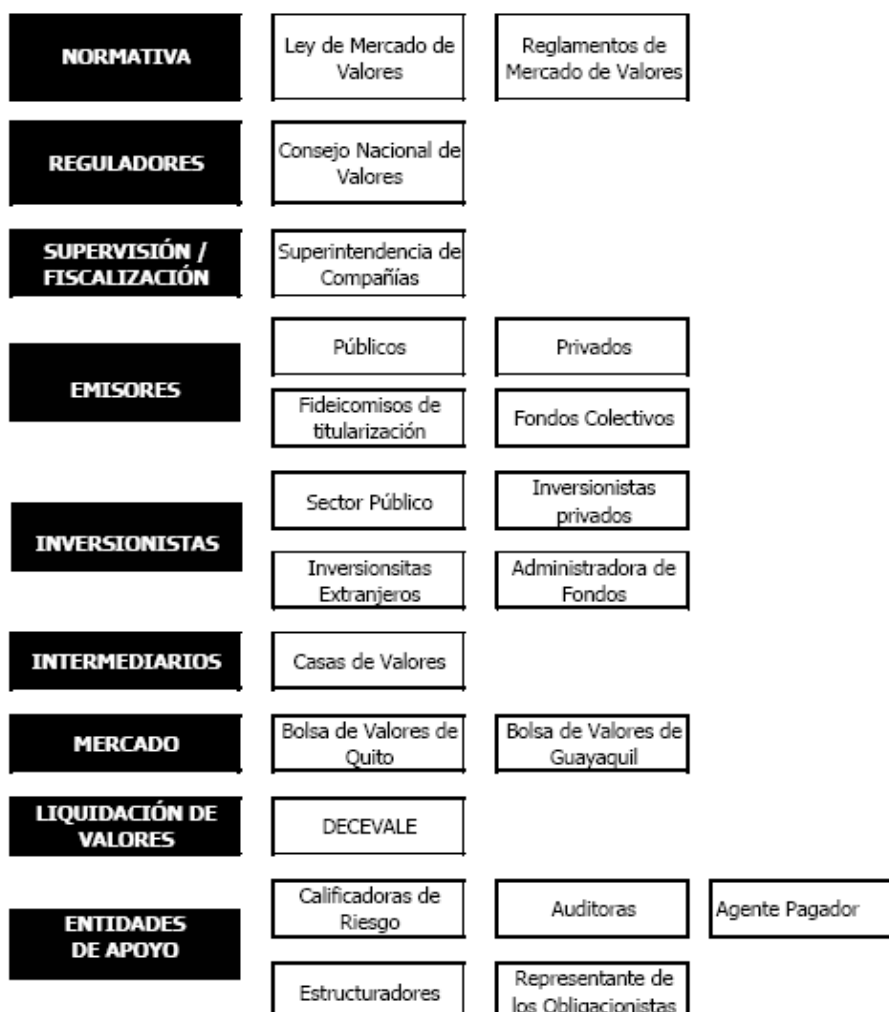
<sup>5</sup> BANCO CENTRAL DEL ECUADOR, Dpto. Investigaciones Económicas de Quito, Eco. Sandra Pazmiño, 2000, "Rol Del Mercado De Valores En El Ahorro Interno".

financiera con el público, las compañías de seguros y reaseguros, las corporaciones de garantía y retrogarantía, las sociedades administradoras de fondos y fideicomisos, en atención a que el giro principal de aquéllas sea la realización de inversiones en valores u otros bienes y que el volumen de las transacciones u otras características permitan calificar de significativa su participación en el mercado.

Los inversionistas institucionales operan en el mercado bursátil por intermedio de las casas de valores, cuando fuere el caso, y en el mercado extrabursátil a través de operadores, bajo responsabilidad solidaria, los mismos que deberán estar inscritos en el Registro del Mercado de Valores.

**Mercado privado.-** Son aquellas negociaciones que se realizan en forma directa entre el comprador y el vendedor, sin la intervención de intermediarios de valores o inversionistas institucionales, sobre valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores, o cuando estando inscritos, son producto de transferencias de acciones originadas en fusiones, escisiones, herencias, legados, donaciones y liquidaciones conyugales o de hecho.

## 1.2.2 ESTRUCTURA DEL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO<sup>6</sup>



Fuente: SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS, Guía sobre el Mercado de Valores

### 1.2.2.1 ORGANISMO REGULADOR DEL MERCADO DE VALORES

El Mercado de Valores está regulado por el CONSEJO NACIONAL DE VALORES, el cual se encuentra integrado por siete miembros: Cuatro del

<sup>6</sup> SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS, Guía sobre el Mercado de Valores,

sector público; el Superintendente de Compañías, quien lo presidirá; un delegado del Presidente de la República; el Superintendente de Bancos y Seguros, el Presidente del Directorio del Banco Central del Ecuador; y tres personas que representen al sector privado designados por el Presidente de la República de las ternas enviadas por el Superintendente de Compañías.

Las funciones básicas del Consejo Nacional de Valores son:

- a) Regular el mercado de valores e impulsar su desarrollo, mediante el establecimiento de políticas y mecanismos de fomento y capacitación del mismo.
- b) Establecer 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.
- c) Regular los procesos de titularización, su oferta pública, así como, la información que debe provenir de éstos para la difusión al público.
- d) Conocer, analizar e informar sobre los proyectos de reformas a la Ley de Mercado de Valores y su Reglamento General, previa su remisión a la Presidencia de la República.
- e) Regular las inscripciones en el Registro del Mercado de Valores y su mantenimiento.
- f) 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.

- g) Velar por la observancia y cumplimiento de las normas que rigen el mercado de valores.
- h) 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.

#### **1.2.2.2 ORGANISMO DE CONTROL DEL MERCADO DE VALORES**

El Organismo de Control del Mercado de Valores es la SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍA que además de las funciones establecidas por la Ley de Compañías tendrá entre sus principales atribuciones:

- a) Ejecutar la política general del mercado de valores dictada por el Consejo Nacional de Valores (C.N.V).
- b) 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.

- c) Conocer y sancionar, en primera instancia, las infracciones a la presente Ley, a sus reglamentos, resoluciones y demás normas secundarias.
- d) 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
- e) 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.
- f) 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.
- g) Organizar y mantener el Registro del Mercado de Valores.

- h) Disponer la suspensión o cancelación de la Oferta Pública y de la Inscripción en el Registro del Mercado de Valores de las instituciones o valores sujetos a la Ley de Mercado de Valores o sus normas complementarias, cuando se presenten indicios de fraude o falsedad en la información proporcionada, debiéndose poner tal hecho en conocimiento del C.N.V. en la sesión inmediatamente posterior.
- i) 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.

### **1.3 LAS BOLSAS DE VALORES**

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

La Bolsa de Valores es un mercado en el que participan intermediarios (operadores de valores, representantes de casas de valores) debidamente autorizados con el propósito de realizar operaciones, por encargo de sus clientes, sean estas de compra o venta, de títulos valores (acciones, pagarés, bonos, etc.) emitidos por empresas inscritas en ella (emisores).

El objeto principal de una Bolsa de Valores es brindar a sus miembros los servicios y mecanismos requeridos para la negociación de valores.<sup>7</sup>

### **1.3.1 CARACTERÍSTICAS DE LAS BOLSAS DE VALORES<sup>8</sup>**

Entre las principales características de las Bolsas de Valores están:

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

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

**Mercado Perfecto.-** Un mercado es perfecto si cumple con los principios de indiferencia, es decir, que los bienes sean homogéneos, sin preferencia por

---

<sup>7</sup> PAGINA WEB DE LA BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL.

<sup>8</sup> BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL, 2008, "Guía didáctica del Mercado de Valores"



la razón de la persona del comprador o vendedor, de este modo, a los plazos iguales los precios son iguales, y por supuesto, que las operaciones se consuman en el mismo mercado.

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

### **1.3.2 ROL DE LAS BOLSAS DE VALORES EN LA ECONOMÍA<sup>9</sup>**

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

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

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

---

<sup>9</sup> BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL, 2008, "Guía didáctica del Mercado de Valores"

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

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

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

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

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

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

## **1.4 EL SISTEMA FINANCIERO ECUATORIANO<sup>10</sup>**

El sistema financiero comprende: las Instituciones del Sistema Financiero Privado y las Instituciones del Sistema Financiero Público.

### **1.4.1 SISTEMA FINANCIERO PRIVADO**

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

#### **1.4.1.1 CLASIFICACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO PRIVADO**

La Ley clasifica a las instituciones del sistema financiero privado en: financieras, de servicios financieros y de servicios auxiliares.

**Instituciones Financieras.-** Comprenden los bancos, las sociedades financieras o las corporaciones de inversión y desarrollo. Además forman parte de este grupo las mutualistas de ahorro y crédito para la vivienda y las cooperativas de ahorro y crédito que realizan intermediación financiera con el público, regularizadas por la Superintendencia de Bancos y Seguros.

---

<sup>10</sup> RÉGIMEN FINANCIERO Y MONETARIO TOMO I

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

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

**Instituciones de Servicio Auxiliares.-** Entre estas están: los servicios de cobranzas, cajeros automáticos, servicios contables, servicios de computación, fomento a las exportaciones, inmobiliarias propietarias de bienes destinados a uso de oficinas de una sociedad controladora o Institución Financiera, aquellas otras que fuesen clasificadas por la Superintendencia de Bancos y Seguros.

#### **1.4.2 SISTEMA FINANCIERO PÚBLICO**

Está constituido por las Instituciones Financieras del Sector Público y se rige por sus propias leyes en lo relativo a su creación, actividades, funcionamiento y organización. Están sujetas a la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero en lo referente a la aplicación de

normas de solvencia y prudencia financiera y al control de la Superintendencia de Bancos y Seguros.

Estás instituciones son:

- **El Banco Central del Ecuador**

Su objetivo principal es promover el desarrollo económico y la estabilidad financiera del Ecuador mediante el análisis, evaluación, diseño y ejecución de políticas e instrumentos económico-financieros, tendientes a mejorar, con equidad y justicia social, la calidad de vida de sus habitantes.

- **El Banco del Estado**

Su objetivo principal es financiar estudios, programas, proyectos, obras y servicios encaminados a la provisión de servicios públicos, cuya prestación es responsabilidad del Estado, sea que los preste directamente o por delegación a empresas mixtas, a través de las diversas formas previstas en la actual Constitución y en la ley de Modernización del Estado. También, el banco puede financiar programas del sector público, calificados por el Directorio como proyectos que contribuyan al desarrollo socioeconómico nacional y prestar servicios bancarios - financieros facultados por la ley.

- **El Banco Ecuatoriano de la Vivienda**

Su objetivo principal es ser el eje financiero de la Política de Desarrollo Habitacional del Estado, mediante la gestión profesional, eficiente, creativa, liderando la colocación de productos y servicios para satisfacer las

necesidades de los mercados objetivos, los cuales son el mercado hipotecario y financiero. De esta manera se cubrirá la demanda de viviendas de interés social y su financiamiento con suficientes recursos, así también con la participación dinámica del sector privado.

- **El Banco Nacional de Fomento**

Su principal rol dentro del sistema financiero, es actuar como una Banca de Desarrollo contribuyendo al desarrollo socio – económico del país. Por esto, su objetivo principal es brindar productos y servicios financieros competitivos e intervenir como ejecutor de la política de gobierno para apoyar a los sectores productivos y a sus organizaciones.

- **La Corporación Financiera Nacional**

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

## **1.5 BANCOS, SOCIEDADES FINANCIERAS O CORPORACIONES DE INVERSIÓN Y DESARROLLO**

A medida que fueron evolucionando las relaciones comerciales y la complejidad de la economía moderna, las funciones del sistema bancario fueron cambiando, siendo así, la administración de los recursos monetarios con el consiguiente beneficio por el empleo de los mismos su actividad actual.

Las instituciones bancarias son un tipo de intermediarias financieras encargadas de captar del público los recursos del capital y de transferirlos a los sectores productivos. Para este efecto, trasladan valores que han sido depositados en su poder por clientes que no lo necesitan en ese momento a otros clientes que no dispones de esos recursos y que tienen objetivos económicos.

**LA INTERMEDIACIÓN FINANCIERA.-** Se refiere a la persona o entidad que actúa como agente mediador entre dos sujetos, movilizandoo dinero e instrumentos de pagos. El intermediario financiero recibe los recursos del público para a su vez trasladarlos a otros agentes que lo requieren en ese momento.

La intermediación supone la interrelación entre tres sujetos, siendo el intermediario el que efectúa operaciones directas con los otros sujetos provocando con ello la movilización del dinero y de valores al captarlos del

público para utilizarlos total o parcialmente en operaciones de crédito o de inversión.

Los Bancos, las Sociedades Financieras o las Corporaciones de Inversión y Desarrollo tienen una característica común: ser intermediarios financieros. Los Bancos son las únicas instituciones que pueden recibir recursos del Público en depósitos a la vista y conceder créditos en cuenta corriente.

Unos y otros son encargados de concentrar y regular las operaciones de crédito, constituyen generalmente sociedades anónimas que realizan múltiples operaciones comerciales; pero los bancos actúan especialmente sobre la base de los depósitos a la vista a plazo de los clientes. En cambio, las sociedades financieras o corporaciones de inversión y desarrollo, si bien se encargan de concentrar y regular operaciones de crédito, su base son los depósitos a plazo (obligaciones exigibles al vencimiento de un periodo no menor de treinta días.

Considerando las excepciones de recibir depósitos a la vista y la concesión de créditos en cuenta corriente, los bancos, las sociedades financieras y las corporaciones de inversión y desarrollo pueden indistintamente realizar las siguientes operaciones autorizadas por la Ley: recibir depósitos a plazo, asumir obligaciones por cuenta de terceros a través de aceptaciones, endosos o avales de títulos de crédito, garantías, fianzas, cartas de crédito o cualquier otro documento acorde con las normas y usos internacionales, emitir obligaciones y cédulas hipotecarias



garantizadas con sus activos y patrimonio, recibir préstamos y aceptar créditos de instituciones financieras, otorgar préstamos hipotecarios, prendarios o quirografarios, negociar documentos que representen obligación de pagos creados por ventas o créditos, anticipar fondos con respaldo de los documentos anteriores y negociar documentos resultantes de operaciones de comercio exterior.

### **1.5.1 SEGMENTOS DE CRÉDITOS ESTABLECIDOS PARA EL SISTEMA BANCARIO<sup>11</sup>**

El Banco Central ha definido los segmentos de crédito de la siguiente manera:

#### **1.5.1.1 CRÉDITOS COMERCIALES**

Se entiende por créditos comerciales, todos aquellos otorgados a sujetos de crédito, cuyo financiamiento esté dirigido a las diversas actividades productivas. Las operaciones de tarjetas de crédito corporativas, se considerarán créditos comerciales, así como también los créditos entre instituciones financieras.

Dentro de este segmento están:

---

<sup>11</sup> DIRECTORIO BANCO CENTRAL, Regulación No. 153, 2007, Capítulo VIII disposiciones generales, Art. 8

**Comercial Corporativo.-** Son aquellas operaciones de crédito otorgadas a empresas cuyas ventas anuales sean iguales o superiores al nivel que consta en la tabla No 1.5.1.1, dependiendo del sector económico al que pertenecen. Se incluye en este segmento las operaciones de crédito instrumentadas a favor de tarjeta habientes titulares de este segmento.

**Tabla No. 1.5.1.1.1**

**NIVELES DE VENTA ESTABLECIDOS PARA EL SECTOR COMERCIAL CORPORATIVO**

Sector Económico	Nivel de Ventas anuales mínimas del Sector Comercial Corporativo (millones USD)
Servicios	9.2
Minas y canteras, Manufactura y Electricidad	5.7
Comercio	14.7
Construcción	2.6
Agropecuario, silvicultura y pesca	1.9

**Fuente: Instructivo de Tasas de Interés Banco Central del Ecuador**

**Comercial PYMES.-** Son aquellas operaciones de crédito dirigidas a pequeñas y medianas empresas (PYMES) cuyas ventas anuales sean iguales o superiores a USD 100.000 e inferiores a los niveles de ventas anuales mínimos del segmento comercial corporativo que se detalla en la tabla anterior dependiendo del sector económico al que pertenecen. También forma parte de este segmento las operaciones de crédito dirigidas a personas naturales que ejercen su trabajo como profesionales en libre ejercicio y registran un nivel de ingresos totales anuales por servicios prestados dentro de su actividad profesional, iguales o superiores a USD 40.000. Se incluye en este segmento las operaciones de crédito

instrumentadas a favor de tarjeta habientes titulares constituidos exclusivamente como personas jurídicas dentro de este segmento.

Se entiende por profesional en libre ejercicio a toda persona con título universitario, politécnico o tecnológico que presta servicios a otras personas, sin relación de dependencia, por sí misma o en asociación con otras personas y percibe un ingreso en forma de honorarios, participaciones u otra retribución distinta al sueldo, salario o remuneración.

## **REQUISITOS PARA ACCEDER A CRÉDITOS COMERCIALES**

Para acceder a este tipo de financiamiento, las empresas deben otorgar mucha información al banco sobre sus operaciones y los flujos de ingreso y gasto que genera, con el objetivo de garantizar el pago del crédito que se le otorga.

Entre los que se puede mencionar están:

- Balances y Estados Financieros
- Declaraciones de IVA e Impuesto a la Renta
- Buen manejo de Buró de Crédito
- Respaldos Patrimoniales
- Garantías

### **1.5.1.2 CRÉDITO DE CONSUMO**

Son créditos de consumo otorgados por las instituciones controladas a personas naturales asalariadas y/o rentistas que tengan por destino la adquisición de bienes de consumo o pago de servicios. Generalmente se

amortizan en función de un sistema de cuotas periódicas y cuya fuente de pago es el ingreso neto mensual promedio del deudor, entendiéndose por este, el promedio de los ingresos brutos mensuales del núcleo familiar menos los gastos familiares estimados mensuales.

Son personas naturales asalariadas las personas que trabajan en relación de dependencia sea en el sector público o privado y reciben un pago por su trabajo sea sueldo, salario, jornal o remuneración.

Son personas naturales rentistas aquellas personas que no trabajan (económicamente inactiva) pero perciben ingresos periódicos provenientes de utilidades de un negocio, empresa, alquiler u otra inversión.

Para este tipo de operaciones el Banco Central del Ecuador, define los siguientes segmentos de crédito:

**Consumo.-** Son aquellas operaciones de crédito directo superiores a USD 600, otorgadas a personas naturales asalariadas, rentistas o trabajadores profesionales en libre ejercicio para adquirir bienes de consumo o pago de servicios. También forman parte de este segmento todas las operaciones de crédito directo de consumos inferiores a USD 600, cuando el sujeto de crédito tenga un saldo adeudado en créditos de consumo a la institución financiera, sin incluir lo correspondiente a tarjetas de crédito, superior a USD 600. Se incluye en este segmento las operaciones de crédito diferidas instrumentadas a favor de tarjeta habientes titulares que tengan un cupo mayor a USD 1.200 o con cupo ilimitado.

**Consumo Minorista.-** Son aquellas operaciones de crédito directo otorgadas a personas naturales asalariadas, rentistas o trabajadores profesionales en libre ejercicio, para adquirir bienes de consumo o pago de servicios, cuyo monto por operación y saldo adeudado a la institución financiera en crédito de consumo, sin incluir lo correspondiente a tarjetas de crédito, no supere los USD 600. Se incluye en este segmento las operaciones de crédito diferidas instrumentadas a favor de tarjeta habientes titulares que tengan un cupo menor o igual a USD 1.200.

#### **1.5.1.3 MICROCRÉDITO**

Es todo crédito no superior a USD 20.000 concedido a un prestatario, sea una empresa constituida como persona natural o jurídica con un nivel de ventas inferior a USD 100.000, un trabajador por cuenta propia, o un grupo de prestatarios con garantía solidaria, destinado a financiar actividades en pequeña escala, de producción, comercialización o servicios, cuya fuente principal de pago la constituye el producto de las ventas o ingresos generados por dichas actividades, adecuadamente verificados por la institución del sistema financiero.

Cuando se trate de personas naturales no asalariadas, usualmente informarles cuya principal fuente de repago constituyan las ventas o ingresos generados por las actividades que emprenda, indiferentemente si el destino del crédito sea para financiar actividades productivas o para la adquisición de bienes de consumo o pago de servicios de uso personal, se entenderá a esta operación como microcrédito, y por ende la tasa de interés que se

deberá aplicar será la de cualquiera de los tres segmentos de microcrédito que existe.

Se entiende por trabajador por cuenta propia a los trabajadores que desarrollan su actividad utilizando para ello, solo su trabajo personal, es decir no dependen de un patrono ni hacen uso de personal asalariado, aunque pueden estar auxiliados por trabajadores familiares no remunerados.

Cuando se trate de operaciones de microcrédito instrumentadas con metodologías de concesión de carácter comunitario, la tasa efectiva que se deberá aplicar a dichas operaciones de crédito, no deberán sobrepasar la tasa máxima del segmento al que corresponde el monto promedio individual que recibe cada miembro del grupo comunal sujeto de crédito. Este tipo de operaciones deberán ser reportadas de acuerdo a lo que establezca el instructivo.

Para este tipo de operaciones el Banco Central del Ecuador define los siguientes segmentos de crédito:

**Microcrédito de Subsistencia.-** Son aquellas operaciones de crédito cuyo monto por operación y saldo adeudado en microcréditos a la institución financiera sea menor o igual a USD 600 otorgados a microempresarios que registran un nivel de ventas anuales inferior a USD 100.000, a trabajadores por cuenta propia, o a un grupo de prestatarios con garantía solidaria.

**Microcrédito de Acumulación Simple.-** Son aquellas operaciones de crédito, cuyo monto por operación y saldo adeudado en microcréditos a la institución financiera sea superior a USD 600 hasta USD 8.500, otorgadas a

microempresarios que registran un nivel de ventas o ingresos anuales inferior a USD 100.000, a trabajadores por cuenta propia, o a un grupo de prestatarios con garantía solidaria. Cuando el saldo adeudado en microcréditos supere los USD 600 pero no supere los USD 8.500 aunque el monto de la operación sea menor o igual a USD 600, la operación pertenecerá al segmento de microcrédito de acumulación simple.

**Microcrédito de Acumulación Ampliada.-** Son aquellas operaciones de crédito superiores a USD 8.500 otorgadas a microempresarios y que registran un nivel de ventas anuales inferior a USD 100.000, a trabajadores por cuenta propia, a asalariados en situación de exclusión, o un grupo de prestatarios con garantía solidaria. Cuando el saldo adeudado en micro créditos con la institución financiera supere los USD 8.500 indiferentemente del monto, la operación pertenecerá al segmento de microcrédito de acumulación ampliada;

#### **1.5.1.4 CRÉDITOS DESTINADOS A VIVIENDA**

Son aquellas operaciones de crédito otorgadas a personas naturales para la adquisición, construcción, reparación, remodelación y mejoramiento de vivienda propia, siempre que se encuentren caucionadas con garantía hipotecaria y hayan sido otorgadas al usuario final del inmueble; caso contrario, se considerarán como operaciones de crédito comercial, de consumo o microcrédito según las características del sujeto de crédito y del monto de la operación.

## **CAPITULO II**

### **LA TITULARIZACIÓN**

La titularización engloba el proceso a través del cual la cartera crediticia o los activos financieros se transforman en títulos valores. Este mecanismo tuvo sus orígenes en el mercado hipotecario de los Estados Unidos y se ha extendido con éxito en países como Inglaterra, Francia, Japón, México, España y Colombia. La titularización tiene como objetivo canalizar el ahorro eliminando la intermediación financiera e incentivando la movilización de cartera.

Se trata, de un mecanismo reciente en el país que se encuentra en proceso de formación y desarrollo; pero puede crecer y alcanzar gran auge como ha ocurrido en la mayoría de países que lo han adoptado en el mundo, pues constituye una alternativa de financiamiento que permite la inserción de



las empresas en el mercado, sin recurrir a las relaciones contractuales individuales<sup>12</sup>

Es una herramienta financiera a través de la cual se transfiere parte de los activos de una empresa a un patrimonio autónomo que se encarga de emitir títulos respaldados en los flujos futuros de dichos activos con la finalidad de obtener recursos.

## **2.1 PASOS A SEGUIR EN UN PROCESO DE TITULARIZACIÓN**

1. Tomar la decisión de iniciar el proceso de titularización de un activo que conformara “el patrimonio autónomo” para la obtención de recursos.
2. Contactar a un estructurador con el fin de recibir asesoría en lo concerniente a los aspectos legales y financieros que conlleva dicho proceso con el objetivo de fijar las características de la titularización, tales como: garantía, valor nominal, número de títulos, plazo, monto y rendimiento de la emisión.
3. Analizar las características propuestas por el estructurador en base a los riesgos inherentes en los flujos de tal manera que el originador pueda aceptar o rechazar dichas características.
4. Contratar a una Administradora de Fondos y Fideicomisos que se encargará de armar el fideicomiso mercantil.

---

<sup>12</sup> REGIMEN FINANCIERO MONETARIO, TOMO I

5. Recopilar documentos e información para la aprobación del proceso por parte de la Superintendencia de Compañías.
6. Contratar a una calificadora de riesgos y a una Casa de Valores para que se encarguen de calificar el riesgo de la emisión y buscar a los posibles inversionistas, respectivamente. Además se deberá contratar una Compañía de Auditoría Externa por el tiempo que dure la emisión.
7. Proporcionar toda la información necesaria a la Superintendencia de Compañías para que autorice la oferta pública de valores.
8. Presentar la oferta pública a las Bolsas de Valores para su aprobación y negociación.
9. Establecer la fecha a partir de la cual se negociaran los valores en el mercado.
10. Vender todos los valores producto de la titularización.

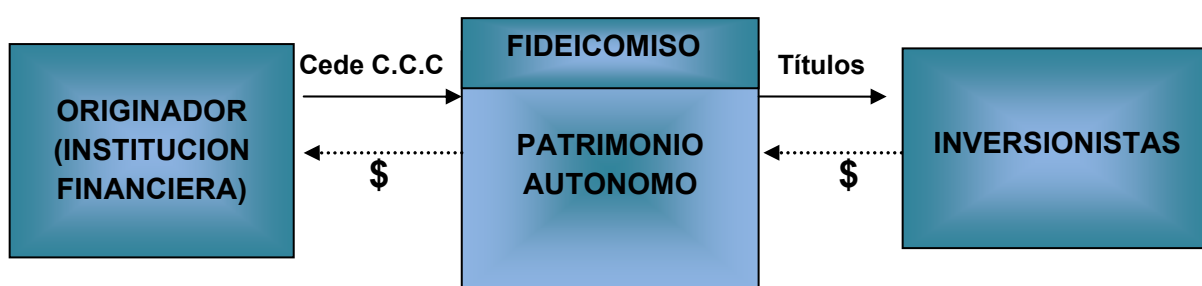
## **2.2 TITULARIZACIÓN DE CARTERA DE CRÉDITO**

El proceso de la titularización se da inicio a través de la conformación de un patrimonio autónomo mediante la transferencia de la Cartera de Crédito Comercial (C.C.C.), el cual servirá de garantía para establecer un contrato con una fiduciaria, éste a su vez será el encargado de emitir instrumentos de deuda para colocarlos a los inversionistas o mercado de valores.

El dinero que se obtiene producto de la venta de los títulos fluye de los inversionistas a la Sociedad Administradora de los fondos y de ésta hacia el originador.

**FIGURA 2.2.1**

**ESQUEMA DE TITULARIZACIÓN**



Elaborado por: Las autoras

### 2.3 ASPECTOS LEGALES DE LA TITULARIZACIÓN

El marco legal rector de la titularización de activos en el Ecuador, está dado por el título XVI de la Ley de Mercado de Valores del 23 de Julio de 1998 en donde se especifican aspectos generales relacionados con los procesos de titularización en el país.

### **2.3.1 PARTES QUE INTERVIENEN EN EL PROCESO DE TITULARIZACIÓN<sup>13</sup>**

#### **ORIGINADOR**

Consiste en una o más personas naturales o jurídicas, propietarios de activos o derechos sobre flujos susceptibles de ser titularizados.

#### **AGENTE DE MANEJO**

Es una sociedad administradora de fondos y fideicomisos que tiene a su cargo, además de las funciones consagradas en el contrato de fideicomiso mercantil, las siguientes:

- a) Obtener las autorizaciones que se requieran para procesos de titularización en los que los valores a emitirse vayan a ser colocados mediante oferta pública. Los procesos de titularización quedan autorizados solamente cuando, luego de expedida la correspondiente resolución aprobatoria por parte de la Superintendencia de Compañías, se haya dado cumplimiento íntegro a lo que en ella se ordena. ( art. 13 RT)
- b) Recibir del originador y en representación del patrimonio de propósito exclusivo, los activos a ser titularizados.
- c) Emitir valores respaldados con el patrimonio de propósito exclusivo.

---

<sup>13</sup> LEY DE MERCADO DE VALORES, ART. 139

- d) Colocar los valores emitidos, mediante oferta pública. El agente de manejo puede delegar esta función, aunque seguirá siendo responsable de todas las actuaciones de terceros que desempeñen las funciones así delegadas.
- e) Administrar los activos integrados en el patrimonio de propósito exclusivo, tendiendo a la obtención de los flujos futuros, sea de fondos, sea de derechos de contenido económico. Los activos que integran el patrimonio autónomo respaldan el pasivo adquirido con los inversionistas, por lo que corresponde al agente de manejo adoptar las medidas necesarias para obtener el recaudo de los flujos requeridos para la atención oportuna de las obligaciones contenidas en los valores emitidos. La responsabilidad del agente de manejo alcanza únicamente la buena administración del proceso de titularización, por lo tanto no responde por los resultados obtenidos, a menos que dicho proceso arroje pérdidas causadas por dolo o culpa leve en sus actuaciones, declaradas como tales en sentencia ejecutoriada.
- f) Distribuir entre los inversionistas los resultados obtenidos cuando haya concluido el proceso de titularización.

## **LAS SOCIEDADES TITULARIZADORAS**

Siendo la Fiducia parte importante para una TITULARIZACIÓN, en el Ecuador las entidades que pueden titularizar son:

- La CTH (Compañía de Titularización Hipotecaria S.A.)
- Las Administradoras de Fondos

Dichas entidades actúan como Fiduciarias, y a través de éstas el sistema financiero puede titularizar su cartera.

### **COMITÉ DE VIGILANCIA**

Estará compuesto por tres miembros elegidos por los tenedores de títulos, no relacionados al agente de manejo. Será atribución del comité de vigilancia comprobar que el agente de manejo cumpla en relación al respectivo patrimonio lo dispuesto en la Ley de Mercado de Valores, normas complementarias y en su reglamento interno. Cuando detecte el incumplimiento de estas normas, deberá notificarlo dentro de 5 días a la Superintendencia de Compañías como hecho relevante. También puede convocar a asamblea extraordinaria de tenedores cuando lo considere necesario. Deberá informar a la asamblea de tenedores sobre su labor y conclusiones obtenidas.

### **AGENTE PAGADOR**

Las compañías fiduciarias que actúen como agentes de manejo, designarán un agente pagador, el mismo que podrá ser la propia fiduciaria o una institución financiera sujeta al control de la Superintendencia de Bancos. Se encarga de realizar los pagos del capital e intereses de los valores emitidos por el patrimonio autónomo. El agente pagador no podrá formar parte del Comité de Vigilancia. (Art. 152 LMV).

## **EL PATRIMONIO DE PROPÓSITO EXCLUSIVO**

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

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. (Art. 141 LMV)

## **LOS INVERSIONISTAS**

Son aquellos que adquieren e invierten en valores emitidos como consecuencia de procesos de titularización.

### **2.3.2 OTROS AGENTES VINCULADOS AL PROCESO DE TITULARIZACIÓN**

#### **Sociedad calificadora de riesgo**

Tiene por objeto principal la calificación del riesgo de los valores y emisores para lo que deberá evaluar la capacidad de los activos que integran el patrimonio autónomo para generar los flujos futuros de fondos, así como también los mecanismos de garantía establecidos, que permitan garantizar el pago oportuno del capital y los intereses a los partícipes e inversionistas.

Deberá emitir un criterio sobre la legalidad y forma de transferencia de los activos al patrimonio autónomo, en base de la documentación suministrada por el fiduciario o agente de manejo, dando a conocer al mercado y público en general su opinión sobre la solvencia y probabilidad de pago que tiene el patrimonio autónomo para cumplir con los compromisos provenientes de sus valores de oferta pública.

Los procesos de titularización deben contar obligatoriamente al menos con una calificación de riesgo de acuerdo con las normas establecidas en la Ley de Mercado de Valores y normas de carácter general que determina el Consejo Nacional de Valores.



## **Bolsa de Valores**

Es una corporación civil sin fines de lucro inscrita en el Registro de Mercado de Valores (Superintendencia de Compañías), donde se negocian a través de los intermediarios de valores (Casas de Valores), los valores provenientes del proceso de titularización. Las Bolsas de Valores inscritas en la Superintendencia de Compañías son la Bolsa de Valores de Quito y la Bolsa de Valores de Guayaquil.

## **Casa de Valores**

Es la compañía anónima autorizada y controlada por la Superintendencia de Compañías para ejercer la intermediación de valores, brindan el servicio de asesoría en la estructuración de una oferta pública y el de colocación de los títulos en el mercado.

Las casas de valores deben cumplir los parámetros, índices, relaciones y demás normas de solvencia y prudencia financiera y controles que determine el C.N.V., tomando en consideración el desarrollo del mercado de valores.

## **Superintendencia de Compañías**

Es el órgano de control encargado de autorizar los procesos de titularización, e inscribir los valores provenientes de dichos procesos en el Registro del Mercado de Valores.

### **2.3.3 MECANISMOS PARA TITULARIZAR<sup>14</sup>**

Los procesos de titularización pueden llevarse a cabo a través de los mecanismos de **fondos colectivos de inversión o de fideicomisos mercantiles**.

#### **FONDOS DE INVERSIÓN**

Fondo de inversión es el patrimonio común integrado por aportes de varios inversionistas, personas naturales o jurídicas y las asociaciones de empleados legalmente reconocidas, para su inversión en los valores, bienes y demás activos que la Ley de Mercado de Valores permite, correspondiendo la gestión del mismo a una compañía administradora de fondos y fideicomisos, la que actuará por cuenta y riesgo de sus aportantes o partícipes.

#### **FIDEICOMISOS MERCANTILES**

Por el contrato de fideicomiso mercantil, una o más personas llamadas constituyentes o fideicomitentes transfieren de manera temporal e irrevocable, la propiedad de bienes muebles o inmuebles corporales o incorporales que existen o se espera que existan a un patrimonio autónomo, dotado de personalidad jurídica para que la sociedad administradora de fondos y fideicomisos, que es su fiduciaria y en tal calidad su representante legal, cumpla con las finalidades específicas instituidas en el contrato de

---

<sup>14</sup> LEY DE MERCADO DE VALORES, ART. 140

constitución, bien en favor del propio constituyente o de un tercero llamado beneficiario.

La transferencia a título de fideicomiso mercantil está exenta de todo tipo de impuestos, tasas y contribuciones ya que no constituye hecho generador para el nacimiento de obligaciones tributarias ni de impuestos indirectos previstos en las leyes que gravan las transferencias gratuitas y onerosas.

#### **2.3.4 TRANSFERENCIA DE DOMINIO**

La transferencia de dominio de activos desde el originador hacia el patrimonio autónomo puede ser a título oneroso o a título de fideicomiso mercantil. Cuando la transferencia recaiga sobre inmuebles, se cumplirán con las solemnidades previstas en las leyes correspondientes. En tales transferencias, importa tanto el traspaso del activo como de las garantías que le accedieren, a menos que el originador y el agente de manejo establezcan lo contrario.

La transferencia de dominio de activos, cualquiera que sea su naturaleza, realizada con el propósito de desarrollar procesos de titularización, está exenta de todo tipo de impuestos, tasas y contribuciones, como también lo está la restitución del dominio de los bienes aportados al originador, sean éstos muebles o inmuebles.

### **2.3.5 ACTIVOS SUSCEPTIBLES DE TITULARIZAR** <sup>15</sup>

Se pueden titularizar los activos que existen o que se espera que existan, que conlleven la expectativa de generar flujos futuros determinables, sea de fondos o sea de derechos de contenido económico. No puede pesar sobre dichos activos ninguna clase de gravámenes, limitaciones al dominio, prohibiciones de enajenar, condiciones suspensivas o resolutorias, ni debe estar pendiente de pago de impuestos, tasas o contribuciones.

Son activos susceptibles de titularización:

- 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 Superintendencia de Compañías, previa norma expresa del C.N.V., puede autorizar la titularización de activos diferentes a los señalados. Los bienes titularizados se encontrarán afectos exclusivamente al cumplimiento del objeto del proceso de titularización. (Art. 145 LMV)

---

<sup>15</sup> LEY DE MERCADO DE VALORES. ART 143

### **2.3.6 MECANISMOS DE GARANTÍA<sup>16</sup>**

Atendiendo las características propias de cada proceso de titularización, el agente de manejo o el originador de ser el caso, deberá constituir al menos uno de los mecanismos de garantía señalados a continuación:

#### **Subordinación de la emisión**

Implica que el originador o terceros debidamente informados, suscriban una porción de los valores emitidos. A dicha porción se imputarán hasta agotarla, los siniestros o faltantes de activos, mientras que a la porción colocada entre el público se cancelarán prioritariamente los intereses y el capital.

#### **Sobrecolateralización**

Consiste en que el monto de los activos fideicomisitos o entregados al fiduciario, exceda al valor de los valores emitidos en forma tal que cubra el índice de siniestralidad, a la porción excedente se imputarán los siniestros o faltantes de activos.

---

<sup>16</sup> LEY DE MERCADO DE VALORES. ART 150

### **Exceso de flujo de fondos**

Consiste en que el flujo de fondos generado por los activos titularizados sea superior a los derechos reconocidos en los valores emitidos, a fin de que ese diferencial se lo destine a un depósito de garantía, de tal manera que de producirse desviaciones o distorsiones en el flujo, el agente de manejo proceda a liquidar total o parcialmente el depósito, según corresponda, a fin de obtener los recursos necesarios y con ellos cumplir con los derechos reconocidos en favor de los inversionistas.

### **Sustitución de activos**

Consiste en sustituir los activos que han producido desviaciones o distorsiones en el flujo, a fin de incorporar al patrimonio de propósito exclusivo, en lugar de los activos que han producido dichas desviaciones o distorsiones, otros activos de iguales o mejores características. Los activos sustitutos serán provistos por el originador, debiéndosele transferir a cambio, los activos sustituidos.

### **Contratos de apertura de crédito**

A través de los cuales se disponga, por cuenta del originador y a favor del patrimonio de propósito exclusivo, de líneas de crédito para atender necesidades de liquidez de dicho patrimonio, las cuales deberán ser atendidas por una institución del sistema financiero a solicitud del agente de manejo, quien en representación del patrimonio de propósito exclusivo tomará la decisión de reconstituir el flujo con base en el crédito.

### **Garantía o aval**

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

### **Garantía bancaria o póliza de seguro**

Consisten en la contratación de garantías bancarias o pólizas de seguros, las cuales serán ejecutadas por el agente de manejo en caso de producirse el siniestro garantizado o asegurado y, con ello cumplir total o parcialmente con los derechos reconocidos en favor de los inversionistas.

### **Fideicomiso de garantía**

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

## **2.4 TÍTULOS EMITIDOS POR TITULARIZACIÓN**

Se define 3 tipos de valores de titularización:

- a. Valores de Titularización de Contenido Crediticio.-
- b. Valores de Titularización de Participación; y,
- c. Valores de Titularización Mixtos.

**a) Valores de Titularización de Contenido Crediticio:** Por los cuales los inversionistas adquieren el derecho a percibir la restitución del capital

invertido más el rendimiento financiero correspondiente con los recursos provenientes del fideicomiso mercantil y según los términos y condiciones de los valores emitidos. Los activos que integran el patrimonio de propósito exclusivo respaldan el pasivo adquirido con los inversionistas, correspondiendo al agente de manejo adoptar las medidas necesarias para obtener el recaudo de los flujos requeridos para la atención oportuna de las obligaciones contenidas en los valores emitidos.

**b) Valores de participación:** Por los cuales los inversionistas adquieren una alícuota en el patrimonio de propósito exclusivo, a prorrata de su inversión, con lo cual participa de los resultados, sea utilidades, sea pérdidas, que arroje dicho patrimonio respecto del proceso de titularización.

**c) Valores mixtos:** Por los cuales los inversionistas adquieren valores que combinan las características de valores de contenido crediticio y valores de participación, según los términos y condiciones de cada proceso de titularización.

Un mismo patrimonio de propósito exclusivo podrá respaldar la emisión de distintos tipos de valores. Cada tipo determinado de valor podrá estar integrado por varias series. Los valores correspondientes a cada tipo o serie, de existir, deberán reconocer iguales derechos a los inversionistas, pudiendo establecer diferencias en los derechos asignados a las distintas series.



Cualquiera sea el tipo de valores emitidos, de producirse situaciones que impidan la generación proyectada del flujo futuro de fondos o de derechos de contenido económico y, una vez agotados los recursos del patrimonio de propósito exclusivo, los inversionistas deberán asumir las eventuales pérdidas que se produzcan como consecuencia de tales situaciones.

El monto máximo de emisión de cualquier proceso de titularización será determinado mediante norma de carácter general por el C.N.V.

Cualquiera sea el tipo de valores emitidos, éstos podrán ser redimidos anticipadamente, en forma total por parte del agente de manejo, en los casos expresamente contemplados en el reglamento de gestión del respectivo proceso de titularización cuando éste prevea la posibilidad de que por circunstancias económicas o financieras se ponga en riesgo la generación proyectada del flujo futuro de fondos o de derechos de contenido económico. Sin embargo, en caso de que el proceso de titularización arroje pérdidas causadas por dolo o culpa leve en las actuaciones del agente de manejo, declarados como tales por juez competente en sentencia ejecutoriada, los inversionistas, podrán ejercer las acciones estipuladas en las disposiciones legales pertinentes con el objeto de obtener las indemnizaciones que hubiere lugar.

En el evento de que el proceso de titularización arroje total o parcialmente utilidades y, éstas no hayan sido oportunamente pagadas a los inversionistas, los valores adquiridos constituirán títulos ejecutivos

contentivos de obligaciones ejecutivas en contra del patrimonio de propósito exclusivo.

## **2.5 VENTAJAS DE LA TITULARIZACIÓN**

### **2.5.1 VENTAJAS PARA 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 ampliar financiar nuevos clientes, aumentando las ganancias.
- Mejorar la competitividad en el sector financiero.

### **2.5.2 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

### **2.5.3 VENTAJAS PARA MERCADO BURSATIL**

- Estimula el desarrollo del mercado.

- Mayor cantidad de títulos negociados a través de las Bolsas de Valores del país.

## **2.6 COSTOS EN UN PROCESO DE TITULARIZACIÓN <sup>17</sup>**

En un proceso de titularización los costos, están constituidos por:

- Costos de estructuración
- Calificación de riesgo
- Inscripción en el Registro del Mercado de Valores
- Agente de manejo
- Agente pagador
- Custodio
- Auditoria externa
- Costos adicionales como:
  - Gastos de constitución del fideicomiso
  - Publicidad
  - Impresión o edición de prospectos y publicaciones.

### **2.6.1 COSTOS DE ESTRUCTURACIÓN**

Dependiendo del tipo de titularización que se trate, ya sea de cartera de crédito, de inmuebles generadores de flujo de caja, de proyectos inmobiliarios generadores de flujo de caja, proyectos inmobiliarios

---

<sup>17</sup> SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑIAS, Costos en un Proceso de Titularización

generadores de derechos de contenido económico, o titularización de flujo de fondos, la estructuración de los procesos de titularización requiere de personal especializado que cumpla con requerimientos específicos, tales como: cálculo del índice de siniestralidad, en procesos de titularización de cartera de crédito; determinación del índice de desviación general en el caso de inmuebles, proyectos inmobiliarios y flujos de fondos; mecanismos de garantía; reglamento de gestión interna; contenido mínimo del prospecto de oferta pública primaria de valores provenientes de procesos de titularización, entre los más importantes.

Esta función generalmente es realizada por las casas de valores, a través de los servicios de asesoría.

## **2.6.2 COSTO DE CALIFICACIÓN DE RIESGO**

Este costo involucra la calificación de riesgo de los valores emitidos en un proceso de titularización. Se debe contar con al menos una calificación de riesgo, que debe ser emitida por una Sociedad Calificadora de Riesgos legalmente establecida y autorizada por la Superintendencia de Compañías.

Esta calificación debe señalar los factores considerados para otorgarla y adicionalmente debe referirse a la legalidad y forma de transferencia de los activos al patrimonio autónomo.

Los costos de calificación de riesgo involucran la calificación inicial y los procesos de revisión de la calificación, y están en función del plazo de vigencia de la titularización.

Los honorarios que cobran las Compañía Calificadoras de Riesgos pueden basarse en el monto que se va a emitir o en una tarifa fija. Esto dependerá de la Calificadora. Un ejemplo podría ser entre \$ 6,000 y \$7,500 la calificación inicial y \$1,500 por cada actualización semestral.

### **2.6.3 COSTO DE INSCRIPCIÓN EN EL REGISTRO DEL MERCADO DE VALORES**

Todos los títulos producto del proceso de titularización, están obligados a ser inscritos en el Mercado de Valores.

Mediante Resolución del Consejo Nacional de Valores, se establece la tarifa que se debe pagar por la inscripción en el Registro de Mercado de Valores de los títulos producto de la titularización, la cual se la realiza por una sola vez. Se la fija en el 0.5 por mil del monto total de la emisión, con un máximo de \$2.500.

### **2.6.4 COSTO DEL AGENTE DE MANEJO**

Constituye una de las partes esenciales que debe intervenir en un proceso de titularización. Los costos que cobre el Agente de manejo serán establecidos en el Contrato de Fideicomiso Mercantil.

### **2.6.5 COSTO DEL AGENTE PAGADOR**

El Agente Pagador es designado por el Agente de Manejo, cuando se designa a una empresa para ejercer esta función, generalmente un banco,

se le paga un valor por el servicio de pagar, a nombre del emisor, los cupones periódicos de interés y/o capital. Este valor generalmente depende del monto de la Oferta Pública, dicho costo se mantiene por todo el plazo de vigencia de la titularización.

#### **2.6.6 COSTOS DE CUSTODIO**

Esta función la puede desarrollar una entidad financiera, o el Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores (DECEVALE), entidad contemplada en la Ley de Mercado de Valores, y autorizada por la Superintendencia de Compañías para recibir en depósito valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores, ya sea títulos, en el caso de emisión de valores físicos, o anotación en cuenta cuando se trate de valores desmaterializados, siendo una de sus funciones la custodia de valores.

#### **2.6.7 COSTO DE AUDITORIA EXTERNA DEL FIDEICOMISO**

Los procesos de titularización pueden llevarse a cabo a través de los mecanismos de fondos colectivos de inversión o de fideicomisos mercantiles. En ambos casos estarán obligados a llevar auditoria externa, una vez que los emisores de valores se inscriban en el Registro de Mercado de Valores.

En un proceso de titularización la auditoria externa del fideicomiso mercantil constituye un costo adicional, debe efectuarse por lo menos una vez al año y estará en función del plazo de vigencia de la titularización.

## **2.6.8 OTROS COSTOS**

En este rubro se han agrupado otros gastos en los que incurre el originador del proceso de titularización, tales como: gastos de publicidad para el lanzamiento de la oferta pública; impresión o edición de los prospectos de oferta pública; gastos de publicación; gastos de constitución del fideicomiso mercantil, entre los más importantes.

## **2.6.9 COMPONENTES DE LOS COSTOS DE COLOCACIÓN PRIMARIA**

En un proceso de titularización, los rubros que forman parte de los costos de colocación primaria son los siguientes:

### **Costos de Inscripción en las Bolsas de Valores**

Las Bolsas de Valores, han establecido un régimen de tarifas en el cobro de cuotas de inscripción para los nuevos emisores y cuotas anuales de mantenimiento para los ya inscritos.

**La Bolsa de Valores de Guayaquil** fija las cuotas inscripción y mantenimiento en base al tipo de títulos que inscriba el emisor, diferenciados en tres grupos: Emisores de acciones, emisores de títulos genéricos y emisores específicos (obligaciones, valores de procesos de titularización y papel comercial).

Para el caso de los emisores inscritos en títulos específicos, la cuota de inscripción se calculará sobre el total de la emisión aprobada.

## **Costo de Comisión por Negociación Primaria de Valores**

Se presentan dos tipos de costos de comisión por colocación primaria, la comisión que corresponde a la Casa de Valores por el servicio de intermediación bursátil o extrabursátil, quién actúa en bolsa a través de su operador de valores autorizado y calificado por la bolsa.

Por otro lado está el costo de la comisión que percibe la bolsa de valores por el uso de las instalaciones y mecanismos de negociación bursátil.

### ➤ **Costo de Comisión Casa de Valores**

El proceso de oferta pública de los valores provenientes de un proceso de titularización, lo realiza el Operador de Valores autorizado por la Casa de Valores responsable de la colocación primaria.

Este servicio lo prestan exclusivamente las casas de valores, quienes constituyen los únicos intermediarios bursátiles autorizados, y las comisiones que cobren a sus clientes o comitentes serán estipuladas libremente por los contratantes. Y puede variar dependiendo de la dificultad de vender o comprar el título.

### ➤ **Costo de Comisiones Bolsa de Valores**

El único costo que la Bolsa cobra por proveer los servicios necesarios para que las operaciones se realicen en un marco de seguridad, transparencia y orden, es la comisión sobre el valor efectivo de la transacción efectuada.



**Negociaciones por montos igual o superior a \$20 millones:** Para operaciones que se realicen en cualquiera de los mercados, a excepción del Reporto, la comisión de piso de bolsa será del 0.05% y se calculará de acuerdo al plazo y tipo de operaciones o la Comisión mínima establecida, el valor que sea mayor.

**Rueda de Piso Extendida:** La comisión de piso de bolsa para las negociaciones realizadas el último jueves de cada mes o el último día laborable de cada mes, será del 0.05% y se calculará de acuerdo al plazo y tipo de operaciones o la Comisión mínima establecida, el valor que sea mayor.

Operaciones de Renta Fija:

**a) Renta Fija Corto Plazo:** Menor o igual a 360 días – 0.09 % anual, calculado sobre el valor efectivo de cada transacción, o la comisión mínima establecida, el valor que sea mayor.

**b) Renta Fija Largo Plazo:** Mayor a 360 días – 0.09% flat, calculado sobre el valor efectivo de cada transacción, o la comisión mínima establecida, el valor que sea mayor.

## **2.7 EXPERIENCIA DE LA TITULARIZACIÓN EN EL ECUADOR**

A partir del año 2002 se han venido desarrollando procesos de titularización en el Ecuador, negociándose en el mercado hasta mayo del 2008 el monto de USD \$ 792.399.221 dólares que corresponde a 34

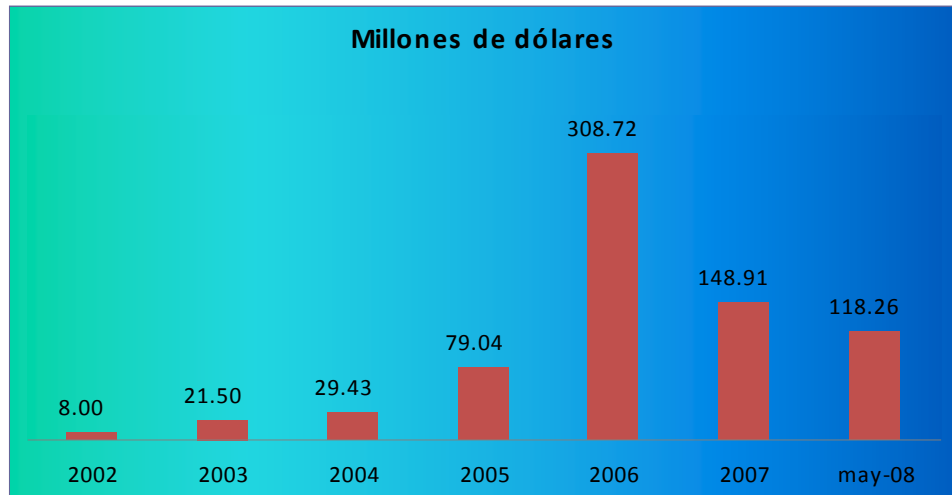
TITULARIZACIONES relacionadas con carteras de crédito, proyectos inmobiliarios y flujos de fondos en general ( Ver anexo 2).

El primer proceso de titularización, se efectuó mediante el Fideicomiso Mercantil denominado “TITULARIZACIÓN MASTERCARD – FLUJOS DEL EXTERIOR”, por el valor de USD \$ 8.000.000 , con lo que se impulsó la utilización de esta herramienta de financiamiento en el país, desde entonces esta cifra se ha ido multiplicando llegando en el año 2006, a un máximo de USD \$ 308.717.882, que se traduce en una tasa de crecimiento del 290% con respecto al año anterior.

Pese a que en el 2007 los montos negociados se vieron reducidos, por el increíble auge que tuvo en el 2006, se espera que vuelva la tendencia alcista que se venía presentando puesto que existen proyectos como TITULARIZACIÓN de carteras de microcredito de Cacpeco, flujos de movistar, entre otros que están a la espera de obtener recursos a través de ésta herramienta, considerando que hasta mayo del 2008 ya se han negociado USD \$118.260.731 dólares.

## GRÁFICO 2.7.1

### MONTOS NEGOCIADOS POR TITULARIZACIÓN EN ECUADOR



Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil y Quito  
Elaborado por: Las autoras

Los títulos negociados provenientes de los procesos de titularización en su mayoría han sido de Renta Fija a través de los denominados Valores de contenido crediticio, sólo el fideicomiso de Omni Hospital y GM Hotel han ofrecido renta variable estructurándose con Valores de Participación.

A continuación se citan características principales de algunos de los procesos que se han realizado en el país:

#### 2.7.1 TITULARIZACIÓN DE FLUJOS

La titularización en el Ecuador se inicia en el año 2002, a través de flujos de tarjeta de crédito MASTERCARD, se han efectuado 2 TITULARIZACIONES de este tipo por lo cual se han emitido valores por un

monto de USD \$ 51.000.000 de los cuales se han colocado aproximadamente 37'000.000 hasta mayo del 2008. Remitirse al ANEXO 3 para ver detalle.

### **2.7.2 TITULARIZACIÓN DE CARTERA**

Se realiza como fuente alterna de financiamiento para la ampliación de las operaciones propias del negocio del Originador. Desde el año 2004 el Banco Amazonas ha desarrollado 3 Titularizaciones de cartera automotriz negociando la totalidad de USD \$ 80'000.000 millones de dólares a mayo del 2008. Remitirse al ANEXO 3 para ver detalle.

### **2.7.3 TITULARIZACIÓN DE PROYECTOS INMOBILIARIOS**

Para los proyectos inmobiliarios la titularización se presenta como una gran alternativa de financiamiento, en el Ecuador se inició en el 2005 con la titularización de flujos futuros de fondos Zofragua, emitiendo USD\$14'000.000. En el mismo año se llevo a cabo el proyecto OMNI HOSPITAL con un monto de emisión de USD \$16'800.000. Remitirse al ANEXO 3 para ver detalle

# **CAPITULO III**

## **PROCESO DE TITULARIZACIÓN (EJEMPLO PRÁCTICO APLICADO A UN BANCO)**

### **3.1 SELECCIÓN DE LA CARTERA**

Se va titularizar la cartera de créditos comerciales, por un monto de \$ 30.000.000 que corresponde al estimado del crecimiento promedio esperado de la demanda de créditos durante un año; dicha cantidad está respaldada con créditos bajo calificación A, colocados con una tasa de interés promedio de 13.5% según información del Banco en estudio.

Los recursos que se obtengan producto de la titularización serán destinados al otorgamiento de nuevos de créditos empresariales y corporativos.

Debido a que en las entidades bancarias del Ecuador la cartera de crédito comercial en promedio tienen un plazo de vencimiento de 2 años, el monto que se origine de la titularización; es decir, el valor que conformará el patrimonio autónomo será renovado o reestructurado a fin de conservar la calidad del mismo, ante la eventualidad de que alguna operación llegue a su vencimiento.

### **3.2 INDICADORES DE CALIDAD DEL ACTIVO QUE CONFORMARÁ EL PATRIMONIO AUTÓNOMO**

Para iniciar un proceso de titularización es importante conocer aspectos relacionados con el activo a titularizar a fin de garantizar la calidad del mismo, efectuando un análisis de las principales características que permitan evaluar su comportamiento futuro.

#### **3.2.1 PARTICIPACIÓN DE LA CARTERA COMERCIAL EN LA CARTERA BRUTA DEL SISTEMA BANCARIO.**

Como puede observarse en la tabla No. 3.2.1.1, el 48.7% del total de la cartera bruta del sistema bancario y 71.45 % de la cartera del banco en estudio a enero del 2008, se debe a la colocación de créditos comerciales que están dirigidos al sector empresarial; por lo que se ve, este tipo de cartera tiene una gran demanda que sería potencialmente beneficiada al financiar dichos créditos a través de procesos de titularización, por los flujos de dinero que se generen de ésta.

**TABLA 3.2.1.1****PARTICIPACIÓN DE LA CARTERA COMERCIAL EN LA  
CARTERA BRUTA DEL SISTEMA BANCARIO**

TIPO DE CRÉDITO	TOTAL SISTEMA		BANCO EN ESTUDIO	
	MONTO millones USD \$	%	MONTO millones USD \$	%
COMERCIAL	3.720.661	48,70	453.824	71,45
CONSUMO	2.260.767	29,59	137.916	21,71
VIVIENDA	1.040.123	13,61	43.459	6,84
MICROEMPRESA	618.910	8,10	-	-
<b>TOTAL</b>	<b>7.640.461</b>	<b>100</b>	<b>635.199</b>	<b>100</b>

Fuente. Superintendencia de Bancos  
Elaborado por: Las autoras

**3.2.2 VALORACIÓN DE LA CARTERA**

Según la información reflejada en la tabla No 3, la mayor parte de los créditos comerciales están bajo calificación A, mostrando un mejoramiento en su desempeño en el transcurso de los años, lo que quiere decir que el incremento de la cartera colocada anual, se encuentra respaldada ya que esta dentro de los parámetros de riesgo normal y potencial. Por otro lado, la clasificación de la cartera en riesgo deficiente y de dudoso recaudo ha desminuido, así como la probabilidad de pérdida que ha llegado alcanzar un mínimo de 0.11% hasta Diciembre del 2007, lo que genera mayor credibilidad para los inversionistas ya que en forma global la cartera objetivo a titularizar presenta una positiva evolución en la calidad de sus activos.

**TABLA 3. 2.2.1**

**ESTRUCTURA DE LA CALIFICACIÓN DE RIESGOS DE LA  
CARTERA DE CREDITOS COMERCIAL**

<b>CALIFIC.</b>	<b>CATEGORIAS</b>	<b>Dic-04</b>	<b>Dic-05</b>	<b>Dic-06</b>	<b>Dic-07</b>
<b>A</b>	Riesgo Normal	92.89%	94.35%	95.65%	96.21%
<b>B</b>	Riesgo Potencial	2.75%	1.80%	1.34%	2.69%
<b>C</b>	Deficientes	2.25%	1.81%	2.69%	0.93%
<b>D</b>	De Dudoso Recaudo	1.74%	1.63%	0.21%	0.07%
<b>E</b>	Pérdidas	0.37%	0.41%	0.11%	0.11%
	<b>TOTAL</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Fuente. Superintendencia de Bancos  
Elaborado por: Las autoras

**3.2.3 COBERTURA DE LA CARTERA DE CRÉDITO COMERCIAL  
IMPRODUCTIVA**

La Cartera de Crédito Comercial Improductiva comprende: La Cartera Comercial Vencida y la que No Devenga Intereses.

El análisis de la cobertura permite conocer el respaldo con el que cuenta la entidad financiera para hacerle frente a la probabilidad del no pago oportuno de las cuotas.

Para lo cual se considera la *Provisión de Cuentas Incobrables* que es un porcentaje de los créditos destinado a cubrir la probabilidad del incumplimiento del pago del capital e intereses por parte de los clientes.

A continuación se presenta los porcentajes exigidos para la provisión de cuentas incobrables.



**TABLA 3.2.3.1**

**PROVISIÓN DE CUENTAS INCOBRABLES**

<b>CALIFICACIÓN</b>	<b>PORCENTAJE EXIGIDO</b>
Riesgo Normal	1 - 3 %
Riesgo Potencial	4 - 19 %
Deficientes	20 - 49 %
De dudoso Recaudo	50 - 79 %
Pérdidas	80 - 100 %

**Fuente: Banco en estudio**

Según datos de la Institución en estudio, este indicador muestra una cobertura de 6.57 veces, lo que significa que ante la eventualidad del incumplimiento en los pagos, éstos serían absorbidos en su totalidad por las provisiones.

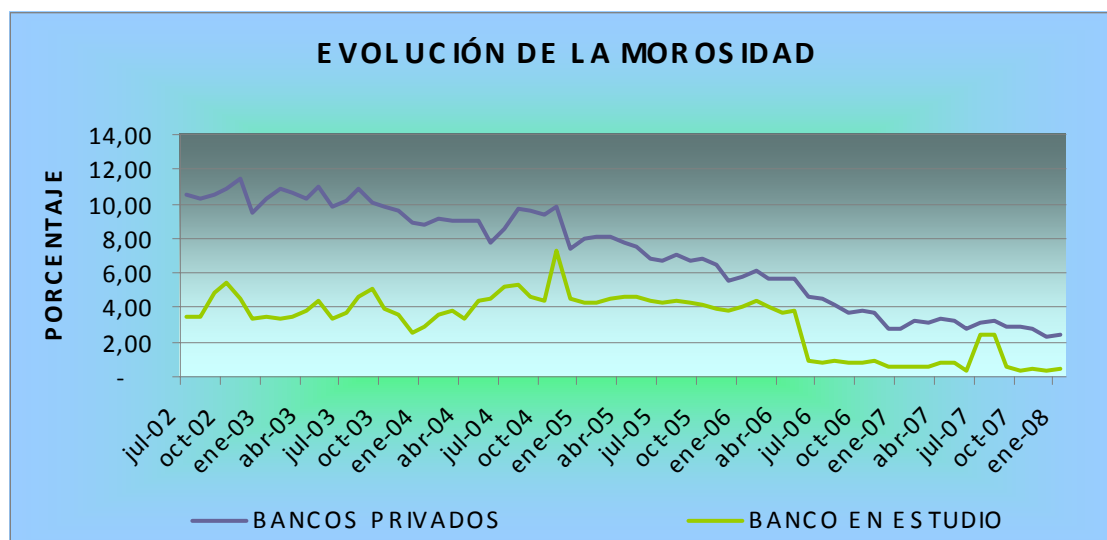
**3.2.4 MOROSIDAD DE LA CARTERA COMERCIAL**

El gráfico muestra que la evolución de la morosidad de la cartera comercial ha ido disminuyendo paulatinamente, hasta llegar a un 2.43% en enero del 2008 para el total del sistema bancario y un 0.41 % para el banco en estudio, lo cual indica que el banco se ha mantenido con un nivel de morosidad por debajo del promedio del sistema siendo esto un buen indicador ya que muestra la eficiencia en la recuperación de la cartera y

garantiza el pago oportuno de los flujos que se generen para el fideicomiso; haciendo más atractiva la cartera.

### GRÁFICO 3.2.4.1

#### MOROSIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO – BANCO EN ESTUDIO



Fuente: Superintendencia de Bancos  
Elaborado por: Las autoras

### 3.3 RIESGOS INHERENTES A LA TITULARIZACIÓN

#### 3.3.1 RIESGO DE PRE-PAGO

Esto hace referencia a la posibilidad de que el prestamista pague sus deudas antes del plazo estipulado, lo cual generaría un efecto negativo sobre los flujos de efectivo proyectados.

Para mitigar este riesgo en caso de presentarse se procederá a la reinversión de los recursos prepagados, o a la sustitución de los activos hasta llegar a la maduración de los títulos.

### **3.3.2 RIESGO DE CRÉDITO**

Básicamente consiste en el riesgo de no pago de los créditos por parte de los deudores, ocasionando pérdidas al fideicomiso por cuanto afectaría el pago del capital e interés.

Para el caso en estudio se ha seleccionado créditos de una cartera con calificación A, la cual no incurre en este tipo de riesgo según datos de la institución sujeta al análisis.

### **3.3.3 RIESGO DE TASA DE INTERÉS**

Depende de las variaciones de las tasas de interés pactadas para los inversionistas mediante el contrato de fideicomiso y de las carteras de créditos a titularizar, lo cual puede ocasionar pérdidas o ganancias al originador o beneficiarios, dependiendo de las situaciones que se presenten en el mercado, por la medida de reajuste de las tasas.

### **3.3.4 RIESGO DEL ENTORNO**

La situación política del país en la actualidad, presenta cierta inestabilidad debido a las expectativas sobre el efecto de las decisiones del poder Ejecutivo y del Proyecto de Constitución, sin embargo el sistema financiero se encuentra saludable después de enfrentar la crisis del 99, pues su estabilidad se ve reflejada en el crecimiento y confiabilidad de los clientes.

### 3.4 ÍNDICE DE SINIESTRALIDAD

Tiene el propósito de determinar el valor requerido para cubrir el riesgo de retrasos en los pagos de los flujos originados por el total de créditos que integran el patrimonio autónomo del fideicomiso.

Para el su cálculo se ha considerado la morosidad promedio y la provisión de cuentas incobrables para cubrir futuros retrasos en la cartera de crédito comercial.

**TABLA No. 3.4.1**

#### **ÍNDICE DE SINIESTRALIDAD PARA ESCENARIO PROBABLE**

<b>Escenario Probable</b>	<b>Porcentaje</b>	<b>Peso</b>	<b>Total</b>
Morosidad promedio	<b>0.73</b>	<b>0.7</b>	<b>0.51</b>
Provisión de cuentas incobrables	<b>2.00</b>	<b>0.3</b>	<b>0.60</b>
<b>Índice</b>			<b>1.109</b>

**Elaborado por:** Las autoras

**TABLA No. 3.4.2**

#### **ÍNDICE DE SINIESTRALIDAD PARA ESCENARIO PESIMISTA**

<b>Escenario Pesimista</b>	<b>Porcentaje</b>	<b>Peso</b>	<b>Total</b>
Morosidad más alta	<b>1.99</b>	<b>0.7</b>	<b>1.39</b>
Provisión de cuentas incobrables	<b>3.00</b>	<b>0.3</b>	<b>0.9</b>
<b>Índice</b>			<b>2.29</b>

**Elaborado por:** Las autoras

**TABLA 3.4.3**

**ÍNDICE DE SINIESTRALIDAD PARA ESCENARIO OPTIMISTA**

<b>Escenario Optimista</b>	<b>Porcentaje</b>	<b>Peso</b>	<b>Total</b>
Morosidad más baja	<b>0.28</b>	<b>0.7</b>	<b>0.19</b>
Provisión de cuentas incobrables	<b>1.00</b>	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>
<b>Índice</b>			<b>0.49</b>

**Elaborado por:** Las autoras

Para efectos del análisis se ha determinado también, un ***índice de siniestralidad promedio*** asignando una probabilidad de ocurrencia a cada uno de los escenarios en los que se evalúan los flujos futuros esperados; obteniendo un valor de 1.34%.

### **3.5 RESUMEN DEL CONTRATO DE FIDEICOMISO MERCANTIL**

#### **“TITULARIZACIÓN DE CARTERA DE CRÉDITO COMERCIAL”**

A continuación señalaremos los principales puntos a considerar en un contrato de fideicomiso.

##### **3.5.1 COMPARECIENTES:**

El **FIDEICOMISO TITULARIZACIÓN DE CARTERA DE CRÉDITO COMERCIAL** se constituye mediante el Contrato de Fideicomiso Mercantil irrevocable suscrito entre el Originador, **Banco XYZ** y la **FIDUCIARIA ABC**

como Administradora de Fondos y de Fideicomisos Mercantiles en calidad de Fiduciario y Agente de Manejo.

### **3.5.2 OBJETO DE LA TITULARIZACIÓN:**

- Que el Fideicomiso, reciba paulatinamente los flujos de la cartera de Crédito Comercial, hasta por el monto máximo de USD 30.000.0000.
- Que el Agente de Manejo proceda a titularizar, en uno o varios TRAMOS DE EMISIÓN, la Cartera transferida por el Originador, con la finalidad de que los Valores emitidos sean colocados en el mercado bursátil.
- Que el ORIGINADOR sea el BENEFICIARIO del producto neto de la colocación de los VALORES, Con tales recursos el Originador logrará obtener una fuente alterna de financiamiento para la ampliación de las operaciones propias de su giro de negocio.
- Que los Inversionistas sean los beneficiarios de los derechos crediticios relacionados a los Valores emitidos.

### **3.5.3 INFORMACIÓN Y RENDICIÓN DE CUENTAS**

- **Información a los Inversionistas:**

La fiduciaria deberá presentar informes con periodicidad semestral, relacionados con:

- a) El comportamiento de los flujos que han ingresado al Patrimonio Autónomo.
- b) La situación de los mecanismos de garantía.
- c) Cualquier otra información que se considere relevante para los Inversionistas.

La información se difundirá a través de la Fiduciaria y también se entregara a la Superintendencia de Compañías y las Bolsas de Valores.

- **Rendición de cuentas al ORIGINADOR:**

La FIDUCIARIA rendirá anualmente cuentas al ORIGINADOR en los términos y condiciones exigidos por la Ley de Mercado de Valores, el Reglamento sobre Negocios Fiduciarios y el Reglamento sobre Procesos de Titularización aplicable a Originadores de Derecho Privado.

### **3.5.4 DERECHOS Y OBLIGACIONES DE LAS PARTES**

#### **3.5.4.1 DERECHOS Y OBLIGACIONES DE LOS INVERSIONISTAS.-**

**Derechos:**

1. Recibir, mensualmente los valores correspondientes a la amortización del capital y pago de intereses en proporción a sus respectivas inversiones.
2. Elegir y ser elegido como miembro del Comité de Vigilancia.

3. Comparecer en las Asambleas de inversionistas directamente o delegar su participación mediante carta poder.
4. Los demás derechos establecidos a su favor en el Fideicomiso, en el Reglamento de Gestión, en el Prospecto, en los Valores y en la legislación aplicable.

**Obligaciones:**

Los inversionistas están obligados a someterse a las disposiciones contenidas en el Fideicomiso, en el Reglamento de Gestión, en el Prospecto, en los Valores y en la legislación aplicable; destacando que aceptan este efecto por el hecho mismo de adquirir los Valores.

**3.5.4.2 DERECHOS Y OBLIGACIONES DEL ORIGINADOR O CONSTITUYENTE:**

**Derechos:**

- Tendrá derecho a recibir la totalidad del monto emitido, producto de la titularización, colocado a través de los valores de contenido crediticio.
- De manera semestral, y una vez atendidos todos los derechos de los Inversionistas y cancelados todos los Pasivos del Fideicomiso, recibir en restitución los recursos dinerarios remanentes del Fondo de Contingencia y los demás flujos residuales del Fideicomiso, según lo establecido en el respectivo Reglamento de Gestión.



- Los demás derechos establecidos a su favor en el Fideicomiso, en el Reglamento de Gestión, en el Prospecto, en los Valores y en la legislación aplicable.

**Obligaciones:**

- Brindar cabal y oportunamente los servicios de Administrador de Cartera, caso contrario el Agente de Manejo podrá asumir esa responsabilidad o contratar a otra entidad para que preste dicho servicio.
- Proveer a la Fiduciaria de toda documentación e información adicional que, a solo criterio de la Fiduciaria, sea necesaria a efectos de cumplir con el objeto del presente Fideicomiso.
- Las demás obligaciones establecidas para el Originador en el Fideicomiso, en el Reglamento de Gestión, en el Prospecto, en los Valores y en la legislación aplicable.
- En cualquier caso de incumplimiento de sus obligaciones por parte del Originador, éste perderá su derecho a recibir los flujos residuales del Fideicomiso, incluyendo el Fondo de Contingencia, hasta el monto de los incumplimientos económicos, en atención a las previsiones de este instrumento. El incumplimiento será determinado por la Fiduciaria.

### **3.5.4.3 DERECHOS Y OBLIGACIONES DEL AGENTE DE MANEJO (FIDUCIARIA)**

Son derechos de la fiduciaria:

- Cobrar los honorarios y comisiones que le correspondan por la constitución, Administración, reformas y liquidación del FIDEICOMISO.
- Los demás derechos establecidos a su favor en el FIDEICOMISO, en el REGLAMENTO DE GESTIÓN y en la legislación aplicable

Son obligaciones de la FIDUCIARIA las siguientes:

- Administrar prudente y diligentemente los bienes fideicomitidos en la presente fecha, así como aquellos que se incorporen a futuro al patrimonio autónomo del Fideicomiso, respondiendo hasta por culpa leve.
- Ejecutar, en el orden establecido, los Mecanismos de Garantía si por cualquier causa los flujos no son suficientes para honrar los Valores.
- Actuar como representante legal del Fideicomiso.
- Exigir al Originador y a los Inversionistas el cumplimiento de sus obligaciones, conforme lo dispuesto en el Fideicomiso, en el Reglamento de Gestión, en el Prospecto, en los Valores y en la legislación aplicable.
- Mantener los bienes que integran el patrimonio autónomo del Fideicomiso, separados de los demás bienes de la Fiduciaria y de los

otros negocios fiduciarios respecto de los cuales actúa como fiduciaria.

- Entregar al Originador, con la periodicidad que se establezca en el Reglamento de Gestión, cualquier flujo residual o activo generador de derechos económicos que quedare en el Fideicomiso, durante su vigencia y a su liquidación.
- Llevar la contabilidad del Fideicomiso, preparar la información financiera, y ponerlas a disposición de los respectivos destinatarios, en los términos exigidos por la Superintendencia de Compañías y demás normativas aplicables.

### **3.5.5 HONORARIOS DE LA FIDUCIARIA.-**

El constituyente se obliga a pagar los honorarios debidos por concepto de administración e inversión de los recursos del FIDEICOMISO, equivalentes al 0.18 % anual sobre el monto del valor administrado, que se cobrará mensualmente.

### **3.5.6 DURACIÓN**

El presente FIDEICOMISO estará vigente 2 años a partir de la suscripción del mismo habiéndose cumplido su objetivo.

### **3.5.7 CAUSALES DE SUSTITUCIÓN FIDUCIARIA.**

Son causales de sustitución de la Fiduciaria:

- La declaratoria de disolución voluntaria de la Fiduciaria; y,
- El incumplimiento que produzca daño por parte de la Fiduciaria, declarado en laudo arbitral o sentencia ejecutoriada.

En caso de sustitución, la Fiduciaria deberá entregar a la fiduciaria sustituta, físicamente, todos los bienes que componen el patrimonio autónomo, en lo que fuera aplicable.

Adicionalmente deberá entregarle los libros contables, declaraciones tributarias, comprobantes de retención y en general toda la documentación original relacionada con el Fideicomiso, pudiendo quedarse la Fiduciaria con copias certificadas, si así lo decide. La entrega de bienes y documentos deberá hacerse en un plazo máximo de diez (10) días hábiles posteriores a la fecha en que se haya producido la causal de sustitución.

### **3.5.8 RENUNCIA DEL FIDUCIARIO**

El fiduciario solo podrá renunciar a su gestión, siempre que no cause perjuicio al constituyente, al beneficiario o a terceros vinculados con el fideicomiso mercantil.

Son causas de renuncia las siguientes:

- Que el beneficiario no pueda o se niegue a recibir los beneficios de conformidad con el contrato, salvo que hubiere recibido instrucciones

del constituyente de efectuar pago por consignación siempre a costa del constituyente.

- La falta de pago de la remuneración pactada por la gestión del fiduciario.

### **3.5.9 TERMINACIÓN**

Son causales de terminación del presente Fideicomiso las siguientes:

- Por el cumplimiento del objetivo por el cual se constituyó.
- Por haber vencido el plazo fijado.
- Por no existir los recursos suficientes para el pago de honorarios de administración.
- Por mutuo acuerdo: - entre la Fiduciaria, el Originador, hasta antes de la colocación de los Valores; y - entre la Fiduciaria y la totalidad de los Inversionistas, desde la colocación de los Valores.
- La quiebra o disolución del fiduciario, siempre que no exista sustituto.
- La imposibilidad absoluta de cumplir con la finalidad establecida en el acto constitutivo;

## **3.6 CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN**

### **3.6.1 MONTO TOTAL DE LA EMISIÓN**

El monto a emitir es de hasta USD 30'000.000 (TREINTA MILLONES DE DOLARES DE ESTADOS UNIDOS DE AMERICA)

### **3.6.2 PLAZO DE LA OFERTA PÚBLICA**

Será de 3 meses, prorrogables por igual periodo conforme el Art. 22 del Reglamento de Oferta Pública de Valores.

### **3.6.3 DESTINATARIOS**

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

### **3.6.4 PROCEDIMIENTO PARA LA COLOCACIÓN**

Los Valores serán colocados a través la Bolsa de Valores de Guayaquil.

### **3.6.5 CARACTERÍSTICAS DE LOS VALORES A EMITIR**

#### **3.6.5.1 TIPO DE VALORES A EMITIR**

Valores de Titularización de Contenido Crediticio

#### **3.6.5.2 DENOMINACIÓN DE LOS TITULOS: VTC-DFG**

#### **3.6.5.3 VALOR NOMINAL DE LOS VALORES A EMITIR**

USD \$ 10.000 (DIEZ MIL DOLARES DE ESTADOS UNIDOS DE AMERICA)

#### **3.6.5.4 PLAZO DE LA EMISIÓN**

El plazo de los Valores emitidos será de 2 años.

### **3.6.5.5 RENDIMIENTO DE LOS VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO**

El rendimiento será la tasa pasiva referencial en el momento en que se realice la emisión mas un 2.5%, manteniéndose fija hasta el vencimiento del título.

Para efectos de ejemplo la TPR será del 5.36% por lo que resulta una tasa del 7.86%

### **3.6.5.6 FORMA DE PAGO DE INTERESES Y CAPITAL**

Se pagarán dividendos mensuales que contendrán tanto interés como capital. Los pagos se harán el primer día hábil del mes siguiente.

### 3.7 COSTOS REFERENCIALES

**Tabla No. 3.7.1**  
**COSTOS REFERENCIALES**

DETALLE DE COSTOS		VALOR EN DÓLARES
Calificadora de Riesgo:	\$7,500 la calificación inicial y \$1,500 por cada actualización anual	\$7500 INICIAL \$1,500 CADA AÑO
Agente de Manejo - FIDUCIARIA-	0.18 % anual	\$ 54,000.00
Costos de estructuración	\$ 20,000.00	\$ 20,000.00
Cuota de inscripción y mantenimiento en BVG:	0.02% del monto total de la emisión	\$6,000.00
Inscripción en Registro de Mercado de Valores:	0.05% monto total de la emisión máximo \$ 2,500.00	\$ 2,500.00
Agente Pagador	0.15% anual del monto total de la emisión	\$ 45,000.00
Colocación Casa de Valores	0.3% monto total de la emisión	\$ 90,000.00
Colocación en BVG	0.09% del monto total de la emisión	\$ 27,000.00
Mantenimiento anual de la inscripción en el RMV:	0.01% del monto total de la emisión	\$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:	\$1,500.00	\$1,500.00

Fuente: Valores Administradoras de Fondos

Elaborado por: Las autoras



### **3.8 ANÁLISIS DE LOS FLUJOS ESPERADOS DE LA CARTERA A TITULARIZAR.**

Para efectos del estudio de factibilidad del proyecto se estableció tres escenarios: probable, optimista y pesimista que recogen los principales riesgos inherentes a la cartera de crédito, como son, la morosidad y las cuentas incobrables, es así que se considera el índice de siniestralidad como indicador para enfrentar la probabilidad de prepago, default, entre otros.

Una vez efectuada la proyección de los flujos durante los 2 años que dura la titularización y considerando los costos relacionados con el proceso se concluye que este instrumento financiero ofrece potenciales beneficios para el originador del proyecto, debido a que en los tres escenarios el flujo acumulado da un resultado positivo. (Ver anexo 4.)

### **3.9 MECANISMOS DE GARANTÍA**

Se crean los siguientes mecanismos de seguridad, para el período que este vigente el proceso de titularización; los mismos que pueden ser utilizados como estime conveniente el Originador y serán restituidos al realizarse la Liquidación del Fideicomiso.

### **Cuenta de Reserva**

El Originador creará una Cuenta de Reserva, por un monto equivalente a 1.5 veces el índice de siniestralidad promedio de los tres escenarios, de tal forma que pueda ser utilizado para cubrir total o parcialmente cualquier eventualidad que afecte el flujo esperado y así cumplir íntegramente con el pago de las obligaciones adquiridas con los inversionistas; este valor asciende a USD \$ 603,000.00 y estará depositado en una Institución Financiera con calificación AAA ganando el rendimiento correspondiente.

### **Exceso de Flujos de Fondos**

Producto de la titularización se generará un diferencial entre el rendimiento de tasas de la Cartera Titularizada y lo que se pagará por los Valores Emitidos; estos flujos serán acumulables y de respaldo adicional a la cuenta de reserva en caso de que existieran deficiencias en la capacidad de cobranza.

El Exceso de Flujo de Fondos acumulado será devuelto al originador al finalizar el proceso.

### **Sustitución de Activos**

Para efectos de cumplir con los derechos reconocidos en favor de los inversionistas, el originador podrá sustituir aquellos activos que han producido distorsiones en el flujo por otros de iguales o mejores características, hasta un máximo del 3% del valor fideicomitido.

Con los mecanismos de garantía que se establecen en el contrato, se respalda completamente la emisión de los títulos, cumpliendo con las condiciones exigidas por la Ley de Mercado de Valores y su reglamento, ofreciendo a los inversionistas la confiabilidad que necesitan para saber que tendrán de regreso sus recursos oportunamente, según las condiciones pactadas.

### **3.10 CALIFICACIÓN DE RIESGO**

Según los parámetros establecidos, por las calificadoras de riesgos, se espera obtener una calificación AAA, ya que para este estudio se han analizado criterios básicos relacionados con el patrimonio autónomo, 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-DEF del Fideicomiso Titularización Cartera de Crédito Comercial 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.

### **3.11 ANALISIS DE LOS EFECTOS DE LA TITULARIZACIÓN DE CARTERA DE CRÉDITO**

#### **3.11.1 EFECTOS SOBRE LA INSTITUCION ORIGINADORA**

A fin de conocer el impacto de la titularización sobre la institución financiera en estudio se ha seleccionado algunos índices pertinentes para su análisis:

## **ÍNDICE DE LIQUIDEZ**

Indica la capacidad que tiene la Institución para atender obligaciones de corto plazo, según la información de la institución en estudio el ratio de liquidez que resulta de dividir los FONDOS DISPONIBLES para los DEPOSITOS A CORTO PLAZO en Enero del 2008 alcanzó el 14.23 %. Con la titularización el Banco podrá recuperar inmediatamente los recursos que invirtió, incrementando este índice en aproximadamente 3.2% .

Al generarse una mayor liquidez, gracias a la titularización, se podrá atender los requerimientos de encaje, los requerimientos de efectivo de sus depositantes en el tiempo en que lo soliciten y nuevas solicitudes de crédito.

## **RATIOS DE RENTABILIDAD**

Miden los resultados obtenidos por la entidad en un período económico en relación con sus recursos patrimoniales o con sus activos.

El incremento de rentabilidad puede producirse como consecuencia de la reducción del activo, o mediante la reinversión de los recursos liberados. En el primer caso, cuando una entidad se desprende de parte de sus activos, se produce una reducción de su cuota de riesgo asumido, aunque no todos los activos tienen el mismo nivel de riesgo. Si la entidad consigue retener un margen de los activos que vende, se producirá un aumento inmediato de la rentabilidad. Por otro lado, reinvertir la liquidez obtenida y los recursos propios liberados en nuevos activos provoca un

aumento del negocio, para un mismo nivel, o similar, de activos y capital. Por tanto, la suma de los resultados retenidos por los activos titularizados y los resultados correspondientes a las nuevas inversiones, generarán un mayor beneficio, que con relación a unos niveles de endeudamiento y capital sin apenas variación mejorarán los ratios de rentabilidad.<sup>18</sup>

### **Rendimiento Operativo sobre Activo – ROA**

Mide la rentabilidad de los activos y resulta de dividir la utilidad o pérdida del ejercicio para el total de los activos, en el caso de la institución en estudio este ratio para enero del 2008 fue del 2.67% una vez efectuada la TITULARIZACIÓN se espera que este ratio alcance el 3.09% lo que representaría una mejor condición de la empresa.

### **Rendimiento Operativo sobre Patrimonio – ROE**

Mide la rentabilidad del Patrimonio y resulta de dividir la UTILIDAD O PERDIDA DEL EJERCICIO para el TOTAL DEL PATRIMONIO, considerando como este el capital aportado por los accionistas que se mantendrá constante durante el periodo de análisis.

En enero del 2008, este ratio alcanzó 25.45% y una vez efectuada la TITULARIZACIÓN se espera que este ratio llegue al 29.41% lo que significa mayor rentabilidad.

---

<sup>18</sup> MARTÍNEZ SOLANO, PEDRO; YAGÜE GUIRAO, JOSÉ; LÓPEZ MARTÍNEZ, FULGENCIO, 2006, "Titulización de activos: Efectos sobre el valor de las Entidades Bancarias".

## RESUMEN DEL EFECTO SOBRE LOS RATIOS DE LIQUIDEZ Y RENTABILIDAD

Tabla No. 3.11.1.1

<b>Liquidez</b>	<b>Ene-08</b>	<b>Ene-09</b>
Sin titularización	14,23%	14,23%
Con titularización		17,43%
<b>Diferencia</b>		<b>3,20%</b>
<b>ROA</b>	<b>Ene-08</b>	<b>Ene-11</b>
Sin titularización	2,67%	3,00%
Con titularización		3,09%
<b>Diferencia</b>		<b>0,09%</b>
<b>ROE</b>	<b>Ene-08</b>	<b>Ene-11</b>
Sin titularización	25,45%	28,60%
Con titularización		29,41%
<b>Diferencia</b>		<b>0,81%</b>

Elaboración: Las autoras

### EFECTOS SOBRE COBERTURA PATRIMONIAL DE ACTIVOS

Mide la proporción de patrimonio efectivo frente a los activos inmovilizados, el ratio esta dado por PATRIMONIO + RESULTADOS sobre ACTIVOS NETOS INMOVILIZADOS, entendiendo por este último como la suma de aquellos activos que no generen intereses, entre los que se encuentran la Cartera Comercial vencida, reestructurada y que no devenga intereses, así como la provisión de cuentas incobrables.

Dado que al titularizar estamos externalizando la cartera de créditos, despojándonos así de los riesgos que conforman los activos inmovilizados, y al ser este el denominador del ratio, se esperaría que la cobertura de los activos aumente, lo que significa una mejor posición para el Banco.

## **IMPACTO SOBRE EL MARGEN FINANCIERO**

El margen financiero es la utilidad obtenida sobre las operaciones financieras, es decir, la diferencia entre los ingresos financieros: intereses y rendimientos y el costo de los pasivos: intereses, rendimientos, provisiones. Dentro de una institución financiera, la mayoría de ingresos generados en la operación regular de la empresa corresponden a ingresos financieros, puesto que se generan en operaciones financieras.

Al externalizar la Cartera de Crédito Comercial el margen financiero en primera instancia parece disminuir por cuanto se incrementan los costos inherentes a la titularización, lo que se traduce en un diferencial menos favorable ya que el rendimiento que se le pagará a los inversionistas será superior a la tasa pasiva.

Sin embargo el efecto total se da al sumar los rendimientos, tanto del flujo del fideicomiso, como el de la reinmersión de los recursos mediante la colocación de una nueva cartera, obteniendo así un margen financiero mayor que se verá reflejado en los estados de resultados de la Institución.

### **3.11.2 EFECTOS EN EL MERCADO DE VALORES Y EL SECTOR EMPRESARIAL**

Producto de la mayor liquidez que genere la utilización de esta herramienta en las entidades bancarias, el sector empresarial será implícitamente beneficiado por cuanto tendrá mayor acceso al mercado,

pudiendo mejorar las condiciones actuales para la otorgación de los créditos en lo referente a tasas de interés y plazos puesto que mediante la preinversión de los recursos se incrementa la oferta de dinero, lo que tendría un impacto positivo sobre la economía induciendo el decrecimiento de las tasas de interés activas, flexibilizando también el periodo al que se conceden los préstamos; puesto que el banco estaría recuperando su capital e inmediatamente podrá colocarlos en nuevos créditos que serían utilizados por las empresas para compra de activos, capital de trabajo, entre otros, que mejorarían su productividad y salud financiera.

Al contar con un novedoso y moderno instrumento financiero en el Mercado de Valores se amplían las oportunidades de inversión por la mayor oferta de títulos, ya que ofrecen una mejor rentabilidad para los inversionistas institucionales y comunes, innovando la estructura y desarrollo del mercado bursátil y extrabursátil, de esta manera se mejoraría la imagen en el ámbito local e internacional pues se muestra un mayor dinamismo y competitividad en la economía.



## CONCLUSIONES

- La Cartera de Crédito Comercial 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 el indicador de morosidad esta por debajo del promedio del sistema financiero global, cuenta con alta valoración al poseer calificación AAA y con gran participación dentro de la cartera bruta.
- Los resultados obtenidos para los diferentes escenarios de los flujos, muestran que la titularización de Cartera de Crédito Comercial es una herramienta factible, que permite la obtención de recursos y genera mayor utilidad para el originador por el efecto neto que se da producto de la reinversión y de la creación del fideicomiso.
- Los títulos de la emisión se ven respaldados por una cartera de crédito con bajo riesgo que además está cubierta con los mecanismos de garantías establecidas en el contrato de fideicomiso, lo que los hace más atractivos para los inversionistas y ofrecen una rentabilidad que está por encima de la tasa pasiva referencial generándole mayor ganancia de la que obtuvieran si invirtieran su dinero a través de los métodos tradicionales de ahorro e inversión.

- 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.
- La expansión de la inversión crediticia beneficia al sector empresarial por la mayor accesibilidad a los créditos y al mercado de valores por las mejores oportunidades que se generan.

## BIBLIOGRAFIA

- BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (BID), ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES, "Desarrollo del Mercado de Titularización de Cartera de Créditos Pymes en Colombia", Mayo 2007
- CORTES GARCÍA, FRANCISCO; GARCÍA MORENO, FRANCISCA; SOLER ESCOBOSA, DIEGO, "Titulización de Activos. Oportunidades de la Titulización ante la nueva economía", España, 2000.
- DUNN DE AVILA, JAIME, "La Titularización en Latinoamérica", Bolivia, 2004.
- MUCI FUCCHIN, GUSTAVO, "Algunos aspectos legales de la titularización de créditos bancarios", Venezuela, 2002.
- RUIZ FERNÁNDEZ, BELISARIO, "Esquemas de Titularización", Bolivia.
- MARTÍNEZ SOLANO, PEDRO; YAGÜE GUIRAO, JOSÉ; LÓPEZ MARTÍNEZ, FULGENCIO, "Titulización de activos: Efectos sobre el valor de las Entidades Bancarias", 2006.
- DUNN DE AVILA, JAIME, "Titularización de activos y flujos futuros. la experiencia en Bolivia" 2006
- LEY DE MERCADO DE VALORES
- [WWW.ECUABILITY.COM](http://WWW.ECUABILITY.COM)
- [WWW.FIDUCIA.COM.EC](http://WWW.FIDUCIA.COM.EC)
- [WWW.SUPERBAN.GOV.EC](http://WWW.SUPERBAN.GOV.EC)

# **ANEXOS**

## **ANEXO 1**

### **ASPECTOS LEGALES**

#### **NORMATIVA LEGAL**

La normativa legal del sistema financiero ha regido en esta materia:

- La Ley General de Bancos promulgada en 1899, tuvo vigencia en una época de grave crisis económica en el país, fue concebida bajo el régimen del patrón oro y sin la consideración de que los bancos necesitaban un control.
- La “Revolución Juliana” de 1925 produjo un cambio sustancial en el tema, al fundarse en 1927 el Banco Central y en 1928 la Superintendencia de Bancos y el Banco Hipotecario del Ecuador.
- Posteriormente a la crisis de los años 30 y para adecuarse a las políticas del Fondo Monetario Internacional, la Ley General de Bancos y la Ley de Régimen Monetario sufrieron modificaciones mediante las reformas de 1948.
- En el año 1974 se promulga la codificación de la Ley General de Bancos.
- En el año 1994 se derogó la Ley General de Bancos de 1987 por la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero.
- En el año 2001 se expide la Codificación de la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero, constituye la normativa vigente actual, y ha sufrido algunas modificaciones como.
- Se cambia la denominación de la Superintendencia de Bancos por Superintendencia de Bancos y Seguros de acuerdo a lo dispuesto por la Ley de Seguridad Social.
- Se hacen reformas a las Asociaciones mutualistas de ahorro y crédito para la vivienda y entre otros temas se establece que estas entidades son instituciones de derecho privado con finalidad social y sin fines de lucro.
- Se modifican aspectos relacionados con las Instituciones Financieras en cuanto a mejorar los mecanismos a seguir en una liquidación forzosa, forma de pago de los depósitos garantizados por la AGD, así como el procedimiento a seguir en caso de existir indicios de fraude bancario o financiero.

## **REGIMEN LEGAL VIGENTE**

La Ley general de Instituciones del Sistema Financiero regula la creación, organización, actividades, funcionamiento y extinción de las Instituciones del Sistema Financiero Privado, además la Ley contiene disposiciones para que la Superintendencia de Bancos y seguros ejerza control y vigilancia sobre éstas Instituciones;

El panorama normativo se amplía con el Reglamento General a la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero, adicionalmente la Superintendencia de Bancos y Seguros y la Junta Bancaria como máximos organismos de control del Sistema Financiero Privado, reglamentan ese control mediante resoluciones de carácter obligatorio para las instituciones sujetas a su vigilancia. Igualmente el Director del Banco Central en el ámbito de sus atribuciones expide regulaciones que tiene directa relación con el funcionamiento del sistema financiero,

Como normativa supletoria, se menciona a la Ley de Compañías en lo relativo a constitución y organización de las instituciones del sistema financiero privado; debiendo tomarse en cuenta que las atribuciones que esta Ley concede al Superintendente de Compañías se entiende aplicables al Superintendente de Bancos y Seguros.

## Anexo 2

### TITULARIZACIONES REALIZADAS EN ECUADOR

ORIGINADOR	TIPO DE TITULARIZACION	TOTAL EMITIDO	TOTAL COLOCADO	FECHA EMISION	TASA
FIDEICOMISO GM HOTEL	Flujos de Proyectos Inmobiliarios	20,000,000.00	265,000.00	May-08	RENTA VARIABLE
FIDEICOMISO MERCANTIL CTH4	Cartera Hipotecaria	13,288,167.37	13,287,702.37	May-08	7.30
TIT.FLUJOS TARJETA DE CREDITO DE PRATI	Flujos futuros de tarjeta de Crédito	5,000,000.00	5,000,000.00	Abr-08	8.50
FID MERC BCO GENERAL RUMINAHUI	Cartera de Crédito	51,480,628.56	51,480,628.56	Mar-08	7.67
Segunda Titularización Pacificard Mastercard Flujos del Exterior	Flujos futuros de tarjeta de Crédito	43,000,000.00	28,593,096.50	Dic-07	7.67
PRIMERA TIT.CARTERA COMERCIAL COMANDATO	Cartera Comercial	6,000,000.00	5,997,869.07	Nov-07	8.49
MUT.PICHINCHA FIDEICOMI MERCANTIL IV	Cartera Comercial	64,510,617.00	64,505,050.27	Dic-07	7.18
TITULARIZACION DE CARTERA DE CONSUMO BANCO TERRITORIAL	Cartera de Consumo	5,500,000.00	5,150,000.00	Dic-07	8.54
TERCERA TITULARIZACION CARTERA AUTOMOTRIZ AMAZONAS		<b>40,000,000.00</b>	<b>13,666,434.41</b>	Jun-06	<b>8.86</b>
PRIMER TRAMO	Cartera Hipotecaria	20,000,000.00	18,960,227.58	Jun-06	8.37
SEGUNDO TRAMO		5,000,000.00	4,370,000.00	Mar-07	9.22
TERCER TRAMO		15,000,000.00	13,666,434.41	Feb-08	8.98
PRIMERA TIT.CARTERA AUTOMOTRIZ GMAC ECUADOR	Cartera Automotriz	50,000,000.00	50,000,000.00	Sep-07	8.37
PRIMERA TIT.CARTERA COMERCIAL AMAZONAS	Cartera Comercial	10,000,000.00	8,459,999.98	Ago-07	8.90
TITULARIZACION DE CARTERA HIPOTECARIA VILLA MARINA	Cartera Hipotecaria	1,900,000.00	1,595,000.00	Jul-07	8.86
TIT.CARTERA HIPOTECARIA VOLARE	Cartera Hipotecaria	5,200,000.00	2,580,000.00	Jun-07	9.77
TIT.FLUJOS TASAS TERMINAL TERRESTRE DE GUAYAQUIL	Flujos de tasas terminal	10,000,000.00	10,000,000.00	Jun-07	8.61
TIT.FLUJOS CENTRAL HIDROELECTRICA MARCEL LANIADO	Flujos Central Hidroelectrica	80,000,000.00	76,570,000.00	Oct-06	9.13
TITULARIZACION DE CARTERA CONSUMO BANCO TERRITORIAL	Cartera de Consumo	2,500,000.00	1,590,000.00	Oct-06	8.00
TITULARIZACION BURGER KING	Flujos futuros	1,250,000.00	1,250,000.00	Oct-06	10.00
MUT.PICHINCHA FIDEICOMISO MERCANTIL 3	Cartera de Crédito	35,000,000.00	33,611,537.35	Nov-06	8.12
FIDEICOMISO MERC BCO PICHINCHA	Cartera de Crédito	88,075,578.63	85,019,959.22	Jul-06	7.35
FIDEICOMISO MERCANTIL MUTUALISTA PICHINCHA 2	Cartera de Crédito	49,205,220.12	39,597,922.43	Jun-06	7.87
FIDEICOMISO TITULARIZACION DE CARTERA VIVIENDA GUAYAQUIL#1	Cartera Hipotecaria	1,020,000.00	920,000.00	Jun-06	7.81
TIT.CARTERA CONSUMO TERRITORIAL	Cartera de Consumo	3,000,000.00	3,000,000.00	Jun-06	8.00
TITULARIZACION DE CARTERA AUTOMOTRIZ CFC-UNO		<b>6,000,000.00</b>	<b>6,000,000.00</b>	Oct-06	6.31
PRIMER TRAMO	Cartera Automotriz	6,000,000.00	6,000,000.00	Jun-06	7.95
SEGUNDO TRAMO		6,000,000.00	6,000,000.00	Oct-06	6.31
Fideicomiso Titularizacion OMNI HOSPITAL	Flujos de Proyectos Inmobiliarios	16,800,000.00	16,800,000.00	Dic-05	RENTA VARIABLE
FIDEICOMISO MERCANTIL CTH3	Cartera Hipotecaria	22,200,000.00	21,449,846.32	Dic-05	8.02
SEGUNDA TITULARIZACION CARTERA DE CONSUMO UNIBANCO		<b>20,000,000.00</b>	<b>20,000,000.00</b>	Dic-05	<b>7.25</b>
PRIMER TRAMO	Cartera de Consumo	15,000,000.00	15,000,000.00	Dic-05	7.00
SEGUNDO TRAMO		5,000,000.00	5,000,000.00	Feb-06	7.50
FIDEICOMISO MERCANTIL TIT.AMAZONAS		<b>25,000,000.00</b>	<b>13,114,501.00</b>	Ene-05	<b>9.80</b>
PRIMER TRAMO	Cartera Automotriz	10,000,000.00	9,911,682.44	Ene-05	8.39
SEGUNDO TRAMO		7,500,000.00	7,440,000.00	Ago-05	9.09
TERCER TRAMO		7,500,000.00	5,674,501.23	Dic-05	11.92
MUT.PICHINCHA FIDEICOMISO MERCANTIL 1	Cartera de Crédito	31,050,181.51	28,358,459.98	Jun-05	8.02
TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS DE FONDOS ZOFRAGUA	Flujo Futuro de Proyecto	14,000,000.00	50,000.00	May-05	RENTA VARIABLE
FIDEICOMISO CTH 2 - CLASE A1	Cartera Hipotecaria	14,140,000.00	13,919,785.80	Dic-04	8.50
FIDEICOMISO TITULARIZACION CARTERA AUTOMOTRIZ AMAZONAS		<b>15,000,000.00</b>	<b>15,000,000.00</b>	Feb-04	<b>9.04</b>
PRIMER TRAMO	Cartera Automotriz	5,000,000.00	5,000,000.00	Feb-04	10.04
SEGUNDO TRAMO		5,000,000.00	5,000,000.00	Sep-04	8.55
TERCER TRAMO		5,000,000.00	5,000,000.00	Abr-05	8.53
CTH		<b>18,278,828.11</b>	<b>17,689,007.00</b>	Nov-03	<b>11.27</b>
PRIMER TRAMO	Cartera Hipotecaria	12,795,179.67	12,382,305.15	Nov-03	8.41
SEGUNDO TRAMO		2,741,824.22	2,653,351.10	Nov-03	10.47
TERCER TRAMO		2,741,824.22	2,653,351.11	Nov-03	14.92
FIDEICOMISO TITULARIZACION CARTERA DE CONSUMO - UNIBANCO	Cartera de Consumo	10,000,000.00	10,000,000.00	Oct-03	8.37
MASTERCARD	Flujos futuros de tarjeta de Crédito	8,000,000.00	8,000,000.00	Mar-02	8.33

Fuente: Bolsa de Valores Guayaquil y Quito

Elaborado por: Las autoras

## ANEXO 3

### CASOS DE TITULARIZACIÓN

#### FIDEICOMISO MERCANTIL “TITULARIZACIÓN MASTERCARD – FLUJOS DEL EXTERIOR”.

Se desarrolla en base al DERECHO DE COBRO, esto es la totalidad de las cuentas por cobrar que se generen, a partir de la fecha de constitución del FIDEICOMISO y mientras se encuentre vigente el FIDEICOMISO, las cuales deben ser pagadas por MASTERCARD INTERNATIONAL a favor del ORIGINADOR como consecuencia de:

- Los pagos efectuados por el ORIGINADOR, por cuenta de MASTERCARD INTERNATIONAL, a los establecimientos comerciales en los cuales los TARJETAHABIENTES hayan efectuado consumos en general.
- Los avances en efectivo en oficina (sea en oficinas del ORIGINADOR o en oficinas del Banco del Pacífico) otorgados por el ORIGINADOR, por cuenta de MASTERCARD INTERNATIONAL, a favor de los TARJETAHABIENTES;
- Los avances en efectivo a través de cajeros automáticos (red Cirrus – Banco del Pacífico) otorgados por el ORIGINADOR, por cuenta de MASTERCARD INTERNATIONAL, a favor de los TARJETAHABIENTES

Desde el año 2002 se han efectuado 2 TITULARIZACIONES de este tipo por lo cual se han emitido valores por un monto de USD \$ 51.000.000 de los cuales se han colocado aproximadamente 37'000.000 hasta mayo del 2008

<b>ORIGINADOR o CONSTITUYENTE:</b>	Pacificard S.A. Compañía Emisora y Administradora de Tarjetas de Crédito, Grupo Financiero Banco del Pacífico.
<b>FIDUCIARIA, AGENTE DE MANEJO Y Fondos y AGENTE DE PAGO (1era TITULARIZACIÓN):</b>	Fiducia S.A. Administradora de Fideicomisos mercantiles
<b>FIDUCIARIA o AGENTE DE MANEJO: &amp;Trust (2da TITULARIZACIÓN)</b>	Morgan & Morgan, Fiduciary Corporation S.A. “Fiduciaria del Ecuador”



<b>MONTO DE LA 1era EMISIÓN:</b>	<b>USD 8'000.000</b> No hay clases ni series
Plazo:	360 días
Tasa de Interés promedio:	8.33 %
Amortización de Capital:	Quincenal
Pago de Interés:	Quincenal
Mecanismo de garantía:	a)Exceso de Flujos que cubre el 1.5 del Índice de Desviación, y una b) Fianza Mercantil otorgada por Mastercard del Ecuador S. A
<b>MONTO DE LA 2da EMISIÓN:</b>	<b>USD \$ 43'000.000</b> dividida en VALORES de la SERIE A y de la SERIE B.
<b>Serie A:</b>	<b>HASTA USD \$ 10'000.000</b>
Denominación:	VTC-SEGUNDA PACIFICARD-SERIE A
Plazo:	1.080 días
Tasa de Interés:	Reajutable cada 90 días
Tasa de Interés - 1° período:	8.00%
Tasa de Interés – períodos posteriores:	Tasa Pasiva Referencial del Banco Central del Ecuador + 2.50%
Amortización de Capital:	Trimestral
Pago de Interés:	Trimestral
<b>Serie B:</b>	
Denominación:	VTC-SEGUNDA PACIFICARD-SERIE B
Monto:	Hasta US\$ 33'000.000
Plazo:	1.800 días
Tasa de Interés:	Reajutable cada 90 días
Tasa de Interés – 1° período:	8.50%
Tasa de Interés – períodos posteriores:	Tasa Pasiva Referencial del Banco Central del Ecuador + 3.00%
Amortización de Capital:	Trimestral
Pago de Interés:	Trimestral
<b>CARACTERÍSTICAS DE LOS VALORES:</b>	A la orden y Mixtos
<b>DESTINATARIOS:</b>	Inversionistas Institucionales, inversionistas particulares y público en general

## FIDEICOMISO TILULARIZACION CARTERA AUTOMOTRIZ - AMAZONAS

Se realiza como fuente alterna de financiamiento para la ampliación de las operaciones propias del negocio del Originador. Desde el año 2004 el Banco Amazonas ha desarrollado 3 Titularizaciones de cartera automotriz negociando la totalidad de USD \$ 80'000.000 millones de dólares a mayo del 2008.

<b>FECHA DE CONSTITUCIÓN DEL FIDEICOMISO:</b>	10 de febrero de 2004
<b>ORIGINADOR:</b>	Banco Amazonas S.A
<b>FIDUCIARIA:</b> Fondos y	Fiducia S.A. Administradora de Fideicomisos mercantiles
<b>AGENTE DE MANEJO:</b> Fondos y	Fiducia S.A. Administradora de Fideicomisos mercantiles

<b>MONTO DE LA 1 era EMISIÓN:</b>	<b>US \$ 15'000.000</b>
<u>1er TRAMO</u>	US \$ 5'000.000
Rendimiento	10.4 %
Denominación:	VTC-1- AMAZONAS
Plazo:	540 -900 días
Amortización de Capital:	Trimestral
Pago de Interés:	Trimestral
<u>2do TRAMO</u>	US \$ 5'000.000
Rendimiento	8.55 %
Denominación:	VTC-2 - AMAZONAS
Plazo:	350 -900 días
Amortización de Capital:	Trimestral
Pago de Interés:	Trimestral
<u>3er TRAMO</u>	US \$ 5'000.000
Rendimiento	8.40 %
Denominación:	VTC-3- AMAZONAS
Plazo:	500 -1450 días
Amortización de Capital:	Trimestral
Pago de Interés:	Trimestral

**MONTO DE LA 2 da EMISIÓN:****US \$ 25'000.000**

1er TRAMO US \$ 10'000.000  
Rendimiento 8.39 %  
Denominación: VTC-1- AMAZONAS  
Plazo: 780 -1260 días  
Amortización de Capital: Trimestral  
Pago de Interés: Trimestral

2do TRAMO US \$ 7'500.000  
Rendimiento 9.09 %  
Denominación: VTC-2- AMAZONAS  
Plazo: 330 -1320 días  
Amortización de Capital: Trimestral  
Pago de Interés: Trimestral

3er TRAMO US \$ 7'500.000  
Rendimiento 11.92 %  
Denominación: VTC-3- AMAZONAS  
Plazo: 300 -1440 días  
Amortización de Capital: Trimestral  
Pago de Interés: Trimestral

**MONTO DE LA 3 era EMISIÓN:****US \$ 40'000.000**

1er TRAMO US \$ 20'000.000  
Rendimiento 8.33 %  
Denominación: VTC-1- AMAZONAS  
Plazo: 300 -1440 días  
Amortización de Capital: Trimestral  
Pago de Interés: Trimestral

2do TRAMO US \$ 5'000.000  
Rendimiento 9.22%  
Denominación: VTC-2- AMAZONAS  
Plazo: 360 -1440 días  
Amortización de Capital: Trimestral  
Pago de Interés: Trimestral

3er TRAMO US \$ 15'000.000  
Rendimiento 8.98 %  
Denominación: VTC-3- AMAZONAS  
Plazo: 360 -1260 días  
Amortización de Capital: Trimestral  
Pago de Interés: Trimestral

El Patrimonio de propósito exclusivo para la emisión está constituido por contratos de crédito de la cartera automotriz (Cartera A) por un monto de hasta US \$ 15'000.000 de dólares que fueron otorgados para financiar la compra de 789 vehículos de uso particular, cedidos por el Originador a la Fiduciaria y que incluye la cartera y el sobrecolateral y servirían también, de ser necesario para cubrir el riesgo de canje por concepto de redención anticipada de cartera que pueda ser efectuado por clientes incluidos en la cartera a titularizarse. Además, el Originador aportó una Cuenta de Reserva a nombre del Fideicomiso en dinero en efectivo por un monto en dólares siempre de por lo menos dos meses del flujo requerido, que comprende el capital e intereses a ser pagados a los inversionistas, recursos estos que deberán ser utilizados por la Fiduciaria para cubrir eventuales desfases en la recepción de los flujos, que hasta el momento no ha sido necesario utilizar por la excelente capacidad para generar flujos.

El Originador realiza las tareas de Administrador de Cartera teniendo a su cargo las labores y obligaciones de Custodia, Cobranza de Cartera, Caja y Tesorería.

- **EI FIDEICOMISO MERCANTIL TITULARIZACIÓN “OMNI HOSPITAL**

Se trata de la obtención de recursos para la construcción de un hospital en la ciudad de Guayaquil.

<b>ORIGINADOR:</b>	DUNCAN BUSINESS INC. (Holding del GRUPO NOBIS)
<b>FIDUCIARIA y/o AGENTE DE MANEJO:</b> Fondos y	Fiducia S.A. Administradora de Fideicomisos mercantiles
<b>MONTO DE LA EMISIÓN:</b>	US \$ 16'800.000
<b>DENOMINACION DE LOS TITULOS:</b>	Valores de Participación VTP's OMNI HOSPITAL
<b>NUMERO DE TITULOS:</b>	2.800 Valores de Participación
<b>MONTO MÍNIMO DE INVERSIÓN:</b>	US\$ 6.000,00 (Seis mil dólares de los Estados Unidos de América).
<b>NEGOCIACION MEDIANTE:</b>	Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil,

Su mercado objetivo son los médicos más experimentados y las personas naturales o las familias que buscan una mejor atención de la salud, inversionistas que además del resultado de la operación recibirán otros beneficios colaterales.

Se ha establecido un Fideicomiso de Garantía (Consiste en la constitución de patrimonios independientes que tengan por objeto garantizar el cumplimiento de los derechos reconocidos a favor de los inversionistas) al cual los Inversionistas transferirán sus Bps hasta que éstos sean cancelados 100%; en caso que el inversionista no pague se activaría el procedimiento convencional de venta del título establecido en dicho negocio fiduciario. Los recursos de los inversionistas hasta alcanzar el punto de equilibrio, serán invertidos en instituciones financieras que por lo menos tengan una calificación de riesgo de AA (DOBLE A).

ANEXO 4

FLUJO PARA ESCENARIO PROBABLE

13,50%

	Periodo 0	ene-09	feb-09	mar-09	abr-09	may-09	jun-09
Dividendos		\$ 1.433.310,44	\$ 1.433.310,44	\$ 1.433.310,44	\$ 1.433.310,44	\$ 1.433.310,44	\$ 1.433.310,44
Siniestralidad		15.900,18	15.900,18	15.900,18	15.900,18	15.900,18	15.900,18
<b>Recuperacion esperado</b>		\$ 1.417.410,26	\$ 1.417.410,26	\$ 1.417.410,26	\$ 1.417.410,26	\$ 1.417.410,26	\$ 1.417.410,26
<b>Pago a inversionistas</b>		\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00
Saldo		28.841.596,00	27.675.604,45	26.501.975,66	25.320.659,59	24.131.605,91	22.934.763,93
Interes		196.500,00	188.912,45	181.275,21	173.587,94	165.850,32	158.062,02
Capital		1.158.404,00	1.165.991,55	1.173.628,79	1.181.316,06	1.189.053,68	1.196.841,98
<b>Diferencial</b>		\$ 62.506,25	\$ 62.506,25	\$ 62.506,25	\$ 62.506,25	\$ 62.506,25	\$ 62.506,25
<b>COSTOS RELACIONADOS AL PROCESO</b>							
Calificadora de Riesgo	(7.500,00)						
Costos de estructuracion	(20.000,00)						
Agente de Manejo (Fiduciaria) (0,18%)		4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00
Agente Pagador (0,15%)		3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00
Inscripción en el RMV	(2.500,00)						
Mantenimiento anual de la Inscripción (0.01%)							
Inscripción y mantto. Bolsa de Valores (0.02%)	(6.000,00)						
Colocacion de Valores Casa de Valores ( 0.3%)	(90.000,00)						
Colocacion en BVG (0.09%)	(27.000,00)						
Custodio y auditoria externa (0.025%)							
Prospectos y titulos	(2.000,00)						
Gastos notariales	(1.500,00)						
<b>TOTAL COSTOS</b>	(155.000,00)	8.250,00	8.250,00	8.250,00	8.250,00	8.250,00	8.250,00
FLUJO ESPERADO	(155.000,00)	54.256,25	54.256,25	54.256,25	54.256,25	54.256,25	54.256,25
FLUJO ACUMULADO	(155.000,00)	<b>(\$ 100.743,75)</b>	<b>(\$ 46.487,49)</b>	<b>\$ 7.768,76</b>	<b>\$ 62.025,02</b>	<b>\$ 116.281,27</b>	<b>\$ 170.537,52</b>

**FLUJO PARA ESCENARIO PROBABLE**

	jul-09	ago-09	sep-09	oct-09	nov-09	dic-09
Dividendos	\$ 1.433.310,44	\$ 1.433.310,44	\$ 1.433.310,44	\$ 1.433.310,44	\$ 1.433.310,44	\$ 1.433.310,44
Siniestralidad	15.900,18	15.900,18	15.900,18	15.900,18	15.900,18	15.900,18
<b>Recuperacion esperado</b>	<b>\$ 1.417.410,26</b>	<b>\$ 1.417.410,26</b>	<b>\$ 1.417.410,26</b>	<b>\$ 1.417.410,26</b>	<b>\$ 1.417.410,26</b>	<b>\$ 1.417.410,26</b>
<b>Pago a inversionistas</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>
Saldo	21.730.082,63	20.517.510,67	19.296.996,36	18.068.487,68	16.831.932,27	15.587.277,43
Interes	150.222,70	142.332,04	134.389,69	126.395,33	118.348,59	110.249,16
Capital	1.204.681,30	1.212.571,96	1.220.514,31	1.228.508,68	1.236.555,41	1.244.654,85
<b>Diferencial</b>	<b>\$ 62.506,25</b>	<b>\$ 62.506,25</b>	<b>\$ 62.506,25</b>	<b>\$ 62.506,25</b>	<b>\$ 62.506,25</b>	<b>\$ 62.506,25</b>
<b>COSTOS RELACIONADOS AL PROCESO</b>						
Calificadora de Riesgo						
Costos de estructuracion						
Agente de Manejo (Fiduciaria) (0,18%)	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00
Agente Pagador (0,15%)	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00
Inscripción en el RMV						
Mantenimiento anual de la Inscripción (0.01%)						
Inscripción y mantto. Bolsa de Valores (0.02%)						
Colocacion de Valores Casa de Valores ( 0.3%)						
Colocacion en BVG (0.09%)						
Custodio y auditoria externa (0.025%)						
Prospectos y titulos						
Gastos notariales						
<b>TOTAL COSTOS</b>	<b>8.250,00</b>	<b>8.250,00</b>	<b>8.250,00</b>	<b>8.250,00</b>	<b>8.250,00</b>	<b>8.250,00</b>
<b>FLUJO ESPERADO</b>	<b>54.256,25</b>	<b>54.256,25</b>	<b>54.256,25</b>	<b>54.256,25</b>	<b>54.256,25</b>	<b>54.256,25</b>
<b>FLUJO ACUMULADO</b>	<b>\$ 224.793,78</b>	<b>\$ 279.050,03</b>	<b>\$ 333.306,29</b>	<b>\$ 387.562,54</b>	<b>\$ 441.818,80</b>	<b>\$ 496.075,05</b>

**FLUJO PARA ESCENARIO PROBABLE**

	ene-10	feb-10	mar-10	abr-10	may-10	jun-10
Dividendos	\$ 1.433.310,44	\$ 1.433.310,44	\$ 1.433.310,44	\$ 1.433.310,44	\$ 1.433.310,44	\$ 1.433.310,44
Siniestralidad	15.900,18	15.900,18	15.900,18	15.900,18	15.900,18	15.900,18
<b>Recuperacion esperado</b>	<b>\$ 1.417.410,26</b>	<b>\$ 1.417.410,26</b>	<b>\$ 1.417.410,26</b>	<b>\$ 1.417.410,26</b>	<b>\$ 1.417.410,26</b>	<b>\$ 1.417.410,26</b>
<b>Pago a inversionistas</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>
Saldo	14.334.470,09	13.073.456,87	11.804.184,01	10.526.597,41	9.240.642,62	7.946.264,83
Interes	102.096,67	93.890,78	85.631,14	77.317,41	68.949,21	60.526,21
Capital	1.252.807,34	1.261.013,22	1.269.272,86	1.277.586,60	1.285.954,79	1.294.377,79
<b>Diferencial</b>	<b>\$ 62.506,25</b>	<b>\$ 62.506,25</b>	<b>\$ 62.506,25</b>	<b>\$ 62.506,25</b>	<b>\$ 62.506,25</b>	<b>\$ 62.506,25</b>
<b>COSTOS RELACIONADOS AL PROCESO</b>						
Calificadora de Riesgo	1.500,00					
Costos de estructuracion						
Agente de Manejo (Fiduciaria) (0,18%)	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00
Agente Pagador (0,15%)	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00
Inscripción en el RMV						
Mantenimiento anual de la Inscripción (0.01%)	3.000,00					
Inscripción y mantto. Bolsa de Valores (0.02%)	6.000,00					
Colocacion de Valores Casa de Valores ( 0.3%)						
Colocacion en BVG (0.09%)						
Custodio y auditoria externa (0.025%)	7.500,00					
Prospectos y titulos						
Gastos notariales						
<b>TOTAL COSTOS</b>	<b>26.250,00</b>	<b>8.250,00</b>	<b>8.250,00</b>	<b>8.250,00</b>	<b>8.250,00</b>	<b>8.250,00</b>
<b>FLUJO ESPERADO</b>	<b>36.256,25</b>	<b>54.256,25</b>	<b>54.256,25</b>	<b>54.256,25</b>	<b>54.256,25</b>	<b>54.256,25</b>
<b>FLUJO ACUMULADO</b>	<b>\$ 532.331,30</b>	<b>\$ 586.587,56</b>	<b>\$ 640.843,81</b>	<b>\$ 695.100,07</b>	<b>\$ 749.356,32</b>	<b>\$ 803.612,57</b>



**FLUJO PARA ESCENARIO PROBABLE**

	jul-10	ago-10	sep-10	oct-10	nov-10	dic-10
Dividendos	\$ 1.433.310,44	\$ 1.433.310,44	\$ 1.433.310,44	\$ 1.433.310,44	\$ 1.433.310,44	\$ 1.433.310,44
Siniestralidad	15.900,18	15.900,18	15.900,18	15.900,18	15.900,18	15.900,18
<b>Recuperacion esperado</b>	<b>\$ 1.417.410,26</b>	<b>\$ 1.417.410,26</b>	<b>\$ 1.417.410,26</b>	<b>\$ 1.417.410,26</b>	<b>\$ 1.417.410,26</b>	<b>\$ 1.417.410,26</b>
<b>Pago a inversionistas</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>
Saldo	6.643.408,86	5.332.019,19	4.012.039,91	2.683.414,77	1.346.087,13	0,00
Interes	52.048,03	43.514,33	34.924,73	26.278,86	17.576,37	8.816,87
Capital	1.302.855,97	1.311.389,67	1.319.979,28	1.328.625,14	1.337.327,64	1.346.087,13
<b>Diferencial</b>	<b>\$ 62.506,25</b>	<b>\$ 62.506,25</b>	<b>\$ 62.506,25</b>	<b>\$ 62.506,25</b>	<b>\$ 62.506,25</b>	<b>\$ 62.506,25</b>
<b>COSTOS RELACIONADOS AL PROCESO</b>						
Calificadora de Riesgo						1.500,00
Costos de estructuracion						
Agente de Manejo (Fiduciaria) (0,18%)	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00
Agente Pagador (0,15%)	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00
Inscripción en el RMV						
Mantenimiento anual de la Inscripción (0.01%)						
Inscripción y mantto. Bolsa de Valores (0.02%)						
Colocacion de Valores Casa de Valores ( 0.3%)						
Colocacion en BVG (0.09%)						
Custodio y auditoria externa (0.025%)						
Prospectos y titulos						
Gastos notariales						
<b>TOTAL COSTOS</b>	<b>8.250,00</b>	<b>8.250,00</b>	<b>8.250,00</b>	<b>8.250,00</b>	<b>8.250,00</b>	<b>9.750,00</b>
FLUJO ESPERADO	54.256,25	54.256,25	54.256,25	54.256,25	54.256,25	52.756,25
<b>FLUJO ACUMULADO</b>	<b>\$ 857.868,83</b>	<b>\$ 912.125,08</b>	<b>\$ 966.381,34</b>	<b>\$ 1.020.637,59</b>	<b>\$ 1.074.893,85</b>	<b>\$ 1.127.650,10</b>

**FLUJO PARA ESCENARIO OPTIMISTA**

15,46%

	periodo 0	ene-09	feb-09	mar-09	abr-09	may-09	jun-09
Dividendos		\$ 1.461.164,58	\$ 1.461.164,58	\$ 1.461.164,58	\$ 1.461.164,58	\$ 1.461.164,58	\$ 1.461.164,58
Siniestralidad		7.225,08	7.225,08	7.225,08	7.225,08	7.225,08	7.225,08
<b>Recuperacion esperado</b>		\$ 1.453.939,50	1.453.939,50	1.453.939,50	1.453.939,50	1.453.939,50	1.453.939,50
<b>Pago a inversionistas</b>		<b>\$ 1.354.904,00</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>
Saldo		28.841.596,00	27.675.604,45	26.501.975,66	25.320.659,59	24.131.605,91	22.934.763,93
Interes		196.500,00	188.912,45	181.275,21	173.587,94	165.850,32	158.062,02
Capital		1.158.404,00	1.165.991,55	1.173.628,79	1.181.316,06	1.189.053,68	1.196.841,98
<b>Diferencial</b>		<b>\$ 99.035,50</b>	<b>\$ 99.035,50</b>	<b>\$ 99.035,50</b>	<b>\$ 99.035,50</b>	<b>\$ 99.035,50</b>	<b>\$ 99.035,50</b>
<b>COSTOS RELACIONADOS AL PROCESO</b>							
Calificadora de Riesgo	(7.500,00)						
Costos de estructuracion	(20.000,00)						
Agente de Manejo (Fiduciaria) (0,18%)		4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00
Agente Pagador (0,15%)		3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00
Inscripción en el RMV	(2.500,00)						
Mantenimiento anual de la Inscripción (0.01%)							
Inscripción y mantto. Bolsa de Valores (0.02%)	(6.000,00)						
Colocacion de Valores Casa de Valores ( 0.3%)	(27.000,00)						
Colocacion en BVG (0.09%)	(90.000,00)						
Custodio y auditoria externa (0.025%)							
Prospectos y titulos	(2.000,00)						
Gastos notariales	(1.500,00)						
<b>TOTAL COSTOS</b>	<b>(155.000,00)</b>	<b>8.250,00</b>	<b>8.250,00</b>	<b>8.250,00</b>	<b>8.250,00</b>	<b>8.250,00</b>	<b>8.250,00</b>
<b>FLUJO ESPERADO</b>	<b>(155.000,00)</b>	<b>90.785,50</b>	<b>90.785,50</b>	<b>90.785,50</b>	<b>90.785,50</b>	<b>90.785,50</b>	<b>90.785,50</b>
<b>FLUJO ACUMULADO</b>	<b>(155.000,00)</b>	<b>(\$ 64.214,50)</b>	<b>\$ 26.571,00</b>	<b>\$ 117.356,50</b>	<b>\$ 208.142,00</b>	<b>\$ 298.927,50</b>	<b>\$ 389.713,00</b>

**FLUJO PARA ESCENARIO OPTIMISTA**

	jul-09	ago-09	sep-09	oct-09	nov-09	dic-09
Dividendos	\$ 1.461.164,58	\$ 1.461.164,58	\$ 1.461.164,58	\$ 1.461.164,58	\$ 1.461.164,58	\$ 1.461.164,58
Siniestralidad	7.225,08	7.225,08	7.225,08	7.225,08	7.225,08	7.225,08
<b>Recuperacion esperado</b>	<b>1.453.939,50</b>	<b>1.453.939,50</b>	<b>1.453.939,50</b>	<b>1.453.939,50</b>	<b>1.453.939,50</b>	<b>1.453.939,50</b>
<b>Pago a inversionistas</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>
Saldo	21.730.082,63	20.517.510,67	19.296.996,36	18.068.487,68	16.831.932,27	15.587.277,43
Interes	150.222,70	142.332,04	134.389,69	126.395,33	118.348,59	110.249,16
Capital	1.204.681,30	1.212.571,96	1.220.514,31	1.228.508,68	1.236.555,41	1.244.654,85
<b>Diferencial</b>	<b>\$ 99.035,50</b>	<b>\$ 99.035,50</b>	<b>\$ 99.035,50</b>	<b>\$ 99.035,50</b>	<b>\$ 99.035,50</b>	<b>\$ 99.035,50</b>
<b>COSTOS RELACIONADOS AL PROCESO</b>						
Calificadora de Riesgo						
Costos de estructuracion						
Agente de Manejo (Fiduciaria) (0,18%)	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00
Agente Pagador (0,15%)	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00
Inscripción en el RMV						
Mantenimiento anual de la Inscripción (0.01%)						
Inscripción y mantto. Bolsa de Valores (0.02%)						
Colocacion de Valores Casa de Valores ( 0.3%)						
Colocacion en BVG (0.09%)						
Custodio y auditoria externa (0.025%)						
Prospectos y titulos						
Gastos notariales						
<b>TOTAL COSTOS</b>	<b>8.250,00</b>	<b>8.250,00</b>	<b>8.250,00</b>	<b>8.250,00</b>	<b>8.250,00</b>	<b>8.250,00</b>
FLUJO ESPERADO	90.785,50	90.785,50	90.785,50	90.785,50	90.785,50	90.785,50
<b>FLUJO ACUMULADO</b>	<b>\$ 480.498,50</b>	<b>\$ 571.284,00</b>	<b>\$ 662.069,50</b>	<b>\$ 752.855,00</b>	<b>\$ 843.640,50</b>	<b>\$ 934.426,00</b>

**FLUJO PARA ESCENARIO OPTIMISTA**

	ene-10	feb-10	mar-10	abr-10	may-10	jun-10
Dividendos	\$ 1.461.164,58	\$ 1.461.164,58	\$ 1.461.164,58	\$ 1.461.164,58	\$ 1.461.164,58	\$ 1.461.164,58
Siniestralidad	7.225,08	7.225,08	7.225,08	7.225,08	7.225,08	7.225,08
<b>Recuperacion esperado</b>	1.453.939,50	1.453.939,50	1.453.939,50	1.453.939,50	1.453.939,50	1.453.939,50
<b>Pago a inversionistas</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>
Saldo	14.334.470,09	13.073.456,87	11.804.184,01	10.526.597,41	9.240.642,62	7.946.264,83
Interes	102.096,67	93.890,78	85.631,14	77.317,41	68.949,21	60.526,21
Capital	1.252.807,34	1.261.013,22	1.269.272,86	1.277.586,60	1.285.954,79	1.294.377,79
<b>Diferencial</b>	<b>\$ 99.035,50</b>	<b>\$ 99.035,50</b>	<b>\$ 99.035,50</b>	<b>\$ 99.035,50</b>	<b>\$ 99.035,50</b>	<b>\$ 99.035,50</b>
<b>COSTOS RELACIONADOS AL PROCESO</b>						
Calificadora de Riesgo	1.500,00					
Costos de estructuracion						
Agente de Manejo (Fiduciaria) (0,18%)	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00
Agente Pagador (0,15%)	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00
Inscripción en el RMV						
Mantenimiento anual de la Inscripción (0.01%)	3.000,00					
Inscripción y mantto. Bolsa de Valores (0.02%)	6.000,00					
Colocacion de Valores Casa de Valores ( 0.3%)						
Colocacion en BVG (0.09%)						
Custodio y auditoria externa (0.025%)	7.500,00					
Prospectos y titulos						
Gastos notariales						
<b>TOTAL COSTOS</b>	<b>26.250,00</b>	<b>8.250,00</b>	<b>8.250,00</b>	<b>8.250,00</b>	<b>8.250,00</b>	<b>8.250,00</b>
<b>FLUJO ESPERADO</b>	<b>72.785,50</b>	<b>90.785,50</b>	<b>90.785,50</b>	<b>90.785,50</b>	<b>90.785,50</b>	<b>90.785,50</b>
<b>FLUJO ACUMULADO</b>	<b>\$ 1.007.211,50</b>	<b>\$ 1.097.997,00</b>	<b>\$ 1.188.782,49</b>	<b>\$ 1.279.567,99</b>	<b>\$ 1.370.353,49</b>	<b>\$ 1.461.138,99</b>

**FLUJO PARA ESCENARIO OPTIMISTA**

	jul-10	ago-10	sep-10	oct-10	nov-10	dic-10
Dividendos	\$ 1.461.164,58	\$ 1.461.164,58	\$ 1.461.164,58	\$ 1.461.164,58	\$ 1.461.164,58	\$ 1.461.164,58
Siniestralidad	7.225,08	7.225,08	7.225,08	7.225,08	7.225,08	7.225,08
<b>Recuperacion esperado</b>	1.453.939,50	1.453.939,50	1.453.939,50	1.453.939,50	1.453.939,50	1.453.939,50
<b>Pago a inversionistas</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>
Saldo	6.643.408,86	5.332.019,19	4.012.039,91	2.683.414,77	1.346.087,13	0,00
Interes	52.048,03	43.514,33	34.924,73	26.278,86	17.576,37	8.816,87
Capital	1.302.855,97	1.311.389,67	1.319.979,28	1.328.625,14	1.337.327,64	1.346.087,13
<b>Diferencial</b>	<b>\$ 99.035,50</b>	<b>\$ 99.035,50</b>	<b>\$ 99.035,50</b>	<b>\$ 99.035,50</b>	<b>\$ 99.035,50</b>	<b>\$ 99.035,50</b>
<b>COSTOS RELACIONADOS AL PROCESO</b>						
Calificadora de Riesgo						1.500,00
Costos de estructuracion						
Agente de Manejo (Fiduciaria) (0,18%)	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00
Agente Pagador (0,15%)	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00
Inscripción en el RMV						
Mantenimiento anual de la Inscripción (0.01%)						
Inscripción y mantto. Bolsa de Valores (0.02%)						
Colocacion de Valores Casa de Valores ( 0.3%)						
Colocacion en BVG (0.09%)						
Custodio y auditoria externa (0.025%)						
Prospectos y titulos						
Gastos notariales						
<b>TOTAL COSTOS</b>	<b>8.250,00</b>	<b>8.250,00</b>	<b>8.250,00</b>	<b>8.250,00</b>	<b>8.250,00</b>	<b>9.750,00</b>
<b>FLUJO ESPERADO</b>	<b>90.785,50</b>	<b>90.785,50</b>	<b>90.785,50</b>	<b>90.785,50</b>	<b>90.785,50</b>	<b>89.285,50</b>
<b>FLUJO ACUMULADO</b>	<b>\$ 1.551.924,49</b>	<b>\$ 1.642.709,99</b>	<b>\$ 1.733.495,49</b>	<b>\$ 1.824.280,99</b>	<b>\$ 1.915.066,49</b>	<b>\$ 2.004.351,99</b>

**FLUJO PARA ESCENARIO PESIMISTA**

11,54%

	periodo 0	ene-09	feb-09	mar-09	abr-09	may-09	jun-09
Dividendos		\$ 1.405.768,29	\$ 1.405.768,29	\$ 1.405.768,29	\$ 1.405.768,29	\$ 1.405.768,29	\$ 1.405.768,29
Siniestralidad		32.231,74	32.231,74	32.231,74	32.231,74	32.231,74	32.231,74
<b>Recuperacion esperado</b>		\$ 1.373.536,54	1.373.536,54	1.373.536,54	1.373.536,54	1.373.536,54	1.373.536,54
<b>pago a inversionistas</b>		\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00	\$ 1.354.904,00
Saldo		28.841.596,00	27.675.604,45	26.501.975,66	25.320.659,59	24.131.605,91	22.934.763,93
Interes		196.500,00	188.912,45	181.275,21	173.587,94	165.850,32	158.062,02
Capital		1.158.404,00	1.165.991,55	1.173.628,79	1.181.316,06	1.189.053,68	1.196.841,98
<b>Diferencial</b>		\$ 18.632,54	\$ 18.632,54	\$ 18.632,54	\$ 18.632,54	\$ 18.632,54	\$ 18.632,54
<b>COSTOS RELACIONADOS AL PROCESO</b>							
Calificadora de Riesgo	(7.500,00)						
Costos de estructuracion	(20.000,00)						
Agente de Manejo (Fiduciaria) (0,18%)		4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00
Agente Pagador (0,15%)		3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00
Inscripción en el RMV	(2.500,00)						
Mantenimiento anual de la Inscripción (0.01%)							
Inscripción y mantto. Bolsa de Valores (0.02%)	(6.000,00)						
Colocacion de Valores Casa de Valores ( 0.3%)	(90.000,00)						
Colocacion en BVG (0.09%)	(27.000,00)						
Custodio y auditoria externa (0.025%)							
Prospectos y titulos	(2.000,00)						
Gastos notariales	(1.500,00)						
<b>TOTAL COSTOS</b>	(155.000,00)	8.250,00	8.250,00	8.250,00	8.250,00	8.250,00	8.250,00
<b>FLUJO ESPERADO</b>	(155.000,00)	10.382,54	10.382,54	10.382,54	10.382,54	10.382,54	10.382,54
<b>FLUJO ACUMULADO</b>	(155.000,00)	(144.617,46)	(134.234,92)	(123.852,38)	(113.469,85)	(103.087,31)	(92.704,77)

**FLUJO PARA ESCENARIO PESIMISTA**

	jul-09	ago-09	sep-09	oct-09	nov-09	dic-09
Dividendos	\$ 1.405.768,29	\$ 1.405.768,29	\$ 1.405.768,29	\$ 1.405.768,29	\$ 1.405.768,29	\$ 1.405.768,29
Siniestralidad	32.231,74	32.231,74	32.231,74	32.231,74	32.231,74	32.231,74
<b>Recuperacion esperado</b>	1.373.536,54	1.373.536,54	1.373.536,54	1.373.536,54	1.373.536,54	1.373.536,54
<b>pago a inversionistas</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>
Saldo	21.730.082,63	20.517.510,67	19.296.996,36	18.068.487,68	16.831.932,27	15.587.277,43
Interes	150.222,70	142.332,04	134.389,69	126.395,33	118.348,59	110.249,16
Capital	1.204.681,30	1.212.571,96	1.220.514,31	1.228.508,68	1.236.555,41	1.244.654,85
<b>Diferencial</b>	<b>\$ 18.632,54</b>	<b>\$ 18.632,54</b>	<b>\$ 18.632,54</b>	<b>\$ 18.632,54</b>	<b>\$ 18.632,54</b>	<b>\$ 18.632,54</b>
<b>COSTOS RELACIONADOS AL PROCESO</b>						
Calificadora de Riesgo						
Costos de estructuracion						
Agente de Manejo (Fiduciaria) (0,18%)	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00
Agente Pagador (0,15%)	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00
Inscripción en el RMV						
Mantenimiento anual de la Inscripción (0.01%)						
Inscripción y mantto. Bolsa de Valores (0.02%)						
Colocacion de Valores Casa de Valores ( 0.3%)						
Colocacion en BVG (0.09%)						
Custodio y auditoria externa (0.025%)						
Prospectos y titulos						
Gastos notariales						
<b>TOTAL COSTOS</b>	<b>8.250,00</b>	<b>8.250,00</b>	<b>8.250,00</b>	<b>8.250,00</b>	<b>8.250,00</b>	<b>8.250,00</b>
FLUJO ESPERADO	10.382,54	10.382,54	10.382,54	10.382,54	10.382,54	10.382,54
FLUJO ACUMULADO	<b>(82.322,23)</b>	<b>(71.939,69)</b>	<b>(61.557,15)</b>	<b>(51.174,61)</b>	<b>(40.792,07)</b>	<b>(30.409,54)</b>

**FLUJO PARA ESCENARIO PESIMISTA**

	ene-10	feb-10	mar-10	abr-10	may-10	jun-10
Dividendos	\$ 1.405.768,29	\$ 1.405.768,29	\$ 1.405.768,29	\$ 1.405.768,29	\$ 1.405.768,29	\$ 1.405.768,29
Siniestralidad	32.231,74	32.231,74	32.231,74	32.231,74	32.231,74	32.231,74
<b>Recuperacion esperado</b>	1.373.536,54	1.373.536,54	1.373.536,54	1.373.536,54	1.373.536,54	1.373.536,54
<b>pago a inversionistas</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>
Saldo	14.334.470,09	13.073.456,87	11.804.184,01	10.526.597,41	9.240.642,62	7.946.264,83
Interes	102.096,67	93.890,78	85.631,14	77.317,41	68.949,21	60.526,21
Capital	1.252.807,34	1.261.013,22	1.269.272,86	1.277.586,60	1.285.954,79	1.294.377,79
<b>Diferencial</b>	<b>\$ 18.632,54</b>	<b>\$ 18.632,54</b>	<b>\$ 18.632,54</b>	<b>\$ 18.632,54</b>	<b>\$ 18.632,54</b>	<b>\$ 18.632,54</b>
<b>COSTOS RELACIONADOS AL PROCESO</b>						
Calificadora de Riesgo	1.500,00					
Costos de estructuracion						
Agente de Manejo (Fiduciaria) (0,18%)	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00
Agente Pagador (0,15%)	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00
Inscripción en el RMV						
Mantenimiento anual de la Inscripción (0.01%)	3.000,00					
Inscripción y mantto. Bolsa de Valores (0.02%)	6.000,00					
Colocacion de Valores Casa de Valores ( 0.3%)						
Colocacion en BVG (0.09%)						
Custodio y auditoria externa (0.025%)	7.500,00					
Prospectos y titulos						
Gastos notariales						
<b>TOTAL COSTOS</b>	<b>26.250,00</b>	<b>8.250,00</b>	<b>8.250,00</b>	<b>8.250,00</b>	<b>8.250,00</b>	<b>8.250,00</b>
<b>FLUJO ESPERADO</b>	<b>(7.617,46)</b>	<b>10.382,54</b>	<b>10.382,54</b>	<b>10.382,54</b>	<b>10.382,54</b>	<b>10.382,54</b>
<b>FLUJO ACUMULADO</b>	<b>(38.027,00)</b>	<b>(27.644,46)</b>	<b>(17.261,92)</b>	<b>(6.879,38)</b>	<b>3.503,16</b>	<b>13.885,70</b>



**FLUJO PARA ESCENARIO PESIMISTA**

	jul-10	ago-10	sep-10	oct-10	nov-10	dic-10
Dividendos	\$ 1.405.768,29	\$ 1.405.768,29	\$ 1.405.768,29	\$ 1.405.768,29	\$ 1.405.768,29	\$ 1.405.768,29
Siniestralidad	32.231,74	32.231,74	32.231,74	32.231,74	32.231,74	32.231,74
<b>Recuperacion esperado</b>	1.373.536,54	1.373.536,54	1.373.536,54	1.373.536,54	1.373.536,54	1.373.536,54
<b>pago a inversionistas</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>	<b>\$ 1.354.904,00</b>
Saldo	6.643.408,86	5.332.019,19	4.012.039,91	2.683.414,77	1.346.087,13	0,00
Interes	52.048,03	43.514,33	34.924,73	26.278,86	17.576,37	8.816,87
Capital	1.302.855,97	1.311.389,67	1.319.979,28	1.328.625,14	1.337.327,64	1.346.087,13
<b>Diferencial</b>	<b>\$ 18.632,54</b>	<b>\$ 18.632,54</b>	<b>\$ 18.632,54</b>	<b>\$ 18.632,54</b>	<b>\$ 18.632,54</b>	<b>\$ 18.632,54</b>
<b>COSTOS RELACIONADOS AL PROCESO</b>						
Calificadora de Riesgo						1.500,00
Costos de estructuracion						
Agente de Manejo (Fiduciaria) (0,18%)	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00	4.500,00
Agente Pagador (0,15%)	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00	3.750,00
Inscripción en el RMV						
Mantenimiento anual de la Inscripción (0.01%)						
Inscripción y mantto. Bolsa de Valores (0.02%)						
Colocacion de Valores Casa de Valores ( 0.3%)						
Colocacion en BVG (0.09%)						
Custodio y auditoria externa (0.025%)						
Prospectos y titulos						
Gastos notariales						
<b>TOTAL COSTOS</b>	<b>8.250,00</b>	<b>8.250,00</b>	<b>8.250,00</b>	<b>8.250,00</b>	<b>8.250,00</b>	<b>9.750,00</b>
<b>FLUJO ESPERADO</b>	<b>10.382,54</b>	<b>10.382,54</b>	<b>10.382,54</b>	<b>10.382,54</b>	<b>10.382,54</b>	<b>8.882,54</b>
<b>FLUJO ACUMULADO</b>	<b>24.268,24</b>	<b>34.650,77</b>	<b>45.033,31</b>	<b>55.415,85</b>	<b>65.798,39</b>	<b>74.680,93</b>