

**“El Mercado De Capitales Como Fuente De Financiamiento Para Las Pymes En El Ecuador.
Caso: Ferzafa S.A”**

**"The Capital Market as a Source of Financing for pymes In Ecuador.
Case: Ferzafa S.A”**

Fernando José Zambrano Farías, MEF
Universidad Internacional del Ecuador, extensión Guayaquil
Universidad de Guayaquil

Robín Xavier Martínez Mayorga, MEF
Karen Andrea Balladares Ponguillo, MAE
Carolina Jennifer Molina Villacis,
Universidad de Guayaquil

Autor para correspondencia: fezambranofa@internacional.edu.ec, robin.martinezm@ug.edu.ec,
karen.balladaresp@ug.edu.ec, carolina.molnav@ug.edu.ec

Fecha de recepción: 26 de septiembre de 2016 - Fecha de aceptación: 20 de Febrero de 2017

Resumen: En la última década, el mercado financiero ecuatoriano se ha tornado muy dinámico debido a la permanente interacción entre el Estado y empresas del sector privado ocasionando que haya mayor flujo de circulante en la economía y con esto el uso de fuentes alternativas de financiamiento para inversión. Es así como el mercado de capitales en el Ecuador se ha desarrollado a pasos agigantados debido a que procesos como la titularización de cartera tanto de consumo como inmobiliaria y de flujo de fondos se han tornado una inmejorable alternativa de financiamiento para empresas pequeñas y medianas. En el presente trabajo de investigación se pretende demostrar que este método de financiamiento es de menor costo y de mayor alcance si lo comparamos con el que ofrecen las instituciones financieras tradicionales como bancos y cooperativas de ahorro y crédito.

Palabras Claves: Mercado Financiero, inversión, financiamiento.

Abstract: In the last decade, the Ecuadorian financial market will become very dynamic due to the constant interaction between the state and private sector companies causing has greater flow circulating in the economy and thus the use of alternative sources of financing for investment. Thus the capital market in Ecuador has developed by leaps and bounds because processes such as securitization portfolio both consumer and real estate and cash flow have become an excellent financing alternative for small and medium enterprises. In the present research is to demonstrate that this method of financing is less expensive and more powerful when compared to that offered by traditional financial institutions such as banks and credit union.

Key Words: Financial Market, Investment, Financing.

Introducción

Uno de los grandes problemas que se presentan en las empresas que operan en el mercado ecuatoriano, es la dificultad de gestionar recursos financieros que provengan del sector bancario; debido a que para obtener capital por medio de la banca se debe incurrir en costos muy onerosos.

Otro problema a considerarse es el poco conocimiento de las diversas formas de financiamiento existentes en el país, dado al escaso desarrollo del mercado de valores que tenemos en la actualidad. Se puede considerar que algunas de las causales para el poco o escaso movimiento del mercado de valores en la actualidad son, que no existe un correcto cruce de información entre los inversionistas y los administradores así como el no deseo de transparentar sus estados financieros.

En el mercado de capitales ecuatoriano como principales instrumentos financieros para la obtención de financiamiento tenemos: acciones, que es la obtención de recursos mediante el aumento de capital propio; la emisión de obligaciones que entre los más destacados tenemos: bonos y titularización, este mecanismo es de emisión de deuda que genera para la emisora un compromiso de pago futuro con un costo establecido. La empresa objeto de estudio para la obtención de recursos adoptará como alternativa de financiamiento la titularización de flujo de fondos esperados

La Ley de Mercado de Valores establece la posibilidad de que ingresen empresas que tengan por lo menos tres años de funcionamiento. La primera Pyme que entró al mercado de valores lo hizo en 1994, un año después luego de la expedición de la Ley de Mercado de Valores. Para el presente trabajo se tomó la decisión de trabajar con la Corporación FERZAFSA S.A, debido a que esta es una empresa cuyos directivos están interesados en incursionar en el mercado de valores para captar capital mediante el proceso de titularización, con el fin de movilizar activos ilíquidos en el corto plazo. El método a utilizar será la titularización de cartera basada en flujos futuros.

Metodología Para El Desarrollo De La Titularización De Flujo De Fondos

Al ser la titularización un instrumento financiero mediante el cual las organizaciones pueden obtener recursos mediante la emisión de títulos respaldados con un flujo de caja esperado, y esta emisión siendo en un mercado organizado o regulado por el Consejo Nacional de Valores, en el Ecuador el proceso para la emisión de estos instrumentos está regulada por este ente para este mercado, el cual se ha encargado de emitir manuales en los cuales se determina el correcto procedimiento para la utilización de esta herramienta financiera.

Según el manual e instructivo emitido tanto por la Bolsa de Valores de Guayaquil como de Quito para los procesos de titularización, se sugiere como metodología a utilizar es la siguiente:

1. Se solicita autorización al máximo ente representante de la organización para la conversión de los activos a titularizar en un patrimonio autónomo, y esta resolución de aprobación debe constar en acta de sesión de este organismo.

2. Selección del personal encargado de la confirmación de la parte legal y financiera.
3. Una vez aprobada la conversión de los activos en patrimonio autónomo a titularizar, se realiza el contrato para el fideicomiso mercantil y se procede a la firma.
4. Se selecciona la empresa calificador de riesgo y luego se procede a la calificación del activo a titularizar.
5. Se elabora el prospecto de oferta pública, se prepara todos los documentos habilitantes para la emisión.
6. Se inscribe el fideicomiso mercantil en la Superintendencia de Compañías para su revisión y aprobación.
7. El ente regulador debe emitir la aprobación de la titularización y la respectiva inscripción.
8. La aprobación de la titularización de los flujos de caja por el directorio de la bolsa de valores.

El Mercado Financiero

Es el entorno en el que las personas tanto naturales como jurídicas que desean solicitar dinero en préstamo interactúan con aquellas que tienen sobrantes de fondos. A diferencia de los mercados de activos físicos, que son aquellos que negocian con productos tales como: ganado, productos agrícolas, bienes muebles e inmuebles, los mercados financieros negocian acciones, bonos, hipotecas y cualquier otro derecho sobre activos reales con respecto a la distribución de los flujos futuro de efectivo como los títulos.

En un contexto general, el término mercado financiero se refiere a un artilugio conceptual en lugar de referirse a un local físico o a un tipo específico de organización o estructura. Con frecuencia se describe a los mercados financieros como un entorno conformado por individuos e instituciones, instrumentos y de procedimientos que reúnen a los prestamistas y prestatarios sin importar su ubicación.

Es el espacio (físico o virtual) en el cual se negocian instrumentos financieros entre los inversionistas (ahorristas) y los empresarios, con el fin de captar capital que permita incrementar sus beneficios y maximizar sus riquezas.

Actualmente, existen tres centros mundiales que muestran con claridad el ámbito global de los mercados financieros: Nueva York, Londres y Tokio. De los mencionados, la más importante es la Bolsa de Valores de Nueva York, tanto por el volumen de transacciones como su prestigio.

Clasificación De Los Mercados Financieros

Los mercados financieros se clasifican de la siguiente forma:

a) Clasificación de acuerdo al plazo.

Monetario.- Los mercados monetarios o los mercados de dinero son aquellos en donde se negocian activos a corto plazo (vencimiento igual o inferior a un año), estos activos tienen la característica de poseer una elevada liquidez y bajo riesgo. Estos mercados, son en gran medida, informales y no regulados donde la mayoría de las transacciones se las realiza por teléfono o en línea.

De Valores o Capitales.- En este mercado se canalizan recursos financieros de mediano y largo plazo hacia las actividades productivas a través de la negociación de valores. La principal institución es la Bolsa de Valores, entre sus funciones está la de convertir los recursos de corto en largo plazo y viceversa.

De Instrumentos Derivados.- Se conoce como derivado financiero o instrumento derivado a todos aquellos productos financieros cuyo valor se fundamenta en el precio de otro activo, son instrumentos cuyo precio o valor no está definido de forma directa sino que dependen del precio de otro activo el cual se denomina activo subyacente. Este activo subyacente puede ser una acción, un índice bursátil, una materia prima o cualquier otro tipo de activo financiero como son las divisas, los bonos y los tipos de interés. El objetivo principal del mercado de derivados, es el de facilitar instrumentos financieros de cobertura que posibiliten una adecuada gestión de riesgos. En la actualidad también se utilizan estos instrumentos para inversión generando alta ganancia o pérdida con alto riesgo por el elevado grado de apalancamiento que estos permiten (Besley & Brigham, 2001).

Los derivados financieros se pueden clasificar en base a algunos parámetros, los que se mencionan a continuación son los más comunes: (a) Derivados de acuerdo al tipo de contrato involucrado, (b) Opciones, (c) Forwards, (d) Contratos por Diferencia, (e) Swaps, (f) Derivados según donde se contratan y negocian, (g) Contratados en mercados organizados, (h) Contratados en mercados extrabursátiles, (i) Derivados según el activo subyacente involucrado, (j) Derivado Financiero, (k) Derivado No Financiero, (l) Derivados según la finalidad, (m) Derivados de cobertura, (n) Derivados de arbitraje, (o) Derivados de negociación (Besley & Brigham, 2001).

b) De acuerdo a los valores emitidos

Mercado primario.- Son aquellos mercados en donde organizaciones captan recursos monetarios a través de la emisión de nuevos valores.

Mercado secundario.- Son aquellos mercados en donde los inversionistas realizan transacciones con instrumentos financieros después de que son emitidos por organizaciones tanto privadas como públicas.

c) De acuerdo al intermediario

Intermediación Financiera

El rol de la intermediación financiera lo desempeñan organizaciones con personería jurídica que a más de cumplir la simple transferencia de dinero y de valores entre los prestatarios y los inversionistas, crean nuevos productos financieros. Por lo general, los intermediarios financieros son grandes firmas que obtienen economías de escala al analizar el historial crediticio de los prestatarios potenciales; al registrar y cobrar préstamos, al minimizar riesgos y al ayudar a los inversionistas individuales a diversificarse. Entre los principales intermediarios financieros se detallan los siguientes:

- Bancos Comerciales
- Cooperativas de ahorro y crédito

Desintermediación Financiera

Es un proceso mediante el cual los agentes económicos dejan de utilizar los servicios de los intermediarios financieros, es decir las organizaciones realizan transacciones de manera directa con los inversionistas.

Mercado De Valores

Por definición, el mercado de valores es una parte del mercado financiero donde la oferta y demanda de valores realizan transacciones sin la participación de intermediarios financieros. La función principal del mercado de valores siendo este parte de un mercado financiero es la captación de recursos de unidades con excedentes de flujo a unidades deficitarias de estos fondos de forma eficiente. Constituye una fuente directa de financiamiento y una interesante opción de rentabilidad para los inversionistas.

El Mercado De Valores En El Ecuador

En el Ecuador, el origen del Mercado de Valores está sujeto a la historia de la Bolsa de Comercio la cual estaba regida por el Código de Comercio de 1906 pero su existencia no motivó lo suficiente el desarrollo del mercado de valores.

A mediados de los años 30, en Guayaquil se estableció lo que se llamó “Bolsa de Valores y Productos del Ecuador”, su existencia se limita desde mayo de 1935 a junio de 1936, ya que en ese entonces no existía una cultura de ahorro en el país, escasa oferta de títulos y el poco interés en educación financiera por parte de la sociedad ecuatoriana, la poca y casi nula estructura industrial en el país y por supuesto la inestabilidad política en la que estaba sumergida el Ecuador.

En 1965 se crea lo que hoy se denomina la Corporación Financiera Nacional, inicialmente se concibió como una organización destinada al otorgamiento de créditos que contribuya al desarrollo industrial y agrícola del Ecuador. Una de sus varias funciones fue dar origen a la creación de la bolsa de valores que, con el desarrollo vertiginoso de la economía del Ecuador, ayudó a que finalmente se promulgue la creación la bolsa de valores en el país y fue entonces que en el año de 1969, en el gobierno del Dr. José María Velasco Ibarra, se estableció las Bolsas de Valores como compañías anónimas en Guayaquil y Quito que en ese entonces estaban regidas por las normas de la Ley de Compañías y bajo la regulación de la Superintendencia de Compañías.

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

El 23 de julio de 1998 se expidió la nueva Ley de Mercado de Valores la misma que se encuentra vigente en la actualidad y esta derogó a la emitida en 1993. Conforme a lo que

establece esta ley, el Consejo Nacional de Valores que es ente regulador de la bolsa de valores establece cual es la actividad a realizar y las políticas que este va implementar.

Mercado Bursátil

Es un tipo particular de mercado, el cual está relacionado con las operaciones o transacciones que se realizan en las diferentes bolsas de valores del mundo.

Mercado extrabursátil

Este es un mercado no organizado, en cual también intervienen intermediarios que son las casas de valores, las cuales son los organismos que están autorizados para poder realizar las transacciones de los instrumentos financieros debidamente inscritos en el Registro del Mercado de Valores.

Inversionistas institucionales

Son todas las entidades financieras que están autorizados por superintendencia de bancos y seguros como intermediarios financieros.

Mercado privado

Este mercado se caracteriza por la negociación instrumentos financieros sin necesidad de intermediarios de valores o inversionistas institucionales, entre oferentes y demandantes de los títulos, siempre que estén debidamente registrados en el Mercado de Valores

Instrumentos de Financiamiento en el Mercado de Valores Ecuatoriano.

Valores de Renta Fija.- Son aquellos que su rendimiento no está directamente correlacionados con los buenos o malos resultados económicos de la empresa que los emite, sino que es acordado por las partes en el momento mismo de la emisión.

La rentabilidad de estos títulos valores esta determina por:

- El interés que se paga sobre el valor nominal del título, y este dependerá del plazo de la emisión y la calificación del instrumento financiero.
- La ganancia de capital que viene determina por el descuento que realiza el mercado al momento de la negociación.

Para el pago de los intereses y capital, para algunos valores de renta fija se lo realiza mediante cupones los cuales son emitidos junto con el valor negociable, estos cupones se cobrarán en la fecha establecida en cada cupón y en el cual constará el valor a cobrar por concepto de intereses del valor negociable (Van Horne & Wachowicz, 2010).

Los valores de renta fija son: Valores de corto plazo con tasa de interés, Valores de corto plazo con descuento, Valores de largo plazo y Otros valores

Valores de Corto Plazo con Tasa de Interés.- Son títulos los cuales son emitidos con vencimiento original menor o igual a un año, y en este periodo generan intereses. (Besley & Brigham, 2001).

Valores de Corto Plazo con Descuentos.- Son aquellos valores cuyo plazo de vigencia es menor o igual a 1 año y dado que no devengan tasa de interés, su rendimiento se obtiene por el descuento en el precio a la hora de comprar y vender. (Besley & Brigham, 2001).

Valores de Largo Plazo.- Son aquellos valores cuyo plazo de vigencia es mayor a 1 año y devengan una tasa de interés. (Besley & Brigham, 2001).

Otros Valores.- Son los valores emitidos por el Servicio de Rentas Internas, tales como las Notas de Crédito, que sirven para pagar impuestos o tributos, los cuales no tienen plazos de vencimiento ni devengan intereses

Valores de Renta Variable.- Estos títulos como característica principal expresan propiedad, no tienen un vencimiento definido, y la renta que genera está definida por los dividendos que la compañía produzca.

Los valores de renta variable son: Acción, Emisión de Acciones, Rentabilidad de las acciones, Cuotas de participación.

Cuotas de Participación.- Corresponde a los aportes realizados por los constituyentes en un fondo colectivo, los cuales requieren una calificación de riesgo y pueden ser negociados en el mercado de valores.

El Sistema Financiero En El Ecuador

Un sistema financiero es un conjunto de instituciones que tiene como finalidad canalizar el ahorro de las personas. Esta canalización de recursos permite el desarrollo de la actividad económica (producir y consumir) haciendo que los fondos lleguen desde personas que tienen excedentes monetarios hacia las personas que los necesitan. Los intermediarios financieros crediticios se encargan de captar depósitos del público y prestarlo a los demandantes de estos recursos.

La Titularización

La titularización es también conocida como securitización (securitization en inglés) o bursatilización de activos. Es una herramienta financiera mediante el cual, se obtiene liquidez, por medio de una transformación de activos actuales o futuros que no son fáciles de negociar, fraccionar y obviamente de baja liquidez, en títulos valores negociables en el Mercado de Valores.

Este mecanismo financiero tiene su origen en la década de los 30's, época en que se vivía la Gran Depresión y se buscaba precautelar el ahorro de la sociedad norteamericana y la

solvencia de las empresas de la época. En el Ecuador, existen cuatro tipos de titularización que se detallan a continuación:

- **Titularización de cartera**

Es la venta de los flujos futuros a inversionistas mediante la colocación de los mismos a través de los intermediarios financieros. La venta de cartera es la cesión de derechos del pago al principal y de los intereses que se generen a quienes estén dispuestos a invertir en la compra de dicha cartera. Las principales características de este tipo de titularización son:

- El monto máximo a titularizar no deberá sobrepasar la totalidad del capital no pagado de la cartera transferida.
- Para este tipo de titularización se podrán establecer procesos de emisión y colocación por tramos.

- **Titularización de inmuebles**

Esta titularización se realiza mediante la elaboración de un contrato mercantil en el cual se ponen en garantía o en administración inmuebles, estos activos son transferidos a un patrimonio autónomo que maneja la fiduciaria y con este respaldo se emiten los títulos. Una vez que los títulos son vendidos y el flujo de caja ha sido captado, estos recursos son transferidos a la administración de la empresa que titularizo los bienes (agente originador).

- **Titularización de proyectos inmobiliarios.**

En este proceso se busca obtener recursos mediante la emisión de títulos de renta fija y variable (mixtos) o participación la cual contiene derechos sobre un patrimonio autónomo que es de uso particular de un inmueble y todos los estudios que se necesiten para su construcción.

- **Titularización de flujos de fondos en general.**

Todo proceso de titularización consiste en traspaso de ciertos activos los cuales representen un derecho de cobro a futuro a un patrimonio autónomo, este mecanismo de transferencia de estos flujo de caja futuros esperados son calculado en base a un estudio estadístico histórico de no menos de 3 años, y se realizan proyecciones sobre el derecho de cobro de los flujos de cajas esperado de acuerdo al plazo de vencimiento de los valores a titularizar

Pasos A Seguir En Un Proceso De Titularización

Según el manual e instructivo emitido tanto por la bolsa de valores de Guayaquil como de Quito para los procesos de titularización, se sugiere como metodología a utilizar es la siguiente:

1. Se solicita autorización al máximo ente representante de la organización para la conversión de los activos a titularizar en un patrimonio autónomo, y esta resolución de aprobación debe constar en acta de sesión de este organismo.
2. Selección del personal encargado de la confirmación de la parte legal y financiera.

3. Una vez aprobado la aprobación de la conversión de los activos en patrimonio autónomo a titularizar, se realiza el contrato para el fideicomiso mercantil y se procede a la firma.
4. Se selecciona la empresa calificadora de riesgo y luego se procede a la calificación del activo a titularizar.
5. Se elabora el prospecto de oferta pública, se prepara todos los documentos habilitantes para la emisión.
6. Se inscribe el fideicomiso mercantil en la Superintendencia de Compañías para su revisión y aprobación.
7. El ente regulador debe emitir la aprobación de la titularización y la respectiva inscripción.
8. La aprobación de la titularización de los flujos de caja por el directorio de la bolsa de valores.
9. Emisión y colación de los instrumentos financieros en el mercado de valores nacional.

Aspectos Legales De La Titularización

El marco legal que rige sobre los procesos de titularización en el Ecuador, está dado por el Título XVI de la Ley de Mercado de Valores expedida en el Registro Oficial el 23 de julio de 1998.

Partes Que Intervienen En El Proceso De Titularización. Originador

Consiste en una o más personas naturales o jurídicas, de derecho público o privado, públicas, privadas o mixtas, de derecho privado con finalidad social o pública, nacional o extranjera, o entidades dotadas de personalidad jurídica, propietarios de activos o derechos sobre flujos susceptibles de ser titularizados (Ley de Mercado de Valores, 1998).

Agente De Manejo

Es una sociedad administradora de fondos y fideicomisos que tenga 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. Conforme con las disposiciones de la Ley de Mercado de Valores, (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, (d) Colocar los valores emitidos, mediante oferta pública, conforme con las disposiciones de la Ley de Mercado de Valores, (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, (f) Distribuir entre los inversionistas los resultados obtenidos cuando haya concluido el proceso de titularización (Ley de Mercado de Valores, 1998).

Las funciones señaladas en los incisos a), b) y c) son indelegables. La delegación de las funciones restantes deberá indicarse expresamente en el contrato del fideicomiso mercantil. El agente de manejo será siempre responsable de todas las actuaciones de terceros que desempeñen las funciones así delegadas. En todo caso, la responsabilidad del agente de manejo alcanza

únicamente a la buena administración del proceso de titularización, por lo que no responderá por los resultados obtenidos, a menos que dicho proceso arroje pérdidas causadas por dolo o culpa leve en las actuaciones del agente de manejo, declaradas como tales en sentencia ejecutoriada, en cuyo caso responderá por dolo o hasta por culpa leve (Ley de Mercado de Valores, 1998).

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. Dicho patrimonio de propósito exclusivo 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 del emisor (Ley de Mercado de Valores, 1998).

Los Inversionistas

Son Aquellos Que Adquieren E Invierten En Valores Emitidos Como Consecuencia De Procesos De Titularización (Ley De Mercado De Valores, 1998).

Comité De Vigilancia

Estará compuesto por lo menos por tres miembros, elegidos por los tenedores de títulos, no relacionados al agente de manejo. No podrán ser elegidos como miembros del mencionado comité los tenedores de títulos que pertenezcan a empresa vinculadas al agente de manejo (Ley de Mercado de Valores, 1998).

Otros Agentes Vinculados Al Proceso De Titularización

Calificadora De Riesgo

Las Calificadoras de Riesgos son sociedades cuyo objeto social exclusivo es la calificación de valores o riesgos relacionados con la actividad financiera, aseguradora, bursátil y cualquier otra relativa al manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público. Una calificación es una opinión profesional, especializada e independiente acerca de la capacidad de pago de una empresa y de la estimación razonable sobre la probabilidad de que el calificado cumpla con sus obligaciones contractuales o legales, sobre el impacto de los riesgos que está asumiendo el calificado o sobre la habilidad para administrar inversiones o portafolios de terceros, según sea el caso (Ley de Mercado de Valores, 1998).

Bolsa De Valores

Las bolsas de valores son organizaciones que cumplen un rol importante dentro del mercado de valores ya que posibilitan el financiamiento de distintos sectores económicos a través del ahorro público entre los que disponen de excedentes de flujos hacia los que lo requieren para impulsar sus actividades financieras en el mediano y largo plazo.

Las Bolsas de Valores tienen la finalidad de ofrecer a sus miembros, los servicios y mecanismos requeridos para la negociación de valores en condiciones de equidad, transparencia, seguridad y precio justo. En nuestro país, existen dos bolsas de valores: la Bolsa de Valores de Guayaquil (BVG) y la Bolsa de Valores de Quito (BVQ).

Casa De Valores

Las casas de valores son organizaciones de tipo sociedades anónimas de capital privado, que forman parte de las bolsas de valores en calidad de miembros y son controladas y reguladas por la Superintendencia de Compañías que tienen por finalidad la intermediación financiera. Esta intermediación tiene como finalidad hacer una interacción entre las ofertas y demandas para que se concrete la compra y venta de valores. Entre las principales facultades de las casas de valores tenemos a continuación:

- Comprar y vender valores de acuerdo con las instrucciones de sus clientes en el mercado de valores.
- Adquirir y enajenar valores por cuenta propia.
- Dar asesoría e información en materia de intermediación, finanzas, estructuración de portafolios, adquisiciones, fusiones, escisiones y otras operaciones en el 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 (Ley de Mercado de Valores, 1998).

Mecanismos Para Titularizar

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

Fondos De Inversión

Fondo de inversión es el patrimonio común constituido por aportes de varios inversionistas, personas naturales o jurídicas y las asociaciones de empleados legalmente reconocidas, administrado por una Sociedad gestora responsable de su gestión y administración, y por una Depositaria que custodia los títulos para garantizar las inversiones. El rendimiento de los fondos se hace efectivos en el momento de las ventas de las participaciones.

Fideicomisos Mercantiles

Según la Ley de Mercado de Valores se entiende por fideicomiso mercantil al contrato a través del que una o varias personas denominadas constituyentes transfieren de forma transitoria e irrevocable, la posesión de bienes muebles o inmuebles corporales o incorporeales, que formen

parte de un patrimonio propio con personería jurídica para que la entidad administradora de fondos y fideicomisos, en calidad de representante legal, pueda cumplir con todo lo estipulado en el contrato de constitución, en favor del constituyente o del llamado beneficiario.

Transferencia De Dominio

Según las condiciones enmarcadas en una titularización, el traspaso de mando de los activos hacia el patrimonio por parte del originador será de uso exclusivo se hará a título oneroso o mediante un fideicomiso mercantil.

En el caso en que la sesión de derechos sobre los activos se lleve a cabo para el uso exclusivo del patrimonio, es importante que se dé tanto el traspaso del activo así como sus garantías correspondientes, salvo que las partes involucradas (originador y agente de manejo) hayan acordado lo contrario por escrito, la cual deberá ser puesta en conocimiento a los inversionistas por parte del agente de manejo.” (Ley de Mercado de Valores, 1998)

Activos Susceptibles De Titularizar

Podrán realizarse titularizaciones a partir de los activos, existentes o a futuros, con el fin de determinar los flujos futuros a generarse, ya sea de fondos o de derechos de contenido económico, de los que su titular podría disponer libremente. Además, no pesará sobre dichos activos ninguna clase de gravámenes, limitaciones al dominio, prohibiciones de enajenar, condiciones suspensivas o resolutorias ni deberá estar pendiente de pago, impuesto, tasa o contribución alguna.

Constituyen activos susceptibles de titularización los siguientes: (a) Valores representativos de deuda pública, (b) Valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores, (c) Cartera de crédito, (d) Activos y proyectos inmobiliario, (e) Activos o proyectos susceptibles de generar flujos futuros determinables con base en estadísticas de los últimos tres años o en proyecciones de por lo menos tres años consecutivos, según corresponda (Ley de Mercado de Valores, 1998).

Títulos Emitidos Por Titularización

“Se define tres tipos de valores de titularización:

Valores de Contenido Crediticio

El emisor certifica, por medio del título, que ha contraído una deuda con el poseedor legal y que se compromete a pagarla bajo ciertas condiciones, es decir, los inversionistas obtienen el derecho a recibir la devolución del capital con sus respectivos intereses.

Valores De Participación

El emisor certifica, por medio de un título, que el poseedor legal posee una participación en una empresa o negocio, es decir, el inversionista participa de los resultados de la organización, sea utilidades, sea pérdidas que arroje el patrimonio respecto a cada titularización.

Valores mixtos: Son instrumentos utilizados por los inversionistas para adquirir valores que combinen tanto los títulos de contenido crediticio como los títulos de participación, enfocándose en los términos y condiciones de cada titularización.

El patrimonio de uso exclusivo respaldará la emisión de los diferentes tipos de valores. Cada tipo de valor estará conformado por varias series, los mismos que de ser el caso deberá reconocer los derechos adquiridos por los inversionistas, debiéndose establecerse las diferencias necesarias en las distintas series. El monto máximo a titularizar se determinará mediante el Consejo Nacional de Valores.

No obstante, de presentarse el caso de que la titularización dé como resultado pérdidas ocasionadas por una mala actuación profesional del agente de manejo, analizado y sentenciado así por un juez competente mediante sentencia ejecutoriada, los inversionistas tomarán las medidas que consideren necesarias en el marco de lo legal con el fin de obtener los resarcimientos a los que tuvieren derecho por el mal accionar del agente de manejo.

En el caso de que la titularización de como resultados beneficios económicos, y dichos beneficios no hayan sido repartido entre sus inversionistas, este producto financiero puesto a la venta tendrán como garantía el patrimonio de uso exclusivo que fue destinado para este propósito (Ley de Mercado de Valores, 1998).

Costos En Un Proceso De Titularización

En una titularización los costos en los que se incurre al inicio del proceso son los que se detallan a continuación:

- Estructuración Financiera
- Estructuración Legal
- Calificación de riesgo
- Inscripción en el Registro del Mercado de Valores
- Agente de manejo
- Agente Pagador
- Auditoria externa
- Comisión de Bolsa
- Comisión de Casa de Valores
- Gastos Notariales
- Publicaciones
- Impresiones, folletos
- Otros

A lo largo de la titularización los gastos a incurrir serán:

- Actualización de Calificación de Riesgo
- Pago de Interés
- Mantenimiento en Bolsa
- Administración mensual de Fideicomiso
- Auditoria Externa
- Honorario de liquidación del Fideicomiso

- Honorarios pagados al colocador de los títulos

Proceso De Titularización (Caso Específico: Ferzafa S.A.)

FERZAFSA S.A. es una institución de capital privado cuya actividad principal es la construcción de centrales térmicas en el Ecuador, es un sistema integrador mediante el cual se provee un control de procesos, apoyo de campo y construcciones civiles, eléctricas y mecánicas con el apoyo de sus diversos socios contratistas. El uso de la tecnología permite a los clientes de FERZAFSA S.A. contemplar la transformación de sus negocios en operaciones modernas, eficientes y rentables.

Debido a los acuerdos comerciales estratégicos que FERZAFSA S.A mantiene con compañías eléctricas y mecánicas, consiguió la adjudicación de dos contratos para la construcción de centrales térmicas como una solución para aplacar el déficit de energía en el país, estos contratos se detallan a continuación:

1. Contrato para el montaje y puesta en operación comercial con equipamientos de generación térmica con una potencia de 40 MW, en la Subestación Salitre. El precio del contrato es de US\$ 58'905,000.00 sin IVA
2. Contrato para el montaje y puesta en operación comercial con equipamientos de generación térmica con una potencia de 60 MW, en la Subestación Jujan. El precio del contrato es de (US\$ 65'450,000.00) sin IVA.

CELEC EP cancelará a FERZAFSA S.A. en sus respectivas proporciones, el valor de los contratos de la siguiente manera:

- El treinta por ciento (30%) del valor total de cada uno de los contratos en calidad de anticipo.
- El veinte por ciento (20%) del valor total de cada uno de los contratos, contra presentación de documentos de embarque.
- El diez por ciento (10%) del valor total de cada uno de los contratos se pagará parcialmente, contra las Actas de verificación Parciales Valoradas, de conformidad de CELEC EP y una vez que las unidades de generación se encuentren en operación comercial y solo en la parte de la potencia aceptada.
- El cuarenta por ciento (40%) restante, CELEC EP cancelará en cuatro (4) pagos semestrales, con cargo a los fondos provenientes del Presupuesto General del Estado, de la siguiente manera:
 - a) 10% el 30 de junio del 2014 de cada uno de los contratos.
 - b) 10% el 30 de diciembre del 2014 de cada uno de los contratos.
 - c) 10% el 29 de junio del 2015 de cada uno de los contratos.
 - d) 10% el 31 de diciembre del 2015 de cada uno de los contratos.

Selección De Activos A Titularizar

El activo a titularizar corresponde a los flujos por recibir del 40% establecidas en los contratos de por la construcción de ambas centrales, esto es, el 40% de los pagos semestrales pactados entre CELEC EP y FERZAFSA S.A., vale recalcar que el primer pago de estos ya fue realizado totalmente y en el plazo acordado, por tal razón el valor real a titularizar es del 30% último correspondiente al valor de los dos contrato antes mencionados, cuyo monto asciende Treinta y siete millones trescientos seis mil quinientos 00/100 dólares (US\$ 37'306,500.00), los cuales CELEC EP cancelará a FERZAFSA S.A. En tres pagos (3) iguales de Doce millones cuatrocientos treinta y cinco mil quinientos 00/100 dólares (US\$ 12'435,500.00) en las fechas que siguen: 30 de diciembre del 2014, el 29 de junio del 2015 y 31 de diciembre del 2015.

Se puede observar que basado en las consideraciones anteriores el valor esperado es de \$34,959,187.11 y si obtenemos el porcentaje de variación en cada uno de los escenarios y lo ponderamos, vemos que el valor de mayor variación de impacto negativo es de 0.19% Vale recalcar que la emisión está diseñada para pagar el valor de los inversionistas en un máximo de 90 días posterior a la fecha de los contratos, por tal razón solamente el escenario pesimista incide en el análisis de coberturas adicionales. Una vez realizado este análisis de sensibilidad en base a tres escenarios y determinado sus respectivos índices de desviación, se calculará el índice de desviación promedio ponderado que para esta titularización es de 0.27%

DETERMINACIÓN DE INDICE DE SINIESTRALIDAD

	Escenarios		
	Optimista	Moderado	Pesimista
Dias contrato vs pago	0	60	120
Valor Actual	35,500,925.40	34,898,987.19	34,297,110.01
Prob. Ocurrencia	20.00%	70.00%	10.00%
Valor Actual Ponderado	7,100,185.08	24,429,291.03	3,429,711.00
Valor Esperado	34,959,187.11	34,959,187.11	34,959,187.11
Diferencia	541,738.29	-60,199.92	-662,077.10
% de variacion	1.55%	-0.17%	-1.89%
% de variacion ponderada	0.31%	-0.12%	-0.19%

Determinación Del Flujo A Titularizar

Si al monto total de la cartera a titularizar \$37, 306,500.00, se le aplica el cálculo del valor presente tomando una tasa del 10%, una tasa superior a la tasa activa referencial del mes de septiembre de 2014, esto es 9.68%, se obtiene un valor actual de treinta y tres millones quinientos veinticuatro mil treinta y cinco 42/100 dólares de los Estados Unidos de América (US 33, 524,035.42); de acuerdo a lo establecido en la

Codificación de Resoluciones No. CNV-008-2006 expedido por el Consejo Nacional de Valores y actualizada hasta la Codificación No. CNV-003-2012 en el Capítulo 5, artículo 5,

numeral 4., que se refiere a los procesos de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que existen, el monto de la emisión no excederá el 90% del valor presente de los flujos proyectados, para este caso, el 90% es de US 30,171,631.88.

Se ha determinado emitir títulos desmaterializados hasta por un monto de US veinticuatro millones 00/100 dólares de los Estados Unidos de América (US 24, 000,000.00) lo que representa un 79.54% de lo permitido y un 64.33% de valor nominal a ser cobrado por FERZAFA S.A., lo que representa una cobertura de 1.55 veces, con lo que se concluye que los flujos futuros de fondos respaldan el valor de la emisión.

FLUJO A TITULARIZAR

Fechas de Cobro		30-dic-2014	30-jun-2015	30-dic-2015
Plazo		181 días	366 días	548 días
Flujo	37,306,500.00	12,435,500.00	12,435,500.00	12,435,500.00
Tasa de descuento	10%			
Valor Actual	33,524,035.42	11,810,270.69	11,171,224.17	10,542,540.56

Monto Total De La Emisión

De acuerdo a lo establecido en la Codificación de Resoluciones No. CNV-008-2006 expedido por el Consejo Nacional de Valores y actualizada hasta la Codificación No. CNV-003-2012 en el Capítulo 5, artículo 5, numeral 4., que se refiere a los procesos de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que existen, el monto de la emisión no excederá el 90% del valor presente de los flujos proyectados, para este caso, el 90% es de US 30,171,631.88

Plazo De La Oferta Pública

Los Valores podrán emitirse dentro de los 9 meses contados a partir de la fecha de autorización de la titularización por parte de la Superintendencia de Compañías, pudiendo hacerlo con posterioridad, siempre que se haya obtenido por parte de la Superintendencia de Compañías, la prórroga correspondiente al plazo para la oferta pública de los valores. Los valores que no se hayan colocado en la fecha de emisión quedarán en tesorería del fideicomiso para su posterior colocación.

Procedimientos Para La Colocación

Colocar los valores entre inversionistas mediante oferta pública primaria, a través de una o varias de las Bolsas de Valores del Ecuador, y por medio de la o las casas de valores designadas por FERZAFA S.A.

Características De Los Valores A Emitir

Tipos De Valores A Emitir

- A la Orden
- De contenido crediticio

Denominación De Los Títulos: Vtc-Dfg

Valores “VCT-FERZAFA-SERIE A”

Valores “VCT-FERZAFA-SERIE B”

Valores “VCT-FERZAFA-SERIE C”

Valor Nominal De Los Valores A Emitir

SERIE A:

Monto nominal mínimo: US\$ 1.000

SERIE B:

Monto nominal mínimo: US\$ 1.000

SERIE C:

Monto nominal mínimo: US\$ 1.000

COSTOS REFERENCIALES DE UN PROCESO DE TITULARIZACIÓN

Descripción	Porcentajes	Valor
Estructuración Financiera	0.225%	\$ 54,000.00
Estructuración Legal	0.225%	54,000.00
Calificadora de Riesgos	-	16,000.00
Calificación de Riesgos Semestral	-	7,000.00
Registro Mercado de Valores	0.018%	4,200.00
Inscripción y Mantenimiento	0.175%	42,000.00
Costo Agente de Manejo	-	45,000.00
Comisión de Bolsa	0.090%	21,600.00
Costo de Custodio	0.050%	12,000.00
Auditoria	-	6,000.00
TOTAL		\$ 261,800.00

Plazo De La Emisión

Los términos y condiciones de cada serie constan a continuación:

SERIE A

Denominación: “VCT-FERZAFA-SERIE A”

Monto: \$8, 000,000.00

Plazo: 181 días contados desde la fecha de Emisión

Tasa de Interés: Anual y fija del 5.50%

Amortización de Capital: 181 días contados desde la fecha de Emisión

Pago de Interés: 181 días contados desde la fecha de Emisión

SERIE B

Denominación: “VCT-FERZAFA-SERIE B”

Monto: \$8, 000,000.00

Plazo: 366 días contados desde la fecha de Emisión

Tasa de Interés: Anual y fija del 6.25%

Amortización de Capital: 366 días contados desde la fecha de Emisión

Pago de Interés: Primer pago a los 181 días y segundo (final) pago a los 366 días, contados desde la fecha de Emisión.

SERIE C

Denominación:	“VCT-FERZAF A-SERIE C”
Monto:	\$8, 000,000.00
Plazo:	548 días contados desde la fecha de Emisión
Tasa de Interés:	Anual y fija del 6.75%
Amortización de Capital:	548 días contados desde la fecha de Emisión
Pago de Interés:	Primer pago a los 181 días y segundo pago a los 366 días, y tercer (final) pago a los 548 días, contados desde la fecha de Emisión.

Rendimiento De Los Valores De Contenido Crediticio

Costos Referenciales

A continuación se detallan los costos que FERZAF A S.A. incurriría al momento de terminar el proceso de titularización de flujos esperados. Es necesario indicar que, de manera general los costos de cada uno de los rubros detallados en la tabla se calculan por medio de porcentaje aplicados al valor nominal a titularizar que en el caso de FERZAF A S.A. es de US\$ 24'000,000.

Análisis De Los Flujos Esperados De La Cartera A Titularizar

De los 4 pagos semestrales que corresponden al 40% último, el primero de ellos ya fue cancelado en su totalidad y en el plazo previsto para el mismo, por lo tanto el valor de flujo a titularizar por el saldo, es decir el 30% último del valor de los dos contratos, que equivale a US\$ 37'306.500,00 (Treinta y siete millones treientos seis mil quinientos con 00/100 de los Estados Unidos de América), los mismos que CELEC EP cancelará a FERZAF A S.A., en conjunto, en sus respectivas proporciones contractuales en 3 pagos iguales de 12'435.500,00 (Doce millones cuatrocientos treinta y cinco mil quinientos con 00/100 de los Estados Unidos de América) cada uno en las siguientes fechas: 30 de diciembre del 2014, 29 de junio del 2015 y 31 de diciembre del 2015.

Mecanismos De Garantía

Por decisión de FERZAF A S.A. Se ha diseñado la emisión de tal forma que exista un margen de más de 90 días de cobertura desde la fecha en que CELEC EP deba efectuar el pago a FERZAF A S.A. y la fecha en que está comprometa el pago a los tenedores de los títulos de esta emisión.

Vale recalcar que no se retirará ningún valor del pago efectuado por CELEC EP hasta que no se haya pagado el 100% de los valores correspondientes al capital comprometido en cada fecha, sus correspondientes intereses y los intereses de mora que se generen por el atraso en el pago del capital.

Se considerará mecanismos de garantía de la Titularización:

Fondo de Reserva: que estará integrado con recursos monetarios, libres y disponibles, por un monto equivalente a 1.5 veces el índice de desviación. Este fondo se creará mediante la acumulación de la suma de USD\$3.00 por cada valor colocado de USD\$1,000.00 entre inversionistas. Si todo el valor titularizado es colocado este fondo de reserva ascenderá a USD\$72,000.00. Este mecanismo de garantía tiene la finalidad de respaldar a los inversionistas, a prorrata de su inversión en valores, cuando el Fideicomiso deba pagar los pasivos a los inversionistas.

Exceso de flujo de fondos: es un mecanismo por medio del cual los flujos que se proyecta cobrar sean mayores a los valores que requiere el Fideicomiso para cancelar a los inversionistas y a los pasivos con terceros distintos a los inversionistas. En general, estos mecanismos se describen en la estructuración financiera y deberán constar en el reglamento de gestión.

COMPARACION DE COSTOS MERCADO DE VALORES VS SISTEMA FINANCIERO TRADICIONAL

	Mercado de Valores	Sistema Financiero
Costo Financiero	6.17%	10.50%
Costo de Emisión y Venta	1.09%	0.50%
Costo Total	7.26%	11.00%
Tiempo	18 meses	12 meses

Conclusiones

- El financiamiento por medio de mercado de capitales es más eficiente y menos costoso si se compara con el financiamiento a través del sistema tradicional.
- La búsqueda de liquidez por parte de las empresas es incesante, la titularización es una herramienta eficaz y de bajos costos con respecto al financiamiento tradicional
- Que se lo realiza a través de las instituciones bancarias. Para el caso FERZAF S.A. los costos de estructuración apenas llegan al 1.01% del total del monto a titularizar.
- Este mecanismo de financiamiento permite que la empresa originadora tenga un historial importante en el mercado de valores ecuatoriano ya que para ser inscrita debe presentar sus Estados Financieros y pasar una revisión exhaustiva en la Superintendencia de Compañías, esto permitirá que se mantenga la seguridad y confianza de aquellos agentes que desean invertir en el mercado de valores.
- Los títulos, productos de una titularización de flujos esperados, están respaldados por una calificación de riesgo que avala que estos instrumentos se pueden negociar. Asimismo,

hay mecanismos de garantía que soportan la operación en caso de que haya un retraso en la recuperación de las cuentas por cobrar.

- El presente trabajo no pretende criticar el mecanismo tradicional de financiamiento, lo que se busca es analizar otras formas de financiamiento a través del mercado de valores por medio de instrumentos negociables y de bajo riesgo que mejorará la competitividad en el sector financiero ecuatoriano.

Bibliografía

- Besley, S., y Brigham, E.F. (2001), *Administración Financiera*, Editorial Mc Graw Hill, México.
- Black, Fischer, (1972). *Capital Market Equilibrium with Restricted Borrowing*. *Journal of Business*.
- Bolten, Steven E. (1994). *Administración Financiera*, Editorial Mc Graw Hill, México.
- Brealey, R., y S. Myers y A. Marcus (2010), *Finanzas Corporativas*. Editorial Mc Graw Hill, España.
- Brealey, R., y S. Myers y A. Marcus (2003), *Principios de Finanzas Corporativas*. Editorial Mc Graw Hill, España.
- Brounen, D., A. de Jong, y K. Koedijk, (2004). *Corporate finance in Europe: confronting theory with practice*. *Finan Manage*.
- Copeland, T., T. Koller y J... Murrin (1990). *Valuation: measuring and managing the value of companies*, New York: John Wiley & Sons.
- Cortes García, Francisco; García Moreno, Francisca; Soler Escobosa, Diego, (2000) *Titulización de Activos. Oportunidades de la Titulización ante la nueva economía*, España
- Dunn De Ávila, Jaime, (2006) “*Titularización de activos y flujos futuros. La experiencia en Bolivia*”, Bolivia.
- Fama, E., y K. French. (2004). *The Capital asset pricing model: theory and evidence*. *J. Econ. Perspect*.
- Harvey Campbell R., (1995). *Predictable risk and returns in emerging markets*. *The Review of Financial Studies*.
- Ley de Mercado de Valores. (1998), Ecuador
- Litner, John (1965). *The valuation of risk asset and the selection of risky investments in stock Portafolios and capital budgets*. *The Review of Economics and Statistics*. Muci Fucchin, Gustavo, (2002), *Algunos aspectos legales de la titularización de créditos bancarios*, Venezuela.
- Sharpe, W., *Capital asset prices (1964). A theory of target equilibrium under conditions of risk*. *J. Finance*
- Van Horne, J.C. y Wachowicz J.J. (2010). *Fundamentos de Administración Financiera*, Editorial Pearson México.
- Zambrano Farías, F (2014). *El mercado de capitales como fuente de financiamiento para las pymes en el Ecuador. Caso: ferzafa s.a*