

UNIVERSIDAD SAN FRANCISCO DE QUITO

**El proceso y los problemas de una emisión de títulos de valores en el
Ecuador**

José Antonio Borrero Córdova

Tesis de grado presentada como requisito para la obtención del título de licenciado en finanzas

Quito,

Agosto de 2012

Universidad San Francisco de Quito
Colegio de Administración para el Desarrollo

HOJA DE APROBACIÓN DE TESIS

**El proceso y los problemas de una emisión de títulos de
valores en el Ecuador**

José Antonio Borrero Córdova

Bernardo Acosta, M.S.

Director de la Tesis

.....

Magdalena Barreiro, Ph.D

Decana del Colegio de Administración para el Desarrollo

.....

Quito, agosto de 2012

© Derechos de autor
José Antonio Borrero Córdova
2012

ABSTRACT

This paper shows the problem of the law in relation to issue debt in the Ecuadorian capital market. The paper also explains the problems of some participants and the process of issue debt.

Many aspects of the law (Ley de Mercado de Valores) are a barrier for the market to develop. The many restrictions of the law do not leave space for innovation.

In this paper the reader would learn and understand the process to follow to issue a Commercial Paper, a Corporate Bond and a Securitization in the Ecuadorian market. The reader would also find the problems, solutions and recommendations for the law and to the authority in charge of approving the processes.

The conclusion is that the law is too restrictive, giving no space and diminishing advantages of the capital market and creativity of the participants.

The paper proposes changes in the law, so this way it would be easier to see the advantages of the capital market, a law that would give more space for participants to innovate. With these changes, the quality of the process is also expected to improve.

RESUMEN

Esta tesis busca concientizar a las autoridades sobre los problemas de la Ley de Mercado de Valores, los participantes y el proceso para una emisión de títulos de valores.

Existen varios puntos en la Ley que son una barrera para que el mercado de valores se pueda desarrollar. La Ley de Mercado de Valores tiene varias restricciones y no da espacio para que los participantes puedan actuar de la manera deseada.

En esta tesis se pueden observar los procesos para una emisión de Obligaciones, Papel Comercial y Titularización. También, se encuentran los problemas, las soluciones y recomendaciones de los problemas observados en la Ley y observados en los requisitos de la Superintendencia de Compañías, que es el órgano que aprueba los procesos, todo visto principalmente con un enfoque financiero.

Se concluyó que la Ley de Mercado de Valores es muy restrictiva, no permite que las ventajas del mercado de valores sean aprovechadas y no da espacio para la creatividad de los participantes, sino más bien restringe la calidad de los trabajos de los participantes que se podría tener.

Esta tesis propone cambios para solidificar las ventajas del mercado de valores y este pueda crecer. La recomendación es clara, y es que la Ley sea más permisiva, con menos restricciones y más abierta a la creatividad y expertis de los participantes, pues es tarea de los participantes crear emisiones con diferentes riesgos y rendimientos según lo que el mercado acepte y requiera.

CONTENIDO

CAPÍTULO 1	6
EL PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA Y LA DEFINICIÓN DE LO QUE ES UNA EMISIÓN DE OBLIGACIONES, PAPEL COMERCIAL Y TITULARIZACIÓN ..	6
PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA	7
TEMA DE INVESTIGACIÓN.....	7
EL OBJETIVO DE LA INVESTIGACIÓN.....	7
DESCRIPCIÓN DEL PROBLEMA	7
PREGUNTA DE INVESTIGACIÓN.....	8
<i>Objetivos específicos.</i>	8
JUSTIFICACIÓN DE LA INVESTIGACIÓN	8
HISTORIA DE LA LEY DE MERCADO DE VALORES	9
CONTEXTO Y MARCO TEÓRICO	9
<i>La falta de información académica sobre la estructuración de deuda.</i>	10
¿Existe la estructuración de deuda en las mallas académicas de las universidades?10	
¿Por qué la Ley de Mercado de Valores restringe las ventajas del mercado de valores?	
.....	11
<i>Las fuentes de información sobre una estructuración de deuda.</i>	11
Literatura relevante.....	11
<i>Como se relaciona la literatura académica al problema de la investigación.</i>	13
<i>Enfoque cualitativo.</i>	13
<i>Alcance de la investigación.</i>	13
DEFINICIÓN DE TÉRMINOS	14
<i>Obligaciones.</i>	14
Quienes pueden emitir.	16
Participantes.	17
Estadística de emisiones de Obligaciones de la BVQ.	20
<i>Papel comercial.</i>	20

Estadística de emisiones de Papel Comercial de la BVQ.....	21
<i>Titularizaciones</i>	22
Tipos de Titularización.....	22
Participantes.....	24
Estadística de Titularizaciones de la BVQ.....	26
<i>Prospecto de Oferta Pública</i>	26
CAPÍTULO 2	27
PROCESO DE UNA EMISIÓN DE OBLGACIONES, PAPEL COMERCIAL, TITULARIZACIÓN DE CARTERA Y FLUJOS	27
EL PROCESO DE UNA EMISIÓN DE OBLIGACIONES.....	28
EL PROCESO DE UNA EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL	29
EL PROCESO DE UNA TITULARIZACIÓN.....	30
<i>El proceso de una Titularización de Cartera</i>	33
<i>El proceso de una Titularización de Flujos</i>	34
CAPÍTULO 3	36
FALLAS SUGERENCIAS A LA LEY DE MERCADO DE VALORES	36
NO SE ESPECIFICA CUÁLES SON LOS REQUISITOS PARA DEMOSTRAR QUE LOS ACTIVOS ESTÁN LIBRES DE GRAVAMEN	37
EN UNA TITULARIZACIÓN, LA LEY EXIGE POR LOS MENOS UN MECANISMO DE GARANTÍA	38
¿CÓMO CALCULAR EL DEPÓSITO DE GARANTÍA?.....	38
DENTRO DE LA LEY, EN LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES NO SE HABLA DE PROYECCIONES AUNQUE LA SUPERINTENDENCIA ASÍ LO REQUIERE	40
FALLAS EN RELACIÓN A LA CONSTRUCCIÓN DE ESCENARIOS EN UNA TITULARIZACIÓN..	41
EN LA LEY, NO SE ESPECIFICA CÓMO DEBE SER CALCULADO EL ÍNDICE DE DESVIACIÓN O DE SINIESTRALIDAD PERO LA SUPERINTENDENCIA TIENE SUS PROPIOS REQUERIMIENTOS DE CÁLCULO.....	42
FALLAS EN RELACIÓN AL MECANISMO DE GARANTÍA: SOBRECOTERIZACIÓN	44
OTRAS RECOMENDACIONES	45
SUGENRECIAS PARA LOS PARTICIPANTES	46

PARA EL BIESS	46
PARA LAS CALIFICADORAS DE RIESGO	47
PARA EL REPRESENTANTE DE LOS OBLIGACIONISTAS	48
PARA LAS SUPERINTENDENCIAS DE COMPAÑÍAS DE QUITO Y GUAYAQUIL.....	49
A LOS OPERADORES DE VALORES	49
CAPÍTULO 4.....	50
CONCLUSIÓN.....	50
RESPUESTA A LAS PREGUNTAS DE INVESTIGACIÓN	51
LIMITACIONES DEL ESTUDIO	53
RECOMENDACIONES PARA FUTUROS ESTUDIOS	53
CONCLUSIÓN.....	53
BIBLIOGRAFÍA	55
ANEXOS	56
PROJECT CHARTER Y PROJECT PLAN.....	56

CAPÍTULO 1

EL PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA Y LA DEFINICIÓN DE LO QUE ES UNA EMISIÓN DE OBLIGACIONES, PAPEL COMERCIAL Y TITULARIZACIÓN

PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

Tema de investigación

Se realizará una breve explicación de cuáles son los requisitos y el proceso que se debe llevar a cabo para emitir deuda a través el mercado de valores. Se comentaran y recomendaran cambios en la Ley de Mercado de Valores para emisiones de títulos de valores.

El objetivo de la investigación

Sugerencias a la Ley de Mercado de Valores para que el mercado de valores se desarrolle. Dar a conocer el proceso de una emisión de títulos de valores.

Descripción del problema

La Ley de Mercado de Valores no es una guía completa y clara sobre el proceso que se debe llevar a cabo para una emisión de títulos de valores en el Ecuador. Además, existen muchos puntos de la Ley que no son lógicos y perjudican el desarrollo del mercado de valores. Muchos artículos de la ley no están claros y el criterio de aprobación por parte de la Superintendencia es el que rige, el problema es que este “criterio” no se encuentra escrito por lo que la única manera de conocerlo es por experiencia. Es por esto, que existe la necesidad de cambiar ciertos puntos de la Ley que perjudican al mercado, además de estandarizar los criterios de aprobación de la Superintendencia de Compañías y por ende el propósito de esta investigación.

Pregunta de investigación

Lo que esta investigación intenta resolver es ¿Cuáles son los procesos actuales para una emisión de títulos de valores? ¿Cómo se puede mejorar la Ley de Mercado de Valores, de tal manera que permita que el mercado de valores se desarrolle?

Objetivos específicos.

Los objetivos específicos son conocer los pasos y requisitos para una emisión de Obligaciones, una emisión de Papel Comercial y una Titularización de Flujos y de Cartera.

Sugerir cambios en la Ley de Mercado de Valores para mejorar los procesos de emisión, solidificar las ventajas el mercado de valores y desarrollar de una manera más rápida al mercado.

Justificación de la investigación

Cambios en la Ley serían útiles para agilizar y desarrollar el mercado de valores, pues se debe solidificar las ventajas de una emisión de títulos de valores y la factibilidad de este proceso.

La experiencia del investigador será una contribución importante pues como se comentó anteriormente la Ley de Mercado de Valores no es clara y actualmente la experiencia es la mejor guía. Es por la experiencia del investigador que se conoce de cerca las fallas de la Ley y las ventajas que un cambio podría representar. Es por esta razón que la investigación es viable.

La experiencia del investigador en relación al mercado de valores será la principal fuente de información, no existe mayor información sobre el tema y es por esto que este trabajo representaría una fuente primaria para futuras investigaciones.

Historia de la Ley de Mercado de Valores

“Durante los últimos quince años, el Estado ecuatoriano ha tenido dos Leyes de Mercado de Valores: la Ley No. 31, publicada en el Registro Oficial No. 199 del 28 de mayo de 1993; y, la actual Ley No. 107, publicada en el Registro Oficial No. 367 del 23 de Julio de 1998.

La Ley No.107 fue objeto de varias reformas derivadas de la expedición de varias leyes como la Ley Reformatoria a la Ley Orgánica de Régimen Monetario y Banco del Estado, la Ley para la Reforma de las Finanzas Públicas, Ley para la Transformación Económica del Ecuador, la Ley de Seguridad Social, la Ley Reformatoria a la Ley de Régimen Tributario Interno y el Código de Procedimiento Penal; todo lo cual determinó que el Congreso Nacional la codifique.

Con la vigencia de la nueva Constitución Política de la República aprobada por el pueblo ecuatoriano, se impone una nueva concepción de las normas sustantivas que rijan el Mercado de Valores, con mira a que se constituya en pilar fundamental para encausar el ahorro interno del país hacia inversiones productivas generadoras de trabajo y producción, con el objeto de cumplir las metas del buen vivir.” (Banco Central del Ecuador)

Adicional, es importante recalcar que actualmente se encuentra en proceso un nuevo proyecto de Ley. Es decir, se va a realizar una nueva Ley de Mercado de Valores.

Contexto y marco teórico

Antes que nada, queremos definir que se analizará el problema desde un punto de vista financiero, pues lo que buscan estos procesos de emisión de títulos de valores es rentabilidad financiera para la empresa emisora o el originador de los títulos.

La falta de información académica sobre la estructuración de deuda.

¿Existe la estructuración de deuda en las mallas académicas de las universidades?

De las 11 universidades con categoría A en el Ecuador, en ninguno de sus mallas académicas de tercer nivel, se cuenta con un programa donde se enseñe como emitir títulos de valores en el mercado ecuatoriano.

- a) Escuela Politécnica Nacional
- b) Escuela Superior Politécnica del Litoral
- c) Escuela Politécnica del Ejército
- d) Escuela Superior Politécnica del Chimborazo
- e) Pontificia Universidad Católica de Quito
- f) Universidad Central del Ecuador
- g) Universidad de Cuenca
- h) Universidad del Azuay
- i) Universidad San Francisco de Quito
- j) Universidad Técnica de Ambato
- k) Universidad Técnica Particular de Loja

Muchos profesores conocen la definición y teoría financiera de este proceso, es decir, conocen los conceptos de los productos (titularizaciones, papel comercial, obligaciones) y las características financieras para que el producto sea viable, pero no conocen el proceso para que dichos productos sean una realidad.

¿Por qué la Ley de Mercado de Valores restringe las ventajas del mercado de valores?

La Ley de Mercado de Valores se entromete demasiado en el proceso de emisión, bloquea la creatividad de los participantes y no permite que el mercado logre desarrollarse de una manera más rápida.

Muchos puntos de la Ley reducen las ventajas que el mercado de valores ofrece.

Las fuentes de información sobre una estructuración de deuda.

Literatura relevante.

Bolsa de Valores de Quito. (1998). *Ley de Mercado de Valores*. Obtenido el 15 de junio de 2012 de <http://www.bolsadequito.info/normativa/normativa-del-mercado-de-valores/ley-de-mercado-de-valores/>

Bolsa de Valores de Quito. (1998). Reglamento General de la *Ley de Mercado de Valores*. Obtenido el 15 de junio de 2012 de <http://www.bolsadequito.info/normativa/normativa-del-mercado-de-valores/reglamento-general-a-la-ley-de-mercado-de-valores/>

Superintendencia de Compañías. (2010). Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional *de Valores*. Obtenido el 15 de junio de 2012 de <http://www.bolsadequito.info/normativa/normativa-del-mercado-de-valores/codificacion-de-resoluciones-del-consejo-nacional-de-valores/>

Bolsa de Valores de Quito. (2006). Reglamento General de la BVQ. Obtenido el 15 de junio de 2012 de <http://www.bolsadequito.info/normativa/autoregulacion/reglamento-general-bvq/>

Las cuatro fuentes bibliográficas presentadas anteriormente, son las fuentes primarias que contribuirán con los aspectos legales en relación a un proceso de emisión de títulos de valores. Son en los aspectos legales en lo que se crearán sugerencias para solidificar las ventajas del mercado de valores y dinamizar el proceso.

Bolsa de Valores de Quito. (2012). Manual de Inscripción de Obligaciones. Obtenido el 15 de junio de 2012 de

<http://www.bolsadequito.info/inicio/manuales-de-inscripcion-de-valores/obligaciones/>

Bolsa de Valores de Quito. (2012). Manual de Inscripción de Papel Comercial. Obtenido el 15 de junio de 2012 de

<http://www.bolsadequito.info/inicio/manuales-de-inscripcion-de-valores/papel-comercial/>

Bolsa de Valores de Quito. (2012). Manual de Inscripción de Titularizaciones. Obtenido el 15 de junio de 2012 de

<http://www.bolsadequito.info/inicio/manuales-de-inscripcion-de-valores/titularizaciones/>

Las tres fuentes bibliográficas presentadas anteriormente, son un breve resumen de los requisitos para la inscripción de títulos en el mercado de valores. Estas fuentes son de gran importancia pues muestran el proceso resumido

Bolsa de Valores de Quito. (2012). Obligaciones. Obtenido el 15 de junio de 2012 de

<http://www.bolsadequito.info/inicio/prospectos/obligaciones/>

Bolsa de Valores de Quito. (2012). Papel Comercial. Obtenido el 15 de junio de 2012 de

<http://www.bolsadequito.info/inicio/prospectos/papel-comercial/>

Bolsa de Valores de Quito. (2012). Titularizaciones. Obtenido el 15 de junio de 2012 de

<http://www.bolsadequito.info/inicio/prospectos/titularizaciones/>

Estas últimas tres fuentes bibliográficas servirán como ejemplos de emisiones que ya han sido aprobadas y colocadas a través de las bolsas de valores, estos ejemplos servirán para completar y aclarar ciertos puntos de la Ley que no se encuentran claros y como ejemplos de cómo se puede mejorar los procesos.

Como se relaciona la literatura académica al problema de la investigación.

La literatura académica muestra dos puntos principales, el un punto son las Leyes actuales en relación a los requisitos y restricciones para una emisión de valores y como algunas de estas bloquean las ventajas del mercado de valores, y el otros punto muestra procesos que ya han sido aceptados, que facilitarán para la explicación del proceso. Cabe recalcar, que la principal fuente de información es la experiencia del investigador, pues él ha logrado observar las falencias de la Ley.

Enfoque cualitativo.

La investigación que se realizará tiene un enfoque cualitativo basada en documentos, la ley, observación y entrevistas. Es cualitativa, pues más que variables exactas estudiaremos conceptos. Esta tesis no tendrá una hipótesis pues es de carácter exploraría como se explicará a continuación.

Alcance de la investigación.

Lo que se busca es crear sugerencias a la Ley para solidificar las ventajas del mercado de valores, acelerar los procesos y ayudar al desarrollo del mercado. Antes de lo expuesto anteriormente, se explicará brevemente los procesos actuales para una emisión de títulos de valores.

Es por esto, que consideramos que esta investigación es de carácter exploratorio, es decir, es una investigación donde se familiarizará con el producto y servirá para futuras investigaciones. Futuras investigaciones podrán ser sobre:

Como innovar en un proceso de emisión. Pues en la actualidad la mayoría de los procesos tiene poca innovación y son en cierta forma estándar. También falta mayor investigación sobre la utilización de derivadas en los procesos, la creación de *callable bonds*, *convertible bonds*, *debt with warrants*, o la incorporación de *credit default swaps* para mejorar la calificación de riesgos, entre otros.

Definición de Términos

Obligaciones.

Las obligaciones son títulos de valores, donde la empresa que emitió los títulos se compromete a pagar los intereses y capital de su emisión en los montos y plazos acordados.

El tipo de renta de una emisión de obligaciones es renta fija.

El concepto de Obligaciones es: “Valor emitido por una compañía legalmente facultada como mecanismo para captar recursos del público y financiar de esta manera sus actividades productivas. Son por tanto valores representativos de deuda, que el emisor reconoce o crea, y que son exigibles según las condiciones de la emisión. Como cualquier título valor otorga un derecho de cobro de intereses y recuperación de capital.” (Bolsa de Valores de Quito, 2012)

Las Obligaciones son consideradas deuda a largo plazo, es decir su plazo debe ser mayor a trescientos sesenta días. A pesar de que no existe un plazo máximo, en el Ecuador es extremadamente difícil colocar (vender) títulos con plazos mayores a diez años.

Las Obligaciones pueden tener garantía general o específica siendo la garantía general la más común. Estos son los mecanismos de garantía oficiales, aunque es muy común ver Prospectos de Oferta Pública donde las Obligaciones tengan mecanismos de garantía informales. Por ejemplo, una restricción al emisor de que su apalancamiento (pasivo/patrimonio) no podrá ser mayor que “x” durante la vigencia de la emisión, que su nivel de pasivos financieros sobre activos no puede ser mayor que “x”, que debe tener inventarios o cuentas por cobrar libres de gravamen por lo menos en un monto igual al saldo de capital de los valores que se encuentren en circulación, que solo se puede repartir “x%” de las utilidades durante la vigencia de la emisión, etc. Todos estos mecanismos informales “covenants” son útiles para mejorar la calificación de riesgo de la deuda que se va a emitir, en este caso las Obligaciones.

A continuación los artículos de la Ley del Mercado de Valores del Consejo Nacional de Valores (C.N.V) que hacen referencia a las garantías generales y específicas.

Art. 162.- De la garantía.- Toda emisión estará amparado por garantía general y además podrá contar con garantía específica. Las garantías específicas podrán asegurar el pago del capital, de los intereses parcial o totalmente, o de ambos.

Por garantía general se entiende la totalidad de los activos no gravados del emisor que no estén afectados por una garantía específica de conformidad con las normas que para el efecto determine el C.N.V.

Por garantía específica se entiende aquella de carácter real o personal, que garantiza obligaciones para asegurar el pago del capital, de los intereses o de ambos.

Admítase como garantía específica, la consistente en valores o en obligaciones ejecutivas de terceros distintos del emisor o en flujo de fondos predeterminado o específico. En estos casos, los valores deberán depositarse en el depósito centralizado de compensación y liquidación; y, de consistir en flujos de fondos fideicomisar los mismos.

Si la garantía consistiere en prenda, hipoteca, la entrega de la cosa empeñada, en su caso, se hará a favor del representante de obligacionistas o de quien éstos designen. La constitución de la prenda se hará de acuerdo a las disposiciones del Código de Comercio.

El C.N.V., regulará los montos máximos de emisión de obligaciones en relación con el tipo de garantías y determinará qué otro tipo de garantías pueden ser aceptadas. (Ley de Mercado de Valores, 1998)

Art. 14.- Garantía específica.- Cuando una emisión de obligaciones, además de contar con garantía general, se respalde con garantía específica, ésta última deberá consistir en: prendas, hipotecas, avales, fianzas, cartas de crédito stand by, pólizas de seguro, certificados de depósito de mercaderías de fácil realización, fideicomisos mercantiles de garantía o aquellos de administración que constituyan fuente de pago, así como otras que, para el efecto, establezca el Consejo Nacional de Valores. La garantía específica deberá mantenerse vigente durante el plazo de emisión, debiendo otorgarse a favor del representante de los obligacionistas. (Consejo Nacional de Valores, 2006)

En resumen, la garantía general es en la que el emisor no puede emitir más allá del 80% de los activos libres de gravamen. Por ejemplo, si se tiene \$12,000,000 de activos totales de los cuales \$2,000,000 están gravados pues representan una hipoteca, entonces se tiene que los activos libres de gravamen son \$10,000,000 y el 80% de eso es \$8,000,000. En este caso, la Ley dice que el monto máximo que se puede emitir es de \$8,000,000 y esto es visto como la garantía general de la emisión.

La garantía específica es cuando la emisión además de garantía general, se encuentra respaldada por una hipoteca, prenda, etc. Por ejemplo, si el en caso anterior se quisiera incorporar garantía específica, entonces se podría hipotecar activos fijos por \$8,000,000.

Quienes pueden emitir.

- Compañías anónimas.

- Compañías de responsabilidad limitada.
- Sucursales de compañías extranjeras domiciliadas en el Ecuador.
- Organismos seccionales que reconocen o crean una deuda a cargo de la emisora.

Participantes.

Representante de obligacionistas.

“La emisora, deberá celebrar con una persona jurídica, especializada en tal objeto, un convenio de representación a fin de que ésta tome a su cargo la defensa de los derechos e intereses que colectivamente corresponda a los obligacionistas durante la vigencia de la emisión y hasta su cancelación total, dicho representante quedará sujeto a la supervisión y control de la Superintendencia de Compañías, en cuanto a su calidad de representante.” (Bolsa de Valores de Quito)

Por ejemplo, si es que sucede cualquier imprevisto que perjudicó la posición de los tenedores de deuda, por ejemplo si es el que emisor quiebra, entonces el representante de los obligacionistas intercederá en favor de los perjudicados sin costo algunos. El representante de los obligacionistas cobra solo una vez y es antes de que la emisión sea aprobada por la Superintendencia. Si es que nunca pasa nada, entonces el representante de los obligacionistas no intercederá en favor de los tenedores de deuda a pesar de que el ya cobro su fee antes de la aprobación de la emisión.

Calificadora de riesgos.

“Toda emisión de obligaciones requerirá de calificación de riesgo, efectuada por compañías calificadoras de riesgo inscritas en el Registro del Mercado de Valores. Durante el tiempo de vigencia de la emisión, el emisor deberá mantener la calificación actualizada de conformidad con las normas que para el efecto expida el C.N.V.” (Bolsa de

Valores de Quito) Dentro de las normas del C.N.V. vemos que la calificación de riesgo debe ser actualizada semestralmente durante la vigencia de la emisión.

Agente de pagador.

El agente pagador puede ser la misma emisora, o se puede firmar un convenio con alguna institución financiera controlada por la Superintendencia de Bancos y Seguros. Comúnmente el agente pagador es el Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores S.A. (DECEVALE) o el Depósito Centralizado de Valores del Banco Central del Ecuador (DCV-BCE). El agente pagador es quien se encarga de recibir el pago de capital e intereses del emisor y lo transfiere a los inversionistas o tenedores del título.

Estructurador financiero.

El estructurador financiero es el encargado de crear el producto, es quien determina la estructura de los valores y las características para que estos se ajusten mejor al giro del negocio de la empresa emisora. La principal finalidad del estructurador financiero es maximizar la rentabilidad de la estructura financiera considerando siempre los requerimientos para una buena calificación de riesgos. El estructurador financiero también es el encargado de ver cuál es el monto máximo de la emisión o el monto recomendado ya sea por restricciones legales (máximo el 80% de los activos libres de gravamen) o por restricciones de flujos de caja esperados.

Dentro de una emisión de obligaciones las características del informe de estructuración financiera que se recomienda son:

1. entorno económico ecuatoriano
2. análisis sectorial
3. influencia de la industria en la economía
4. descripción de la empresa

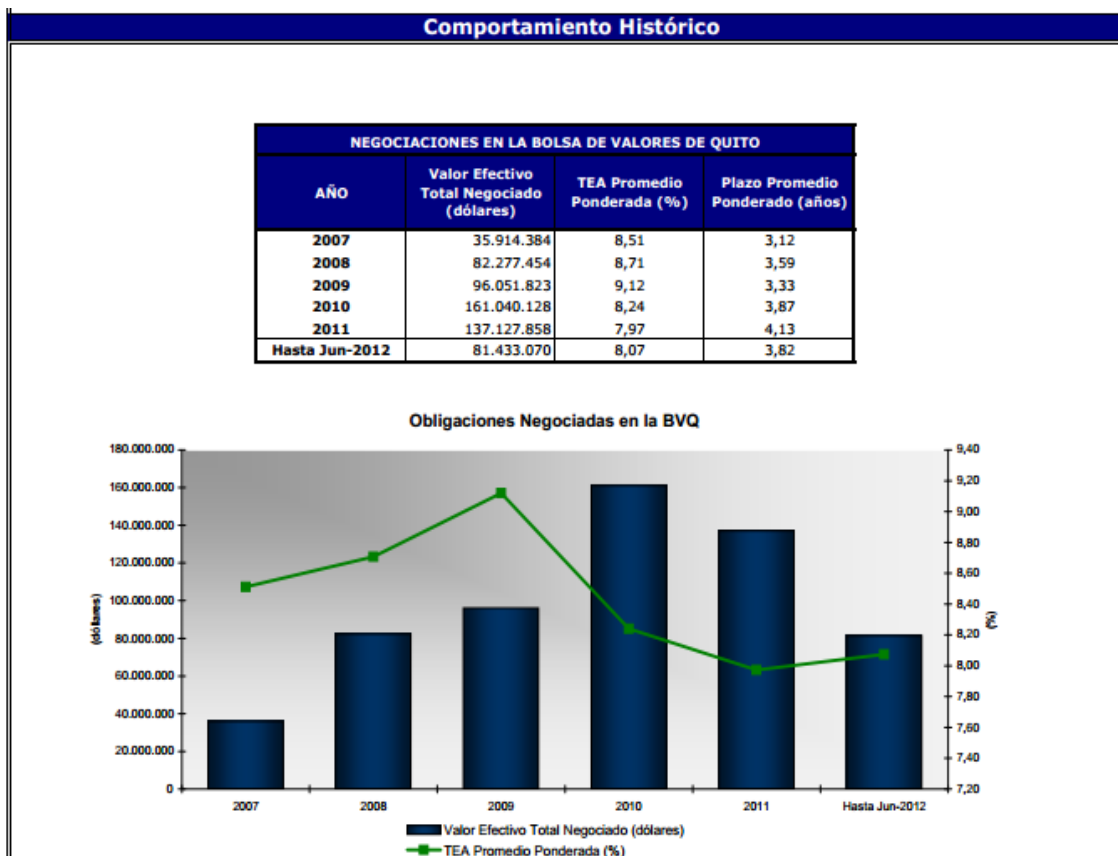
5. análisis financiero
6. modelo financiero
7. construcción de escenarios
8. mecanismos de garantía
9. monto máximo de la emisión
10. características de los valores a emitir
11. anexos

Estos puntos abarcan los requisitos legales y otros más que permiten dar una mejor impresión a la calificadora de riesgos, recuerdese que uno de los principales objetivos de estructurador financiero es crear una estructura con la mejor calificación posible tomando en cuenta siempre la rentabilidad de la emisión. Los requisitos legales se verán posteriormente en el Prospecto de Oferta Pública.

Estructurador legal.

El estructurador legal es quien hace que el informe de estructuración financiera cobre vida y sea un producto legal y comercializable. Es el encargado de ingresar el trámite a la superintendencia. El estructurador legal es quien arma el Prospecto de Oferta Pública que se explicará más adelante.

Estadística de emisiones de Obligaciones de la BVQ.



Fuente: Bolsa de Valores de Quito

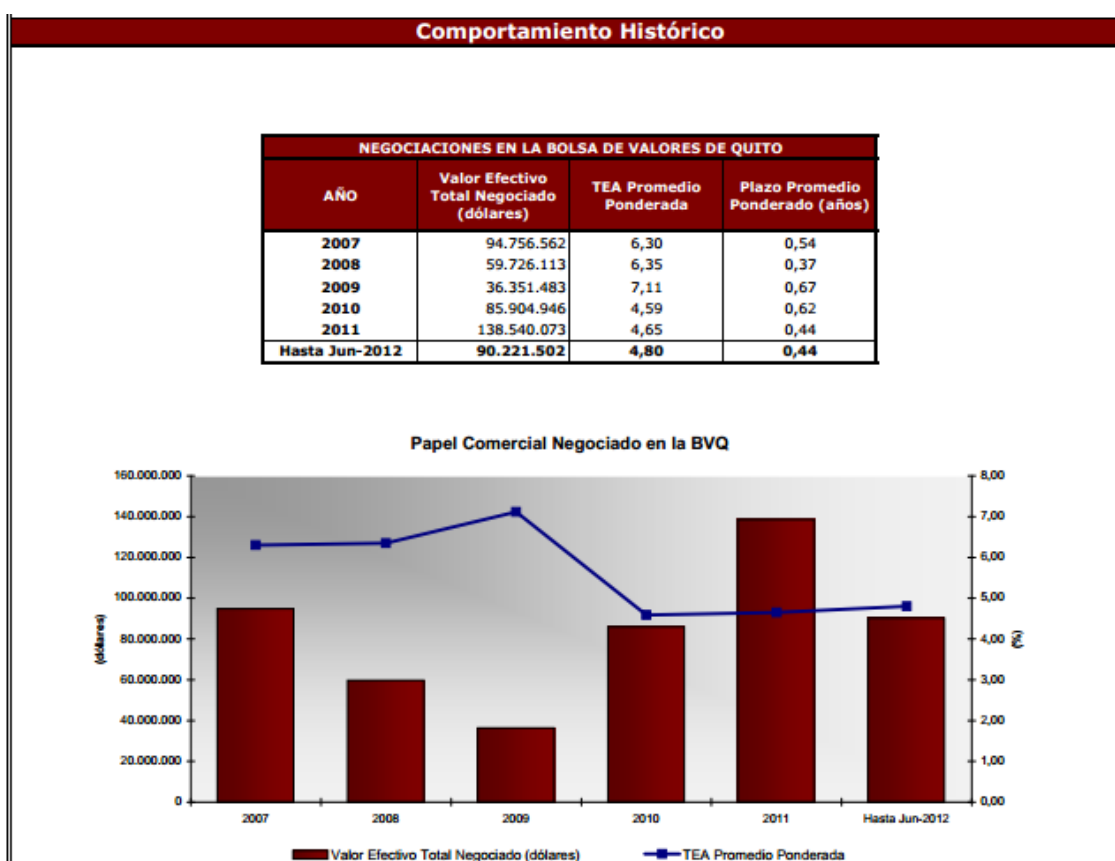
Papel comercial.

El Papel Comercial es casi igual que las Obligaciones pero con dos diferencias. La primera diferencia es que el Papel Comercial es un producto a corto plazo, es decir su plazo no puede ser mayor a trescientos sesenta días. La otra diferencia es que el Papel Comercial tiene la opción de revolving, es decir el plazo del programa puede ser de hasta setecientos veinte días y se puede colocar los títulos varias veces siempre y cuando los valores en circulación no

sean mayores al monto de la emisión y que los plazos de los títulos no sean mayores a trescientos sesenta días.

Un ejemplo de lo que es revolving es: El monto de la emisión es \$3,000,000. Coloco los \$3,000,000 al inicio de la emisión a un plazo de 50 días, luego de los 50 días pago los \$3,000,000 y coloco los \$3,000,000 a 360 días, luego de 360 días pago los \$3,000,000 y coloco \$3,000,000 a 310 días, luego de estos 310 días pago los \$3,000,000 y el programa vence pues ya ha pasado 720 días desde la primera negociación de la emisión. Cuando vuelvo a colocar los valores, el monto no necesariamente debe ser igual al monto total de la emisión.

Estadística de emisiones de Papel Comercial de la BVQ.



Fuente: Bolsa de Valores de Quito

Titularizaciones.

“La titularización es un proceso de jurídico que convierte las expectativas de flujo de fondos futuros en títulos negociables hoy. Todo buen proyecto futuro puede obtener recursos al momento actual. Esta modalidad abre campo para que los más diversos tipos de activos ilíquidos puedan ser movilizados a través de la venta de los títulos que los representan. Emitidos con cargo a un patrimonio autónomo. Los valores producto de este proceso son susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil.” (Bolsa de Valores de Quito)

Es decir se conforma un patrimonio autónomo de cualquier activo susceptible a la generación de flujos y de este patrimonio autónomo que es constituido en un fideicomiso obtengo los flujos para pagar el capital e intereses de los valores que se encuentran en circulación. Las titularizaciones, pueden tener renta variable o fija. El monto máximo de la emisión depende de los tipos de titularización y de que no se puede titularizar más allá del 80% de los activos libres de gravamen que tenga el originador. Las garantías de la emisión podrán ser generales o específicas como fueron explicadas en la definición de Obligaciones.

Tipos de Titularización.

Titularización de cartera.

La titularización de cartera consiste en vender a los inversionistas participación de la cartera seleccionada para la emisión. La cartera colocada en el mercado por intermediarios financieros conforma parte de un patrimonio autónomo dentro de un fideicomiso, lo que se vende a los inversionistas son los flujos generados por la cartera seleccionada. Legalmente, el monto máximo de la emisión no podrá ser mayor al 100% del saldo de capital de la cartera seleccionada.

Toda la cartera seleccionada deberá tener las mismas características. Por ejemplo, si es una cartera de vehículos, el porcentaje de los préstamos no puede ser mayor al 80% del valor del vehículo y la morosidad de la cartera seleccionada no puede ser mayor a 30 días o que los vehículos de más de \$20,000 tengan un dispositivo de rastreo satelital.

Titularización de inmuebles.

El originador transfiera al fideicomiso bienes inmuebles capaces de generar flujo. Luego de esto los valores son colocados entre los inversionistas donde reciben el capital e interés de su inversión de los flujos generados por los bienes inmuebles. Legalmente, el monto máximo de la emisión no podrá ser mayor al 90% del valor presente de los flujos esperados descontados a una tasa no inferior a la tasa activa referencial señalada, por el Banco Central del Ecuador.

Este tipo de titularización no es muy común de verla. Se recomienda que en lugar de descontar a la tasa activa referencial, para calcular el monto máximo de emisión, se descuenta a una tasa ligeramente mayor. Por ejemplo, el 10%. Se recomienda lo expuesto anteriormente pues la tasa activa referencial tendrá vigencia para el proceso de únicamente 30 días, si es que el proceso se alarga, entonces esta tasa debe ser actualizada. Si se toma una tasa del 10% es casi improbable que la tasa activa referencial sea mayor, y por ende no será necesario actualizar la tasa activa referencial y la superintendencia de compañías no tendrá problemas en aprobar el proceso.

Titularización de proyectos inmobiliarios.

En este caso, un fideicomiso es el encargado de conformar el patrimonio autónomo el cual es a su vez el encargado del proyecto inmobiliario, los inversionistas toman participación de este patrimonio autónomo.

El proyecto inmobiliario a ser titularizado, no podrá bajo ningún escenario estar gravado. Según la Ley, el monto máximo de la titularización no podrá ser mayor al 100% del presupuesto del proyecto.

Titularización de flujos.

La titularización de flujos es la de mayor aplicación seguida por la titularización de cartera. En esta titularización se transfiere a un patrimonio autónomo el derecho de cobro de flujos en efectivo que se esperen recibir en el futuro. Por ejemplo, el derecho de cobro de las ventas con alguna tarjeta de crédito, o el derecho de cobro de las ventas en ciertas zonas o locales o el de algún porcentaje de las ventas, etc.

En caso de que los flujos sean conocidos, el monto máximo de la emisión es el mismo que el de la titularización de inmuebles. En el caso de los flujos no sean conocidos, entonces legalmente, el monto máximo de la emisión no podrá ser mayor al 50% del valor presente de los flujos esperados descontados a una tasa no menor a la tasa activa referencial.

Participantes.

Agente de manejo.

El agente de manejo es el encargado de manejar los flujos del patrimonio autónomo, generalmente el agente de manejo es la fiduciaria. También puede ser el originador.

Calificadora de riesgos.

La calificación de riesgo se la hará semestralmente, efectuada por compañías calificadoras de riesgo inscritas en el Registro del Mercado de Valores.

Agente pagador.

El agente pagador es el encargado de transferir el dinero obtenido por el patrimonio autónomo hacia los inversionistas. Comúnmente es la fiduciaria.

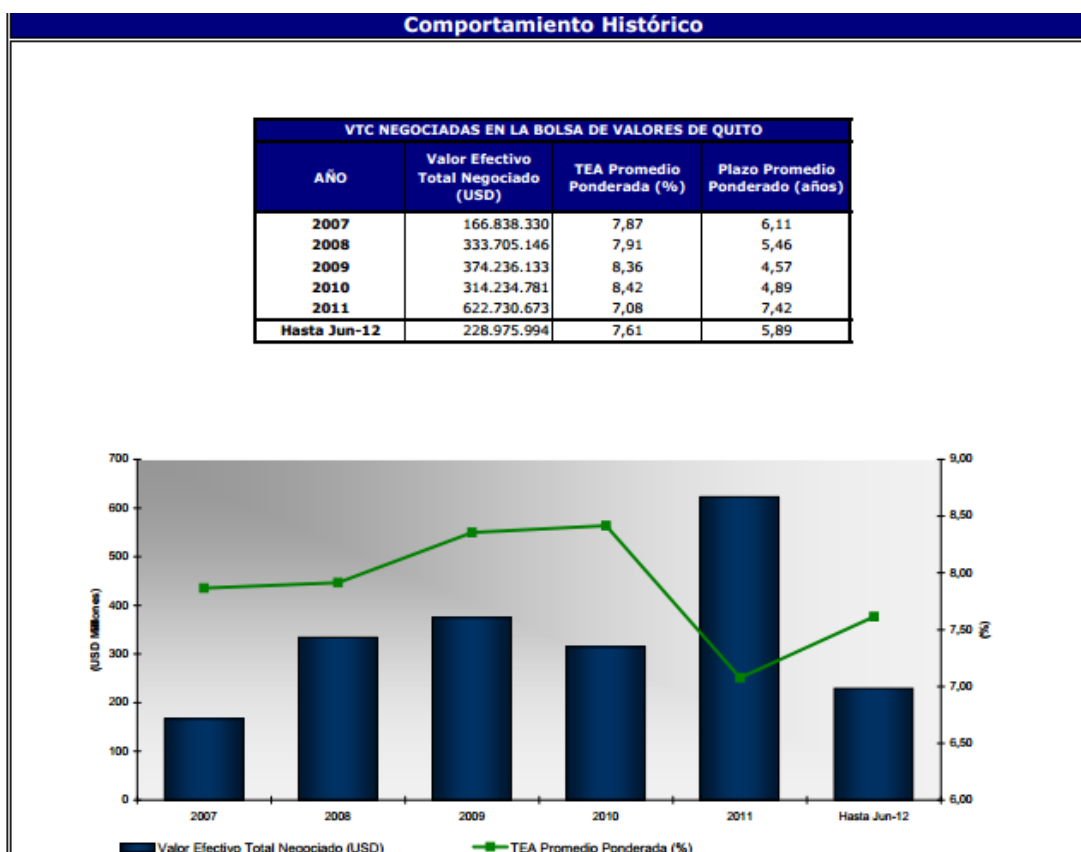
Estructurador financiero.

El estructurador financiero es el encargado de crear el producto, es quien determina la estructura de los valores y las características para que estos se ajusten mejor al giro del negocio de la empresa emisora. El estructurador financiero también es el encargado de ver cuál es el monto máximo de la emisión o el monto recomendado ya sea por restricciones legales o por restricciones de flujos esperados.

Estructurador legal.

El estructurador legal es quien hace que el informe de estructuración financiera cobre vida y sea un producto legal y comercializable. Es el encargado de ingresar el trámite a la superintendencia. El estructurador legal es quien arma el Prospecto de Oferta Pública y es el que crea la minuta de constitución del fideicomiso y el contrato de fideicomiso mercantil.

Estadística de Titularizaciones de la BVQ.



Prospecto de Oferta Pública.

El prospecto es el trabajo final que abarca los trabajos de todos los participantes y debe ser aprobado por la superintendencia de bancos y luego de compañías en caso de que el emisor sea una institución financiera o solo por la superintendencia de compañías en caso de que el emisor no sea una institución financiera.

El Prospecto de Oferta Pública contiene las características de los valores, las garantías, condiciones y en general toda la información relevante a la emisión y al emisor.

CAPÍTULO 2

PROCESO DE UNA EMISIÓN DE OBLGACIONES, PAPEL COMERCIAL, TITULARIZACIÓN DE CARTERA Y FLUJOS

El proceso de una emisión de Obligaciones

Luego de que se decide llevar a cabo el proceso de una emisión de Obligaciones se debe de determinar todos los participantes como se explicó en el Capítulo 1. Pondremos principal énfasis en el proceso que debe de llevar el estructurador financiero, pues además de realizar la estructura de la emisión, el estructurador financiero acompaña al cliente durante todo el proceso, pues la información y el informe de estructuración financiera deben ser actualizados constantemente. La Superintendencia de Compañías acepta la información con corte únicamente de un mes y medio anterior a la inscripción del Prospecto de Oferta Pública, es por esto que el estructurador financiero actualiza la información conjuntamente con el cliente constantemente, pues además de esta restricción no es fácil coordinar los tiempos de los demás participantes.

El objetivo del estructurador financiero es buscar la mejor calificación de riesgo posible, tomando en cuenta el monto de la emisión que la empresa necesita con la restricción de la capacidad de pago que puede tener.

La calificación mínima a la que se puede tener para que el producto no sufra dificultades al momento de la colocación es AA- pues una calificación inferior traería problemas de colocación y el costo financiero de la empresa sería alto, por lo que los beneficios del mercado de valores se verían fuertemente afectados. Si es que el estructurador financiero cree que conseguir una AA- o más va ser difícil, se recomienda realizar un “shadow rating”, este consiste en recibir los comentarios de la calificadora y tener una idea más clara de la calificación de riesgo que podría tener. En caso de que el “shadow rating” no logre ser positivo, entonces se recomienda parar el proceso hasta que la empresa esté en capacidad de obtener una mejor calificación. Lo mismo se aplicaría para una emisión de Papel Comercial o una Titularización.

Tomando en cuenta esta restricción en la calificación, el análisis que se debe hacer es: qué tanto se puede endeudar la empresa para poder cumplir con la emisión, tener índices de endeudamiento razonables y para poder tener una buena calificación de riesgos, a esto se debe

incorporar la restricción del monto máximo de la emisión que se explicó en el Capítulo 1. Se debe realizar proyecciones de los flujos de caja de la empresa para poder determinar la capacidad de pago, tomando en cuenta el destino de los recursos de la emisión. En las proyecciones se puede incorporar nueva deuda ya sea bancaria o bursátil buscando tener una caja, e índices de endeudamiento razonables. La cantidad de dinero que se deba encontrar en caja y los índices de endeudamiento variaran dependiendo del giro de negocio de la compañía y la industria en el que se encuentre.

Para mejorar aún más la calificación de riesgo, luego de determinar la capacidad de pago según las restricciones propuestas, se puede incorporar garantías específicas como se explicó en el Capítulo 1 o se puede incorporar “covenants”. La incorporación de covenants es más utilizada que la incorporación de garantías específicas. Los covenants pueden variar según la precepción del estructurador financiero, buscando siempre ofrecer lo menos posible para obtener la mejor calificación de riesgo.

Una vez que se tiene el informe de estructuración financiero listo, se entrega a la calificadora conjuntamente con las estructuración legal, para que de esta manera la calificadora pueda determinar la calificación que otorgará a la emisión.

La estructuración legal, la financiera y el informe de calificación son los principales requisitos para la construcción del Prospecto de Oferta Pública que debe ser aprobado por la Superintendencia de Compañías.

El proceso de una emisión de Papel Comercial

Es conveniente entrar en un proceso de Papel Comercial si es que los recursos obtenidos del proceso serán utilizados para inversiones a corto plazo, capital de trabajo, inventarios y/o reestructurar pasivos de corto plazo. Es común ver que el destino de los recursos provenientes de una emisión de Obligaciones sea capital de trabajo o inventario pero

el mayor porcentaje de la emisión es destinado a reestructurar pasivos de largo plazo o inversiones en activos fijos, etc.

Como se explicó en el Capítulo 1 el Papel Comercial tiene la característica del revolving por lo que funciona en cierta forma como una línea de crédito para préstamos a corto plazo.

Los objetivos del estructurador financiero en un proceso de Papel Comercial son los mismos que los objetivos para un proceso de Obligaciones.

El análisis para un proceso de Papel Comercial es el mismo que el de un proceso de emisión de Obligaciones con la diferencia de que el estructurador financiero debe incorporar la característica del revolving y de que el destino de los recursos es para requisitos de corto plazo. Al igual que en un proceso de emisión de Obligaciones, se puede incorporar “covenants” a la estructuración con el objetivo de mejorar la calificación. Existen muchos casos que a pesar de contar únicamente con garantía general la emisión cuenta con una calificación de AAA. Como por ejemplo el Papel Comercial de Diners Club de Ecuador S.A. Sociedad Financiera o Pronaca.

El proceso de una Titularización

En esta tesis se hará énfasis a la Titularización de Cartera y de Flujos, pues las otras titularizaciones son poco comunes en el mercado ecuatoriano. El Originador suele elegir realizar una Titularización, cuando no quiere revelar mucha información de la empresa, pues existen menos requisitos en relación a información de la empresa que en una emisión de Obligaciones. Existe menos requisitos, principalmente porque en una Titularización se crea un patrimonio autónomo, por lo que el destino del Originador no es tan importante como si es que emitiera Obligaciones, esto se explicará con mayor detalle más adelante.

Otra razón por la cual el Originador decide realizar una Titularización en lugar de una emisión de Obligaciones o Papel Comercial, es porque es más fácil conseguir una mejor calificación de riesgo pues se está entregado un activo o un derecho de cobro a un patrimonio autónomo, donde el Originador no puede disponer de esos recursos. El riesgo es menor, pues existe un fideicomiso que maneja el activo o derecho de cobro cedido. A pesar de esto, muchos emisores prefieren realizar una emisión de Obligaciones pues quieren tener control de sus activos, además de que los honorarios de los fideicomisos son altos.

Adicionalmente, la Ley de Mercado de Valores exige mínimo un mecanismo de garantía para un proceso de Titularización estos son:

Art. 150.- De los mecanismos de garantía.- 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 fideicomitidos 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. El C.N.V., mediante norma de carácter general fijará los parámetros para la determinación del índice de siniestralidad.

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. (Ley de Mercado de Valores, 1998)

El proceso de una Titularización de Cartera.

En una Titularización de Cartera no es tan importante el futuro de Originador, pues la cartera entregada formará parte de un patrimonio autónomo como se explicó en el Capítulo 1. El destino del Originador es importante si y solo si como mecanismo de garantía se incorpora la sustitución de cartera. La sustitución de cartera es un mecanismo muy común en las Titularizaciones de Cartera y en lo que consiste es en sustituir cartera que sea parte del patrimonio autónomo con cartera de mejores características en caso de que la cartera que forma parte del patrimonio autónomo muestre altos índices de morosidad o prepago. Si es que la sustitución de cartera es un mecanismo de garantía, entonces el futuro del Originador es importante ya que el Originador es quien reemplazará la cartera.

El objetivo del estructurador financiero es ofrecer la menor cartera posible para obtener la mejor calificación, pues no existe ninguna Titularización de Cartera donde el saldo de la Cartera entregada sea igual que el monto a titularizar (siempre es mayor), esto se debe principalmente para obtener una mejor calificación. En este sentido, el sobrecolateral, es el mecanismo de garantía más utilizado en un proceso de Titularización de Cartera. Tomando en cuenta que el sobrecolateral es casi un requisito, entonces uno de los objetivos del estructurador financiero es ofrecer la menor cantidad de cartera para la mejor calificación.

Otro objetivo del estructurador financiero es crear la máxima rentabilidad de la cartera dentro del fideicomiso, instruyendo a la fiduciaria a que realice inversiones, el monto y plazo de las inversiones dependerá de la recaudación esperada y de los pagos de capital más intereses de los valores que se encuentran en circulación.

El análisis del estructurador financiero consiste principalmente en maximizar y optimizar la rentabilidad de la cartera, considerando lo expuesto en el párrafo anterior pero también la morosidad y prepago que la cartera entregada pueda tener.

Dentro del análisis del estructurador financiero se encuentra el cálculo del Índice de Siniestralidad que se explicará más adelante, el monto máximo de la emisión que se explicó en el Capítulo 1, los índices de morosidad y prepago.

Dependiendo del tipo de cartera entregada y la optimización de la cartera que se encuentra dentro del fideicomiso, se puede restituir parte de la recaudación de la cartera al Originador.

Como se explicó en el Capítulo 1, los informes o minutas de todos los participantes son un requisito para completar el Prospecto de Oferta Pública para ingresar en la Superintendencia de Compañías.

El proceso de una Titularización de Flujos.

A diferencia de la Titularización de Cartera, como se explicó en el Capítulo 1, en una Titularización de Flujos, lo que se cede al patrimonio autónomo es el derecho de cobro.

En todas las Titularizaciones de Flujos que se encuentran vigentes en el mercado, existe como mecanismo de garantía formal el Exceso de Flujos de Fondos, la razón si es lógica pues se intenta cubrir posibles variaciones en los flujos incorporando un Exceso de Flujos, es decir, se espera que lo recaudado sea siempre mayor a la provisión para los pagos de los cupones de los inversionistas. Como experto en estructuración de deuda, me sorprendería si es que alguna vez se emite una Titularización de Flujos sin el Exceso de Flujos de Fondos como mecanismo de garantía.

Los objetivos son los mismos que en los otros procesos. Se busca dar lo mínimo como derecho de cobro buscando la mayor calificación. El derecho de cobro no tiene que ser siempre el mismo y es tarea del estructurador financiero ver cuáles son las mejores opciones.

El análisis que el estructurador financiero debe hacer es ver que va a formar parte del derecho de cobro a lo largo de la Titularización, buscando siempre la mejor calificación y ceder lo menos posible. La restitución de los excedentes se los suele hacer diarios o semanal y es trabajo de la fiduciaria.

Otros análisis que debe hacer el estructurador financieros es el cálculo del Índice de Desviación y el del Depósito de Garantía que forma parte del mecanismo de garantía denominado Exceso de Flujos de Fondos, estos dos análisis que debe realizar el estructurador financiero serán explicados más adelante.

La calificadora de riesgo empieza a actuar una vez que se tenga los documentos del estructurador financiero y legal, una vez que se tenga informe de calificación y los demás informes y minutas según el trabajo de todos los participantes como se vio en el Capítulo 1, se podrá crear el Prospecto de Oferta Pública e ingresar los documentos a la Superintendencia de Compañías.

CAPÍTULO 3

FALLAS SUGERENCIAS A LA LEY DE MERCADO DE VALORES

No se especifica cuáles son los requisitos para demostrar que los activos están libres de gravamen

Como se explicó en el Capítulo 1 bajo la definición de Obligaciones, sabemos que el monto máximo de una emisión de Obligaciones no puede ser mayor al 80% de los activos libres de gravamen. El problema es que para que la Superintendencia de Compañías apruebe la emisión se tiene que calcular la manera que ellos quieren aunque esta manera no está escrita en la Ley.

Para que el Prospecto de Oferta Pública sea aprobado por la Superintendencia, la Superintendencia pide que al 80% de los activos libres de gravamen se le reste los activos diferidos, en litigio y los valores de emisiones pasadas que se encuentren en circulación, estos últimos tres puntos no se encuentran en la Ley y es la Superintendencia la que decidió que eso es un requisito para que la emisión sea aprobada.

Uno de los puntos que debería de ser favorable para una emisión de valores, es que a diferencia de un banco las emisiones no están obligadas a tener una garantía específica, como por ejemplo una hipoteca, recuérdese que los bancos normalmente piden una garantía de un bien que tenga un valor igual o mayor al monto del préstamo. Esto deja de ser una ventaja si es que la Ley exige tener activos libres para una emisión, pues los valores en circulación en ningún momento podrán ser mayores al 80% de los activos libres de gravamen restado los activos diferidos, en litigio y los valores en circulación de otras emisiones. Implícitamente la garantía específica son los activos libres, pues obligatoriamente se debe de tener activos libres para no caer en una rendición anticipada o simplemente para emitir los títulos. Es por esto que en esta tesis se recomienda eliminar de la Ley cualquier tipo de garantía y requisitos para el monto de la emisión como se explicará más adelante.

En una titularización, la Ley exige por los menos un mecanismo de garantía

Los mecanismo de garantía deben ser elegidos entre las opciones que da la Ley. El artículo número 150 de la Ley de Mercado de Valores, muestra las opciones que se tiene de los mecanismos de garantía, este artículo se encuentra copiado bajo el título de “proceso para una Titularización.” del Capítulo 2.

El problema es que exigir un mecanismo de garantía disminuye las ventajas del mercado de valores. En finanzas se conoce que el riesgo es directamente proporcional al rendimiento y esto debería de ser una opción para el originador y los inversionistas. Tal vez el inversionista esté dispuesto a tener mayor riesgo a cambio de un mayor rendimiento o el originador prefiera emitir deuda con menos riesgo para poder ofrecer un menor rendimiento. Estas opciones se ven limitadas cuando el Ley te obliga a incorporar mecanismos de garantía. La calificadora es la encargada de medir el riesgo y el inversionista es libre de comprar o no el título y de elegir el riesgo que quiere contraer.

La propuesta y la solución a este conflicto es que la Ley de Mercado de Valores no exija mecanismos de garantía, pues el riesgo y el rendimiento debe der ser determinado por el mercado.

¿Cómo calcular el Depósito de Garantía?

Fíjese en el artículo 150 de la Ley de Mercado de Valores que el Exceso de Flujos de Fondos comprende de un Depósito de Garantía. La Ley no explica como calcular este Depósito de Garantía, pero la Superintendencia exige de cierto cálculo explicado en el párrafo a continuación para aprobar el proceso. Es decir, a pesar de que la Ley no se entromete en como calcular el Depósito de Garantía, la Superintendencia sí. Que la Ley no exija un cálculo determinado es bueno, pues es trabajo del estructurador financiero ver de qué manera el

Depósito de Garantía debe ser calculado para alcanzar los objetivos buscados, pues cada emisión tiene sus propias características por lo que estandarizar estos procesos no es efectivo.

La manera en que la Superintendencia exige que se realice el cálculo del Depósito de Garantía, de tal manera que el Prospecto de Oferta Pública pueda ser aprobada es $1.5 \times \text{Índice de Desviación Promedio Ponderado} \times \text{El flujo proyectado del escenario moderado}$ (el Índice de Desviación Promedio Ponderado esta explicado en este capítulo bajo el título de: No se especifica cómo debe ser calculado el índice de desviación o de siniestralidad). Esta fórmula supone que mientras más grande sea el Índice de Desviación Promedio Ponderado, entonces mayor deberá ser el Depósito de Garantía, lo cual es lógico, pues un Índice de Desviación Promedio Ponderado mayor supone mayor riesgo y por ende la garantía deberá ser mayor.

La fórmula también supone que mientras mayor sea el flujo proyectado, mayor será el Depósito de Garantía. ¿Es lógico pensar que a mayor flujo el Depósito de Garantía debe ser mayor? El Depósito de Garantía como su nombre lo indica es una Garantía que en caso de que no exista suficiente flujo para pagar el capital más los intereses de los valores que se encuentran en circulación, se utilizará de los fondos del Depósito de Garantía. Si es que el flujo proyectado es mayor, entonces existe una menor probabilidad de que no exista suficiente flujo para pagar los cupones a los inversionistas, y por ende menor probabilidad de entrar a una rendición anticipada o usar el Depósito de Garantía, entonces ¿Por qué el Depósito de Garantía debe ser mayor?

Si se pregunta a cualquier financista, si es que un mayor flujo representa mayor o menor riesgo, les responderán que representa un menor riesgo y por lo tanto debería tener menos garantía, esto es lógico tomando si es que los flujos comparados tienen el mismo riesgo.

Esta tesis propone que no se exija mecanismos de garantía, pues el riesgo será medido por la calificadora de riesgos y es el inversionista el que debe decidir cuál es el riesgo que quiere asumir.

En caso de que no se utilice esta recomendación, el cálculo del Depósito de Garantía no debería de ser impuesto por la Superintendencia de Compañías, así como no debería de crecer en función al flujo esperado. No creemos que el mecanismo Exceso de Flujos de Fondos deba además incluir un Depósito de Garantía, el Depósito de Garantía debería ser otro mecanismo de garantía independiente del Exceso de Flujos de Fondos. El cálculo del Depósito de Garantía debería de variar dependiendo del análisis del estructurador financiero y no porque la Superintendencia así lo requiere.

Dentro de la Ley, en la emisión de Obligaciones no se habla de proyecciones aunque la Superintendencia así lo requiere

En la Ley de Mercado de Valores, no se exige que se realice una proyección de los flujos que se espera que la compañía emisora pueda tener. A pesar de esto, la Superintendencia no solo requiere de las proyecciones de un escenario moderado, sino también de la creación del escenario pesimista y el optimista.

Los flujos que interesan ver para una emisión de Obligaciones son los flujos de caja, pues se quiere ver que luego de involucrar todos los egresos e ingresos, la emisora tiene suficiente dinero para pagar la suma del capital y los intereses de la emisión a los inversionistas. Es importante realizar proyecciones, pues ese análisis es útil no solo para los inversionistas sino también para la calificadora.

El problema es que se exija escenarios. Un mayor flujo no necesariamente significa que un escenario sea optimista o no. Por ejemplo, si las ventas están creciendo aceleradamente y la planta se encuentra al máximo de la capacidad instalada, entonces se deberá invertir en activos fijos. Se debe invertir en activos fijos para sostener el crecimiento de la productividad y las ventas. La fuerte inversión en activos fijos significa que mi flujo será mejor a que si tal vez las ventas no hubieran crecido, pues sin crecimiento de ventas no tengo que invertir. A pesar de que el flujo es menor, las ventas son mayores por lo que se puede decir que esta compañía se

encuentre en un escenario optimista. Según este ejemplo podemos ver que no necesariamente un escenario pesimista significa menor flujo y viceversa.

La Superintendencia no aprobaría un proceso donde en el escenario optimista tenga un flujo menor al pesimista, que como vimos sí es posible. El hecho de que la Superintendencia de Compañías obligue a que el escenario optimista tenga el mayor flujo y el pesimista el menor, daña el análisis y la calidad del informe de estructuración financiero. Esto definitivamente es un problema, pues el estructurador financiero quiere crear trabajos de calidad pero la Superintendencia es una barrera para esto.

Existen dos recomendaciones en relación a las proyecciones, la primera es que la Superintendencia de Compañías no exija la creación de escenarios. En lugar de la creación de escenarios se recomienda realizar un análisis de sensibilidad. La otra recomendación es, que se proyecte un flujo de caja de por lo menos un año más al plazo de la emisión, pues no es extraño que se demore en la colocación. Estos dos últimos puntos deberían ser incluidos en la Ley.

Fallas en relación a la construcción de escenarios en una Titularización

La Ley exige la construcción de escenarios para los procesos de Titularización, a pesar de que exige esto, no se especifica cómo se requiere calcular los escenarios, lo cual es algo positivo, pues no todas las titularizaciones son iguales por lo que no es lógico que los procesos sean estándares. La Superintendencia, exige que se creen escenarios en función a la desviación estándar utilizando los datos de los últimos 3 años. Estos cálculos no deberían de ser estandarizados, a continuación un ejemplo de porque esto no debería de aplicarse en todos los casos.

En la Primera Titularización de Flujos Fybeca, el derecho de cobro es el 100% de las ventas hechas con Diners Club en la Regional Guayas. Es decir, las ventas que sean pagadas

con la tarjeta Diners en la Regional Guayas irán directamente al Fideicomiso de la Titularización.

Desde marzo de 2011, Diners Club, Visa y Mastercard Banco del Pichincha pasaron a manejar VitalCard, debido a esto las ventas con estas tarjetas casi se duplicaron en el 2011 en relación al 2010. Tomando en cuenta este crecimiento, la desviación estándar se duplico a que si se tomarán los datos hasta antes de que las tarjetas antes mencionadas pasen a manejar VitalCard. Ahora que sabemos porque se duplico la desviación estándar, si es que se calcula un escenario pesimista en función a esta desviación estándar (debido a que así lo requiere la Superintendencia), entonces el escenario pesimista se vuelve casi improbable porque se está restando una desviación estándar que fue duplicada. Los inversionistas poco sofisticados se podrían asustar de esta desviación aunque no sea real. Es decir, el escenario pesimista no tiene un sustento sólido para estar tan por debajo del escenario moderado y por ende se lo puede considerar de baja calidad y certidumbre.

Como podemos observar, el hecho de que la Superintendencia implante una regla de como calcular los escenarios no es acertado, pues existen casos como el ejemplo planteado donde el cálculo tiene poca lógica.

Como se recomendó anteriormente, se recomienda que no se obligue a la construcción de escenarios. Es trabajo del estructurador financiero analizar la posible volatilidad de los flujos que formen parte del derecho de cobro. El análisis no puede ser estandarizado pues es obvio que no todos los flujos tienen las mismas características.

En la Ley, no se especifica cómo debe ser calculado el índice de desviación o de siniestralidad pero la Superintendencia tiene sus propios requerimientos de cálculo

En una titularización de flujos, se utiliza como medida de riesgo el Índice de Desviación Promedio Ponderado, este consiste en ponderar el índice de desviación de los tres escenarios propuestos (pesimista, optimista, moderado) por una probabilidad. Este cálculo no es

explicado en la Ley pero existe un estándar por parte de la Superintendencia para que el proceso sea aprobado.

Lo que si dice la Ley es que se debe usar un mínimo de los últimos 36 meses de recaudación para el cálculo del índice de desviación. Para que el proceso sea aprobado por la Superintendencia en base a este índice es lo que se calculan los otros escenarios y en base al índice de desviación de los flujos proyectados de todos los escenarios se calcula el Índice de Desviación Promedio Ponderado. Definitivamente este método no es sofisticado. Es un problema pues es análisis del estructurador financiero ver cuál es el método que mejor se ajusta al proceso y el hecho de que la Superintendencia busque un estándar limita las opciones del estructurador y reduce la calidad del proceso.

Existen algunos casos que no es lógico aplicar este índice de desviación para la construcción de escenarios pues las “condiciones de juego” cambian constantemente como se vio en el caso de la Titularización de Fybeca. Además, como se recomendó anteriormente, no se deberían crear escenarios sino más bien hacer un análisis de sensibilidad y los mecanismos de garantía no deberían de ser obligatorios.

El cálculo de índice de siniestralidad se aplica para las titularizaciones de cartera y en lugar de utilizar desviaciones estándar se utiliza morosidad y porcentaje de prepago. Pues en base a la morosidad y el pre pago es lo que se crean los escenarios de la recaudación esperada de la cartera titularizada. Nuevamente ni la Ley ni la Superintendencia tiene claro cuáles son las reglas de juego para crear los escenarios y el criterio está abierto para el estructurador del proceso, a pesar de esto es necesaria la creación de escenarios para que el proceso pueda ser aprobado.

Al igual que el Índice de Desviación Promedio Ponderado, para las titularizaciones de cartera encontramos el Índice de Siniestralidad Promedio Ponderado, no existe ninguna restricción o requisito de la Ley aunque la Superintendencia busca estandarizar los procesos y exige la construcción de escenarios. Una manera común de hacerla es agrupando a los

“morosos”, ver qué porcentaje representan del total y ese es el porcentaje para el escenario pesimista, lo mismo se hace para los otros escenarios.

Lo que se recomienda es que no se cree escenarios sino más bien se realice un análisis de sensibilidad como por ejemplo el análisis Monte Carlo. El Índice de Siniestralidad Promedio Ponderado debería ser únicamente el histórico u otro análisis dependiendo si la cartera es nueva o no. En el peor de los casos, el Índice de Desviación Promedio Ponderado, debería ser únicamente el índice de desviación histórico, pues en los procesos existentes no existe ningún análisis sofisticado para la ponderación de los índices de desviación por la probabilidad de los distintos escenarios. Es decir, la probabilidad de los escenarios es comúnmente obtenida por “debajo de la manga” y utilizar el índice de desviación histórico es objetivo y viable.

Fallas en relación al mecanismo de garantía: sobrecolateralización

El sobrecolateral se aplica para las titularizaciones de cartera y suponen que deben de cubrir el Índice de Siniestralidad Promedio Ponderado, es decir a mayor Índice de Siniestralidad Promedio Ponderado, mayor será el sobrecolateral. Si es que se quiere que el monto de la emisión sea “X”, entonces el saldo de la cartera a titularizar debe ser igual o mayor a “X”.

El problema radica en que el Índice de Siniestralidad Promedio Ponderado aumenta si es que aumento mi cartera, pues con más cartera mayor es la probabilidad de encontrar cartera morosa. Por ende, el sobrecolateral, es decir la porción de cartera titularizada que sobrepasa el monto a emitir, contribuye a que el Índice de Siniestralidad Promedio Ponderado sea mayor y este índice es el que el sobrecolateral debe sobrepasar (sobrecolateral debe ser igual o mayor a $1.5 \times \text{Índice de Siniestralidad Promedio Ponderado} \times \text{el monto a emitir}$) para que sea considerado un mecanismo de garantía formal. Recuérdese que la Ley exige por lo menos un mecanismo de garantía.

Definitivamente lo expuesto anteriormente no tiene lógica, pues estoy cubriendo posibles desviación del mismo sobrecolateral que estoy ofreciendo para cubrir estas desviaciones.

Lo que se recomienda es que se calcule el sobrecolateral requerido tomando en cuenta la siniestralidad únicamente de una cartera que el valor sea igual al monto emitido.

Otras recomendaciones

En la titularización de cartera la Ley no permite mezclar tipos de cartera, esto no tiene ninguna lógica financiera, pues el riesgo puede ser medida aunque se mezcle cartera u otros productos, por lo que se propone que la titularización no debería tener restricciones del carácter de los activos o derecho de cobro a titularizar.

Otras recomendaciones es que se incorpore derivadas en los procesos y la opción de crear *credit default swaps*, lo que se recomienda fuertemente es que se elimine los requisitos de las garantías y el monto máximo de la emisión, pues estas dos últimas recomendaciones serán tomadas en cuenta al momento de la calificación de riesgo.

En cuanto al mercado de valores se necesita un market maker que ya es de cierta forma el BIESS, se necesita desarrollar el mercado secundario y la creación de una curva de rendimiento, pues de esta manera se logrará reducir el arbitraje que existe.

SUGERENCIAS PARA LOS PARTICIPANTES

Para el BIESS

El BIESS se hace llamar a sí mismo como un promotor del mercado de valores. El BIESS considera que ellos ayudan y fomentan el mercado de valores y la razón principal es porque compran alrededor del 40% de todas las emisiones que salen en el mercado ecuatoriano.

Ya que el BIESS compra alrededor del 40% de todas las emisiones, tiene suficiente poder de exigir las características de los papeles que a ellos les gusten. Una de estas características es que los rendimientos sean alrededor del 8%.

Si es que los rendimientos van a ser alrededor del 8%, entonces el mercado de valores no significa un ahorro financiero para el emisor, pues casi todas las empresas grandes se endeudan con bancos a tasas menores al 8%. Tomando esto en cuenta el mercado de valores representaría un ahorro financiero solo para empresas que se endeuden en más del 9%, es decir empresas pequeñas. Se pone el 9% ya que implícitamente se esté involucrando los costos que tiene este proceso.

Continuando con el ejemplo de Fybeca, ellos acaban de salir al mercado con una calificación de riesgo AAA y un rendimiento del 7.5% el cual es uno de los más bajos del mercado. A pesar de que Fybeca ofreció uno de los rendimientos más bajos (no toma en cuenta los costos del proceso) pudo haberse endeudado en el banco a un costo financiero mucho menor.

Las ventajas del mercado de valores no son por ahorros financieros sino por plazos, montos (aunque como vimos la Ley nos restringe esta ventaja) y la visibilidad que tendrá la empresa. La visibilidad es útil si es la empresa planea una oferta pública de acciones o si es que planea un monto de financiamiento mucho mayor en el mediano plazo.

El problema es entonces que los rendimientos exigidos por el BIESS no dan espacio para que el mercado de valores tenga ventajas de ahorros financieros. El BIESS en lugar de ser un promotor, ahuyenta a que empresas grandes salgan al mercado. El mercado de valores necesita de gente sumamente capacitada. El hecho de que el BIESS exija rendimientos tan altos, da poco espacio para que los demás participantes puedan cobrar un fee que pueda ser comparado con el trabajo que se debe hacer. Es decir, para ayudar al mercado de valores, los participantes no pueden cobrar lo suficiente, pues caso contrario el mercado de valores sería obsoleto por los altos costos financieros.

Lo que se recomienda es que el BIESS sea el que cree una curva de rendimiento y que sus exigencias de tasas sean mucho menores, como lograr esto es un tema de estudio para otra tesis. Esto obviamente es muy difícil de lograr y el camino rápido para bajar los rendimientos es eliminando el impuesto a la salida de divisas para el mercado de valores. Eliminando el impuesto a la salida de divisas, la demanda de los papeles hará que el BIESS obligatoriamente compre papeles con rendimientos menores a los que se exige actualmente. Si es que se elimina el ISD, el mercado de valores será muchísimo más atractivo para los emisores y originadores y existirán más inversionistas interesados en invertir en el Ecuador.

Para las calificadoras de riesgo

El problema que se ve en las calificadoras de riesgo, es que al estar supervisadas por instituciones en el exterior (para poder tener una calificadora, te debes de aliar con calificadoras calificadas a nivel mundial), deben de llevar unos estándares súper altos. Como vimos anteriormente, en esta industria los estándares no sirven, pues es un trabajo 100% de análisis donde no se pueden estandarizar los procesos.

Muchas veces los analistas de las calificadoras están convencidos que el proceso es una AAA pero no la pueden poner principalmente por buscar estándares. Por ejemplo, quieren ver

una cobertura de 4 veces (es decir que el flujo recaudado sea 4 veces más que las provisiones) dándole poca importancia a la volatilidad de los flujos o quien es el originador.

Un ejemplo clarísimo, es el tema de la fianza solidaria. La fianza solidaria como vimos anteriormente es un mecanismo de garantía donde el originador de la Titularización de flujos se compromete a que si es que el derecho de cobro no es el suficiente para pagar los dividendos a los inversionistas, dará lo faltante en efectivo. Es decir, si falta plata el originador lo dará lo que falte. Tomando esto en cuenta es lógico decir que no puede existir una Titularización de flujos con fianza solidaria que no sea AAA si es que el originador es AAA. Si es que el originador es AAA ¿Por qué las calificadoras siguen exigiendo coberturas estándares? Si el originador es AAA la titularización debería de ser AAA incluso si es que el flujo proyectado es menor que las provisiones requeridas, pues lo faltante dará el originador y estamos seguros que lo hará pues tiene calificación de AAA.

La respuesta al último párrafo es por los estándares que se buscan en una industria donde los estándares no deberían de ser aceptados, lo que se recomienda es dar más espacio a que las calificadoras puedan trabajar y que no dependan tanto de sus aliados en el exterior.

Para el representante de los obligacionistas

Muchos representantes de los obligacionistas cobran en función del plazo y el monto a emitir pero se olvidan de lo más importante que es la calificación de riesgo de la emisión de Obligaciones o Papel Comercial. Comúnmente ellos cotizan antes de que la emisión tenga una calificación.

El trabajo fuerte de los representantes de los obligacionistas se da cuando alguna emisión entra en *default*. Tomando esto en cuenta, sería lógico pensar que un emisor que tenga una emisión con menor calificación deba pagar más al representante de los obligacionistas y viceversa. Lo que se recomienda es que el representante de los obligacionistas cotice después de que la emisión tenga una calificación.

Para las Superintendencias de Compañías de Quito y Guayaquil

En la Ley de Mercado de Valores dice que los valores pueden ser clasificados en series o clases. La Superintendencia de Compañías de Quito exige que se califique con series y la de Guayaquil con clases. Esto no tiene ningún sentido común, las superintendencias deberían de estandarizar todo menos lo que es análisis de riesgo y financiero. Otra recomendación para la Superintendencia de Compañías es que no solo exijan el informe de estructuración financiera para su archivo, sino que sea parte del Prospecto de Oferta Pública que es lo que se distribuye y está al alcance de los inversionistas. Muchos informes de estructuración financiera si se encuentran dentro del prospecto pero esto debería de ser obligatorio.

A los operadores de valores

En el Ecuador los operadores de valores deben de rendir un examen para poderse calificar como operadores. Este examen es muy fácil, por lo que la calidad de los operadores de valores no es buena.

Se recomienda que el examen sea más riguroso, de esta manera existirán menos casas de valores pero serán de mejor calidad.

CAPÍTULO 4

CONCLUSIÓN

Respuesta a las preguntas de investigación

¿Cuáles son los procesos actuales para una emisión de títulos de valores?

Antes que nada se debe de seleccionar a todos los participantes. El objetivo final es dar lo mínimo posible para la mejor calificación buscando siempre rentabilidad financiera. Se debe realizar varios análisis para poder observar si el monto de emisión puede ser pagado inclusive en escenarios de estrés.

Si es una emisión de Obligaciones o Papel Comercial los participantes son:

- El estructurador legal.
- El estructurador financiero.
- El agente pagador.
- El representante de los obligacionistas.
- El emisor.
- La calificadora de riesgos.
- La casa de valores que colocará la emisión.

Si es una Titularización los participantes son:

- El estructurador legal.
- El estructurador financiero.
- El agente pagador.
- El agente de manejo.
- El originador.
- La calificadora de riesgos.
- La casa de valores que colocará la emisión.

Una vez que se tenga el trabajo de todos los participantes, se procede a crear el Prospecto de Oferta Pública que debe de ser aprobado por la Superintendencia de Compañías para luego ser inscrito en el mercado y la bolsa de valores.

¿Cómo se puede mejorar la Ley de Mercado de Valores, de tal manera que permita que el mercado de valores se desarrolle?

La Ley debe ser mejorada, para que las ventajas del mercado de valores se puedan sentir en el Ecuador. Actualmente es difícil que el mercado de valores se pueda desarrollar tomando en cuenta el costo financiero que tiene el entrar en el mercado de valores es alto.

Para que el mercado de valores sea un mecanismo de financiamiento mejor que el sistema bancario, se debe de reducir los costos, mejorar la calidad y acortar los tiempos del proceso de emisión que suele durar algunas veces hasta más de un año.

Para lograr que el costo disminuya, se necesita de más demanda de los títulos, una recomendación importante que ayudaría esto, es que el BIESS exija menor rendimiento en sus compras que son alrededor del 40% de los montos emitidos o que se elimine el impuesto a la salida de divisas para las transacciones del mercado de valores.

Para mejorar la calidad y los tiempos del proceso, se deben de cambiar algunos puntos de la Ley y dejar que esta sea más permisiva y con menos restricciones. Es imposible estandarizar estos procesos, por lo que una Ley muy extensa con muchas restricciones no tiene sentido. Con esto se lograría acortar los tiempos y además daría más espacio para que los participantes puedan ser más creativos y lograr trabajos de mayor calidad.

Limitaciones del estudio

Las limitaciones son que el investigador es un experto financiero, y el enfoque es puramente financiero, pero deben de existir varios impedimentos de carácter legal que tampoco tienen lógica y no fueron analizadas en esta tesis.

Recomendaciones para futuros estudios

Se recomienda, que para futuros estudios se analice cómo puede crecer el mercado de valores con la incorporación de nuevos instrumentos financieros como son las derivadas. Se espera que la incorporación que nuevos instrumentos atraiga a más inversionistas, inclusive internacionales.

Se recomienda realizar un estudio sobre los impactos en el Ecuador si es que se elimina el impuesto a la salida de divisas de las transacciones que se den en el mercado de valores. También se recomienda realizar un estudio de cómo se puede lograr que el BIESS exija menores rendimientos comparados con riesgos y rendimientos internacionales.

La existencia del mercado secundario es importantísima para el desarrollo del mercado de valores, se recomienda analizar cómo se puede desarrollar este mercado.

Conclusión

El mercado de valores es una herramienta importantísima para las empresas ecuatorianas, existen muchas empresas que desconocen de este mercado. Las ventajas existen pero son difíciles de observar, lo que se busca con esta tesis es concientizar a las autoridades del problema que tiene la Ley, los participantes y los procesos. Esta tesis propone cambios

para solidificar las ventajas del mercado de valores y este pueda crecer. La recomendación es clara, y es que la Ley sea más permisiva, con menos restricciones y más abierta a la creatividad y expertis de los participantes, pues es tarea de los participantes crear emisiones con diferentes riesgos y rendimientos según lo que el mercado acepte y requiera.

BIBLIOGRAFÍA

- Banco Central del Ecuador. (s.f.). *Banco Central del Ecuador*. Recuperado el 14 de Julio de 2012, de Proyecto de Ley de Mercado de Valores:
<http://www.bce.fin.ec/documentos/ElBancoCentral/proyectoLeyMercadoValores.pdf>
- Bolsa de Valores de Quito. (Junio de 2012). *Bolsa de Valores de Quito*. Recuperado el 12 de Julio de 2012, de Boletín Mensual Deuda Corporativa:
http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/boletines-mensuales/obligaciones/120712160148-7ec6ca93b5004cd7a0f627b47b1a9da9_ObligaJun12.pdf
- Bolsa de Valores de Quito. (s.f.). *Como emitir Obligaciones de largo plazo*. Recuperado el 14 de Julio de 2012, de Bolsa de Valores de Quito:
http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/manuales-de-inscripcion-de-valores/obligaciones/110517211450-0a932ed3e83f4deeb9a3b885de1b4717_comoemitirobligaciones.pdf
- Bolsa de Valores de Quito. (s.f.). *Cómo estructurar un proceso de titularización de activos*. Recuperado el 12 de Julio de 2012, de Bolsa de Valores de Quito:
http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/manuales-de-inscripcion-de-valores/titularizaciones/110517212452-fd5e4270ba0f48c68f9380a9c4f91f7e_comoemitirtitularizaciones.pdf
- Consejo Nacional de Valores. (2006). *Condificación de las Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores*. Recuperado el 14 de Julio de 2012, de Bolsa de Valores de Quito: http://www.bolsadequito.info/uploads/normativa/normativa-del-mercado-de-valores/codificacion-de-resoluciones-del-consejo-nacional-de-valores/110622195340-bb9df1b1a8b64cbd88ab5d48c87f8dcf_codificacion.pdf
- Ley de Mercado de Valores. (7 de Septiembre de 1998). *Ley de Mercado de Valores: Bolsa de Valores de Quito*. Recuperado el 14 de Julio de 2012, de Bolsa de Valores de Quito:
http://www.bolsadequito.info/uploads/normativa/normativa-del-mercado-de-valores/ley-de-mercado-de-valores/110622194608-efa1a18d0d0e452eade11cf86a331c7e_leymercado.pdf

ANEXOS

PROJECT CHARTER Y PROJECT PLAN

To: Empresa emisora
From: José Antonio Borrero
CC:
Date: 7/14/2012
Re: Proceso de emisión de títulos de valores

Objetivo

Se pretende dar a conocer al cliente, en este caso sería la empresa emisora, sobre alternativas de financiamiento a través del mercado de valores.

Descripción

El producto ofrecido es la estructuración financiera de una emisión de títulos de valores, puede ser una titularización, una emisión de obligaciones o papel comercial, dependiendo de los requerimientos y la factibilidad del emisor y la emisión.

El proyecto será desarrollado por José Antonio Borrero.

Riesgos

El principal riesgo es el tiempo, pues dependemos de otros participantes además de la aprobación de la superintendencia de compañías y la inscripción en las bolsas de valores ecuatorianos. Otro riesgo importante es el mercado, pues podría existir una dificultad al momento de colocar los títulos en el mercado.

Factibilidad

El proyecto es viable, pues el mercado de valores se encuentra en auge y existe una demanda importante de títulos de valores, además de esta manera el emisor se da a conocer dentro del mercado de valores, y utiliza un producto rentable.

Emisión de títulos de valores

Documento Project Charter

Nombre del proyecto: Emisión de valores

Producto: Titularización de cartera o flujos futuros, emisión de obligaciones o papel comercial.

Preparado por:

José Antonio Borrero

Director del proyecto

Contenido

1.	PROPÓSITO DEL PROJECT CHARTER	5
2.	RESUMEN EJECUTIVO	5
3.	DESCRIPCIÓN DEL PROYECTO	6
4.	JUSTIFICACIÓN	6
4.1.	ANÁLISIS DEL MERCADO	6
4.2.	MERCADO DE OFERTA	6
4.3.	MERCADO DEMANDA	7
4.4.	DEMANDA INSATISFECHA	7
4.5.	PRODUCTO	7
4.6.	PRECIO	8
5.	ALCANCE DEL PROYECTO	8
5.1.	META Y OBJETIVOS	8
5.2.	ENTREGABLES DEL PROYECTO	8
6.	ESTRUCTURA DEL PROYECTO	8
7.	PLAN DE ORGANIZACIÓN DE LOS EQUIPOS	10
8.	EVALUACIÓN FINANCIERA Y DE RIESGOS	10
9.	EVALUACIÓN LEGAL	11
10.	APROBACIÓN	11

1. Propósito del project charter

El propósito del proyecto es demostrar la factibilidad de maneras alternativas de financiamiento a través del mercado de valores. Basándose en la ley de mercado de valores, se buscará las alternativas de financiamiento que se pueden conseguir con sus respectivas ventajas frente al financiamiento tradicional.

2. Resumen ejecutivo

- **Meta del proyecto**

- La meta del proyecto es lograra colocar las títulos emitidos por el proceso dentro del tiempo determinado, además de obtener la mejor calificación de riesgos.

- **Objetivos**

- Buscar el financiamiento más adecuado para la empresa.
- Encontrar las mejores características de los títulos emitidos, para que sean demandados y cumplan los requerimientos de la empresa emisora.
- Obtener la mejor calificación de riesgo.

- **Alcance**

- Al desarrollar este producto, se pretende haber encontrado un método de financiamiento mejor que el tradicional.

- **Riesgos**

- Que los tiempos no puedan ser cumplidos y no se cumplan las expectativas de la empresa emisora quien es el cliente.

- **Costos**

- Los costos son los honorarios de los participantes, es importante notar que el ahorro por parte de la empresa emisora por utilizar este producto versus el financiamiento tradicional, sobrepasa los costos de la emisión.

- **Estructura del proyecto**

- El estructurador financiero será la cabeza del proyecto, los demás participantes son la calificadora de riesgo, el estructurador legal, el agente de manejo o fideicomiso,

el representante de los obligacionistas, la superintendencia de compañías y la bolsa de valores.

- **Organización**

- Dentro de la organización se encuentra, cuales son las responsabilidades de cada participante. La planeación, ejecución, control y cierre estará supervisada por el director del proyecto quien además es el estructurador financiero.

3. Descripción del proyecto

Actualmente el método de financiamiento para empresas privadas ha sido a través de bancos, el proyecto que proponemos, es que las empresas puedan vender títulos de valores a través de la bolsa de valores de Quito y Guayaquil. Las principales ventajas de dicho financiamiento son los plazos, la tasa, la estructura de los valores a emitir y las garantías.

4. Justificación

4.1. Análisis del mercado

El mercado de valores se encuentra en auge, una de las principales razones es la participación que tienen muchas instituciones públicas como el BIESS o la CFN, la manera en la que dichas instituciones participan es comprando los títulos emitidos por las empresas privadas a través del mercado de valores. Otro aspecto importante del mercado, es el crecimiento económico en el que se encuentra el Ecuador, este crecimiento permite en cierta forma que el mercado de valores se encuentre líquido, donde las empresas ecuatorianas pueden aprovechar de dicha liquidez.

4.2. Mercado de oferta

Los ofertantes de los títulos de valores son las empresas emisoras de los títulos, es decir las empresas que decidan seguir el proyecto propuesto. Empresas antiguas en el mercado de valores son Corporación Azende, Life, Ecuavegetal, Jaher, Casa Moeller Martinez, Inmedical, Química Ariston, Universidad San Francisco de Quito, etc.

4.3. Mercado demanda

El mercado que demanda dichos títulos son instituciones públicas, privadas e inversionistas. La demanda existe, pues son inversiones que tiene un rendimiento superior a los rendimientos ofrecidos por el sistema bancario y el riesgo es similar.

4.4. Demanda insatisfecha

Podemos hablar de demanda insatisfecha, tomando en cuenta los cupos de inversión que tiene las instituciones públicas en el mercado de valores.

4.5. Producto

El producto es la estructura financiera necesaria para el proceso de emisión de valores, además de ofrecer dicho producto, nosotros nos comprometemos a acompañar al cliente durante todo el proceso hasta que los títulos sean cancelados en su totalidad. El producto puede ser una titularización de cartera o de flujos futuros, una emisión de obligaciones, o papel comercial.

Una titularización de cartera es destinar los flujos provenientes de una cartera a un fideicomiso, donde los inversionistas a cambio del pago que realizaron al emisor podrán obtener un rendimiento fijo proveniente de los flujos ingresados al fideicomiso. Una titularización de flujos futuros, es lo mismo, pero en lugar de destinar los flujos provenientes de una cartera, se destinan flujos inciertos como por ejemplo un porcentaje de las ventas que realice el emisor, o un porcentaje de las ventas que fueron hechas con alguna tarjeta de crédito, o las ventas de un sector, o de cierto locales comerciales, etc. Para un proceso de aprobación e inscripción de una titularización en el mercado de valores los participantes son: el estructurador financiero, el estructurador legal, la calificadora de riesgos y el agente de manejo (fideicomiso). Posterior a la inscripción en el mercado de valores, el participante clave es el agente colocador.

En una emisión de obligaciones no destino los flujos de ningún activo como es el caso de una titularización, sino es una promesa de pago a los inversionistas. La diferencia del papel comercial con la emisión de obligaciones es que el primero es a corto plazo. La diferencia en

los participantes para estos procesos versus el de una titularización es que en lugar del fideicomiso se tiene un representante de los obligacionistas.

4.6. Precio

El precio es asequible pues el ahorro financiero por utilizar dicho método de financiamiento es importante.

5. Alcance del proyecto

5.1. Meta y objetivos

El objetivo del proyecto es tener un método de financiamiento que sea más atractivo que los métodos tradicionales. La meta es no sobrepasar los tiempos propuestos.

5.2. Entregables del proyecto

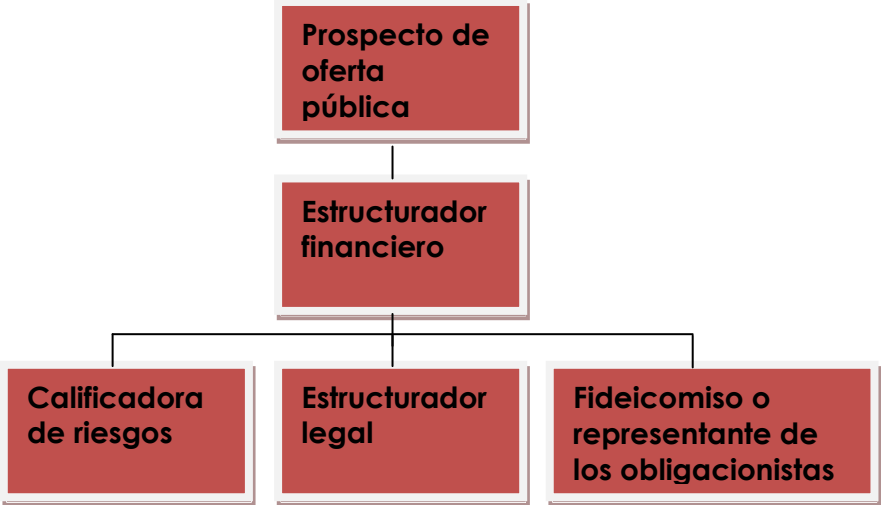
Entregable	Entrega de informe
Memo ejecutivo	Resumen del proyecto
Plan de viabilidad	Evaluación técnica financiera, evaluación de riesgo y evaluación legal.
Plan de proyecto	<ul style="list-style-type: none"> • Alcance • Tiempo • Costos • RRHH • Riesgos
Presentación del proyecto	Para los interesados

6. Estructura del proyecto

Indiferentemente de si se decide llevar a cabo una titularización, una emisión de obligaciones o papel comercial, el estructurador financiero será el encargado del informe financiero y de acompañar en el proceso, la calificadora de riesgo será la encargada de calificar la emisión.

Una vez que el estructurador legal copile los informes de la calificadora y del estructurador financiero se completara el prospecto de oferta pública, el cual es un requisito para que la emisión sea aprobada por la superintendencia de compañías y posteriormente pueda ser inscrita en las bolsas de valores.

En caso de que el proceso sea una titularización, otro participante que deberá ser incluido en el prospecto es el agente de manejo (fideicomiso) y en caso de que sea una emisión de obligaciones o papel comercial, el participante que debe ser incluido en el prospecto es el representante de los obligacionistas. Nuestra colaboración será como estructurado financiero y acompañaremos al emisor en todo el proceso.



7. Plan de organización de los equipos

Rol del equipo	Miembros	Responsabilidades
Inicialización	Estructurador financiero, emisor	Viabilidad del proyecto junto con el cliente (potencial emisor) el cliente entrega la información requerida.
Planeación	Estructurador financiero, emisor	Se determinan los otros participantes, los costos y los tiempos.
Ejecución	Estructurador financiero, estructurador legal, calificadora de riesgos y fideicomiso o representante de los obligacionistas	Completar el prospecto de oferta pública.
Control	Estructurador financiero	Revisar que el prospecto tenga las características planeadas y aceptadas por el emisor.
Cierre	Estructurador financiero, estructurador legal.	Que el prospecto sea aceptado por la superintendencia de compañías e inscribirlo en la bolsa de valores.

8. Evaluación financiera y de riesgos

El estructurador financiero, será el encargado de determinar la viabilidad del proyecto, tomando en cuenta, un análisis económico y sectorial, además de un análisis financiero del emisor y proyectará los flujos de la empresa. Después de todo esto y con consenso del emisor,

el estructurador financiero determinará las características de los valores, buscando siempre la mejor calificación de riesgo por parte de la calificadora.

9. Evaluación legal

El estructurador legal, se asesorará que lo propuesto por el estructurador financiero conjuntamente con el emisor, sea legalmente posible.

10. Aprobación

Preparado por:

X

José Antonio Borrero
Project Manager

Aprobado por:

X

Emisor
Project Sponsor

Emisión de títulos de valores

Documento Project Plan

Nombre del proyecto: Emisión de valores

Producto: Titularización de cartera o flujos futuros, emisión de obligaciones o papel comercial.

Preparado por:

José Antonio Borrero

Director del proyecto

CONTENIDO

1.	PROPÓSITO DEL PROJECT PLAN	2
2.	RESUMEN EJECUTIVO DEL PROJECT PLAN	2
3.	ALCANCE	4
3.1.	CHARTER	4
3.2.	DECLARACIÓN DEL ALCANCE	5 5
3.3.	WBS (WORK BREAKDOWN STRUCTURE)	7
4.	RECURSOS HUMANOS	10
5.	COMUNICACIÓN	10
5.1.	DIAGRAMA ORGANIZACIONAL DEL PROYECTO	10
5.2.	MATRIZ DE COMUNICACIÓN	11
5.3.	CALENDARIO DE EVENTOS	12
6.	TIEMPO	12
6.1.	PROGRAMA DEL PROYECTO	14
6.2.	RUTA CRÍTICA	14
7.	COSTOS	15
7.1.	ESTIMADOS DE COSTOS	15
7.2.	FLUJO DE LA EMISIÓN	16
8.	CALIDAD	188
9.	RIESGO	199
9.1.	MAPEO DE RIEGOS	199
9.2.	MATRIZ DE ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS	221
10.	ABASTECIMIENTO	22
11.	INTEGRACIÓN	233
12.	APROBACIÓN	24

1. Propósito del project plan

El propósito del project plan es generar un plan confiable para el desarrollo de la emisión de valores, que nos permita comparar el avance del proyecto según lo planeado.

2. Resumen ejecutivo del project plan

- **Alcance**

- Se logró comprobar la factibilidad del proyecto teniendo los objetivos, metas y supuestos claros.
- A través de la declaración del alcance, se logró medir el entregable final, así como sus sub-entregables, tomando en cuenta sus características y el criterio de aprobación.
- Con el WBS, se organizó y estructuró el alcance del proyecto, y sus entregables durante la ejecución del proyecto.

- **Recursos humanos**

- Todo el APP estará a cargo del director de proyecto.
- Se determinó que cada participante deberá destinar un analista al proyecto, el emisor deberá tener una persona de contacto que este siempre dispuesto a colaborar con el proyecto solventando cualquier información o duda de la manera más rápida posible.

- **Comunicación**

- Se especificó claramente que el principal canal de comunicación será a través del estructurador financiero que en este caso es también el director del proyecto.
- Se desarrolló un calendario de eventos, que permita conocer a todos los participantes cuando deberá actuar y cuáles son sus plazos de ejecución.

- **Tiempo**

- Se determinó la ruta crítica del proyecto, en la cual se ve, que para que los otros participantes puedan participar en el proyecto se necesita primero del informe de estructuración financiera.

- Se determinaron los plazos por actividad por días, y encontramos que el tiempo estimado de finalización de este proyecto es de 141 días.
- **Costos**
 - Los costos presentados en este Project plan, son tentativos y pueden variar.
 - Encontramos cuales son los costos de una emisión de valores según las comisiones de cada participante, las comisiones de los participantes se muestran como un porcentaje del monto a emitir, la mayoría de las comisiones se las paga una sola vez, pero muchas deber ser pagadas anualmente.
 - Se creó un flujo de caja para observar el verdadero costo financiero para el emisor, se encontró que la tasa interna de retorno de una emisión estándar es de alrededor del 9%, tomando ya en cuenta los gastos a los demás participantes.
- **Calidad**
 - Se encontraron tres factores de calidad, así como cuáles son las actividades claves para mantener índices de calidad altos. Los tres factores que determinarán la calidad de la emisión son: la calificación de la deuda, la velocidad con la que se logre colocar los títulos, y la rentabilidad financiera obtenida por el emisor.
- **Riesgo**
 - Se midió el riesgo de acuerdo a que tan probable es que suceda algún acontecimiento y que tanto afecta esto al proceso, se logró determinar que el mayor riesgo de la emisión, es el tiempo que se puede demorar la superintendencia de compañías en aprobar el proceso.
- **Abastecimiento**
 - Mediante la matriz de abastecimiento, conocemos quienes son los encargados principales de cada tarea del proceso, así como cuáles son los entregables que cada participante se encuentra encargado. Definimos que el director del proyecto estará siempre vigilando y encargado de controlar todos los requerimientos del proceso, así como de sus participantes.
- **Integración**

- Se implementó un control para asegurarnos que los elementos del proyecto sean ejecutados de la manera planteada. El control consiste en los pasos que se debe llevar a cabo en caso de alguna sugerencia o modificación a alguno de los trabajos que realicen los participantes. Determinamos que cualquier sugerencia de cambio debe ser transmitida a través del estructurador financiero.

3. Alcance

3.1. Charter

El propósito del proyecto es encontrar la manera más efectiva para el financiamiento de empresas privadas. Estos pueden ser titularización, emisión de obligaciones o papel comercial y será comercializado a través de la bolsa de valores. Nosotros realizaremos la estructuración financiera, pero además vamos a coordinar el proceso con los demás participantes.

- Meta del proyecto:
La meta del proyecto es lograra colocar las títulos emitidos por el proceso dentro del tiempo determinado, además de obtener la mejor calificación de riesgos.
- Objetivos:
 - Buscar el financiamiento más adecuado para la empresa.
 - Encontrar las mejores características de los títulos emitidos, para que sean demandados y cumplan los requerimientos de la empresa emisora.
 - Obtener la mejor calificación de riesgo.
- Supuestos:
 - La empresa emisora se compromete a entregar la información requerida para el proceso y de la manera más rápida posible.
 - La casa de valores se compromete a hacer su mejor esfuerzo al momento de la colocación.
 - Se espera que los demás participantes como el fideicomiso o representante de los obligacionistas, la calificadora de riesgo y el estructurador legal realicen su

trabajo de acuerdo al cronograma planteado y aceptado por todos los participantes.

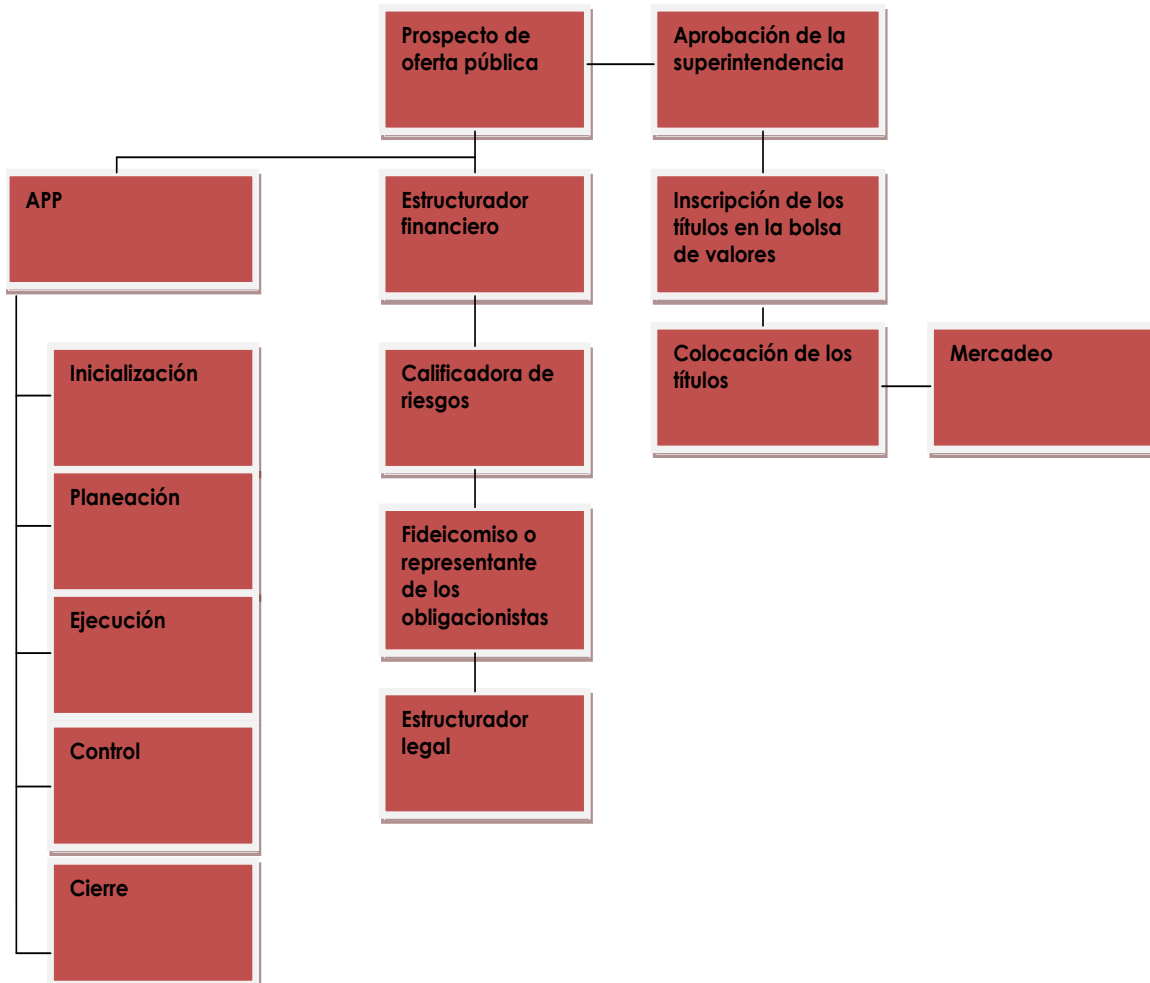
- Se espera que la superintendencia de compañías apruebe el prospecto dentro del rango de tiempo predeterminado, lo mismo para la inscripción de los títulos en la bolsa de valores.

3.2. Declaración del Alcance

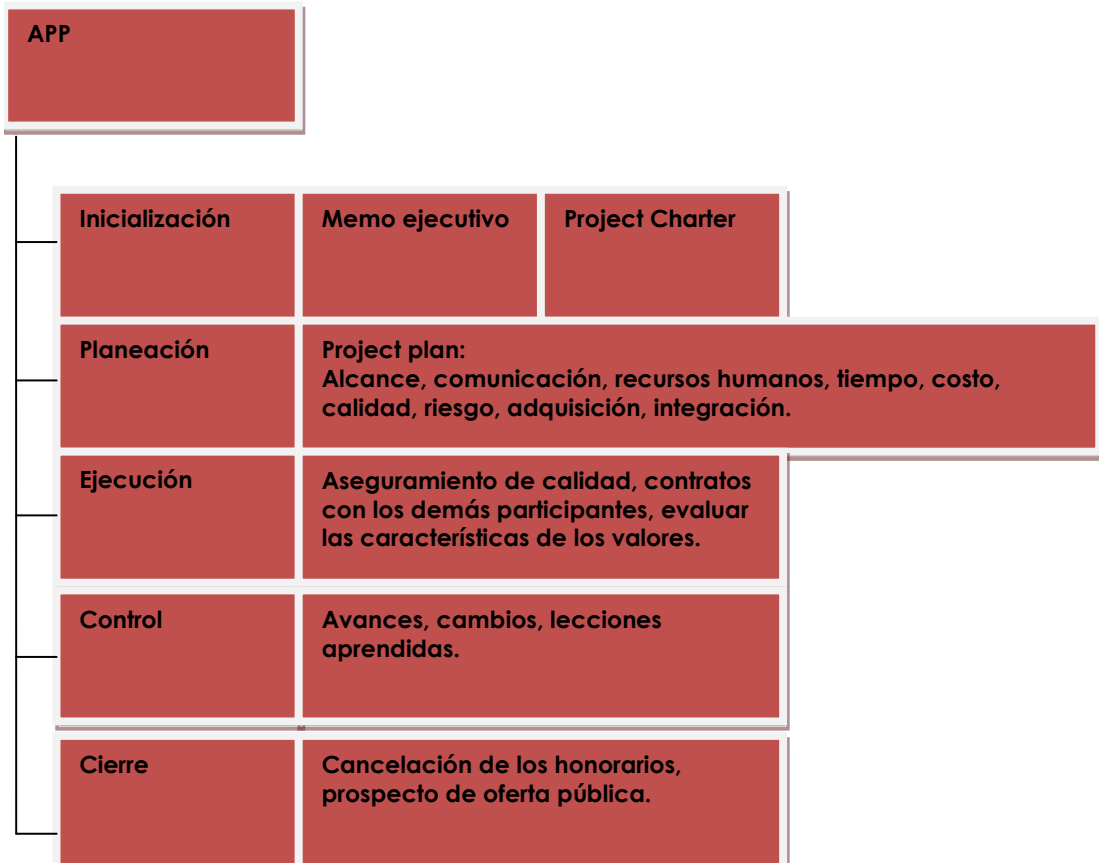
Entregable Final	Descripción/Detalle	Criterio de aceptación
Prospecto de oferta publica	Es informe requerido para inscribir los títulos en la bolsa de valores. Contiene el informe financiero, legal y el de calificación.	Deber ser aprobada por la superintendencia de compañías
Entregable Parcial	Descripción/Detalle	Criterio de aceptación
APP	<ul style="list-style-type: none"> • Inicio • Planeación • Ejecución • Control • Cierre 	Revisión constante por la empresa emisora de los títulos y el estructurador financiero. La empresa emisora es siempre quien tiene la última palabra.
Informe de la estructuración financiera	En este informe se detallan, un análisis del entorno económico ecuatoriano, un análisis del sector donde opera la empresa emisora, el análisis financiero de la empresa emisora, la proyección de los flujos para ver la factibilidad de	Este informe deberá ser aprobado por el emisor antes de presentárselo a la calificadora de riesgo y al estructurador legal.

	los pagos de la emisión y las características de los valores a emitir.	
Informe de calificación	En este informe se detalla, la calificación de riesgo que obtiene la emisión de los títulos, y el porqué de dicha calificación.	Este informe es aprobado por el comité de calificación, donde participa también la superintendencia de compañías.
Estructuración legal	La estructuración legal, es la legalización del proceso.	Deber ser aprobado por el emisor, quien es siempre asesorado por el estructurador financiero.

3.3. WBS (Work breakdown structure)

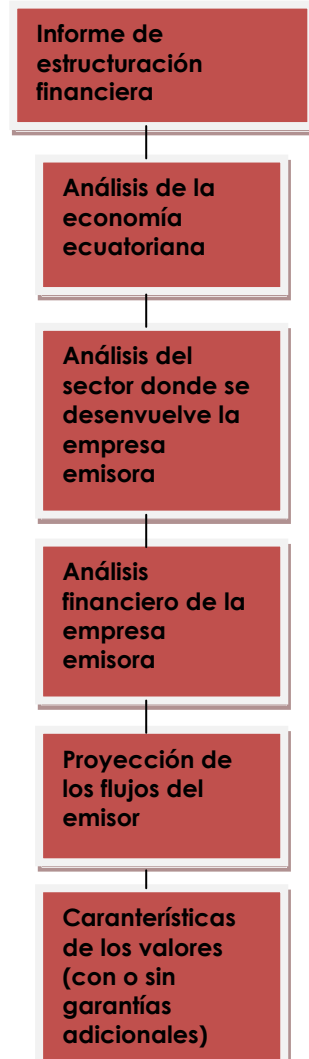


Primer sub-entregable



El miembro encargado de este sub entregable, es José Antonio Borrero.

Segundo sub-entregable



El miembro encargado de este sub entregable, es José Antonio Borrero.

El tercero y el cuarto sub entregable, dependen de los otros participantes que la empresa emisora contrate. No se puede hacer alianzas u otros convenios con los demás participantes pues nos estaríamos yendo en contra de la ley antimonopolio. El director del proyecto quien es José Antonio Borrero, será el encargado de presionar a los otros participantes para que se

cumplan con los tiempos que fueran acordados con los demás participantes una vez que se decida seguir con este proceso.

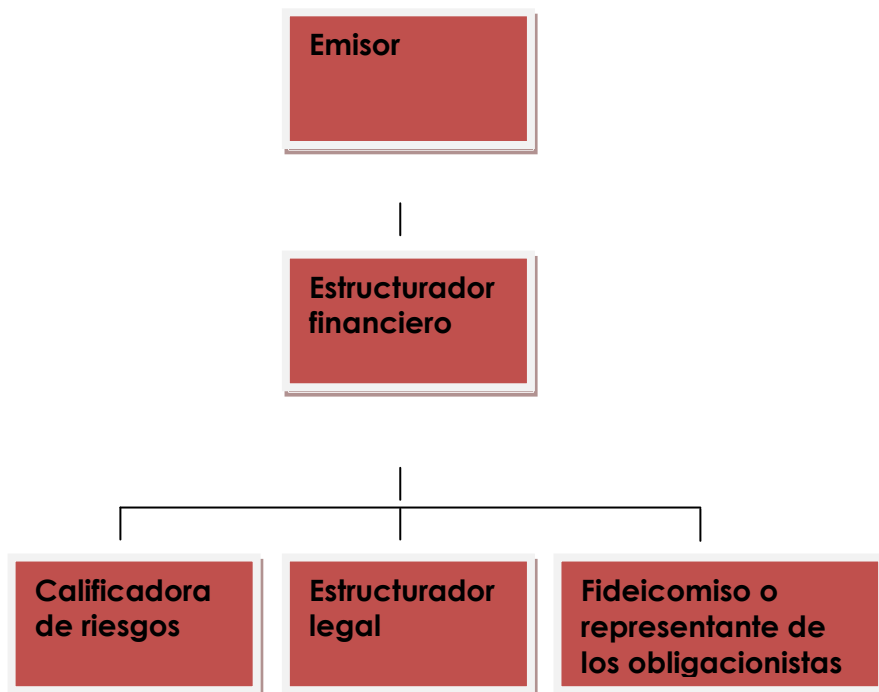
4. Recursos humanos

La empresa emisora deberá destinar a algún empleado que el estructurador financiero pueda contactarse y solventar dudas que puedan surgir, dicho empleado deberá estar dispuesto a ayudar de la manera más rápida posible.

El encargado de la estructura financiera es José Antonio Borrero, cada participante deberá destinar un analista para que esté a cargo de dicho proceso.

5. Comunicación

5.1. Diagrama organizacional del proyecto



5.2. Matriz de comunicación

Cualquier duda de los demás participantes deberá ser preguntada únicamente a través del estructurador financiero quien es además es director y gerente del proyecto. Cualquier información del emisor que requiera cualquiera de los participantes será transmitida a través del estructurador financiero.



5.3. Calendario de eventos

#	Tarea
1	Emisión de Valores
2	Análisis de Factibilidad e informe de estructuración financiera
3	Recopilación de la información financiera
4	Análisis del Mercado
5	Análisis macroeconómico y sectorial
6	Prespectivas del Mercado y Entorno
7	Análisis Estratégico de la compañía
8	Estructura Administrativa y del Negocio
9	FODA
10	Revisión Planes de Crecimiento
11	Análisis de Riesgos
12	Análisis de los Estados Financieros
13	Análisis Horizontal y Vertical
14	Índices Financieros
15	Identificación y Análisis de Fuentes de Ingresos
16	Contrucción y Análisis Flujo de Caja Histórico
17	Proyección
18	Flujo de Caja
19	Determinación del Monto y las Características de la Emisión
20	Elaboración Informe de estructuración financiera
21	Aprobación del informe por parte del emisor
22	Identificación de los Participantes
23	Desarrollo del Producto de Emisión de Valores
24	Estructuración Legal
25	Pre-test de mercado con potenciales inversionistas
26	Calificadora de Riesgo
27	Test de mercado con potenciales inversionistas públicos y privados
28	Finalización del Prospecto y aprobación de la superintendencia de compañías
29	Inscripción en Bolsa de Valores
30	Road Show
31	Colocación: Comienzo

6. Tiempo

El periodo estimado para la estructuración financiera es de 6 semanas¹, la colocación de los valores resultado de la estructuración 2 semanas². En el tiempo antes señalado no se contempla el período de inscripción en el Registro de Mercado de Valores y Bolsas de Valores

¹ Tiempo aproximado debido a que la culminación del proceso depende de la culminación del trabajo de terceros como la calificadora de riesgos, entre otros asesores necesarios para desarrollar el proceso.

² Tiempo aproximado que está sujeto a las condiciones del mercado en el momento específico de dar comienzo a la colocación y a su estrategia

del país del proceso de emisión de obligaciones, titularización de flujos o titularización de cartera.

Nota: El tiempo estimado del proceso depende de la entrega de información y colaboración de la empresa emisora. En el caso de completar el proceso de estructuración financiera de una Emisión de Obligaciones, Titularización de Flujos o Titularización de Cartera el cronograma de trabajo debe considerar el trabajo de los demás participante, y de las aprobaciones necesarias por parte de la Superintendencia de Compañías y Bolsas de Valores ecuatorianas.

6.1. Programa del proyecto

#	Tarea	Días
1	Emisión de Valores	141
2	Análisis de Factibilidad e informe de estructuración financiera	50
3	Recopilación de la información financiera	7
4	Análisis del Mercado	10
5	Análisis macroeconómico y sectorial	8
6	Prespectivas del Mercado y Entorno	2
7	Análisis Estratégico de la compañía	6
8	Estructura Administrativa y del Negocio	1
9	FODA	1
10	Revisión Planes de Crecimiento	1
11	Análisis de Riesgos	3
12	Análisis de los Estados Financieros	6
13	Análisis Horizontal y Vertical	1
14	Índices Financieros	1
15	Identificación y Análisis de Fuentes de Ingresos	2
16	Contrucción y Análisis Flujo de Caja Histórico	2
17	Proyección	15
18	Flujo de Caja	15
19	Determinación del Monto y las Características de la Emisión	1
20	Elaboración Informe de estructuración financiera	5
21	Aprobación del informe por parte del emisor	5
22	Identificación de los Participantes	5
23	Desarrollo del Producto de Emisión de Valores	38
24	Estructuración Legal	15
25	Pre-test de mercado con potenciales inversionistas	3
26	Calificadora de Riesgo	15
27	Test de mercado con potenciales inversionistas públicos y privados	5
28	Finalización del Prospecto y aprobación de la superintendencia de compañías	25
29	Inscripción en Bolsa de Valores	15
30	Road Show	2
31	Colocación: Comienzo	1

6.2. Ruta crítica

Sin el informe de estructuración financiera, ningún otro participante puede realizar su trabajo, una vez que el informe ha sido aprobado por el emisor, el estructurador legal empieza su trabajo, seguido de la calificadora de riesgos. Una vez concluido el trabajo de todos, el estructurador legal es el encargado de realizar el prospecto de oferta pública, una vez que se cuenta con el prospecto, la superintendencia debe aprobarlo y una vez aprobado por la superintendencia, se debe inscribir el prospecto en las bolsas de valores, antes empezar con la colocación de los títulos.

7. Costos

7.1. Estimados de costos

Los costos son tentativos y se expresan como un porcentaje del monto a emitir, muchos costos son anuales por lo que dependen del plazo de la emisión:

Costos del Proceso de Estructuración			
Estructurador Financiero y Director del Proyecto	0,200%	Una sola vez	José Antonio barrero
Aprobación de la superintendencia de compañías	0,050%	Una sola vez	Superintendencia de Compañías
Inscripción en las Bolsas de Valores	0,0175%	Una sola vez	Bolsa de Valores
Calificación de Riesgos Inicial	0,1500%	Una sola vez. Actualización a partir del 2do año	Calificadora de Riesgos
Estructuración Legal	0,2250%	Una sola vez	Abogado

Costos de Colocación			
Agente Colocador	0,20%	Una sola vez en el momento de la negociación primaria	Casa de Valores
Comisión Piso de la Bolsa de Valores	0,09%	Una sola vez en el momento de la negociación primaria	Bolsa de Valores
Publicación de la Resolución	\$ 500	Una sola vez	Otros
Elaboración de las copias electrónicas del prospecto y distribución de los mismos.	\$ 500	Una sola vez	Otros
Desmaterialización de los Títulos	0,05%	Una sola vez	Otros
Gastos Legales (implementación)	0,050%	Una sola vez	Notaría

Costos durante la emisión			
Representante de Obligacionistas o Fideicomiso	0,0800%	Una sola vez y anual respectivamente	Abogado o Fiduciaria
Calificación de Riesgos Actualización	0,1500%	Anual.	Calificadora de Riesgos
Mantenimiento Inscripción Bolsas de Valores:	0,0175%	Anual. Calculado del monto total emitido	Bolsa de Valores
Gastos Legales (liquidación)	0,05%	Una sola vez	Notaría

7.2. Flujo de la emisión

A continuación se muestra el flujo de caja que tendría una emisión de 10.00 millones de USD a 5 años plazo con pagos de capital iguales y trimestral, y pagos de interés trimestral a una tasas de 8.5%.

	Inicio	1ro				2do			
		1er T	2do T	3er T	4to T	1er T	2do T	3er T	4to T
Emisión en circulación	\$ 10.000.000	\$ 9.500.000	\$ 9.000.000	\$ 8.500.000	\$ 8.000.000	\$ 7.500.000	\$ 7.000.000	\$ 6.500.000	\$ 6.000.000
Descripción de costos y egresos									
Pagos									
Capital		\$ 500.000	\$ 500.000	\$ 500.000	\$ 500.000	\$ 500.000	\$ 500.000	\$ 500.000	\$ 500.000
Intereses		\$ 212.500	\$ 201.875	\$ 191.250	\$ 180.625	\$ 170.000	\$ 159.375	\$ 148.750	\$ 138.125
Total pagos		\$ 712.500	\$ 701.875	\$ 691.250	\$ 680.625	\$ 670.000	\$ 659.375	\$ 648.750	\$ 638.125
Costo de Proceso									
Estructurador Financiero y Director del Proyecto	\$ 20.000								
Aprobación de la superintendencia de compañías	\$ 2.500								
Inscripción en las Bolsas de Valores	\$ 1.750								
Calificación de Riesgos Inicial	\$ 15.000								
Estructuración Legal	\$ 22.500								
Colocación									
Agente Colocador		\$ 20.000							
Comisión Piso de la Bolsa de Valores		\$ 9.000							
Publicación de la Resolución	\$ 500								
Elaboración de las copias electrónicas del prospecto y distribución de los mismos.	\$ 500								
Desmaterialización de los Títulos	\$ 5.000								
Gastos Legales (implementación)	\$ 5.000								
Costo Durante la Emisión									
Representante de Obligacionistas o Fideicomiso		\$ 8.000							
Calificación de Riesgos Actualización						\$ 15.000			
Mantenimiento Inscripción Bolsas de Valores:							\$ 1.181		
Gastos Legales (liquidación)									
Total Costos	\$ 72.750	\$ 37.000	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 15.000	\$ 1.181	\$ -	\$ -
Flujo neto	\$ 9.927.250	\$ -749.500	\$ -701.875	\$ -691.250	\$ -680.625	\$ -685.000	\$ -660.556	\$ -648.750	\$ -638.125

	3ro				4to				5to				Total
	1er T	2do T	3er T	4to T	1er T	2do T	3er T	4to T	1er T	2do T	3er T	4to T	
Emisión en circulación	\$ 5.500.000	\$ 5.000.000	\$ 4.500.000	\$ 4.000.000	\$ 3.500.000	\$ 3.000.000	\$ 2.500.000	\$ 2.000.000	\$ 1.500.000	\$ 1.000.000	\$ 500.000	\$ -	
Descripción de costos y egresos													
Pagos													
Capital	\$ 500.000	\$ 500.000	\$ 500.000	\$ 500.000	\$ 500.000	\$ 500.000	\$ 500.000	\$ 500.000	\$ 500.000	\$ 500.000	\$ 500.000	\$ 500.000	\$ 10.000.000
Intereses	\$ 127.500	\$ 116.875	\$ 106.250	\$ 95.625	\$ 85.000	\$ 74.375	\$ 63.750	\$ 53.125	\$ 42.500	\$ 31.875	\$ 21.250	\$ 10.625	\$ 2.231.250
Total pagos	\$ 627.500	\$ 616.875	\$ 606.250	\$ 595.625	\$ 585.000	\$ 574.375	\$ 563.750	\$ 553.125	\$ 542.500	\$ 531.875	\$ 521.250	\$ 510.625	\$ 12.231.250
Costo de Proceso													
Estructurador Financiero y Director del Proyecto													\$ 20.000
Aprobación de la superintendencia de compañías													\$ 2.500
Inscripción en las Bolsas de Valores													\$ 1.750
Calificación de Riesgos Inicial													\$ 15.000
Estructuración Legal													
Colocación													
Agente Colocador													\$ 20.000
Comisión Piso de la Bolsa de Valores													\$ 9.000
Publicación de la Resolución													\$ 500
Elaboración de las copias electrónicas del prospecto y distribución de los mismos.													\$ 500
Desmaterialización de los Títulos													\$ 5.000
Gastos Legales (implementación)													\$ 5.000
Costo Durante la Emisión													
Representante de Obligacionistas o Fideicomiso													\$ 8.000
Calificación de Riesgos Actualización	\$ 15.000				\$ 15.000				\$ 15.000				\$ 60.000
Mantenimiento Inscrición Bolsas de Valores:	\$ 866				\$ 551				\$ 236				\$ 2.835
Gastos Legales (liquidación)										\$ 5.000			\$ 5.000
Total Costos	\$ 15.000	\$ 866	\$ -	\$ -	\$ 15.000	\$ 551	\$ -	\$ -	\$ 15.000	\$ 236	\$ -	\$ 5.000	\$ 177.585
Flujo neto	\$ -642.500	\$ -617.741	\$ -606.250	\$ -595.625	\$ -600.000	\$ -574.926	\$ -563.750	\$ -553.125	\$ -557.500	\$ -532.111	\$ -521.250	\$ -515.625	\$ -12.336.085

El gasto financiero calculado para este ejemplo fue una tasa interna de retorno anual del 9,2%

8. Calidad

La calidad del proyecto será medida con tres indicadores, el uno es el informe de calificación de riesgo, pues este especificará cuales son las fortalezas y debilidades de la emisión, otro indicador de la calidad será que tan rápido podrán ser colocados los títulos a través de la bolsa de valores, y el último indicador de calidad, es la optimización financiera de la emisión.

Para mejorar el primer indicador, se pedirá a la calificadora que realice un shadow rating, este es un instrumento donde la calificadora te puede dar una calificación preliminar de la emisión, esta calificación preliminar se la puede mejorar fortificando la emisión, por ejemplo con covenants, estas son restricciones adicionales a las que la ley exige. La ley exige que el emisor no pueda emitir más allá del 80% de activos libres de gravamen, en caso de una titularización de flujos futuros, el emisor no podrá emitir más allá del 90% del valor presente de los flujos proyectados descontados a la tasa activa referencial, en caso de una titularización de cartera, el emisor no podrá emitir más allá del 100% del saldo de capital de la cartera titularizada.

Covenants adicionales son por ejemplo, que a lo largo de la emisión, el pasivo financiero no pueda ser más del 50% del activo total, también se puede preñar cuentas por cobrar o inventarios, etc.

Para asegurar una colocación rápida, el mercadeo de los títulos por parte del agente colocador que son las casas de valores, es de suma importancia.








El tercer indicador medirá que tan rentable es el proyecto, es decir que tan barato es utilizar este mecanismo de financiamiento versus los financiamientos tradicionales, para el éxito de esto es de suma importancia el equipo de trabajo y el análisis del mismo.

9. Riesgo

9.1. Mapeo de riesgos

Nivel	1	2	3	4	5
Probabilidad de que suceda	Poco Probable	Casi Poco Probable	Probable	Normalmente Probable	Muy Probable
Impacto que tendría	Bajo Impacto	Poco Impacto	Impacto Normal	Impacto Regular	Alto Impacto

Cuantificación del Riesgo = Probabilidad X Impacto

Riesgo	Colocación de los títulos	Que se demore la colocación $2*4=8$	
	Inscripción de los títulos en la bolsa de valores	Que se demore la inscripción de los títulos $1*5=5$	
	Aprobación de la superintendencia de compañías	Que se demore la aprobación de la superintendencia $4*5=20$	
	Representante de obligaciones o fideicomiso	Que se demore la estructura de las obligaciones del fideicomiso o el representante $1*5=5$	
	Estructurador financiero	Que el emisor se demore en entregar la información financiera $3*4=12$	
	Estructurador legal	Que el emisor se demore en entregar la información legal $3*4=12$	
	Calificadora de riesgos	Que el estructurador financiero se demore en entregar el informe $2*4=8$	

9.2. Matriz de administración de riesgos

Riesgo	Posible respuesta	Plan de acción	Responsable
Que el emisor se demore en entregar la información requerida por los participantes	Evitarlo: Buscar un compromiso sólido con el emisor.	Llamar constantemente al encargado de ayudar a los participantes solicitando la información. Hablar con su superior.	José Antonio Borrero
Que la superintendencia de compañías se demore en la aprobación	Reducirlo: Tener una relación cordial con la superintendencia para que siempre estén dispuestos a ayudarnos.	Llamar y visitar constantemente a la persona encargada de verificar el proceso en la superintendencia con el objetivo de poner presión.	José Antonio Borrero
Dificultad en la colocación	Evitarlo: Realizar un road show buscando potenciales compradores de los títulos antes de que estos sean inscritos en las bolsas de valores.	Buscar ayuda de otras casas de valores que nos ayuden a comercializar los títulos.	Operador de valores

10. Abastecimiento

WBS	Estructura dor Financiero y gerencia y dirección de proyecto	Calificado ra de riesgos	Fideicomiso o Representan te de los obligacionis tas	Estructura dor legal	Superintenden cia de compañías	Bolsa de valore s	Agente colocado r
APP	●						
Informe de estructuración financiera	●						
Informe de calificación	●	●					
Estructura legal	●		●	●			
Prospecto	●			●			
Aprobación del prospecto	●			●	●		
Inscripción en bolsa	●					●	
Colocación	●						●



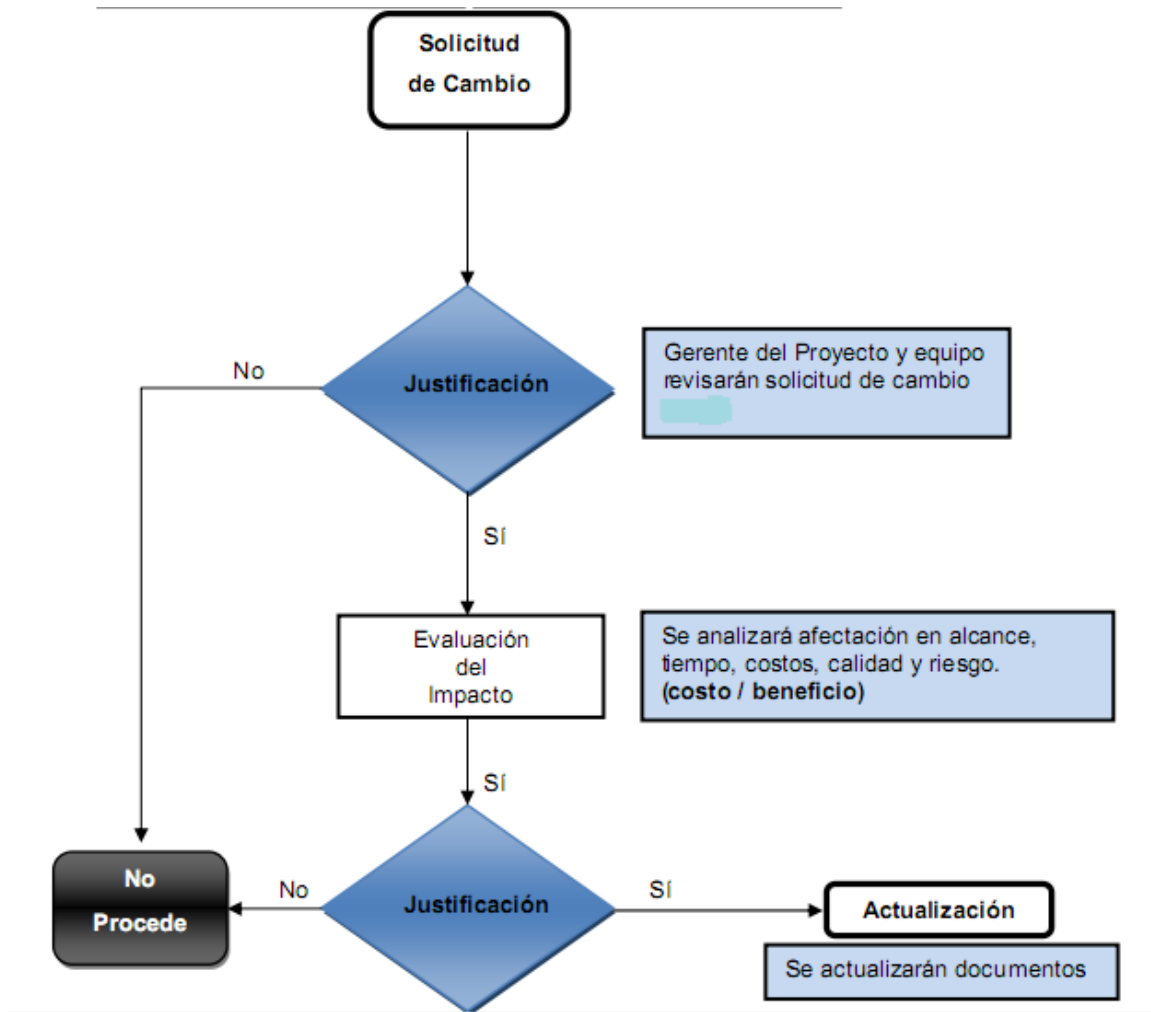
En cargado principal del proceso



Ayuda y acompaña en el proceso

11. Integración

Cualquier solicitud de cambio o comentario por cualquiera de los participantes, se la hará directamente al estructurador financiero vía e-mail. Será el Sponsor (empresa emisora) del proyecto quien determine si se procede o no con el cambio, el procedimiento a seguir será el siguiente.



12. Aprobación

Preparado por:

X

José Antonio Borrero
Project Manager

Aprobado por:

X

Emisor
Project Sponsor