



UNIVERSIDAD DEL AZUAY
FACULTAD DE CIENCIAS DE LA ADMINISTRACIÓN
ESCUELA DE CONTABILIDAD SUPERIOR

**Titularización sindicada de activos como alternativa de financiamiento
para las PYMES ecuatorianas en el Mercado de Valores.**

**Trabajo de titulación previo a la obtención del título de Ingenieras en
Contabilidad y Auditoría**

Autores: María Daniela Molineros Valladarez.

María Gabriela Molineros Valladarez.

Director: Ing. María Ximena Moscoso Serrano.

Cuenca, Ecuador

2016

ÍNDICE DE CONTENIDOS

Resumen.....	xii
Abstract	xiii
Introducción	1
 CAPÍTULO I	 4
ESTUDIO DE LAS PYMES EN EL ECUADOR	4
INTRODUCCIÓN	4
1.1 Definición y clasificación de las PYMES	5
1.2 Participación e importancia de las PYMES en el sector empresarial.....	6
1.3 Las PYMES y su organización jurídica	8
1.4 Distribución nacional de las PYMES	9
1.5 Participación de las PYMES en los ingresos nacionales.....	10
1.5.1 Percepción del nivel de ingresos: PYMES	11
1.5.2 Composición PYMES y análisis de sus ingresos por S. Económico 2014...	12
1.5.3 Crecimiento real Ingresos PYMES por S. Económico Periodo 2013-2014..	16
1.6 Cobertura geográfica de mercado: PYMES.....	18
1.6.1 Las PYMES y sus perspectivas de internacionalización	20
1.7 Las PYMES como fuente generadora de empleo.....	21
1.8 Financiamiento contraído por las PYMES	22
1.8.1 Fuentes de financiamiento empleadas por el segmento PYME	24
1.8.2 Financiamiento Obtenido vs. Requerido en el segmento PYME	26
1.8.3 Las PYMES y su acceso a fuentes de financiamiento.....	28
1.9 La Innovación como estrategia para mejorar la competitividad de las PYMES..	30
1.9.1 Inversión del segmento PYME en maquinaria y equipo	32
1.9.2 Nuevas inversiones en el sector.....	35
1.10 Análisis FODA del segmento PYME	36
1.11 Las PYMES y sus desafíos	40
1.12 Rol de los entes públicos y privados: PYMES	42
1.12.1 Percepción PYMES sobre la gestión de sus organismos relacionados	46
1.13 La asociatividad como medio para mejorar la competitividad de las PYMES ..	48
1.13.1 Tipos de encadenamientos.....	49
1.14 PYMES AGROPECUARIAS.....	50
1.14.1 Importancia de la actividad agropecuaria en la economía ecuatoriana	50
1.14.2 Composición e importancia de las PYMES agropecuarias.....	55

1.14.3 Principales necesidades y riesgos de las PYMES agropecuarias.....	56
1.14.4 Inversión en Investigación y Desarrollo (I+D) en el Sector Agropecuario ..	58
1.14.5 Necesidades de financiamiento en el sector agropecuario	60
1.14.5.1 Fuentes de financiamiento del sector agropecuario.....	61
1.14.5.2 Financiamiento Obtenido VS. Requerido: PYMES agropecuarias	62
1.14.6 Inversión en maquinaria y equipo efectuada por PYMES agropecuarias ..	63
CONCLUSIÓN	66
CAPÍTULO II	67
MECANISMOS DE FINANCIAMIENTO PARA PYMES EN EL ECUADOR	67
INTRODUCCIÓN	67
2.1 El Mercado Financiero.....	68
2.2 El Sistema Financiero Ecuatoriano	68
2.2.1 Mecánica de una operación intermediada	69
2.2.2 Tarifas referenciales y máximas	69
2.2.3 El Sistema Financiero Privado.....	70
2.2.3.1 Crédito productivo	70
2.2.3.2 Crédito comercial prioritario	71
2.2.3.3 Factores cuantitativos mínimos a evaluar	71
2.2.3.4 Factores cualitativos mínimos a examinar	72
2.2.3.5 Tarifas empleadas por la Banca privada	72
2.2.3.6 Tarifas empleadas por Cooperativas de Ahorro y Crédito	74
2.2.3.7 Tarifas empleadas por Mutualistas	74
2.2.3.8 Análisis tasas efectivas vigentes en el Sistema Financiero Privado.....	74
2.2.3.9 Requerimientos exigidos por el Sistema Financiero Privado.....	75
2.2.3.10 Plazos y montos	75
2.2.4 El Sistema Financiero Público	77
2.2.4.1 BANEQUADOR B.P.	78
2.2.4.2 Corporación Financiera Nacional B.P.....	80
2.2.4.3 Análisis crediticio del Sistema Financiero Público	85
2.2.4.5 Ideas finales: Sistema Financiero Público	87
2.3 EL MERCADO DE VALORES.....	88
2.3.1 El Registro Especial de Valores No Inscritos (REVNI)	89
2.3.2 Registro Especial Bursátil (REB)	94
2.3.2.1 Inscripción de los emisores y valores	94
2.3.2.2 Emisores que pueden formar parte del REB.....	95
2.3.2.3 Inversionistas autorizados.....	95
2.3.2.4 Valores objeto de oferta pública	96

2.3.2.5 Valores de inscripción genérica	97
2.3.2.6 Sistema de negociación REB	101
2.3.3 El Mercado Formal.....	102
2.3.3.1 Oferta pública	104
2.3.3.2 Bolsas de valores	105
2.3.3.3 Emisión de obligaciones sindicadas	106
CONCLUSIÓN	108
CAPÍTULO III	109
LA TITULARIZACIÓN SINDICADA DE ACTIVOS COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO A LARGO PLAZO	109
INTRODUCCIÓN	109
3.1 Definición	110
3.2 Modalidades de titularización	116
3.3 Bienes susceptibles de titularizar	117
3.4 Valores que pueden emitirse en una titularización	118
3.5 Clases de Titularización	119
3.6 El proceso de la titularización	122
3.7 Riesgos en un proceso de titularización	125
3.8 Calificación de riesgo valores emitidos en un proceso de titularización	125
3.9 Mecanismos de garantía	127
3.10 Ventajas de la titularización	130
3.12 Impacto en el estado financiero del originador	132
3.13 Costos de un proceso de titularización	133
3.14 Costos adicionales originados durante el transcurso del proceso	139
3.15 Emisiones sindicadas	139
3.16 Titularización de activos agropecuarios	141
3.16.1 Definición.....	143
3.16.2 Factores clave en un proceso de titularización agropecuaria.....	143
3.16.3 Las titularizaciones agropecuarias vs. Otras alternativas financieras	144
3.16.4 Sindicación	150
3.16.5 Las Titularizaciones Agropecuarias: Análisis de riesgos	151
3.16.5.1 Riesgos asociados a la estructuración	151
3.16.5.2 Riesgos de contraparte	153
3.16.5.3 Riesgos asociados al originador	153
3.16.5.4 Riesgos asociados al producto	154
3.16.5.5 Riesgos operativos.....	155
3.16.5.6 Riesgos legales	156

3.16.5.7 Experiencia en Latinoamérica.....	157
CONCLUSIÓN	159
CAPÍTULO IV	160
ESTRUCTURACIÓN CASO PRÁCTICO Y ANÁLISIS COSTO/BENEFICIO	160
INTRODUCCIÓN	160
4.1 Generalidades del Sector Bananero Ecuatoriano.....	161
4.2 Empresas a syndicar para el caso de estudio	163
4.3 Descripción general del proceso de titularización.....	164
4.4 Objeto de la titularización	165
4.5 Valor de los activos.....	165
4.6 Características de la titularización sindicada	165
4.7 Participación de cada originador en el proceso	166
4.8 Destino del financiamiento por originador	166
4.9 Información del Patrimonio Autónomo	166
4.10 Modelo Financiero	168
4.10.1 Consideraciones utilizadas	169
4.10.2 Construcción de la Serie de Tiempo	170
4.10.3 Análisis de la Serie de Tiempo	172
4.11 Flujos a ser titularizados.....	181
4.12 Transferencia de los flujos al fideicomiso	183
4.13 Límite de la Emisión	184
4.13.1 Proyección y descuento de los flujos en base a la metodología de los Flujos Netos Descontados (FND).....	184
4.13.2 Límite de la emisión según los activos libres de gravamen.....	187
4.13.3 Límite de la emisión según el 200% del Patrimonio Neto.....	188
4.14 Orden de Prelación.....	189
4.15 Fondo rotativo.....	190
4.16 Tablas de amortización por valor, originador y monto total de emisión.	190
4.17 Provisión	196
4.18 Determinación del índice de desviación.....	199
4.18.1 Análisis de los flujos y escenarios de sensibilidad.....	199
4.18.2 Matriz de Escenarios de Valoración	200
4.18.3 Metodología utilizada para el cálculo del índice de desviación	200
4.19 Análisis de los flujos que ingresarán al Fideicomiso por Escenario	203
4.20 Mecanismos de garantía	203
4.20.1 Exceso de flujo de fondos.....	204

4.20.2 Fianza solidaria	213
4.20.3 AgroSeguro	213
4.20.4 Cobertura de los mecanismos de garantía	214
4.21 Parámetros a considerar para la calificación de riesgos	216
4.21.1 Calificación de riesgos asignada	217
4.22 Proyección del Flujo de Caja del Patrimonio Autónomo (Fideicomiso)	218
4.23 Análisis costo/beneficio del proceso de titularización: Originadores.....	221
4.24 Análisis Costo/Beneficio: Inversionista	226
4.25 Cuadro comparativo Titularización Sindicada de Flujos Futuros Vs. Crédito Público y Privado	232
CONCLUSIÓN	236
CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	237
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	244
ANEXOS.....	252

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1 Composición del Segmento Empresarial Ecuatoriano.	6
Tabla 2 Concentración de ingresos (2014).	11
Tabla 3 Tasas de interés activas efectivas a Junio de 2016.	70
Tabla 4 Tasas Crédito Productivo Corporativo.	72
Tabla 5 Tasas Crédito Productivo Empresarial.	73
Tabla 6 Tasas Crédito Productivo PYMES.	73
Tabla 7 Tasas Activas Crédito Comercial Prioritario.	74
Tabla 8 Tasas Activas Crédito PYMES.	74
Tabla 9 Características Crédito Productivo.	76
Tabla 10 Características Crédito Comercial Prioritario PYMES.	76
Tabla 11 Características Crédito Productivo PYMES.	76
Tabla 12 Tasas Activas Crédito PYMES.	79
Tabla 13 Características Crédito Directo-Activo Fijo.	81
Tabla 14 Características Crédito Directo-Capital de Trabajo.	81
Tabla 15 Financiamiento de exportación.	82
Tabla 16 Financiamiento de Importación.	82
Tabla 17 Fondo de Garantía.	84
Tabla 18 Ranking de compañías por montos negociados en el REVNI (2014).	93

Tabla 19 Titularización de activos vs. Titularización de flujos futuros.....	122
Tabla 20 Titularización vs. Deuda.....	131
Tabla 21 Tarifas por servicio de estructuración.....	134
Tabla 22 Tarifas por calificación de riesgos Class International Rating S.A.....	135
Tabla 23 Tarifas por calificación de riesgos Latinoamericana S.A.	135
Tabla 24 Tarifas por calificación de riesgos Pacific Credit Rating S.A.	135
Tabla 25 Tarifas por servicios de administración de un fideicomiso.....	136
Tabla 26 Tarifas custodia de valores BCE.....	137
Tabla 27 Tarifas custodia de valores DECEVALE.	137
Tabla 28 Tarifas Casa de Valores.....	138
Tabla 29 Tarifas inscripción y mantenimiento titularización BVG.	138
Tabla 30 Tarifas por liquidación del fideicomiso.....	139
Tabla 31 Estructura productiva del banano (2013).	162
Tabla 32 Características de la emisión.....	165
Tabla 33 Participación de cada originador en el proceso.	166
Tabla 34 Estadísticas BANJAE S.A.	171
Tabla 35 Estadísticas CUDARANSA S.A.	171
Tabla 36 Estadísticas DAVAXTEL S.A.	172
Tabla 37 Modelos matemáticos seleccionados por cada empresa.	174
Tabla 38 Coeficientes modelo SARIMA BANJAE S.A.	175
Tabla 39 Coeficientes modelo SARIMA CUDARANSA S.A.....	175
Tabla 40 Coeficientes modelo SARIMA DAVAXTEL S.A.	175
Tabla 41 Selección del mejor modelo a partir del indicador de ajuste RMSE.	176
Tabla 42 Medidas de bondad de ajuste BANJAE S.A.....	176
Tabla 43 Medidas de bondad de ajuste CUDARANSA S.A.....	176
Tabla 44 Medidas de bondad de ajuste DAVAXTEL S.A.....	176
Tabla 45 Ventas proyectadas por trimestre y límites BANJAE S.A.	177
Tabla 46 Ventas proyectadas por trimestre y límites CUDARANSA S.A.	178
Tabla 47 Ventas proyectadas por trimestre y límites DAVAXTEL S.A.	179
Tabla 48 Porcentaje de ventas que ingresarán al fideicomiso por trimestre.	182
Tabla 49 Flujos totales que ingresarán al fideicomiso:.....	182
Tabla 50 Flujos que ingresarán al fideicomiso por originador.....	183
Tabla 51 Tasa de descuento de los flujos vs. Tasas efectivas referenciales	185
Tabla 52 Límite Emisión: Metodología Flujos Netos Descontados-Esc. Probable.....	185
Tabla 53 Cobertura flujos descontados frente al total de la emisión.	186
Tabla 54 Límite Emisión: Metodología Flujos Netos Descontados-Esc. Pesimista.....	187
Tabla 55 Límite de la emisión: Metodología Activos Libres de Gravamen.....	188

Tabla 56 Límite de la emisión: Metodología 200% del Patrimonio Neto.	189
Tabla 57 Distribución Fondo Rotativo por empresa.	190
Tabla 58 Tabla de amortización por valor.....	191
Tabla 59 Tabla de amortización por el valor total de la emisión.	192
Tabla 60 Tabla de amortización BANJAE S.A.....	193
Tabla 61 Tabla de amortización CUDARANSA S.A.	194
Tabla 62 Tabla de amortización DAVAXTEL S.A.....	194
Tabla 63 Tabla de amortización consolidada-Originadores.	195
Tabla 64 Provisión consolidada.	197
Tabla 65 Provisión CUDARANSA S.A.	197
Tabla 66 Provisión BANJAE S.A.....	198
Tabla 67 Provisión DAVAXTEL S.A.....	199
Tabla 68 Variables de sensibilidad.	199
Tabla 69 Premisas para la construcción de escenarios.	199
Tabla 70 Matriz de escenarios de valoración.	200
Tabla 71 EBITDA descontada por cada escenario.	200
Tabla 72 Cálculo del índice de desviación.....	201
Tabla 73 Flujos que ingresarán al fideicomiso por escenario.	203
Tabla 74 Exceso de flujos: Escenario Moderado.	205
Tabla 75 Exceso de flujos: Escenario Pesimista.	206
Tabla 76 Exceso de flujos: Escenario Optimista.	207
Tabla 77 Parámetros para el cálculo del depósito de garantía.	210
Tabla 78 Depósito de garantía y cobertura de la provisión.	211
Tabla 79 Depósito de garantía como aval bancario.	212
Tabla 80 Depósito de garantía por empresa.	213
Tabla 81 Cobertura de los avales: Escenario Moderado y Pesimista.....	214
Tabla 82 Monto mínimo de la garantía.	215
Tabla 83 Cobertura por escenario.	215
Tabla 84 Flujo de caja del fideicomiso.	220
Tabla 85 Detalle de costos flotantes (f) y su periodicidad.....	223
Tabla 86 Análisis Costo/Beneficio BANJAE S.A.	224
Tabla 87 Análisis Costo/Beneficio CUDARANSA S.A.....	224
Tabla 88 Análisis Costo/Beneficio DAVAXTEL S.A.	224
Tabla 89 Margen de ahorro sin carga impositiva BANJAE S.A.	226
Tabla 90 Margen de ahorro sin carga impositiva CUDARANSA S.A.....	226
Tabla 91 Margen de ahorro sin carga impositiva DAVAXTEL S.A.	226
Tabla 92 Comisión corretaje de valores renta fija: Clientes Personales.....	227

Tabla 93 Comisión corretaje de valores renta fija: Clientes Empresariales.....	227
Tabla 94 Comisión corretaje de valores renta fija: Clientes Institucionales.....	228
Tabla 95 Tarifa Bolsa de Valores aplicada al Caso Práctico.	228
Tabla 96 Rentabilidad titularización vs. Rendimiento instituciones financieras.....	229
Tabla 97 Titularización de Flujos Futuros vs. Sistema Financiero Privado y Público.	235

ÍNDICE DE GRÁFICAS

Gráfica 1 Composición del Segmento Empresarial Ecuatoriano (2014).....	7
Gráfica 2 Empresas sujetas al control de la SCVS Año 2015.....	7
Gráfica 3 Organización jurídica del segmento PYME.	8
Gráfica 4 Provincias del Ecuador con mayor concentración de PYMES (2014).	9
Gráfica 5 Composición empresarial por tamaño (2014).....	10
Gráfica 6 Concentración de ingresos (2014).	11
Gráfica 7 Percepción nivel de ingresos PYMES (2011 – 2015).....	12
Gráfica 8 Composición de las PYMES y sus ingresos por sector económico (2014). .	14
Gráfica 9 Actividades económicas con mayor % de ingresos (2014).	15
Gráfica 10 Actividades económicas con mayor % de empresas (2014).....	15
Gráfica 11 Crecimiento real PYMES por sector económico (2013 - 2014).....	17
Gráfica 12 Actividades económicas con mayor crecimiento real (2013 - 2014).	18
Gráfica 13 Cobertura de mercado PYMES.....	19
Gráfica 14 Ingresos PYMES Comercio exterior (2014).....	20
Gráfica 15 Personal afiliado según el tamaño de empresa (2014).	21
Gráfica 16 Oferta laboral PYMES.	22
Gráfica 17 Financiamiento contraído PYMES (2010).....	22
Gráfica 18 Fuentes de financiamiento PYMES (2010).....	24
Gráfica 19 Financiamiento Obtenido vs. Requerido (2010).	26
Gráfica 20 Ventas vs. Financiamiento obtenido y requerido (2010).	27
Gráfica 21 Facilidad de acceso a fuentes de financiamiento PYMES.	28
Gráfica 22 Crédito del sector financiero público PYMES.	29
Gráfica 23 Crédito del sector financiero privado PYMES.....	29
Gráfica 24 Establecimientos que invierten en I+D.....	31
Gráfica 25 Inversión en Investigación de mercado PYMES.....	31
Gráfica 26 Variación en maquinaria y equipo por tipo de empresa.	33
Gráfica 27 Inversión en maquinaria y equipo por tipo de empresa.....	34

Gráfica 28 Inversión en el negocio PYMES.....	36
Gráfica 29 Seguridad jurídica del país.....	39
Gráfica 30 Calidad de servicios gremios empresariales: PYMES.	46
Gráfica 31 Soporte gobierno local a las PYMES.	47
Gráfica 32 Soporte del gobierno central a las PYMES.....	48
Gráfica 33 Clasificación empresas por sector económico (2014).....	51
Gráfica 34 Clasificación empresas por actividad económica (2014).	51
Gráfica 35 Aporte en la generación de empleo por actividad (2014).....	52
Gráfica 36 Participación en ventas por actividad económica (2014).	53
Gráfica 37 Contribución a la variación trimestral del PIB (2016).....	53
Gráfica 38 Producto Interno Bruto (2016).....	54
Gráfica 39 Contribución a la variación inter-anual del PIB (2016).	54
Gráfica 40 Actividades económicas más importantes según % empresas (2014).....	55
Gráfica 41 Actividades económicas más importantes según % ingresos (2014).....	55
Gráfica 42 Inversión en I+D Sector Agropecuario (2010).	58
Gráfica 43 Financiamiento contraído sector agropecuario (2010).	60
Gráfica 44 Fuentes de financiamiento sector agrícola (2010).....	61
Gráfica 45 Financiamiento obtenido vs. Requerido sector agropecuario (2010).....	62
Gráfica 46 Inversión en I+D realizada por las PYMES (2010).	63
Gráfica 47 Inversión en maquinaria y equipo sector agrícola (2013).....	64
Gráfica 48 Maquinaria y equipo en empresas agrícolas (2013).	64
Gráfica 49 Variación en maquinaria y equipo empresas agrícolas (2012-2013).....	65
Gráfica 50 Mecánica de una operación intermediada.	69
Gráfica 51 Créditos otorgados por la banca privada (Ene-Abr/2016).....	77
Gráfica 52 Créditos otorgados por la CFN B.P. (2015).	85
Gráfica 53 Créditos otorgados por el Sistema Financiero Público (Ene-Abr/2016).....	86
Gráfica 54 Movilización directa de recursos: Operación Desintermediada.	88
Gráfica 55 Transacciones REVNI (2008-2016).	91
Gráfica 56 Comparación transacciones Mercado principal vs. REVNI (2014).	92
Gráfica 57 Emisores REVNI que son PYMES (2015).	92
Gráfica 58 Emisores REVNI que son PYMES (2011).	93
Gráfica 59 Proceso Titularización.	124
Gráfica 60 Titularización de activos: Impacto financiero.	132
Gráfica 61 Titularización de derechos de cobro: Impacto financiero.	133
Gráfica 62 Créd. otorgados por B. Pública al S. Agropecuario vs. Otras actividades.	144
Gráfica 63 Créd. otorgados por la B. Priv. al S. Agropecuario vs. Otras actividades.	145
Gráfica 64 Créd. Productivo y C. Prioritario otorgados por B. Púb. al S. Agropec.	146

Gráfica 65 Créd. Productivo y C. Prioritario otorgados por B. Priv. al S. Agropec.	147
Gráfica 66 Créditos otorgados por la B. Privada al S. Agropecuario.	147
Gráfica 67 Créditos otorgados por el E. Públicas al S. Agropecuario.....	147
Gráfica 68 Superficie plantada y cosechada de banano por provincia (2014).	161
Gráfica 69 Producción y ventas de banano por provincia (2014).	162
Gráfica 70 Ventas históricas BANJAE, CUDARANSA y DAVAXTEL S.A.	171
Gráfica 71 Ventas proyectadas y nivel de ajuste BANJAE S.A.	177
Gráfica 72 Ventas proyectadas y nivel de ajuste CUDARANSA S.A.....	178
Gráfica 73 Ventas proyectadas y nivel de ajuste DAVAXTEL S.A.	179
Gráfica 74 Ventas anuales históricas y proyectadas BANJAE S.A.	180
Gráfica 75 Ventas anuales históricas y proyectadas CUDARANSA S.A.....	180
Gráfica 76 Ventas anuales históricas y proyectadas DAVAXTEL S.A.	181
Gráfica 77 Participación por originador en el pago de C+I.....	195
Gráfica 78 Comportamiento evidenciado en el pago de C+I.	196
Gráfica 79 Propuesta manejo de flujos: Escenario moderado.	205
Gráfica 80 Propuesta manejo de flujos: Escenario pesimista.	206
Gráfica 81 Propuesta manejo de flujos: Escenario optimista.	207
Gráfica 82 Índice de cobertura: Escenario moderado.	208
Gráfica 83 Índice de cobertura: Escenario pesimista.	208
Gráfica 84 Índice de cobertura: Escenario optimista.	209

ÍNDICE DE ESQUEMAS

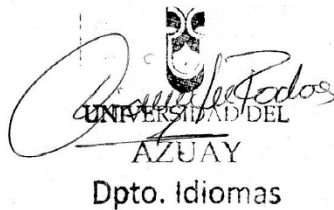
Esquema 1 Criterios para la clasificación del sector empresarial ecuatoriano.....	5
Esquema 2 La Titularización.	110
Esquema 3 Efecto financiero de la titularización	110
Esquema 4 Participantes en un proceso de titularización.....	112
Esquema 5 Proceso titularización derechos de cobro.	190

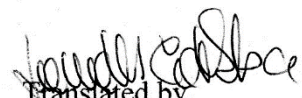
Resumen

Las PYMES del país a pesar de representar uno de los principales motores de la economía nacional, constantemente se han caracterizado por su vulnerabilidad en materia de acceso a oportunidades de financiamiento. Es así, que la presente investigación tiene como finalidad ofrecer a este segmento un nuevo recurso derivado del Mercado de Valores; el cual, debido a su escasa difusión, así como ausente consideración en la legislación ecuatoriana; ha sido poco explorado en el sector empresarial a gran escala, y completamente marginado en el emergente. Este mecanismo denominado titularización sindicada de activos; tiene como ventaja principal el permitir la asociación de varios originadores, lo cual facilita que puedan cumplir con el volumen, información y garantías necesarias para la participación en estos procesos. Adicionalmente, sus costos son inferiores, ya que el valor total del financiamiento no recae sobre un único originador; y a diferencia del congestionado crédito bancario, también carece de intermediación; factores que sumados, convierten a esta alternativa en una oportunidad valiosa para mejorar la competitividad y rentabilidad de las PYMES del país; así como eventualmente, promover su evolución en el mediano y largo plazo.

ABSTRACT

The SMEs (Small and Medium Enterprises) in the country, despite representing one of the main engines of the national economy, have been characterized by their vulnerability in terms of access to funding opportunities. Consequently, this investigation aims to offer this segment a new resource derived from the Stock Market; which due to its low coverage and because it is not considerate in the Ecuadorian legislation, has been relatively unexplored in the business sector on a large scale, and completely marginalized in the emerging one. This mechanism, called securitization of syndicate asset, has as its main advantage to allow the association of several originators; which facilitates them to meet the volume, information and guarantees necessary for the participation in these processes. In addition, their costs are lower because the total financing value does not fall on a single originator; and unlike the congested bank credit, it lacks intermediation. These combined factors make this alternative a valuable opportunity to improve the competitiveness and profitability of SMEs in the country; and eventually promote their development at mid and long-term.




Translated by,
Lic. Lourdes Crespo

Introducción

Las Pequeñas y Medianas Empresas (PYMES), constituyen el segundo segmento económico más importante a escala nacional; no solo debido a su destacada presencia, sino también por su visible aporte en la generación de plazas laborales, contribución impositiva, así como oferta de bienes y servicios indispensables para el consumo interno y externo.

No obstante, la ausencia de elementos estratégicos para su desarrollo, tales como la inversión en tecnología, así como en investigación y desarrollo; han debilitado su participación y opacado su potencial. Esto se refleja en sus deficientes niveles de crecimiento y expansión históricos, al igual que en su escasa presencia en mercados internacionales; factores que al sumarse, han frenado las posibilidades de evolución de este grupo empresarial; y lamentablemente, en la mayoría de casos, ocasionado su deceso prematuro.

La falta de recursos constituye, sin duda alguna, el eje central de esta problemática; obligando a los empresarios más pequeños a priorizar únicamente las inversiones en capital de trabajo, y a descuidar, en consecuencia, los proyectos para el crecimiento de sus negocios. Asimismo, el escaso financiamiento que proveen las fuentes tradicionales, siguen, en su mayoría, la misma línea; de ahí que los recursos destinados al apoyo de inversiones estratégicas sean más restringidos aún, debido a sus plazos y montos superiores.

De hecho las PYMES ecuatorianas, a diferencia de las grandes corporaciones, constantemente han enfrentado una realidad adversa en materia de financiamiento. Es así, que tanto las alternativas como las condiciones a las que pueden acceder en estos mercados difieren drásticamente; siendo para las primeras mucho más limitadas y estrictas debido a los riesgos superiores a los que se encuentran expuestas. Es por ello que, aunque desempeñan un papel fundamental en la dinamización de la economía nacional, han sido relegadas; lo que ha interferido negativamente en su crecimiento sostenido y modernización.

Adicionalmente, dadas las particularidades de este segmento, así como debido a la desinformación por parte de sus representantes; los mecanismos destinados a solventar sus necesidades de capital en el mercado financiero se han reducido fundamentalmente a los créditos bancarios; los cuales por lo general, presentan altos costos y contemplan escasos plazos; sobre todo en épocas de inestabilidad económica como la experimentada por el Ecuador hoy en día; descuidando así, opciones potenciales y casi

inexploradas en nuestro medio, como el Mercado de Valores; el cual a pesar de constituir una fuente de financiamiento ideal para proyectos de capital; debido a su desconocimiento, así como a sus restricciones de ingreso; ocasiona que de forma individual, resulte sumamente oneroso y complejo para las PYMES, cumplir con los requisitos reglamentarios para participar en estos procesos; sin comprometer sus niveles de competitividad y rentabilidad.

Es por ello, que la finalidad del presente trabajo de investigación, es promover un mecanismo alternativo de financiamiento que contribuya a atenuar la problemática descrita anteriormente. Por un lado, se propone la titularización como una opción para obtener recursos adaptados a las necesidades y posibilidades de cada compañía; y por otro, la sindicación como un medio de acceso para los pequeños y medianos empresarios al Mercado de Valores. De esta manera, no solo se busca incentivar las inversiones de capital en este segmento, sino además dinamizar las operaciones bursátiles de nuestro país, a través de la inclusión de un segmento continuamente marginado, pero con un alto potencial, y mucho más numeroso que la esfera corporativa. La titularización y la sindicación constituyen planteamientos complementarios, ya que la obtención de recursos por medio de la constitución de un fideicomiso implica el cumplimiento de una serie de requisitos exigidos por las Bolsas de Valores, así como un sinnúmero de erogaciones adicionales necesarias para la emisión y colocación de los títulos; factores que solamente pueden ser viables mediante un enfoque asociativo.

Con el fin de cumplir los objetivos de este trabajo, en el primer capítulo se analiza la situación actual de las PYMES ecuatorianas desde diversas perspectivas: inversión, financiamiento, concentración de ingresos y empresas, generación de empleo, etc.; parámetros que se abordaron con el objeto de justificar la relevancia de este segmento empresarial en la economía nacional, y además enfatizar la importancia de la generación de nuevos instrumentos financieros que mejoren su posicionamiento y condiciones vigentes. En el segundo capítulo se estudian los mecanismos de financiamiento disponibles para este sector en la banca, tanto pública como privada; además se analizan los instrumentos del Mercado de Valores que podrían ser aprovechados como una fuente de recursos alterna. En el tercer capítulo se tratan las bases teóricas de la titularización de forma general; asimismo se analiza el mecanismo de la sindicación, como una potencial ruta de acceso al mercado bursátil, y se aborda la titularización de activos agropecuarios, como una alternativa financiera para las PYMES de este segmento. Finalmente en el cuarto capítulo, a fin de evaluar la factibilidad de este mecanismo de forma práctica, se exponen los puntos principales de un proceso de estructuración financiera, a través de un caso de estudio aplicado a tres pequeñas y

medianas empresas vinculadas a la industria bananera. Posteriormente se efectúa un análisis costo/beneficio de la emisión sindicada desde el punto de vista tanto de los originadores, como de los inversionistas; para lo cual además de efectuar un estudio detallado de las diversas erogaciones que implica este proceso, se emplearon las tarifas activas y pasivas definidas por dos de las entidades financieras más importantes del país: Banco de Guayaquil y Banco del Pichincha; a través de cuya combinación fue posible demostrar definitivamente el margen de beneficio que genera esta herramienta para todos sus participantes.

CAPÍTULO I

ESTUDIO DE LAS PYMES EN EL ECUADOR

INTRODUCCIÓN

A través del tiempo, las pequeñas y medianas empresas, han desempeñado un papel fundamental en el desarrollo de las naciones, adaptándose a pesar de los acelerados cambios tecnológicos, la globalización y las limitaciones que enfrentan con respecto a sectores más poderosos. Estas contribuciones escasamente han sido reconocidas, sin embargo en las últimas décadas su figura ha ido adquiriendo mayor relevancia, debido a sus destacados aportes al desarrollo económico y social, así como por su alto grado de concentración de mano de obra e ingresos familiares.

En nuestra coyuntura, este segmento indudablemente comprende uno de los principales motores de la economía nacional, ya que a través de su ejercicio genera efectos directos e indirectos en la formación de empleo y competencia. Además, su acción permite incrementar los niveles de productividad e ingresos locales, así como reducir los índices de pobreza, generando un beneficio social elevado.

Por todo ello, las PYMES constituyen un pilar fundamental del crecimiento económico en todas las regiones de nuestro país, pese a que históricamente se ha vinculado a las grandes corporaciones como las principales responsables, sin embargo la realidad demuestra que la evolución de la economía y la oferta de empleo, estriban significativamente en el desempeño de este segmento empresarial. De igual manera, la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), resalta su importancia al puntualizar, que el grado de solidez y consolidación en el mercado que alcancen estas entidades, constituye uno de los cimientos más fuertes para la riqueza y estabilidad poblacionales.

Estas organizaciones que representan el segundo segmento empresarial más importante que existe en Ecuador, luego de las microempresas; han demostrado gran fortaleza y capacidad de adaptación, gracias a su estructura menos compleja, la cual les brinda varias ventajas como la posibilidad de ajustarse fácilmente a los requerimientos del mercado y de los clientes. No obstante, también experimentan varias dificultades que condicionan sus posibilidades de éxito y expansión; principalmente debido a su limitada disponibilidad de recursos, acceso a financiamiento, así como dadas sus deficientes condiciones para emprender en procesos de desarrollo tecnológico e innovación.

1.1 Definición y clasificación de las PYMES

Con el fin de desarrollar este trabajo de investigación y catalogar a las Micro, Pequeñas y Medianas empresas, conocidas como MIPYMES en nuestro país, emplearemos las acepciones establecidas en el Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones, así como en su respectivo Reglamento. Estos conceptos son consistentes con los determinados por la Comunidad Andina de Naciones (CAN, Resolución 1260).

Es así, que a partir de lo señalado en estos marcos normativos, se puede definir como MIPYME a toda persona natural o jurídica que, como una unidad productiva, ejerce una actividad ya sea de producción, comercio o servicios, y que cumple con el número de trabajadores, así como valor bruto de ventas anuales señalados a continuación¹:

Micro empresa	Pequeña empresa	Mediana empresa	Empresa Grande
• Fuerza laboral: De 1 a 9 trabajadores. • Valor de ventas o ingresos brutos anuales: Menores o iguales a \$100.000,00	• Fuerza laboral: De 10 a 49 trabajadores. • Valor de ventas o ingresos brutos anuales: Entre \$ 100.001,00 y \$ 1.000.000,00	• Fuerza laboral: De 50 a 199 trabajadores. • Valor de ventas o ingresos brutos anuales: Entre \$ 1.000.001,00 y \$ 5.000.000,00	• Fuerza laboral: De 200 trabajadores en adelante. • Valor de ventas o ingresos brutos anuales: Mayores a \$ 5.000.001,00

Esquema 1 Criterios para la clasificación del sector empresarial ecuatoriano.
Fuente: Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones.
Elaborado por: Las autoras.

Por otra parte, el Servicio de Rentas Internas define a las MIPYMES como el conjunto de micro, pequeñas y medianas empresas, que de acuerdo a su volumen de ventas, capital social, cantidad de trabajadores, nivel de producción o activos, presentan características propias de este tipo de entidades económicas. Por lo general en nuestro país las organizaciones que pertenecen a este segmento desempeñan diferentes tipos de actividades económicas, siendo las más importantes:

- Comercio al por mayor y menor.
- Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca.
- Industrias manufactureras.
- Construcción.
- Transporte, almacenamiento, y comunicaciones.

¹ En lo referente a estos criterios, siempre predominará el valor de ventas sobre el número de trabajadores.

- Bienes inmuebles y servicios prestados a las empresas.
- Servicios comunales, sociales y personales, etc.

Sin embargo, es necesario puntualizar que dada la informalidad bajo la que operan la mayoría de microempresas, y por consiguiente debido a la escasa o nula información financiera que proporcionan; nuestro estudio se centrará específicamente en el conjunto integrado por los Pequeños y Medianos establecimientos, ya que estos disponen de una mejor organización, así como, en un número considerable, se encuentran obligados a declarar sus ingresos y gastos a la Administración Tributaria; hecho que es consistente con nuestra necesidad de disponer de datos económicos, a fin de estructurar una propuesta de financiamiento apropiada.

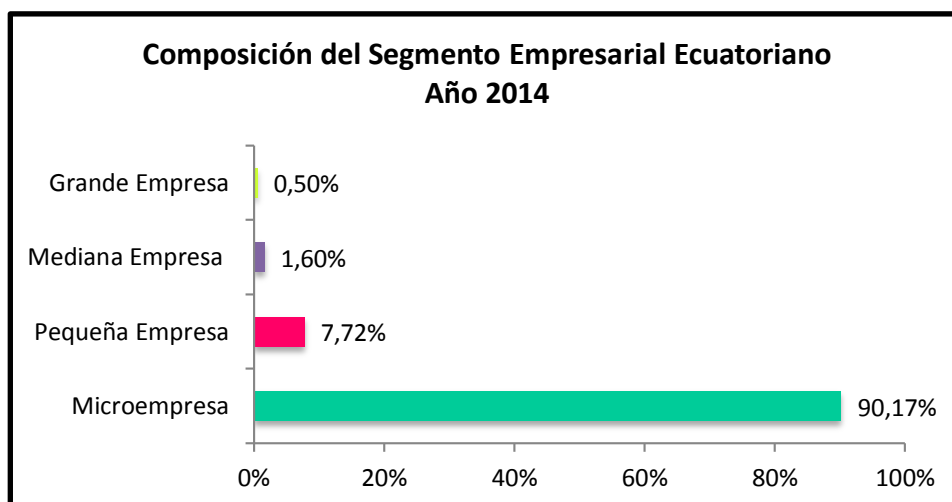
1.2 Participación e importancia de las PYMES en el sector empresarial

De acuerdo con la información suministrada por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INEC), a través de su Directorio de Empresas (2014), existen en el país un total de 843.644 organizaciones; de las cuales casi la totalidad (99,50%) corresponde a la clasificación MIPYME.

No obstante, es necesario resaltar que de este porcentaje el 90,17% se encuentran registradas como micro empresas, el 7,72% corresponde a pequeños establecimientos, mientras que el 1,60% restante abarca a la categoría de medianas organizaciones; siendo evidente el predominio de las agrupaciones más informales sobre las demás entidades que conforman el sector empresarial ecuatoriano.

Tipo de organización	No. De empresas	Porcentaje %	% Acumulado
Microempresa	760.739	90,17%	90,17%
Pequeña Empresa	65.135	7,72%	97,89%
Mediana Empresa	13.517	1,60%	99,50%
Grande Empresa	4.253	0,50%	100,00%
Total	843.644	100,00%	

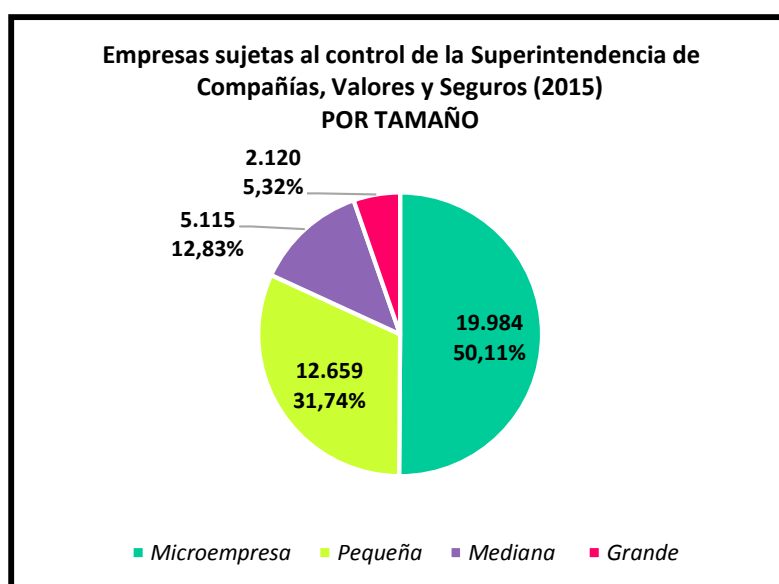
Tabla 1 Composición del Segmento Empresarial Ecuatoriano.
Fuente: Directorio de Empresas INEC 2014.
Elaborado por: Las autoras.



Gráfica 1 Composición del Segmento Empresarial Ecuatoriano (2014).
Fuente: Directorio de Empresas INEC.
Elaborado por: Las autoras.

Sin embargo, también debemos subrayar la importancia del segmento PYME, el cual constituye el segundo más representativo a nivel nacional (9,32%), y es aproximadamente 19 veces más numeroso que la gran empresa.

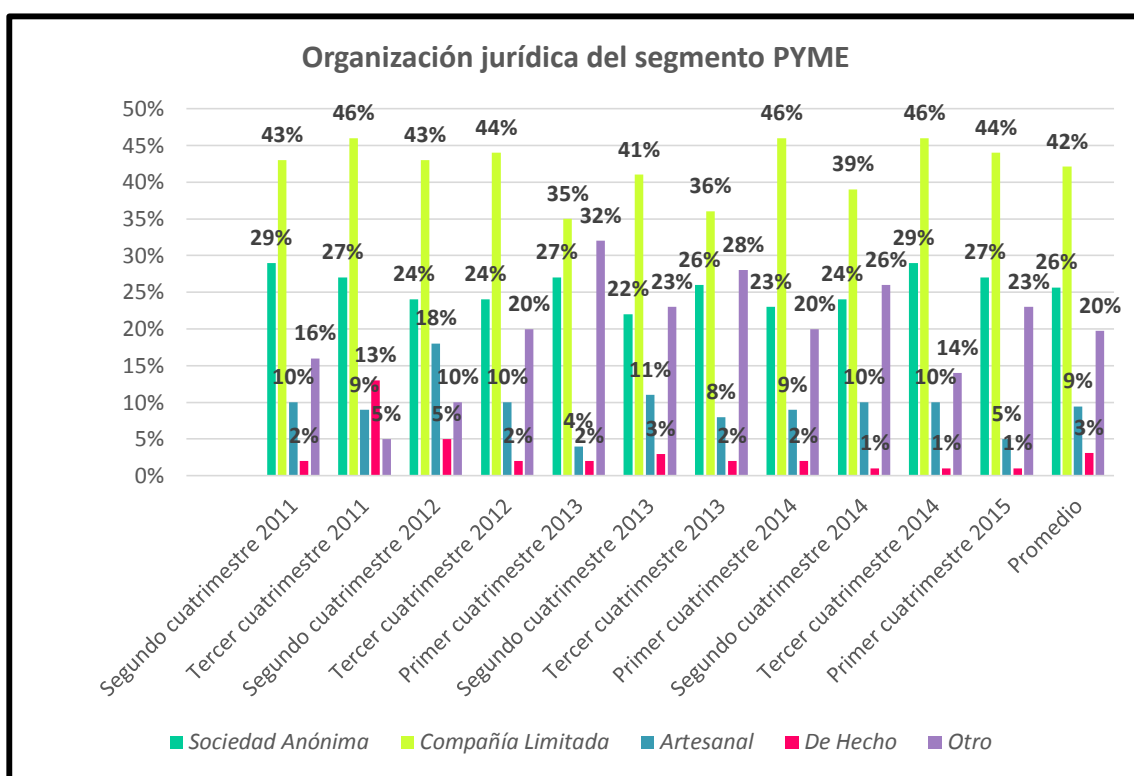
Por su parte, según datos publicados por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros en el 2015, el 44,57% de todas las empresas registradas y sujetas a su control, constituyen PYMES. Estas entidades, de acuerdo con la revista EKOS (2013), aportan con más del 25% del PIB no petrolero del país, mientras que su contribución global a este indicador alcanza el 5%. Asimismo, representan el 5% de las exportaciones totales ecuatorianas y el 2% de la facturación hacia el mercado americano (MIPRO, 2013).



Gráfica 2 Empresas sujetas al control de la SCVS Año 2015.
Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.
Elaborado por: Las autoras.

1.3 Las PYMES y su organización jurídica

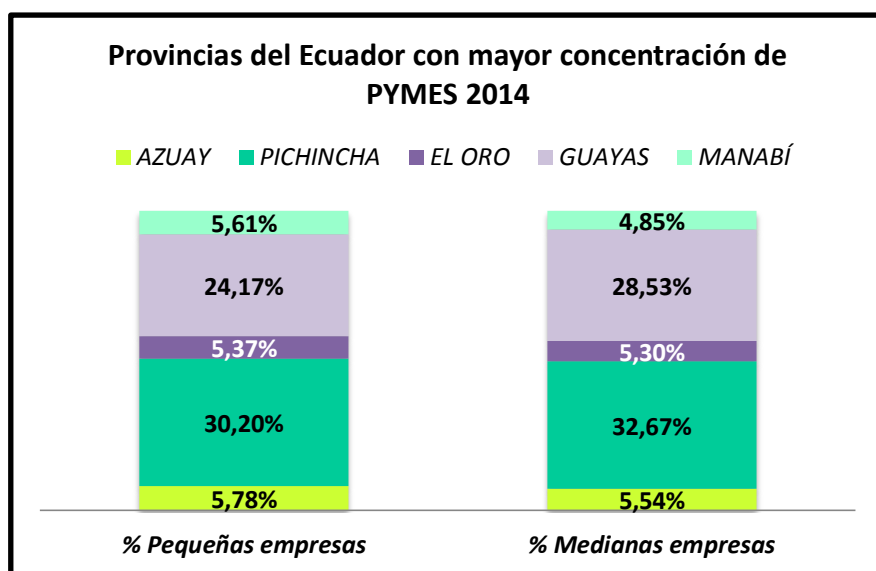
La revisión de los datos publicados en la encuesta cuatrimestral del Observatorio de la Pequeña y Mediana empresa acerca de la organización jurídica de las PYMES, refleja que durante el primer periodo del año 2015 en este segmento, la clasificación predominante constituyó la de compañía limitada, ya que la mayor parte de las PYMES (44%) perteneció a esta figura; mientras que la segunda categoría más importante correspondió a la de Sociedad Anónima, la cual alcanzó un porcentaje equivalente al 26% (Ver gráfica No. 3).



Gráfica 3 Organización jurídica del segmento PYME.
Fuente: Observatorio PYME de la Universidad Andina Simón Bolívar.
Elaborado por: Las autoras.

De igual manera, la información promedio muestra un comportamiento bastante similar al analizado durante el último cuatrimestre, manifestando que, a lo largo del tiempo, las figuras de Compañía Limitada (42%) y Sociedad Anónima (26%), han sido las más adoptadas por la mayoría de PYMES de nuestro medio.

1.4 Distribución nacional de las PYMES



Gráfica 4 Provincias del Ecuador con mayor concentración de PYMES (2014).

Fuente: Directorio de Empresas 2014.

Elaborado por: Las autoras.

Geográficamente, las Pequeñas y Medianas organizaciones se encuentran concentradas especialmente en cinco provincias del Ecuador. Esto se evidencia, dado que el número de pequeños establecimientos asentados en Azuay, Pichincha, Guayas, Manabí y el Oro representan el 94,45% del universo de esta categoría; mientras que en lo referente a medianas organizaciones integran el 95,38% de su totalidad.

Desagregando estos valores y ordenándolos jerárquicamente, podemos puntualizar que el 30,20% de las pequeñas empresas se encuentran ubicadas en la provincia de Pichincha, el 24,17% en Guayas, el 5,78% en Azuay, el 5,61% en Manabí, el 5,37% en el Oro y el porcentaje restante está distribuido entre las demás localidades del Ecuador (Ver gráfica No. 4).

Situación similar ocurre con los medianos establecimientos que, de igual manera, están localizados principalmente en Pichincha (32,67%), en la provincia del Guayas (28,53%), en el Azuay (5,54%), en el Oro (5,30%) y en Manabí (4,85%); de modo que los territorios adicionales se dividen la participación remanente (Ver gráfica No. 4).

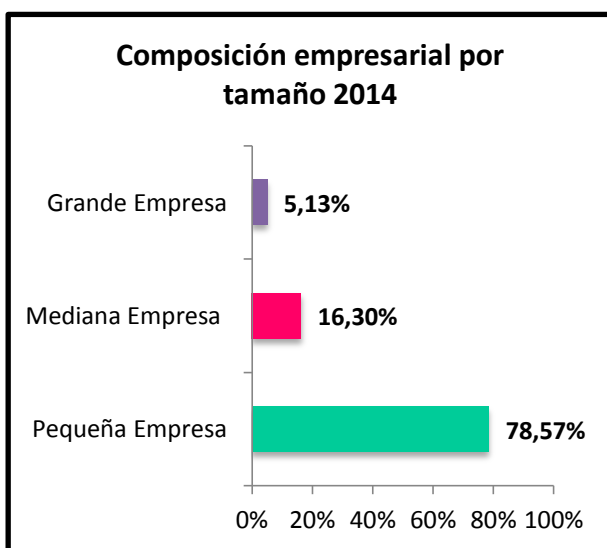
Estos datos nos permiten inferir que existe una relación directamente proporcional entre la densidad poblacional y el número de establecimientos económicos; sobre todo en el caso de las provincias de Pichincha y Guayas que son las que mayor número de habitantes presentan y a la vez, agrupan la mayor cantidad de pequeños y medianos negocios en su área geográfica.

1.5 Participación de las PYMES en los ingresos nacionales

De forma preliminar es importante aclarar, que en las estadísticas presentada en las gráficas No. 5 y No. 6, no se considera al segmento de las microempresas, debido a la ausencia de información financiera suficiente que exponga los ingresos percibidos por este grupo económico.

Esto se justifica, dado que la categoría en cuestión, se encuentra conformada ya sea, por establecimientos pertenecientes al Régimen Impositivo Simplificado Ecuatoriano (RISE) o por Personas Naturales no Obligadas a Llevar Contabilidad; quienes actualmente están exentas de la declaración de sus ventas al Servicio de Rentas Internas (SRI).

De ahí, que con el fin de que exista consistencia entre el número de establecimientos y sus ingresos, hemos procedido a tomar como universo de análisis únicamente al conjunto integrado por los pequeños, medianos y grandes negocios; eliminando por consiguiente, al segmento micro de la cantidad de organizaciones a considerar.



Gráfica 5 Composición empresarial por tamaño (2014).

Fuente: Directorio de Empresas 2014.

Elaborado por: Las autoras.

A partir de los datos obtenidos por medio del Directorio de Empresas (2014); se puede apreciar que las grandes organizaciones, cuya participación en número de empresas es verdaderamente reducida (5,13%), concentran el 73,13% de los ingresos generados globalmente; en tanto que las PYMES que representan el 94,87% de nuestro tejido empresarial, solamente reúnen el 26,87% de las ventas producidas.

Esta situación evidencia la disparidad en la distribución de los ingresos y es consistente con el principio de Pareto². Las poderosas corporaciones a nivel mundial, siempre se

² Principio desarrollado por el Eco. Vilfredo Pareto, que expresa que por lo general, un sector minoritario de la población ostenta la mayoría de algo; mientras que el segmento predominante únicamente abarca la minoría de ese mismo algo.

quedan con el pedazo más grande del pastel, mientras que los establecimientos restantes deben dividirse entre sí una pequeña porción.

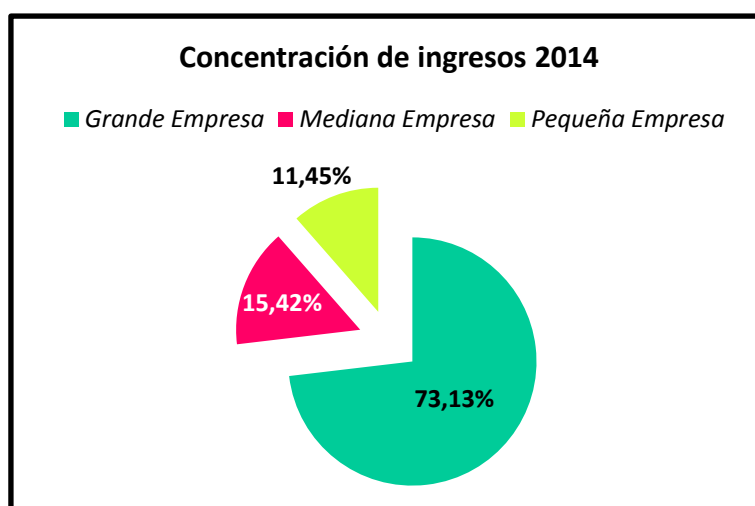
No obstante, a pesar de esta gran desigualdad, las ventas del sector PYME durante este periodo ascendieron aproximadamente a USD 46 mil millones; de manera que su contribución por concepto de impuesto a la renta debió superar la cifra de USD 400 millones (Ver tabla No. 2). De ahí que aun teniendo una menor participación en los ingresos generados; las pequeñas y medianas empresas continúan aportando de forma trascendental al desarrollo, así como dinamización de la economía ecuatoriana.

Tipo de organización	Valor ventas (miles de \$)	Porcentaje %
Grande Empresa	123.631.438	73,13%
Mediana Empresa	26.067.282	15,42%
Pequeña Empresa	19.361.535	11,45%
Total	169.060.255	100,00%

Tabla 2 Concentración de ingresos (2014).

Fuente: Directorio de Empresas INEC.

Elaborado por: Las autoras.



Gráfica 6 Concentración de ingresos (2014).

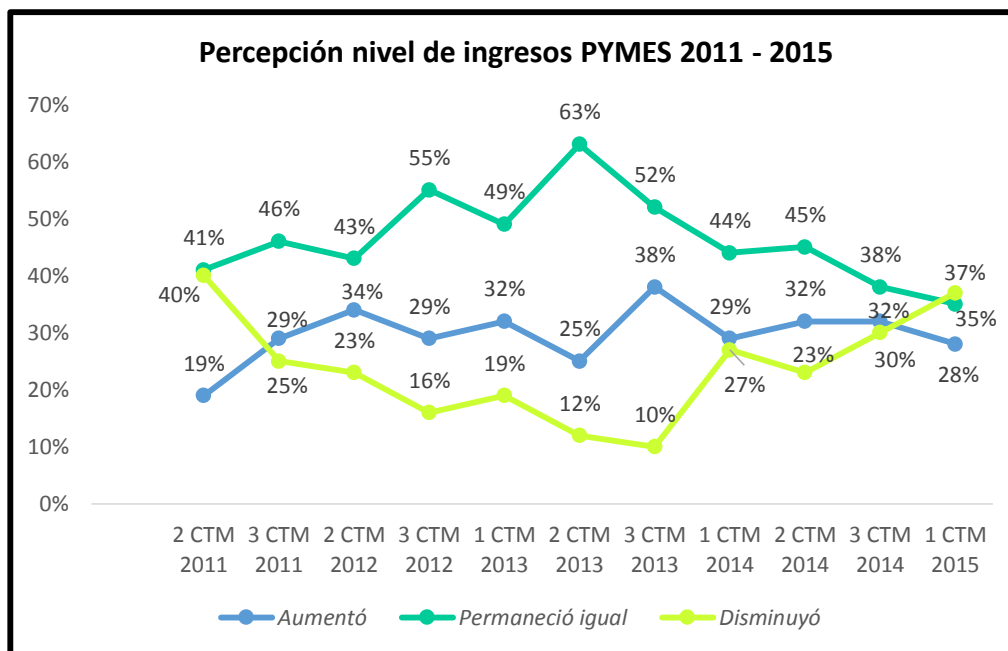
Fuente: Directorio de Empresas 2014.

Elaborado por: Las autoras.

1.5.1 Percepción del nivel de ingresos: PYMES

Las ventas de la masa empresarial ecuatoriana, son un indicador clave que determina las oportunidades de acceso a financiamiento. No obstante, de acuerdo con la encuesta de coyuntura de la PYME publicada por el Observatorio de la Universidad Andina Simón Bolívar; al primer cuatrimestre del año 2015, el 37% de las PYMES encuestadas pertenecientes a diferentes sectores económicos, consideró que sus niveles de ventas

se habían reducido, el 35% acordó que no habían experimentado ninguna variación, mientras que solamente el 28% estimó que habían crecido.



Gráfica 7 Percepción nivel de ingresos PYMES (2011 – 2015).
Fuente: Observatorio PYME de la Universidad Andina Simón Bolívar.
Elaborado por: Las autoras.

Estas cifras evidencian los comienzos de la crisis económica por la que actualmente atraviesa nuestro país, cuyos efectos inciden en el sector empresarial en general, y de manera especial en las organizaciones más pequeñas, condicionando sus oportunidades de supervivencia y crecimiento.

1.5.2 Composición PYMES y análisis de sus ingresos por sector económico 2014

Las Pequeñas y Medianas Empresas, conocidas comúnmente como PYMES, pueden catalogarse como empresas llenas de dinamismo, innovación y creatividad, las cuales debido a su estructura flexible y versatilidad, han logrado adaptarse a los cambios que la actividad económica exige en la actualidad, así como mantenerse a la vanguardia de los requerimientos planteados por los cada vez, más exigentes consumidores de todos los mercados.

Sin duda alguna, la gestión de este segmento es de gran relevancia para la economía ecuatoriana, más aun dado que en el país actualmente existen cerca de 79 mil de estas organizaciones distribuidas entre los diversos sectores de la economía, de acuerdo con información proporcionada por el Directorio de Empresas, 2014 (Ver tabla No. 1).

Esta última aseveración refleja que las PYMES intervienen en múltiples campos, todos ellos indispensables para el bienestar de la población y desarrollo del país, como son los sectores de: servicios, comercio, manufactura, agropecuario, construcción, etc.

Sin embargo, la participación de cada uno dentro de la estructura global varía; por lo que, con el fin de comprender su relevancia individual, se evaluarán dos criterios, en función del número de empresas que integra cada sector, así como su nivel de concentración de ingresos.

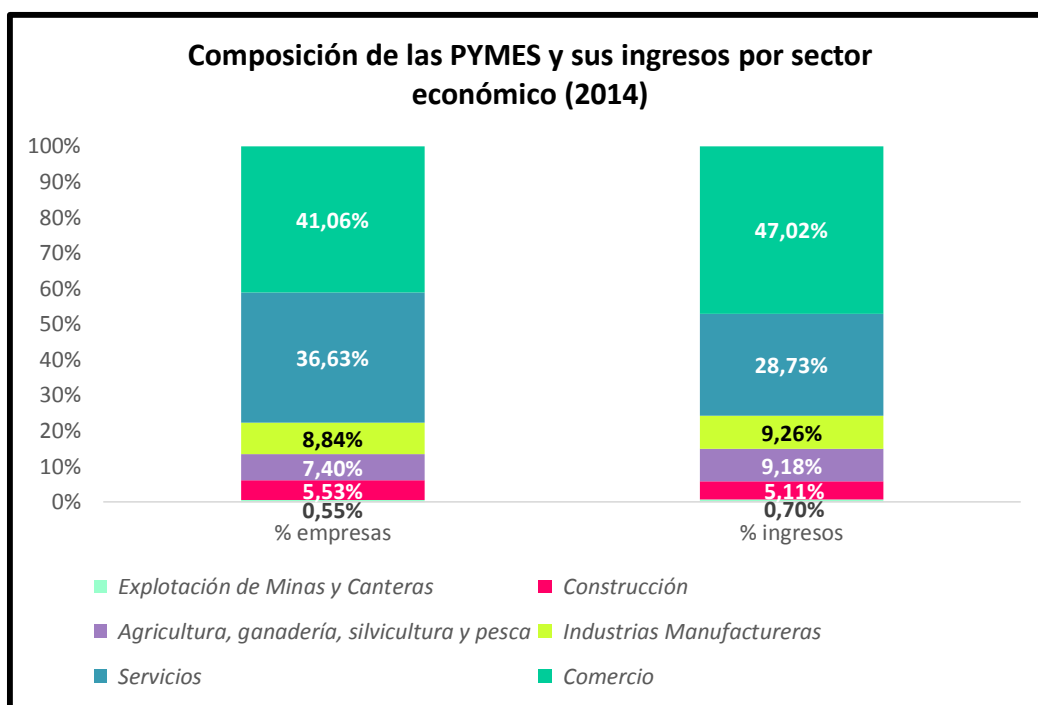
Para ello, hemos procedido a analizar, organizar y procesar, las bases de datos disponibles en la plataforma conocida como Directorio de Empresas del INEC, correspondientes al periodo más reciente, que en este caso comprende el año 2014.

Es así, que durante este periodo el sector comercial fue el más destacado, abarcando más del 41% del total de empresas y alrededor del 47% de los ingresos generados por el universo de PYMES; reafirmando su posición como una de las principales actividades de la economía ecuatoriana. En este sector, así como a nivel general, la actividad³ más destacada fue el comercio al por mayor que concentró el 22,48% de los ingresos, seguido por el comercio al por menor que representó el 20,39% de este rubro (Gráficas No. 8 y No. 10).

A su vez, el segundo sector con mayor peso fue el de los servicios, que incluye actividades de arquitectura e ingeniería, asesoramiento empresarial, investigación, informáticos, publicidad, entre otros; el cual concentró el 36,63% de empresas frente al total y 28,73% de los ingresos. Cabe señalar que este grupo es de gran relevancia dentro de las PYMES dado que su desarrollo no requiere de altos niveles de inversión (Ver gráfico No. 8).

El tercer sector más importante fue el de las industrias manufactureras, que centralizó el 8,84% de las PYMES y 9,26% de los ingresos. En este segmento, las actividades de elaboración de productos alimenticios y la fabricación de prendas de vestir, fueron las más destacadas, al representar el 1,43% y 1,19% de la totalidad de PYMES; así como el 1,93% y el 0,92% de las ventas globales obtenidas por todo el grupo durante el 2014 (Gráficos No. 8, No. 9 y No. 10).

³ Todas las actividades señaladas como las más relevantes dentro de cada sector, corresponden a la Clasificación Nacional de Actividades Económicas (CIIU 4) a nivel de dos dígitos.



Gráfica 8 Composición de las PYMES y sus ingresos por sector económico (2014).

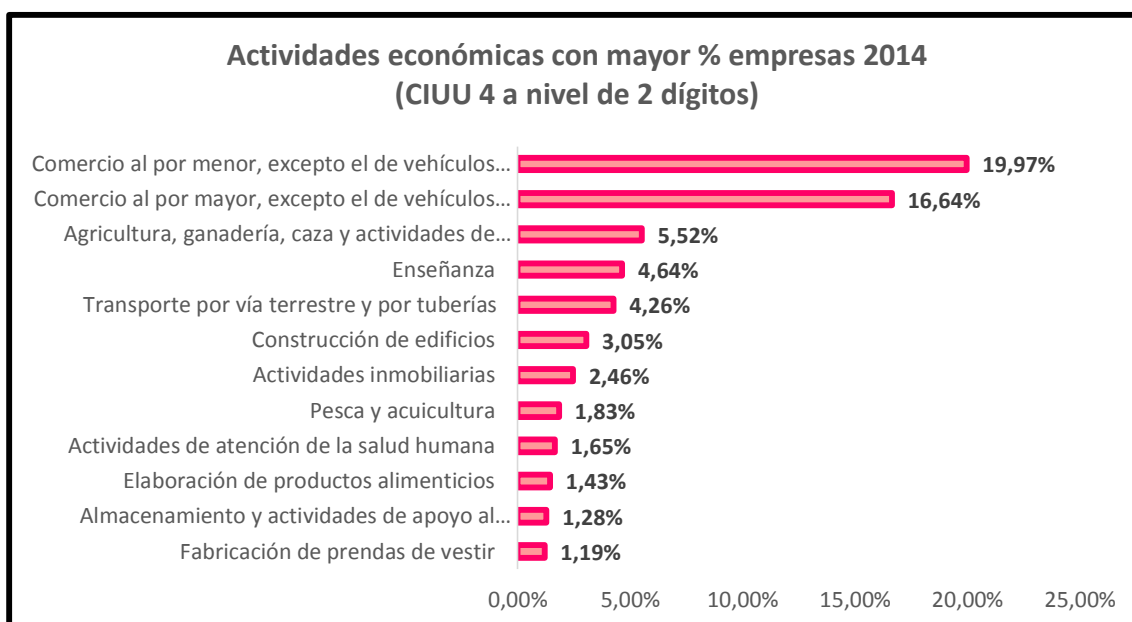
Fuente: Directorio de Empresas INEC.

Elaborado por: Las autoras.

Cabe resaltar, que pese a encontrarse entre los tres sectores económicos más destacados, la importancia de la esfera industrial, tanto en lo que respecta a concentración de ingresos como número de empresas es insuficiente, y demuestra el evidente rezago de esta actividad en comparación con otros sectores, posiblemente debido a los altos montos de inversión que demanda su ejecución.

Esta realidad no es congruente con el enfoque planteado por el Gobierno nacional, que tiene como fin promover la reestructuración integral de la matriz productiva ecuatoriana, tanto en su orientación como funcionamiento. Por lo que la concentración de la especialización productiva de las PYMES nacionales en el comercio, solo resalta la escasa aportación de este segmento a la generación de valor agregado, ya que esta actividad, que indudablemente es la que más prevalece entre las PYMES, se caracteriza únicamente por la comercialización de productos, sin transformación y con una mínima adición diferenciadora.

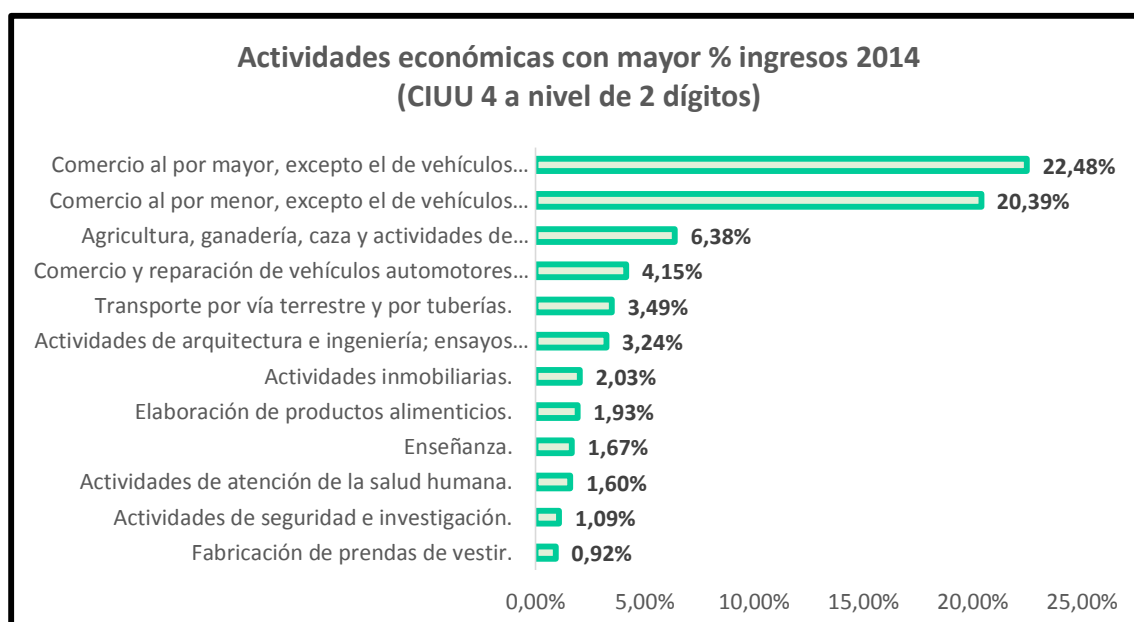
De ahí la importancia del diseño e implantación de políticas públicas orientadas a fomentar actividades productivas innovadoras, que incentiven a su vez, los emprendimientos y la transformación tecnológica, así como la conversión de las operaciones de las empresas ya existentes; de modo que progresivamente el sector PYME del país se encuentre en capacidad de generar bienes y servicios más sofisticados tanto para el mercado nacional como internacional.



Gráfica 10 Actividades económicas con mayor % de empresas (2014).

Fuente: Directorio de Empresas INEC.

Elaborado por: Las autoras.



Gráfica 9 Actividades económicas con mayor % de ingresos (2014).

Fuente: Directorio de Empresas INEC.

Elaborado por: Las autoras.

La importancia de la actividad agropecuaria se abordará más adelante de forma individual. Sin embargo, los restantes 6,08% y 5,81%, correspondientes a la composición empresarial y por monto de ingresos, se encuentran distribuidos entre los sectores económicos de menor participación: construcción, y explotación de minas y canteras, tal como se expone en la Gráfica No. 8.

1.5.3 Crecimiento real Ingresos PYMES por sector económico Periodo 2013-2014

Durante el 2014, las PYMES tuvieron un desempeño bastante favorable, ya que sus ingresos totales experimentaron un crecimiento real del 8,25% (utilizando el deflactor del PIB con base en dólares del año 2007).

Sin embargo un análisis más exhaustivo reflejó que dentro de los sectores con mayor importancia porcentual, el área de agricultura, ganadería, silvicultura y pesca fue la que experimentó una mayor evolución, ya que sus entradas se incrementaron en el 14,51% en comparación con el periodo anterior (2013). En este sector las actividades más destacadas fueron las de silvicultura y extracción de madera, con un avance del 35,83%; así como la pesca y acuicultura, que alcanzó un 18,88% superior. Por su parte, las actividades de agricultura, ganadería y caza también tuvieron un crecimiento real del 12,66% (Ver gráficas No. 11 y No. 12).

El segundo sector con un mayor incremento en sus ingresos fue el de servicios, el cual creció en el 11,88%. Dentro de este sector, las actividades que evidenciaron un mejor desempeño fueron las de información (40,30%) y las auxiliares de servicios financieros (25,83%) (Ver gráficas No. 11 y No. 12).

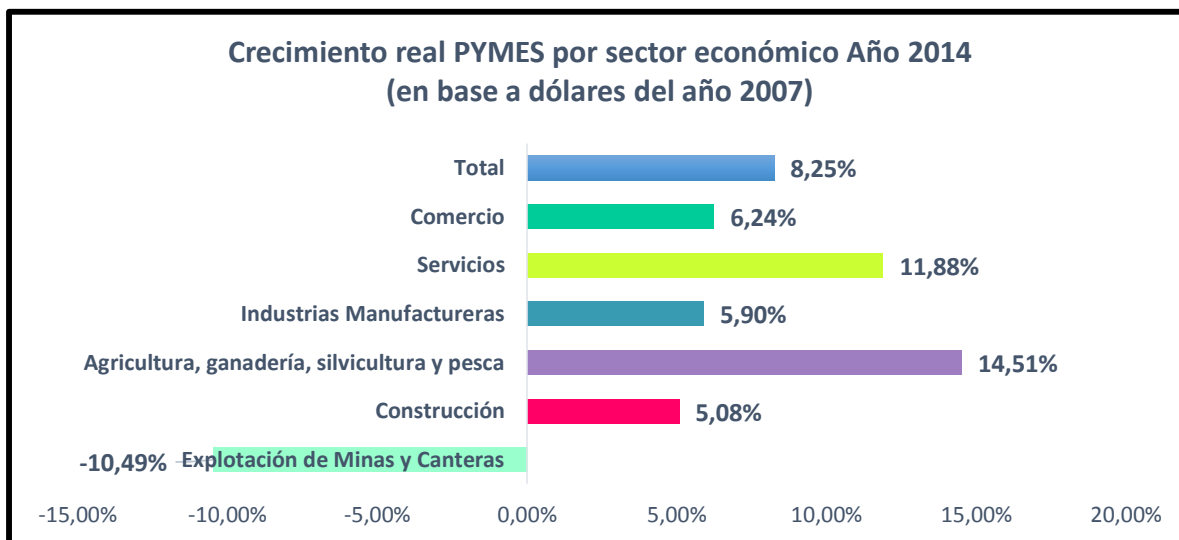
Por su parte, el sector comercial también experimentó una variación favorable, aunque inferior a los sectores anteriores, alcanzando un 6,24% superior en comparación con el periodo pasado. Aquí se destacó el comercio al por mayor, el cual creció en el 7,50%, seguido por el comercio al por menor, cuyos ingresos se incrementaron en el 4,95% (Ver gráficas No. 11 y No. 12). Aunque estas actividades fueron las de menor evolución, sí tuvieron una participación importante en la composición empresarial y de ingresos, como se demostró anteriormente.

La industria manufacturera también evidenció un mejor desempeño, aunque insuficiente dada su relevancia en la generación de valor agregado, al registrar un incremento del 5,90%, siendo la fabricación de coque y de productos derivados de la refinación de petróleo, la actividad con mayor peso y más destacada, con un crecimiento real en sus ingresos del 24,93%. A su vez la fabricación de otros equipos de transporte y la elaboración de productos farmacéuticos, ocuparon el segundo y tercer lugar, alcanzando el 16,24% y el 13,42% respectivamente. (Ver gráficas No. 11 y No. 12).

Sin embargo, en este sector también se registró una reducción en los ingresos de varias PYMES, destacando las dedicadas a la elaboración de equipos eléctricos y a la

manufactura de productos de informática, electrónica y óptica; las cuales evidenciaron una reducción del 7,93% y 0,72% de sus entradas, respectivamente.

A su vez, el sector menos aventajado durante este periodo, debido a que sus ingresos se redujeron en el 10,49%, fue el dedicado a la explotación de minas y canteras, tal como se demuestra en el gráfico posterior (Ver gráfica No. 11).



Gráfica 11 Crecimiento real PYMES por sector económico (2013 - 2014).

Fuente: Directorio de Empresas INEC.

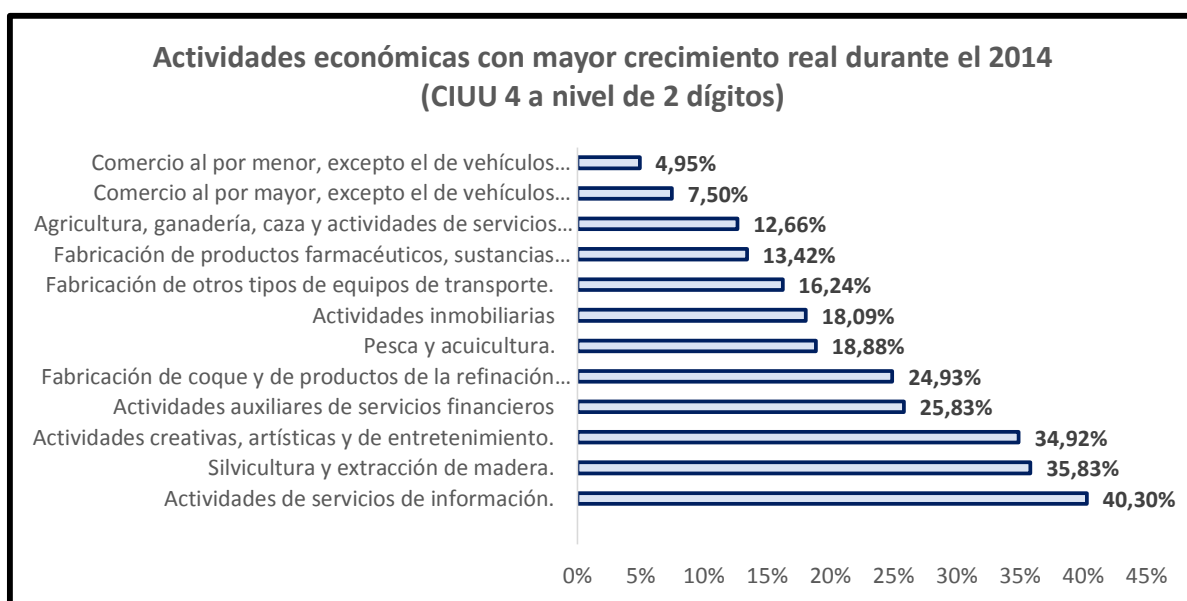
Elaborado por: Las autoras.

No obstante y a pesar de este “evidente” desarrollo, no debemos minimizar el panorama global; fundamentalmente en lo que respecta a los sectores manufacturero y de agricultura, ganadería, silvicultura y pesca, ya que éstos al encontrarse estrechamente vinculados, constituyen la base para enfrentar los tres grandes desafíos planteados por el Gobierno actual, desde el año 2013 al sector productivo ecuatoriano; y que básicamente consisten en: cambio de la matriz productiva, sustitución de importaciones, y firma de acuerdos comerciales, tal como el que se encuentra en proceso de negociación con la Unión Europea.

De esta forma, aunque la esfera agropecuaria registra el más alto crecimiento del segmento PYME (14,51%); constituye al mismo tiempo uno de los sectores, junto con la industria manufacturera, con la más baja participación tanto en ventas como en número de empresas; a pesar de ser el Ecuador un país con extensos recursos naturales y un alto potencial agronómico por explotar. De ahí la importancia de que estos insumos sean aprovechados de forma eficiente ya que su intervención es radical en todos los lineamientos de la reestructuración productiva ecuatoriana.

Además, la industrialización de los productos agropecuarios ofrece una importante ventana para nuestro país; ya que la combinación de ambas industrias permitirá la generación de productos con un alto valor agregado y con amplias perspectivas de internacionalización, así como contribuirá al equilibrio de la balanza comercial al permitir el consumo interno de artículos manufacturados nacionalmente.

De manera, que aunque en el Ecuador exista una importante concentración de las PYMES en actividades como el comercio y los servicios; es fundamental que se impulse también a los demás sectores de la economía, sobre todo a los vinculados con el desarrollo productivo. Por lo que los desafíos de este conglomerado siguen siendo muy importantes, ya que, como se señaló, afectan a su capacidad de generación de ingresos, así como a las posibilidades de crecimiento de cada una de estas unidades; de manera que las necesidades de inversión y acceso al crédito continúan siendo fundamentales para su crecimiento sostenido.



Gráfica 12 Actividades económicas con mayor crecimiento real (2013 - 2014).

Fuente: Directorio de Empresas INEC.

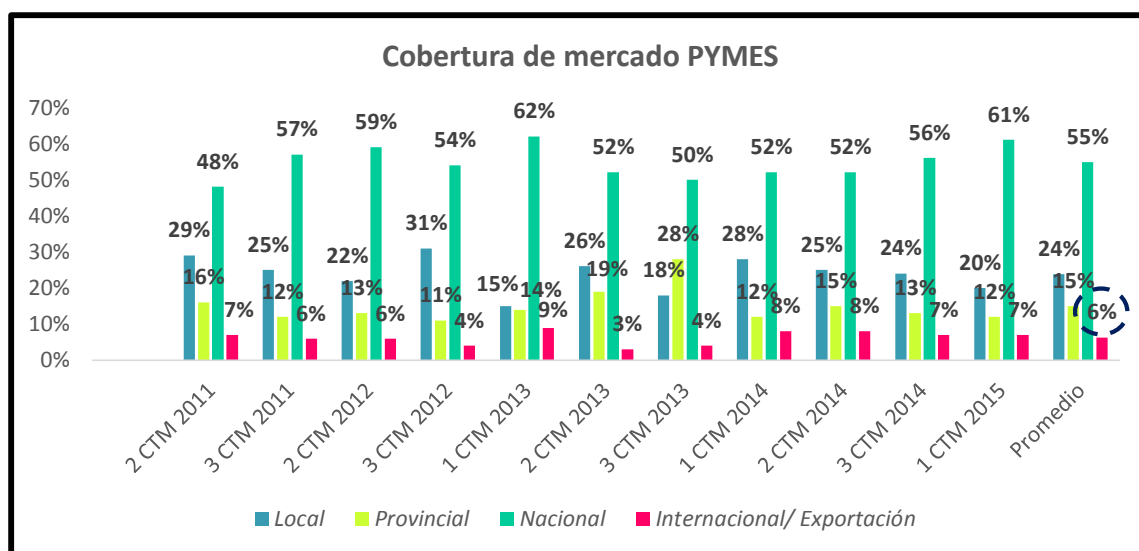
Elaborado por: Las autoras.

1.6 Cobertura geográfica de mercado: PYMES

En lo que respecta a la cobertura de mercado por parte de las PYMES, según datos provistos por el Observatorio de la Pequeña y Mediana Empresa de la Universidad Andina Simón Bolívar, es posible apreciar que durante el primer cuatrimestre del año 2015, la mayor parte de las PYMES, alrededor del 61%, señaló que su ejercicio se centraba exclusivamente en el ámbito nacional, seguidas por el 20% y 12% de empresas cuya cobertura se orientaba al mercado local y provincial, respectivamente. Sin embargo, únicamente el 7% de las organizaciones estudiadas indicó que sus

operaciones se expandían al ámbito internacional y consecuentemente a la exportación de sus productos (Ver gráfica No. 13).

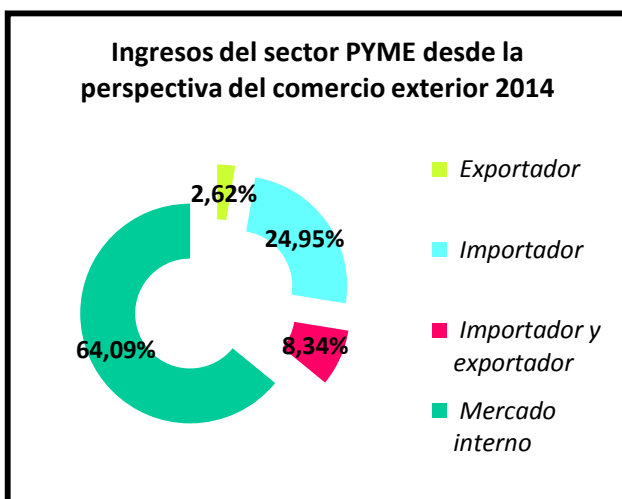
Cabe señalar que este porcentaje final es alarmantemente bajo y demuestra la escasa participación histórica de las PYMES ecuatorianas en el comercio internacional, en promedio únicamente el 6% de ellas ha logrado insertarse en el sector exportador (Ver gráfica No. 13). De ahí, que para lograr un verdadero cambio, resulta vital la propuesta de nuevos mecanismos que les permitan mejorar sus condiciones de trabajo e incrementar su productividad, ya que solo así se logrará optimizar su participación nacional, y sobre todo asegurar su expansión gradual a los mercados extranjeros.



Gráfica 13 Cobertura de mercado PYMES.
Fuente: Observatorio PYME de la Universidad Andina Simón Bolívar.
Elaborado por: Las autoras.

Por su parte, la cobertura de mercado promedio, demostró una tendencia similar a la evidenciada durante el último periodo de análisis, tal como lo expone la gráfica anterior; en la que indudablemente el mercado nacional constituye el área de mayor alcance para las PYMES ecuatorianas (55%), mientras que, como ya se mencionó, el segmento exportador es el menos explorado (6%).

Asimismo, la gráfica No. 14, corrobora la información anterior, ya que únicamente el 2,62% de los ingresos totales generados durante el año 2014 por este sector, correspondieron a PYMES dedicadas a actividades de exportación; mientras que la mayor contribución (64,09%) correspondió a empresas destinadas a atender exclusivamente el mercado interno.



Gráfica 14 Ingresos PYMES Comercio exterior (2014).
Fuente: Directorio de Empresas INEC.
Elaborado por: Las autoras.

Además, un importante número de ingresos se derivó de PYMES importadoras (24,95%), lo cual a pesar de contribuir al desarrollo de la economía nacional, también incide en el déficit de la balanza comercial; más aún dado que la cantidad de exportaciones de este segmento es sumamente baja.

Por ello, resulta fundamental, que las PYMES nacionales desarrollen nuevas y más altas perspectivas, sin

embargo éstas deben estar acompañadas por la inyección de recursos y la ejecución sistemática de acciones encaminadas a fomentar su expansión; solo así será posible cambiar la tendencia actual y lograr que en el futuro más productos ecuatorianos, de diversas ramas productivas, sean reconocidos en el exterior como sinónimo de calidad e innovación.

1.6.1 Las PYMES y sus perspectivas de internacionalización

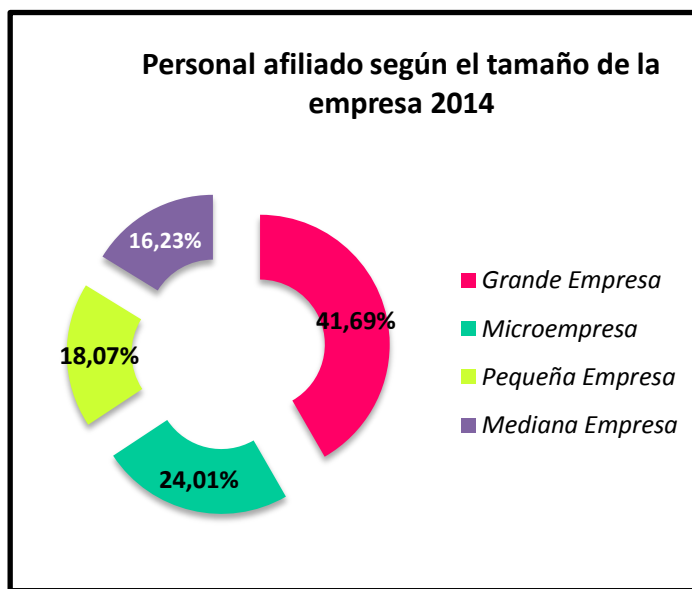
Aunque varios organismos regionales como la Asociación Latinoamericana de Integración (ALADI), promuevan la internacionalización de las Pequeñas y Medianas Empresas (PYMES), como uno de sus objetivos estratégicos para profundizar la unión latinoamericana; es fundamental en primer lugar que los gobiernos, el sector privado, así como sus organizaciones, trabajen de forma conjunta con el fin de convertir a este segmento en uno de los actores principales del comercio regional e incluso mundial.

De acuerdo con García (2012), existen oportunidades reales de exportación para las PYMES ecuatorianas, tanto para abrir como para ampliar mercados.

Sin embargo, todavía queda mucho por hacer para que esta premisa se convierta en realidad, ya que primero es fundamental que se diseñen y susciten numerosos cambios de fondo, los cuales deben ser promovidos con el apoyo de los actores antes mencionados, a través de la creación e implementación de programas que fomenten su desarrollo holístico, destacando la generación de instrumentos de financiamiento que se adapten a sus necesidades y posibilidades económicas, sobre todo en lo que respecta a la inversión en proyectos de capital.

Solo de esta forma se logrará mejorar sus niveles de eficiencia y eficacia, así como se contribuirá a su innovación tecnológica y modernización, lo que a su vez permitirá la generación de economías de escala que faciliten la reducción de sus costos y el incremento de sus niveles de rentabilidad y competitividad, así como impulsen su transformación en grandes empresas, en el mediano o largo plazo.

1.7 Las PYMES como fuente generadora de empleo



Gráfica 15 Personal afiliado según el tamaño de empresa (2014).

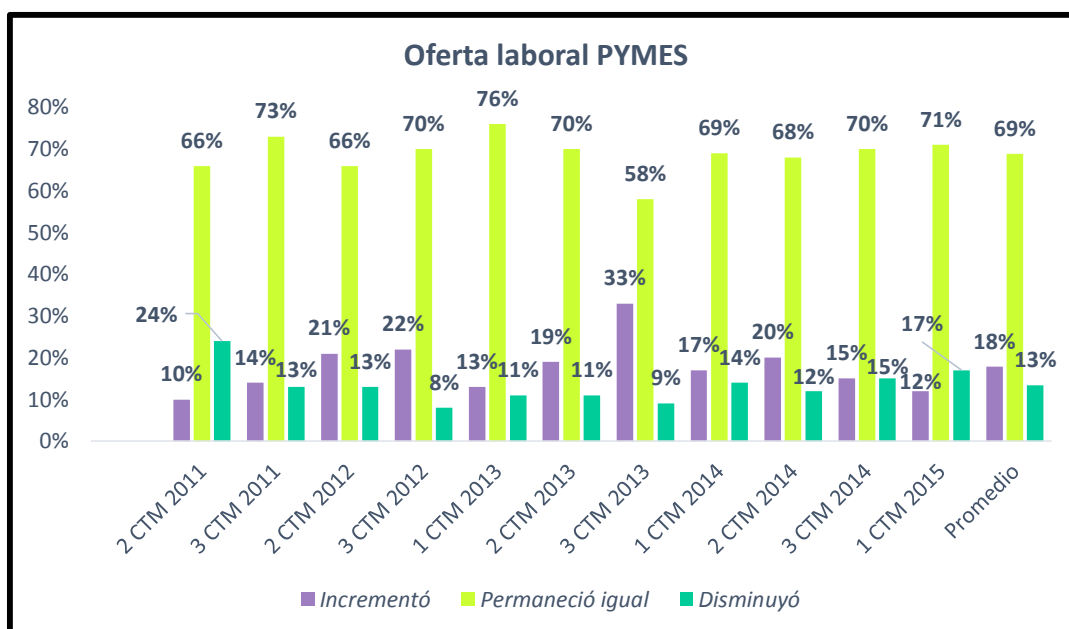
Fuente: Directorio de Empresas INEC.

Elaborado por: Las autoras.

De acuerdo con la información presentada en la gráfica No. 15, el sector PYME participa de forma importante en la generación de empleo para los ecuatorianos. Es así, que según datos publicados por el Directorio de Empresas (2014), los pequeños establecimientos agrupan el 18,07% del personal afiliado en nuestro país; mientras que las organizaciones de naturaleza mediana concentran el 16,23% de la fuerza laboral.

La adición de estas contribuciones individuales nos permite apreciar que de forma general, el segmento PYME aporta con el 34,30% de las plazas de trabajo existentes en el Ecuador; lo cual pone de manifiesto la relevancia de este grupo empresarial en la estabilidad económica y laboral de numerosas familias.

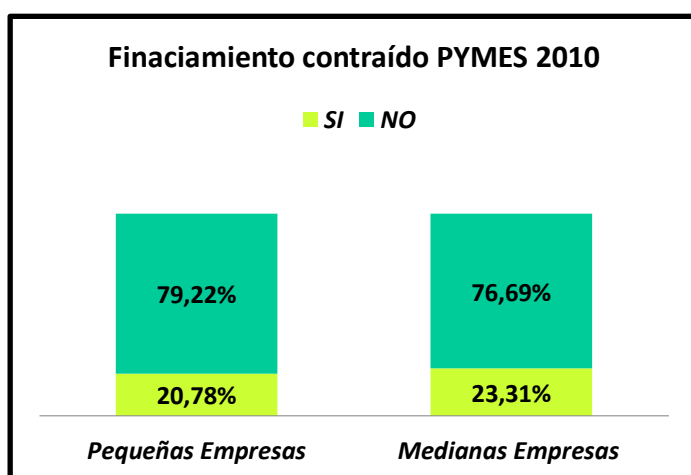
Por otra parte, como se mencionó anteriormente, las PYMES generan entre 10 y 199 plazas de trabajo, dependiendo de su tamaño y tipo de actividad; no obstante de acuerdo a la percepción empresarial registrada en las últimas encuestas de coyuntura efectuadas por el Observatorio de la Pequeña y Mediana Empresa, su oferta laboral tiende a estancarse, ya que de acuerdo con la información recolectada los propietarios de las empresas pertenecientes a este segmento afirman, en su mayoría, que dadas las condiciones actuales, tenderán a no contratar nueva mano de obra (Ver gráfica No. 16).



Gráfica 16 Oferta laboral PYMES.
Fuente: Observatorio PYME de la Universidad Andina Simón Bolívar.
Elaborado por: Las autoras.

Es así, que al apreciar la gráfica anterior es posible observar que en promedio, el 69% de los establecimientos no efectuó ninguna contratación adicional durante el periodo de análisis, mientras que en el último cuatrimestre de estudio este porcentaje se elevó al 71%. Asimismo, durante este periodo el 17% de las PYMES evaluadas afirmó que tuvo que desvincular a algún miembro de su empresa.

1.8 Financiamiento contraído por las PYMES



Gráfica 17 Financiamiento contraído PYMES (2010).
Fuente: CENEC 2010.
Elaborado por: Las autoras.

El presente gráfico ilustra el porcentaje de pequeñas y medianas empresas que han y no obtenido crédito, a través de la variedad de alternativas de financiamiento existentes en nuestro país. Es así, que según datos publicados en el último Censo Nacional Económico (2010), únicamente el 20,78% de las pequeñas organizaciones contrajo préstamos; mientras

que el 79,22% restante no estableció contacto o en su defecto, no consiguió recursos de ningún proveedor de capital exógeno.

Esta tendencia se mantiene en los medianos establecimientos, donde solamente el 23,31% de sus participantes se endeudó; en contraste con el 76,69% predominante que no incrementó sus pasivos.

A partir de los datos manifestados, es posible inferir dos conclusiones generales, la primera es que la gran mayoría de empresarios del sector PYME ecuatoriano, emplean capital propio en lugar de recursos ajenos para solventar la diversidad de sus operaciones.

No obstante, este hecho no sería del todo positivo para el saludable crecimiento de este segmento, ya que también podría esconder su escasa o nula inversión, sobre todo en activos fijos y en otros proyectos generadores de valor a largo plazo. Es así, que si únicamente se limitan a utilizar sus caudales particulares, éstos por lo general van a estar destinados prioritariamente a financiar sus actividades del día a día (capital de trabajo), dado que la consecución de otros propósitos de carácter estratégico (adquisición de maquinaria y equipo, infraestructura, etc.), indefectiblemente van de la mano de la obtención de cuantiosos recursos económicos, de los que convencionalmente este grupo no dispone.

De igual forma, es importante puntualizar que en materia de acceso a capital, lo óptimo es lograr el equilibrio entre patrimonio y pasivo; puesto que si se solventan las necesidades de la organización únicamente con dinero propio, su costo al final de cuentas, va a ser el más elevado para el establecimiento (a mayor riesgo, el propietario va a exigir también una mayor rentabilidad). De ahí, que lo que se debe buscar es alcanzar una combinación que permita que el costo de capital promedio (K_a) sea adecuado para el crecimiento sostenido del negocio.

Por otra parte, esta situación también evidenciaría la deficiente confianza que expresan las pequeñas y medianas empresas hacia el conjunto de alternativas de financiamiento ofertadas en las esferas públicas y privadas. Este escenario podría ser consecuencia de la concientización de los líderes empresariales, respecto a las rigurosas condiciones crediticias impuestas, en mayor o menor medida, para este segmento; el cual es percibido mayoritariamente como riesgoso y vulnerable a los cambios suscitados en la economía ecuatoriana.

Es por ello, que los propietarios de gran parte de los establecimientos PYME, podrían concluir que contraer deuda no resulta atractivo ni mucho menos viable o rentable dada su realidad económica, motivo por el que preferirían saltarse las dificultades, así como las negativas que muchas de las veces conlleva el negociar con los mecanismos de

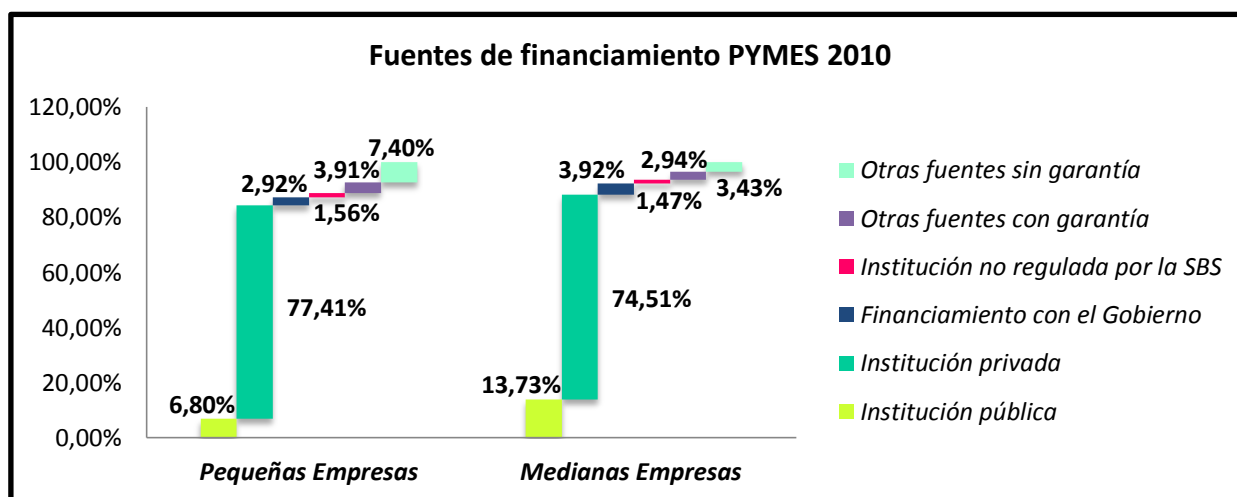
financiamiento tradicionales y en su lugar, hacer uso del escaso e insuficiente dinero procedente de sus reservas particulares (ahorro).

No obstante, la segunda conclusión sería que el comportamiento evidenciado en la gráfica No. 18, no se debe a que los pequeños y medianos empresarios opten voluntariamente por utilizar dinero propio; sino que más bien es resultado de la inflexibilidad e imposibilidad que representa el cumplimiento de las formalidades exigidas por los suministradores de crédito; que ocasiona que sus solicitudes de préstamo terminen siendo rechazadas o archivadas y que por ende, los propietarios de estos establecimientos acaben sin conseguir el financiamiento que requieren para hacer crecer sus negocios.

Esta inferencia estaría alineada con la postura conservadora que asumen las entidades crediticias en nuestro país hoy en día, ya que dado el escenario de crisis económica que afronta el Ecuador, los proveedores de capital prefieren ser prudentes y entregar sus recursos solamente si tienen la seguridad de que van a obtener el retorno de su dinero en los plazos y según las condiciones estipuladas; de tal forma que gran parte del segmento PYME, al ser el segundo más riesgoso luego de las microempresas, ve extinguida sus posibilidades de acceder a capital si no consigue demostrar su rentabilidad, así como cumplir con los colaterales establecidos.

1.8.1 Fuentes de financiamiento empleadas por el segmento PYME

Luego de haber expuesto que la mayoría de PYMES al 2010, no han contraído voluntaria o involuntariamente endeudamiento; pasaremos a detallar cuáles son las alternativas externas que usa la minoría de este segmento para financiar sus actividades. Para ello, nos serviremos de la gráfica presentada a continuación:



Gráfica 18 Fuentes de financiamiento PYMES (2010).
Fuente: CENEC, 2010.
Elaborado por: Las autoras.

Según datos obtenidos a partir del último Censo Nacional Económico (2010), gran parte de pequeñas y medianas organizaciones ha solventado sus requerimientos de capital, a través de instituciones financieras privadas (77,41% y 74,51% respectivamente); dejando muy por debajo a las entidades de crédito públicas, de las que solamente el 6,80% de los pequeños establecimientos y el 13,73% de los negocios medianos, han obtenido financiamiento.

Es importante resaltar que en el caso de las pequeñas empresas, ésta última alternativa no constituye la segunda más relevante, sino la referente a “Otras fuentes sin garantía” (7,40%). Esta situación evidencia que solo unos pocos miembros de este grupo han logrado encontrar proveedores de capital que les brinden términos de crédito menos estrictos y que por ende, consideren su incipiente desarrollo financiero.

Desde nuestra óptica, el hecho de que este porcentaje sea aproximadamente diez veces inferior (7,40%) al señalado como predominante (77,41%); no significa que las organizaciones de naturaleza pequeña prefieran al Sistema Financiero Privado, sino más bien refleja la difícil realidad que enfrentan los empresarios de este tipo de establecimientos para encontrar prestamistas dispuestos a no exigir garantías a una categoría percibida como insegura y altamente sensible.

Por otra parte, es necesario puntualizar que en el caso de las medianas empresas esta fuente es la cuarta más representativa (3,43%), dado que se ubica por debajo del financiamiento obtenido con el Gobierno (3,92%). En quinto lugar se sitúan otras alternativas que demandan garantías y finalmente, el capital obtenido a través de cualquier institución no regulada por la Superintendencia de Bancos (1,47%).

Diferente escenario se presenta con las pequeñas empresas, ya que la cuarta posición pertenece a otras fuentes con garantía (3,91%), la quinta a recursos procedentes del Gobierno (2,92%) y el último lugar corresponde al financiamiento conseguido por medio de instituciones no controladas por el órgano rector de la banca ecuatoriana (1,56%).

Es así, que como resultado del análisis efectuado previamente, es factible evidenciar la escasa o inexistente participación del Mercado de Valores como proveedor de recursos del segmento PYME. Esta inferencia tiene su asidero en que, si bien es cierto el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INEC) no presenta información más detallada; asumimos que las alternativas ofrecidas por el segmento bursátil se engloban dentro de la clasificación “Otras fuentes con garantía”; cuya contribución (3,91% y 2,94%), es verdaderamente minúscula frente a la superioridad del sistema financiero tradicional.

Este hecho surge como consecuencia del enorme desconocimiento y estigmatización que sufre el mercado de capitales del país; el cual es considerado únicamente como una opción de financiamiento exclusiva, así como económicamente asequible, para las grandes empresas del Ecuador.

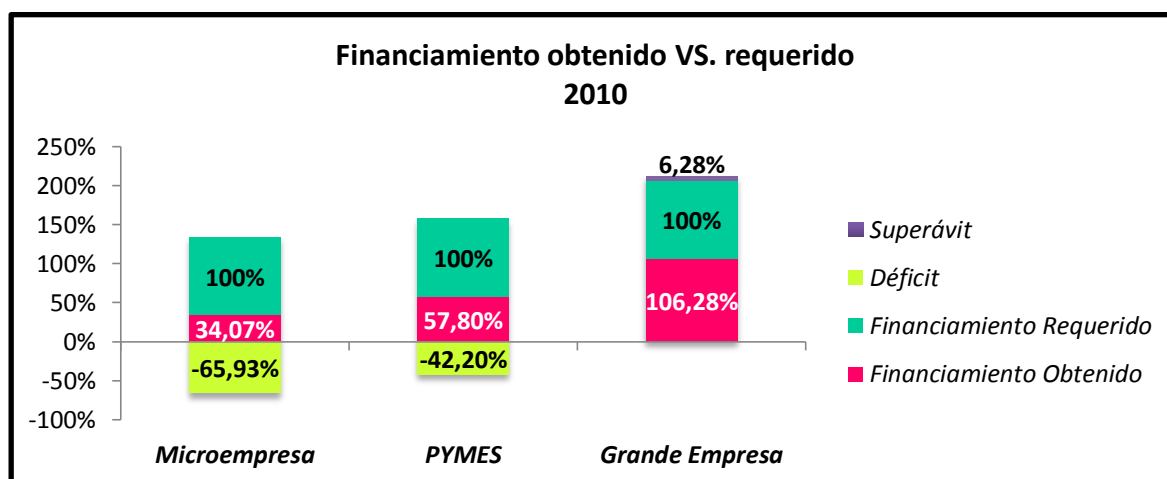
De igual forma, la escasa difusión de la operación, así como de las alternativas que ofrece este sector, hace que sea considerado como un enigma, difícil o imposible de comprender para el gran conjunto de pequeños y medianos empresarios; quienes en lugar de verlo como una potencial solución a sus problemas de financiamiento, lo consideran como un mercado inalcanzable, complicado y de funcionamiento ambiguo.

1.8.2 Financiamiento Obtenido vs. Requerido en el segmento PYME

A partir de los datos presentados en el último Censo Nacional Económico (2010), procedimos a elaborar una gráfica que evidencie la realidad de las empresas ecuatorianas en materia de financiamiento a ese periodo.

Es así, que según se puede apreciar en la ilustración No. 19, todas las organizaciones sean micro, pequeñas, medianas o grandes, experimentan necesidades de capital en mayor o menor medida; las que pueden ser solventadas o no por los diferentes proveedores de recursos existentes en el país.

En este sentido, y centrando nuestra atención específicamente en las PYMES, es posible observar que este segmento de forma global, evidenció un considerable déficit (42,20%) en relación al financiamiento demandado para la ejecución de sus diversas actividades empresariales, obteniendo solo el 57,80% del capital requerido inicialmente (Ver gráfica No. 19).



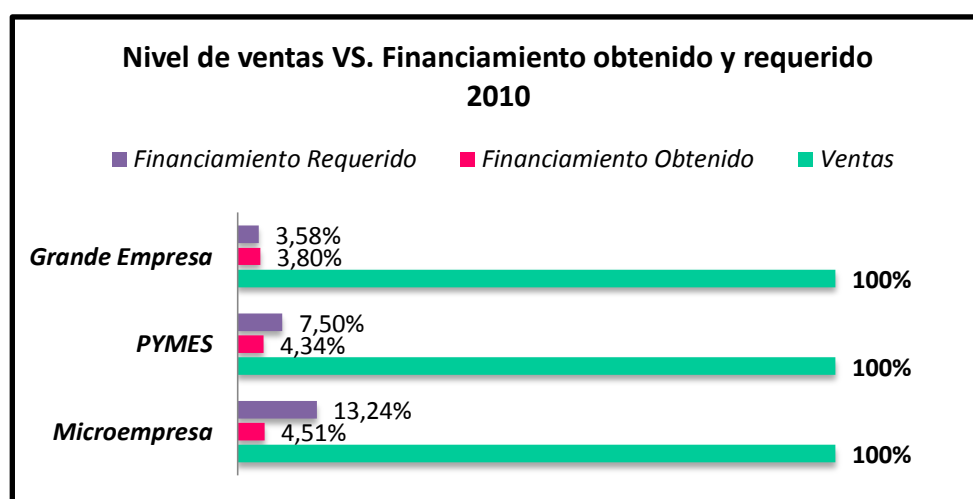
Gráfica 19 Financiamiento Obtenido vs. Requerido (2010).

Fuente: CENEC, 2010.

Elaborado por: Las autoras.

Esta situación pone de relieve el escenario adverso, así como alarmante que enfrentan los pequeños y medianos establecimientos en cuanto a la consecución de recursos a corto, medio y sobre todo largo plazo; el cual también constituye una de las principales causas para que su desarrollo económico se vea ralentizado y muchas de las veces inclusive estancado.

Por otra parte, si cotejamos el financiamiento obtenido por este sector corporativo con su nivel de ventas alcanzado en 2010, es posible observar que existe una impresionante diferencia entre ellos (95,66%). Es así, que de acuerdo con la gráfica No. 20, el capital adquirido por las pequeñas y medianas empresas en conjunto, únicamente representó el 4,34% de sus ingresos consolidados.



Gráfica 20 Ventas vs. Financiamiento obtenido y requerido (2010).
Fuente: CENEC, 2010.
Elaborado por: Las autoras.

La razón por la que introducimos esta comparación es porque el nivel de ventas nos permite esbozar una idea general del grado de respaldo que puede ofrecer una organización para cubrir sus pasivos; aunque es preciso señalar que no delimita de forma concreta su capacidad de endeudamiento.

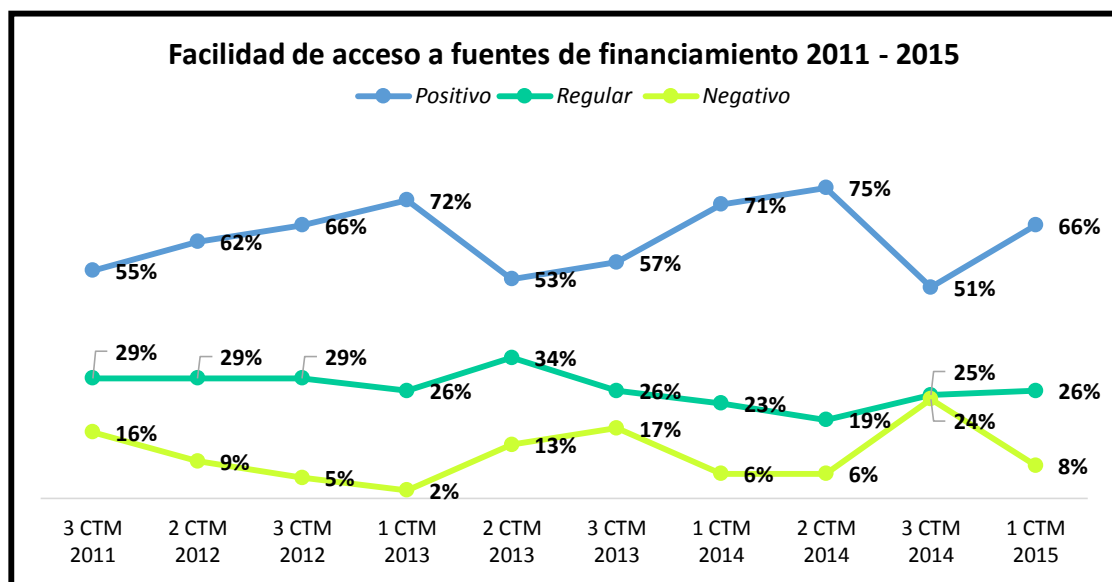
De ahí, que dado que los ingresos del sector PYME durante el año 2010 soportaron ampliamente al capital contraído (4,34%) e inclusive lo hubieran hecho con el financiamiento requerido (7,50%); es factible inferir que el déficit de recursos presentado (42,20%) se suscitó fundamentalmente debido a la falta de líneas de crédito externas, que permitan cubrir oportunamente las necesidades de capital de las pequeñas y medianas empresas del país.

Dentro de este contexto, el Mercado de Valores tiene la posibilidad de constituir una herramienta valiosa y poco explorada, que podría contribuir a reducir considerablemente

esta brecha, a través del planteamiento de mecanismos de financiamiento asociativos que viabilicen la obtención de capital a menores costos y con mayores plazos de pago.

1.8.3 Las PYMES y su acceso a fuentes de financiamiento

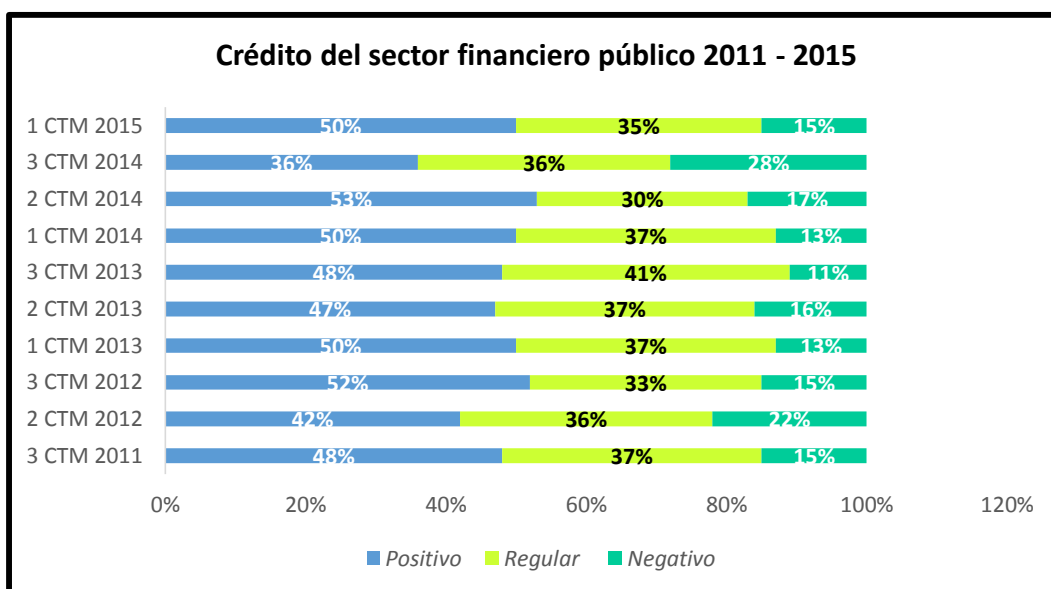
Según la encuesta de coyuntura de la PYME publicada por el Observatorio de la Universidad Andina Simón Bolívar, correspondiente al primer cuatrimestre del año 2015; en lo que respecta a la facilidad de acceso a fuentes de financiamiento, el 66% de los encuestados la calificó como positiva, el 26% afirmó que era regular, mientras que el 8% consideró que era negativa (Ver gráfica No. 21).



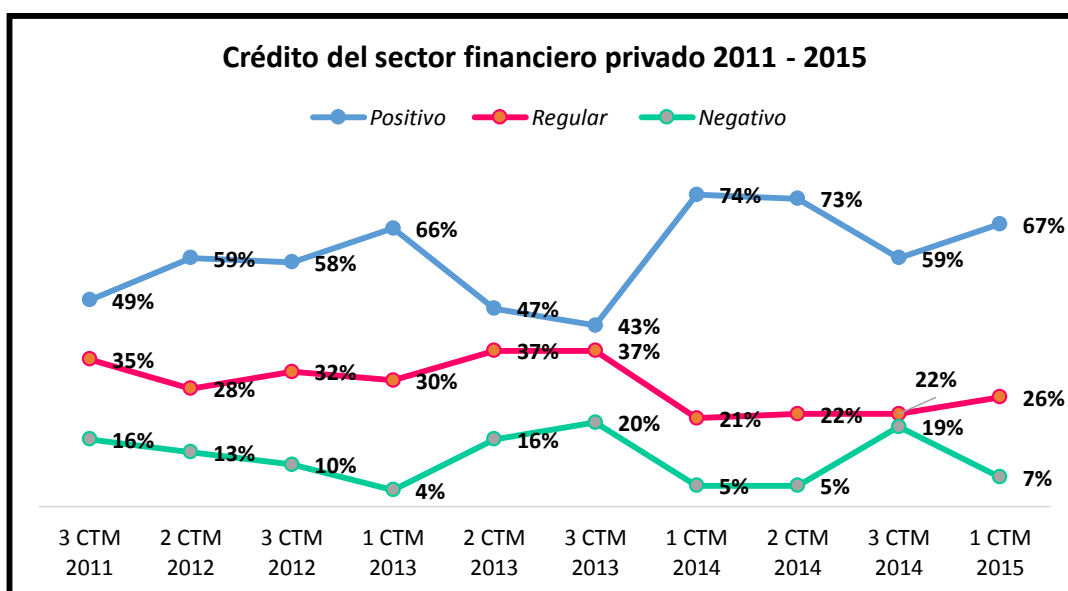
Gráfica 21 Facilidad de acceso a fuentes de financiamiento PYMES.
Fuente: Observatorio PYME de la Universidad Andina Simón Bolívar.
Elaborado por: Las autoras.

No obstante, a pesar de esta clara mayoría, es importante considerar que los datos obtenidos, revelan las percepciones de una muestra de PYMES, no del universo; por lo que siempre existirá un margen de error. Además, el 34% de empresas que consideran al financiamiento ecuatoriano como escaso, también debe ser tomado en cuenta, ya que refleja la insatisfacción de un importante número de usuarios que requieren de este tipo de servicios para su óptimo funcionamiento y desarrollo.

Analizando aún más, se observa que el crédito otorgado por el sector financiero público fue catalogado como bueno por el 50%, mientras que el 35% y 15% de encuestados, expresó que era regular y malo, respectivamente (Ver gráfica No. 22). Asimismo, en relación al crédito proveniente del sector financiero privado, el 67% de los consultados opinó que era positivo, el 26% lo calificó como regular y el 7% como negativo (Ver gráfica No. 23).



Gráfica 22 Crédito del sector financiero público PYMES.
Fuente: Observatorio PYME de la Universidad Andina Simón Bolívar.
Elaborado por: Las autoras.



Gráfica 23 Crédito del sector financiero privado PYMES.
Fuente: Observatorio PYME de la Universidad Andina Simón Bolívar.
Elaborado por: Las autoras.

A partir de este análisis, en definitiva, se puede concluir que existe una mejor apreciación del financiamiento privado por parte de las PYMES nacionales. Sin embargo, es preciso señalar también, que en todos los casos estudiados existe un importante número de líderes empresariales que se muestra inconforme con el financiamiento provisto por las entidades de intermediación tradicionales, sean éstas públicas o privadas. Es así que el 34% de los encuestados afirmó que existen demasiadas complicaciones a la hora de gestionar y conseguir un crédito; mientras que

el 50% y el 33%, encontró, en mayor o menor grado, deficiencias en el financiamiento público y privado, respectivamente.

1.9 La Innovación como estrategia para mejorar la competitividad de las PYMES

Las cifras de mortalidad en las PYMES son alarmantes. Se estima que el 80% de ellas no pasa de los 5 años, mientras que el 90% no llega a los 10. Según la Comisión para América Latina y el Caribe (CEPAL) apenas entre el 50% y el 25% se mantienen vivas después de los tres años de existencia (EKOS, 2012). De ahí, que las empresas que deseen trascender deberán adaptarse al cambio y buscar constantemente su reestructuración.

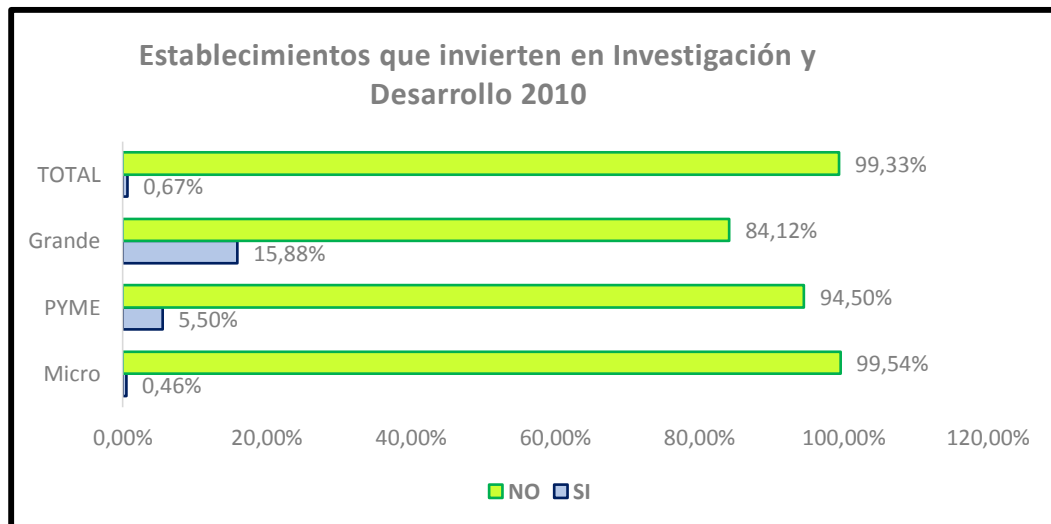
La renovación, en los tiempos actuales, constituye una exigencia imprescindible para aquellas empresas que busquen mantener sus perspectivas de negocio en marcha, así como mejorar su rendimiento y resultados financieros. Esto se debe a que mientras mayor sea el grado de conocimiento científico que se incorpore a los procesos productivos, mayor será el nivel de sofisticación y calidad que alcanzarán los productos a comercializar, mejorando también su capacidad de competir y aceptación en el mercado.

Según Araque (2013), uno de los desafíos clave hacia los que indispensablemente se deben dirigir los esfuerzos para mejorar la competitividad nacional, independientemente del tamaño de la empresa, constituye el área de la “innovación”.

Esta innovación en el ámbito empresarial, puede abarcar diversos campos incluyendo el producto final, procesos, así como a las maquinarias y equipos necesarios para la producción de los diferentes bienes o servicios; sin embargo es importante que este proceso se encuentre respaldado por una investigación seria de las necesidades primordiales de la empresa y que además contribuya al ámbito de la mejora productiva.

En el caso de las PYMES, según datos revelados por el último Censo Nacional Económico (CENEC, 2010), la inversión en investigación y desarrollo fue prácticamente ínfima para este segmento (5,50%), pese a conllevar múltiples beneficios y a su vinculación directa con las probabilidades de crecimiento (Ver gráfica No. 24). Además, al considerar la cantidad destinada a este rubro, alrededor de USD 230 millones anuales por todo el tejido empresarial ecuatoriano, se observó, de acuerdo con la misma fuente, que las empresas medianas participaban con el 35%, mientras que las pequeñas tan solo con el 5% sobre el total. Este monto, al evaluarlo conjuntamente con el bajo porcentaje de empresas que destinan recursos para investigación y desarrollo,

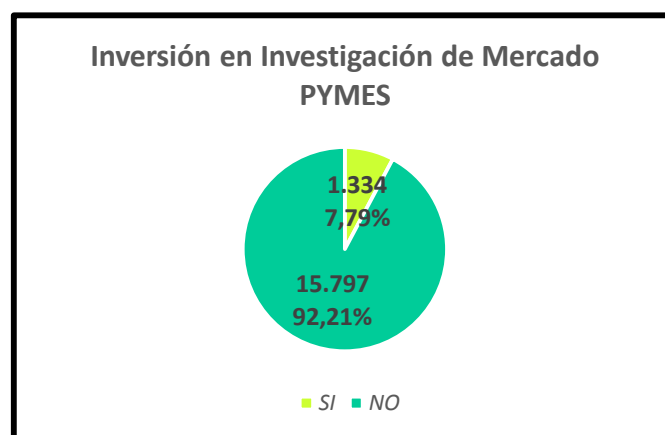
demuestra la deficiente preocupación del sector empresarial en general, y sobre todo de las organizaciones más pequeñas por invertir en proyectos de capital.



Gráfica 24 Establecimientos que invierten en I+D.
Fuente: CENEC, 2010.
Elaborado por: Las autoras.

De ahí, que al estudiar los resultados de forma global, se concluye que únicamente el 0,67% de las empresas ecuatorianas destinan recursos para su innovación, mientras que el 99,33%, es decir casi la totalidad del universo empresarial, no invierte en esta área (Ver gráfica No. 24). También es posible apreciar una relación directa entre el tamaño de las organizaciones y sus posibilidades de inversión.

Por otra parte el Censo Económico también reveló, que en lo que respecta a estudios de mercado, únicamente el 7,79% de las PYMES los realizaba, de lo cual se desprende que la mayor parte de estas empresas basan sus decisiones sobre estrategias de mercado y posicionamiento de productos, dependiendo de las perspectivas de sus propietarios, las cuales no siempre son acertadas.



Gráfica 25 Inversión en Investigación de mercado PYMES.
Fuente: CENEC, 2010.
Elaborado por: Las autoras.

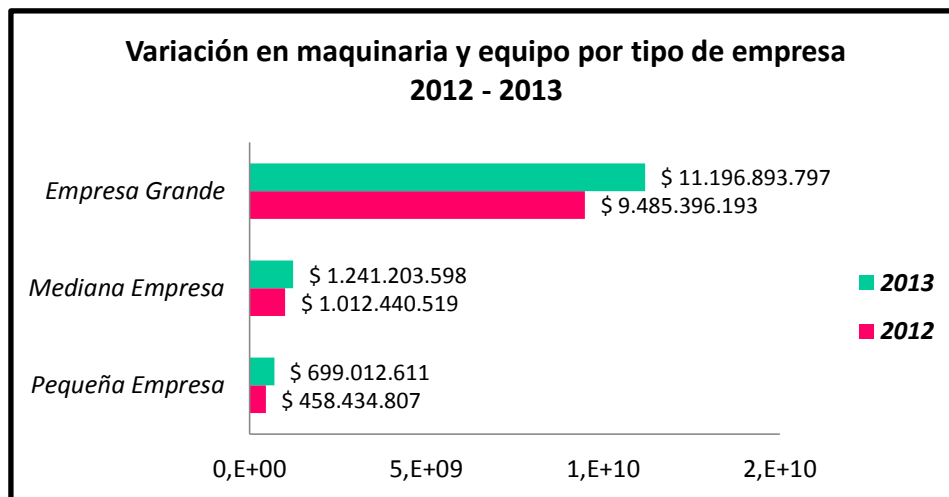
Es por ello que resulta vital, la acción del Gobierno y demás participantes, para la generación de políticas públicas que incentiven la innovación, financiamiento, así como impulsen procesos asociativos que faciliten el cambio empresarial. De esta forma se abrirá un nuevo mundo de posibilidades para este segmento, que a través de la sinergia y cooperación, permitirá que las PYMES ecuatorianas adquieran un mayor poder de negociación en los mercados y con ello una relevancia superior en todos los sectores económicos, así como contribuyan ampliamente a la transformación productiva, sistémica y responsable, del país.

1.9.1 Inversión del segmento PYME en maquinaria y equipo

Según información financiera obtenida a partir de los Anuarios Estadísticos que emite la Superintendencia de Compañías, la inversión en maquinaria y equipo realizada por las pequeñas empresas se incrementó en el 52,48% de Diciembre del 2012 a Diciembre del 2013. Esta situación se evidencia en la gráfica No..., donde puede observarse que el monto de esta cuenta consolidada pasó de USD 458.434.807,12 en el año 2012 a USD 699.012.611,93 en el periodo 2013.

Este hecho refleja que gran parte de los sectores económicos que integran este segmento empresarial, han incrementado la cantidad de recursos que asignan a la compra de este tipo de activos fijos (USD 240.577.803,81), lo cual es positivo, dado que la inversión en bienes de capital va de la mano por lo general, de la expansión y crecimiento de las organizaciones; a la vez que es consistente con la meta del país de contar con empresas que generen valor agregado, aportando a la transformación y no solo a la extracción de materias primas.

Situación similar ocurre con las medianas empresas, aunque en una menor proporción, ya que el incremento de su maquinaria y equipo alcanzó solo el 22,60% en el mismo periodo; de modo que el saldo de esta cuenta agregada pasó de USD 1.012.440.519 en Diciembre del 2012 a USD 1.241.203.598 en el 2013 (Ver gráfica No. 26).



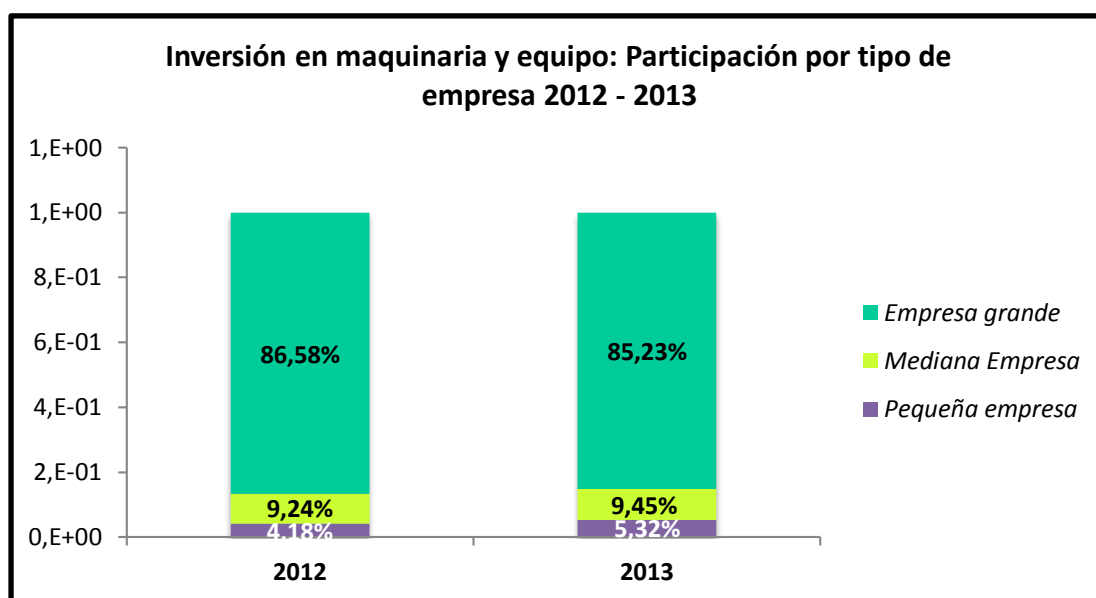
Gráfica 26 Variación en maquinaria y equipo por tipo de empresa.
Fuente: Anuarios Estadísticos, Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.
Elaborado por: Las autoras.

Debido a que no se han podido obtener datos financieros más recientes, no es posible afirmar si este comportamiento ascendente se ha continuado replicando en los últimos años.

No obstante, dado el escenario precario que enfrenta nuestro sector empresarial, así como la postura conservadora que asumen las entidades financieras hoy en día; es posible suponer que el monto de inversión asignado a la compra de maquinaria y equipo, probablemente debe haberse paralizado o disminuido; dado que los propietarios de las PYMES al ver reducidos sus recursos, necesariamente debieron racionarlos, con el fin de solventar otro tipo de gastos operacionales, tales como pago de salarios o compra de materia prima, que son consideradas como erogaciones prioritarias.

Además, si analizamos la participación porcentual de las pequeñas, medianas, así como grandes organizaciones en el saldo general agregado de esta cuenta; es posible observar que la mayor parte corresponde a los establecimientos más consolidados, quienes tanto a Diciembre del 2012 como a Diciembre del 2013 representaron el 86,58% y el 85,23% respectivamente, de la suma general de la partida maquinaria y equipo (Ver gráfica No. 27).

Diferente escenario ocurre con el segmento PYME, ya que su aporte es considerablemente inferior al evidenciado anteriormente; de tal forma que los medianos negocios únicamente comprendieron el 9,24% (2012) y el 9,45% (2013) del importe general de esta cuenta; mientras que las pequeñas entidades solamente constituyeron el 4,18% (2012) y el 5,32% (2013) restante.



Gráfica 27 Inversión en maquinaria y equipo por tipo de empresa.
Fuente: Anuarios estadísticos, Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.
Elaborado por: Las autoras.

Esta situación pone de manifiesto la gran desigualdad que existe entre los grandes establecimientos, los pequeños y los medianos, en materia de inversión en bienes de capital. Es así, que por una parte los primeros disponen de una importante cantidad de activos fijos, más modernos y con una capacidad de producción mayor; en tanto que el segmento PYME, dada su realidad económica incipiente, cuenta con maquinaria significativamente inferior en número, calidad y productividad, e inclusive muchas de las veces obsoleta.

Este factor es uno de los principales motivos por el que la competitividad de las PYMES se ve seriamente afectada y es incapaz de acercarse o siquiera compararse con la eficiencia, rendimiento y poder en materia de costos que ostenta la gran empresa; que por el contrario dispone de los recursos económicos necesarios para hacerse con tecnología vanguardista que permita optimizar, economizar y agilizar sus operaciones.

Por otra parte, es fundamental resaltar también, que esta disparidad está estrechamente ligada con la gran dificultad que enfrentan los pequeños y medianos negocios para obtener financiamiento a largo plazo; escenario que contrasta con la realidad de las grandes organizaciones, quienes al disponer de una mayor estabilidad económica, cuentan con las garantías, así como requisitos que normalmente se exigen para obtener capital; razón por la cual tienen abierta la posibilidad de recurrir a cualquier fuente externa, con el fin de materializar inversiones estratégicas para su crecimiento.

Es así, que todo esto pone en una verdadera desventaja al segmento PYME, que ve limitado su horizonte de expansión, dado el vínculo inquebrantable e ineludible que existe entre el financiamiento y la inversión. De ahí, que sin el planteamiento de mecanismos de crédito más flexibles que contribuyan a mitigar sus riesgos y debilidades; las pequeñas y medianas empresas estarán condenadas por siempre a ser catalogadas como tales, así como a subsistir sin una perspectiva optimista de continuidad en el futuro.

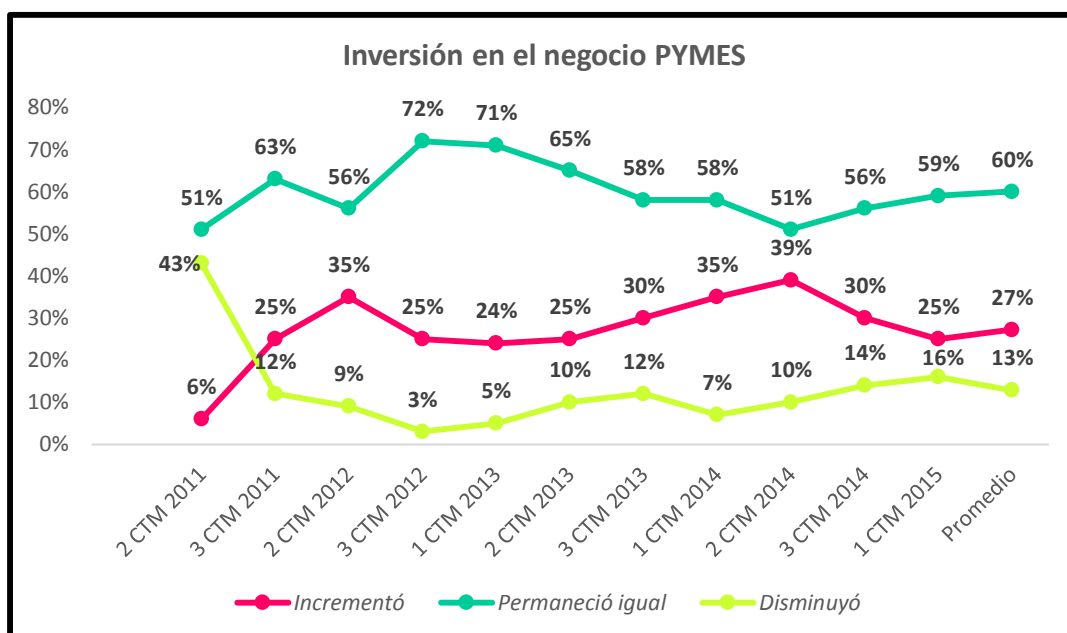
Es por ello, que aunque la inversión en maquinaria y equipo realizada por el segmento PYME haya experimentado un notable avance de Diciembre del 2012 a Diciembre del 2013 (Ver gráfica No. 26); estos rubros continúan siendo poco relevantes en comparación con la asignación total destinada por las grandes empresas para este tipo de activos fijos, quienes pese a ser inferiores en número frente a las organizaciones que integran el segmento PYME, indudablemente llevan la posta en cuanto a inversión en proyectos de capital.

1.9.2 Nuevas inversiones en el sector

Para continuar con el análisis previo, también hemos estimado obligatorio revisar la variable de inversiones de manera general, la cual a lo largo del tiempo ha permanecido prioritariamente sin cambios de acuerdo con la Encuesta de Coyuntura provista por el Observatorio PYME de la Universidad Andina Simón Bolívar.

De ahí, que las estadísticas promedio demuestran que durante el periodo de análisis (2011-2015), el 60% de las PYMES no efectuó ninguna inversión adicional en sus negocios, el 13% señaló que ésta se había reducido, mientras que solamente el 27% de los consultados indicó que esta variable se había elevado.

Asimismo, a través del análisis de los datos obtenidos, es posible inferir que la mayor parte de representantes de las PYMES no efectuarán en el futuro nuevas inversiones en sus negocios. Esto se debe a que durante el último periodo de análisis el 59% de los encuestados aseveró que este indicador no experimentó ninguna variación, mientras que el 25% señaló que había decrecido (Ver gráfica No. 28).



Gráfica 28 Inversión en el negocio PYMES.
Fuente: Observatorio PYME de la Universidad Andina Simón Bolívar.
Elaborado por: Las autoras.

1.10 Análisis FODA del segmento PYME

Para entender los desafíos, tanto internos como externos, a los que se encuentran expuestas las PYMES, es necesario evaluar la combinación de fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas que definen su gestión, y que a la vez, determinan sus posibilidades futuras.

Fortalezas

- Sus productos al ser diferenciados, ofrecen mayores opciones al mercado.
- Su capacidad de adaptación ante eventualidades es más ágil y dinámica, ya que su tamaño les proporciona mayor flexibilidad.
- Rapidez en la toma de decisiones, dada la simplicidad de su estructura organizativa.
- Contacto directo y personal con los clientes, que permite conocer sus opiniones y mantener su fidelidad.
- Al ser empresas de menor dimensión y que trabajan con poco personal, se facilita la no divulgación del *know how* del negocio.
- Ecuador posee la tasa de emprendimiento más elevada de Latinoamérica y el Caribe (32,6%); lo que favorece la expansión de este sector empresarial.
- Existe un ambiente de familiaridad entre el personal y el propietario, que permite resolver conflictos con mayor facilidad.

- En ciertos casos el personal rinde cuentas a una sola persona, lo que evita la duplicidad de tareas y la confusión sobre qué órdenes son prioritarias (unidad de mando).

Oportunidades

- Implementación del Registro Especial Bursátil (REB) que tiene como objetivo posibilitar el acceso de las PYMES al Mercado de Valores.
- Creación del programa “Consortio de Exportadores” que incentiva la asociatividad de las PYMES, con el fin de promover y facilitar la internacionalización de sus productos.
- Organización de “Ferias Inversas” por parte de la Subsecretaría de MIPYMES y Artesanías, que tienen como objetivo satisfacer las necesidades de instituciones del Estado, a través de productos ofertados por los establecimientos de este sector.
- Creación del programa “Exporta Fácil” que reduce los procedimientos complejos, así como los elevados costos logísticos y de transporte en los que deben incurrir las PYMES para comercializar sus productos a nivel internacional.
- Desarrollo de talleres de capacitación para los pequeños y medianos empresarios, impulsados por la Subsecretaría de MIPYMES y Artesanías, así como por la academia.
- Creación del proyecto “Fondo de Garantía” por parte de la Corporación Financiera Nacional. Su finalidad consiste en proporcionar capital a las MIPYMES que no disponen de las garantías necesarias, a través del establecimiento de convenios con instituciones de crédito, en donde la CFN actúa como aval.

A continuación, se presenta un cuadro con algunas oportunidades definidas a partir del Código de Producción, para las PYMES nacionales:

Incentivos presentes en el Código de la Producción para PYMES	
Programa/Proyecto	Objetivos
Programa Global y Sectorial para el desarrollo de las PYMES	Contribuir a optimizar la competitividad del sector y su mercado de servicios empresariales.
Proyecto: Formación de Clusters y Redes Productivas	Incrementar la productividad y competitividad a partir del mejoramiento de su capacidad asociativa y de gestión, buscando su supervivencia y crecimiento en el corto plazo, así como su inserción y sostenibilidad en el mediano y largo plazo.

Desarrollo de Emprendedores	Creación de empresas a través de herramientas no financieras y acompañamiento en la consecución de recursos financieros.
Observatorio para la Micro, Pequeña, Mediana Empresa y Artesanías	Disponer de un sistema informático que contenga los datos sistemáticamente actualizados.
Proyecto: Capacitación para el Mejoramiento de la Competitividad de las MIPYMES y Artesanías	Apoyar la modernización de la gestión empresarial, mediante la ejecución de cursos de capacitación en las áreas de: Gestión de la Calidad y Productividad; Gestión Financiera y Contable; Gestión de Recursos Humanos y, Gestión de Comercialización y Mercadeo.
Proyecto: Ferias y Promoción de MIPYMES Artesanías	Apoyar la gestión comercial de las MIPYMES y Artesanías a través de participación en Ferias y Ruedas de Negocios.

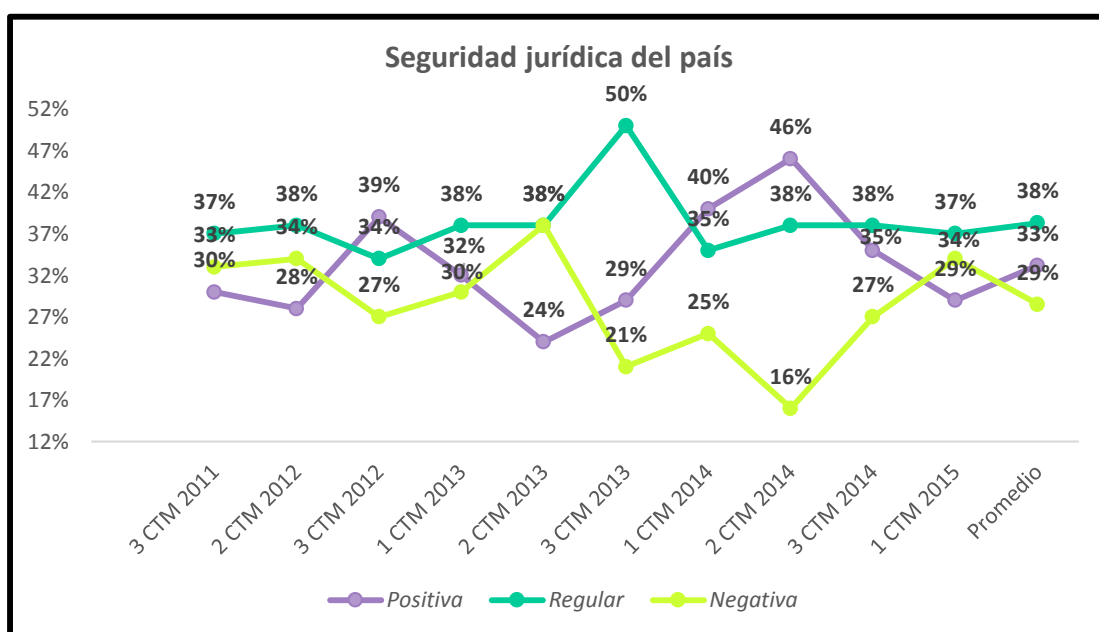
Debilidades⁴

- La mayor parte de PYMES ecuatorianas se dedican a la actividad comercial (41,06%), en lugar de a la generación de valor agregado. Esta concentración al contrario de decrecer, se ha incrementado a lo largo del tiempo.
- Del universo de PYMES, en promedio solamente el 6% de ellas, exporta sus productos.
- La gran mayoría de PYMES no tiene capacidad de ofrecer sueldos competitivos, por lo que su acceso a talento humano capacitado es limitado o incluso nulo.
- El financiamiento para este sector es restringido, durante el 2015 alrededor del 34% de empresas encontró deficiencias en su acceso. Asimismo, su principal enfoque es la cobertura de capital de trabajo.
- Un alto porcentaje de PYMES, en promedio el 26%, afirma que sus materias primas son importadas a proveedores extranjeros.
- Deficiente incorporación de tecnologías de información y comunicación (TICs). El 65% de las PYMES, durante el 2015 mantuvo constante este indicador, mientras que el 6% señaló que había decrecido.
- Escaso nivel de innovación y desarrollo tecnológico.
- Mínima inversión en el negocio y en proyectos de capital.
- Los canales de comunicación para publicitar sus negocios son defectuosos, lo cual dificulta el acceso a clientes potenciales.

⁴ Los datos estadísticos presentados corresponden a la Encuesta de Coyuntura publicada por el Observatorio PYME de la Universidad Andina Simón Bolívar, al primer cuatrimestre del año 2015.

Amenazas⁴

- Los estándares de calidad para la internacionalización de productos son cada vez superiores; lo cual no se alinea con la realidad de las PYMES ecuatorianas.
- Mínima articulación entre el aparato productivo privado y el sistema educativo formal.
- Insuficiente capacitación técnica, así como deficiente manejo de información: jurídica y comercial, para la operación del negocio.
- Inestabilidad política en lo que respecta a relaciones internacionales, lo cual interfiere en el tránsito fluido de recursos extranjeros. El 41% de PYMES califica al clima de inversiones del país como regular, mientras que el 23% lo evalúa como negativo.
- Las tensiones en el ámbito político dificultan la operación de los negocios. El clima político es catalogado por el 73% de PYMES como incorrecto.
- Frecuente creación y modificación de la normativa vinculada a la apertura o gestión de empresas. Las PYMES nacionales creen que la seguridad jurídica es mínima, el 37% la estima como regular, mientras que el 34% opina que es negativa (Gráfica No. 29).
- La inseguridad en los centros poblacionales puede desestimular la inversión. El 67% de organizaciones considera que la seguridad ciudadana no es óptima.



Gráfica 29 Seguridad jurídica del país.

Fuente: Observatorio PYME Universidad Andina Simón Bolívar.

Elaborado por: Las autoras.

1.11 Las PYMES y sus desafíos

Actualmente, las PYMES enfrentan varias dificultades en materia de financiamiento, producción, tecnología, innovación, calidad, así como también en lo referente a la internacionalización de sus productos o servicios.

Esta diversidad de conflictos sin resolver ha generado que su desarrollo económico se vea limitado, así como también ha dado lugar a su erróneo encasillamiento como empresas con visión de negocios únicamente de corto plazo; lo cual ha sido particularmente nocivo, dado que ha ahuyentado la confianza e interés de potenciales inversionistas, al igual que de entes crediticios que disponen de los recursos necesarios para potenciar su crecimiento.

Es así, que con el fin de conocer la variedad de obstáculos que se enmarcan en las categorías antes mencionadas y en otras más, ilustraremos algunos ejemplos a continuación:

- Estructura cerrada, dado que gran parte de las PYMES son empresas familiares.
- Volumen de producción bajo, puesto que mayoritariamente se encuentra destinado a satisfacer pedidos.
- Capacidad instalada inutilizada o desaprovechada.
- Predominio de producción orientada hacia el mercado interno.
- Elevados costos fijos y de producción, debido al insuficiente número de unidades manufacturadas.
- **Desperdicio de recursos, tales como materia prima, energía eléctrica, etc.;**
dado el empleo de maquinaria obsoleta o inadecuada.
- Insuficiente capacidad productiva.
- Inobservancia de normas de calidad, nacionales e internacionales.
- **Deficiente acceso a fuentes de financiamiento.**
- **Desconocimiento del universo de instrumentos financieros disponibles, sobre todo en lo referente al Mercado de Valores.**
- Escaso o nulo poder de negociación con proveedores.
- Personal poco cualificado o no profesional.
- Insuficiente capacitación al talento humano.
- Deficiente control de actividades financieras, incluyendo la incorrecta evaluación de costos.
- Carente o inadecuada estructura organizacional en áreas vinculadas con la contabilidad, administración, producción, marketing y control interno.

- **Falta de innovación tecnológica, así como escasa generación de procedimientos eficientes y eficaces.**
- Incipiente penetración en mercados internacionales.
- Escaso apoyo por parte de entidades estatales, que contribuya a generar alternativas viables para la exportación de sus productos o servicios.
- **Arraigada mentalidad individual y por consiguiente, carente cultura asociativa.**
- Escasa o nula competitividad en comparación con grandes organizaciones nacionales y extranjeras.
- Margen de ganancia reducido, así como deficiente liquidez.

De igual forma, la Secretaría Nacional de Planificación y Desarrollo (SENPLADES) establece que las principales debilidades de las PYMES a nivel general e interno son las siguientes:

Debilidades generales	Debilidades internas
	
☐ Baja competitividad, así como productividad	☐ Limitada gestión empresarial
☐ Falta de definición y continuidad en las políticas de apoyo al sector	☐ Control de calidad y seguridad industrial deficiente
☐ Margo legal desactualizado.	☐ Insuficiente conocimiento del mercado y del mercadeo
☐ Instituciones públicas y privadas no responden a las necesidades del sector.	☐ Poca formación integral del recurso humano
☐ Carencia de liderazgo de los sectores involucrados en su desarrollo.	☐ Falta de liquidez
☐ Deficiente infraestructura para el sector.	☐ Falta de un sentido asociativo
☐ Insuficiente información estadística para el sector.	☐ Desconocimiento de nuevas tecnologías
	☐ Poco manejo de información

Todos los conflictos previamente citados generan lamentables perjuicios, así como cierta desconfianza en torno a la capacidad productiva y económica de las PYMES ecuatorianas. No obstante, es importante reconocer que pese a sus indudables limitaciones, este segmento desempeña hoy en día, un rol clave en la estabilidad y desarrollo de las finanzas nacionales; aunque es importante puntualizar también que en comparación con otros países, su rendimiento todavía es incipiente.

Por otra parte, es necesario señalar que de este conjunto de problemas, uno que es esencial y ha motivado la realización de nuestra investigación corresponde al estigma que manifiesta la gran mayoría de Pequeñas y Medianas empresas hacia el enfoque asociativo; sin considerar que su óptimo aprovechamiento derivaría en la apertura de nuevas y valiosas oportunidades, tales como acceso a nuevas fuentes de capital; superación de debilidades productivas, a través del aprovechamiento de recursos conjuntos; generación de economías de escala; consecución de proyectos desafiantes cuya materialización individual constituiría un objetivo difícil de lograr; así como otros beneficios sumamente rentables e importantes.

1.12 Rol de los entes públicos y privados: PYMES

Hoy en día, existen varias instituciones de naturaleza pública o privada, vinculadas con la actividad que desempeñan las Pequeñas y Medianas empresas (PYMES) en nuestro país. Es así, que aparte de los organismos de regulación convencionales, existen también otros, cuyo trabajo se encuentra orientado a incrementar y fortalecer su participación en el medio empresarial; o en su defecto, investigar, dilucidar dudas y por consiguiente, proporcionar información que permita conocer a la colectividad la trascendencia de este segmento en la economía ecuatoriana. A continuación citaremos algunos de los más relevantes:

- **Ministerio de Industrias y Productividad (MIPRO)**

De forma general, la misión de este ente gubernamental se centra en formular y ejecutar políticas públicas que contribuyan tanto a la transformación como dinamización del sector industrial nacional. Sin embargo, a través de la Subsecretaría de MIPYMES y Artesanías, también se encarga de impulsar la actividad de las micro, pequeñas y medianas empresas, por medio de la motivación, así como respaldo de proyectos, fundamentalmente de carácter asociativo, que aporten a su innovación y competitividad.

Asimismo, se responsabiliza de la implementación de programas que permitan optimizar la gestión empresarial de este segmento, al igual que promover su acceso a nuevos mercados nacionales e internacionales.

Por otra parte, una de las propuestas más importantes con las que ha contribuido este órgano estatal ha sido el desarrollo del “Proyecto Integral para el Fomento Productivo y Competitivo para las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas”, conocido como FONDEPYME; el cual tiene por objetivo apoyar planes estratégicos enfocados en ejes como: mejoramiento ambiental y responsabilidad social, perfeccionamiento de la calidad de productos y procesos, asistencia técnica especializada, inversión en

equipamiento productivo para grupos asociativos, innovación y transferencia tecnológica, entre otros.

- **Consejo Superior de Desarrollo de la Pequeña y Mediana Empresa (CODEPYME)**

Este ente y su secretaría técnica fueron eliminados por la Presidencia de la República en el año 2010; de tal forma que sus atribuciones, así como obligaciones fueron transferidas al Ministerio de Industrias y Productividad (MIPRO) del que ya hablamos anteriormente.

- **Instituto de Promoción de Exportaciones e Inversiones (PROECUADOR)**

Uno de los objetivos estratégicos de esta institución consiste en promover la inserción de los productos ofrecidos por las pequeñas y medianas empresas ecuatorianas en el mercado internacional.

Con este fin, organiza de forma periódica ruedas y micro ruedas de negocios, que tienen como objetivo diversificar los mercados a los que puede acceder este segmento; así como también dicta programas de formación técnica para MIPYMES en diferentes provincias del país.

De igual forma, es importante señalar que uno de sus aportes más trascendentales, ha sido la promoción del proyecto “Consorcio de Exportadores”. Éste tiene como objetivo incentivar la asociatividad de micro, pequeños y medianos empresarios, de modo que se facilite el ingreso de su producción en el comercio mundial y por ende, se potencialice su competitividad.

- **Asamblea Nacional**

Este poder estatal ha formalizado el ingreso de las PYMES al mercado de valores, a través de la formulación de la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil; en la que se contempla la creación de un nuevo segmento del mercado de capitales denominado Registro Especial Bursátil (REB). Éste se encuentra orientado a negociar únicamente títulos de las Pequeñas y Medianas empresas (PYMES), así como de las organizaciones pertenecientes a la economía popular y solidaria, con el fin de proporcionar un entorno específico y especializado que contemple la realidad, así como las características propias de este segmento.

- **Secretaría Nacional de Planificación y Desarrollo (SENPLADES)**

Este organismo estatal engloba dentro de sus múltiples atribuciones la identificación y diseño de políticas a corto, mediano y largo plazo, encaminadas al fortalecimiento del segmento de las pequeñas y medianas empresas del país (PYMES).

- **Gobiernos Provinciales y Gobiernos Autónomos Descentralizados (GADs)**

Como parte de los objetivos específicos que rigen el accionar de estas instituciones públicas, se contempla la formulación y ejecución de proyectos que fomenten el desarrollo de las Pequeñas y Medianas empresas ubicadas en su circunscripción territorial.

- **BANECUADOR B.P.**

Esta entidad financiera pública creada en mayo del 2015, mediante Decreto Ejecutivo No. 677, tiene por objeto prestar servicios financieros de crédito, ahorro e inversión al segmento empresarial conformado por las micro, pequeñas y medianas empresas (MIPYMES), así como también a otras organizaciones asociativas pertenecientes a los sectores de producción (principalmente agro negocios), comercio y servicios. Su prioridad, en lo referente al otorgamiento de préstamos, se centra en atender los requerimientos de clientes procedentes de zonas rurales y urbano marginales.

Es necesario señalar que esta institución, no es más que la anteriormente conocida como Banco Nacional de Fomento (BNF) pero con una nueva razón social, de tal forma que su labor como fuente suministradora de recursos a corto y largo plazo se mantiene.

- **Corporación Financiera Nacional (CFN)**

Esta entidad financiera tiene como fin impulsar el desarrollo de los sectores productivos y estratégicos del país, a través de la oferta de servicios financieros.

Uno de sus principales aportes al segmento MIPYME, consiste en la creación del Fondo Nacional de Garantía que forma parte del “Programa Progresar” y cuyo objetivo consiste en facilitar el acceso al crédito a micro, pequeños y medianos establecimientos, que no dispongan de las suficientes garantías para respaldar una operación crediticia en el sistema financiero ecuatoriano.

Este Fondo actúa como aval de las obligaciones contraídas, a través de alianzas estratégicas con bancos y cooperativas de ahorro y crédito; quienes sin embargo al ser

los prestamistas de última instancia, se encargan de evaluar, de acuerdo a sus políticas particulares, a los destinatarios de los créditos, así como las garantías necesarias.

- **Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INEC)**

Este organismo aporta con información estadística relevante sobre la situación de los Micro, Pequeños y Medianos establecimientos en el Ecuador, así como del segmento corporativo en general. Es así, que a través de portales como Mirador Empresarial, proporciona importantes datos respecto al número de organizaciones existentes en el segmento MIPYME, sus ventas, personal afiliado, etc.

También expone información adicional, a partir de los datos obtenidos durante el último Censo Nacional Económico (2010).

- **Observatorio PYME**

Este ente fue creado por la Universidad Andina Simón Bolívar en septiembre del 2010 y su propósito principal consiste en convertirse en un centro de generación y análisis de información relacionada con el sector de las micro, pequeñas y medianas empresas.

A través de su aporte pretende optimizar la toma de decisiones empresariales de este segmento, así como contribuir a la formulación y ejecución de políticas públicas que viabilicen el mejoramiento de su entorno y clima de negocios.

- **Cámaras de la Pequeña Industria del Azuay, Pichincha y Guayas**

Estas instituciones seccionales tienen como base impulsar, asesorar, capacitar y evaluar el desarrollo integral de las Micro, Pequeñas y Medianas Industrias de su respectiva jurisdicción, con el fin de promover su competitividad, internacionalización, asociatividad, así como estimular su innovación, investigación y desarrollo tecnológico.

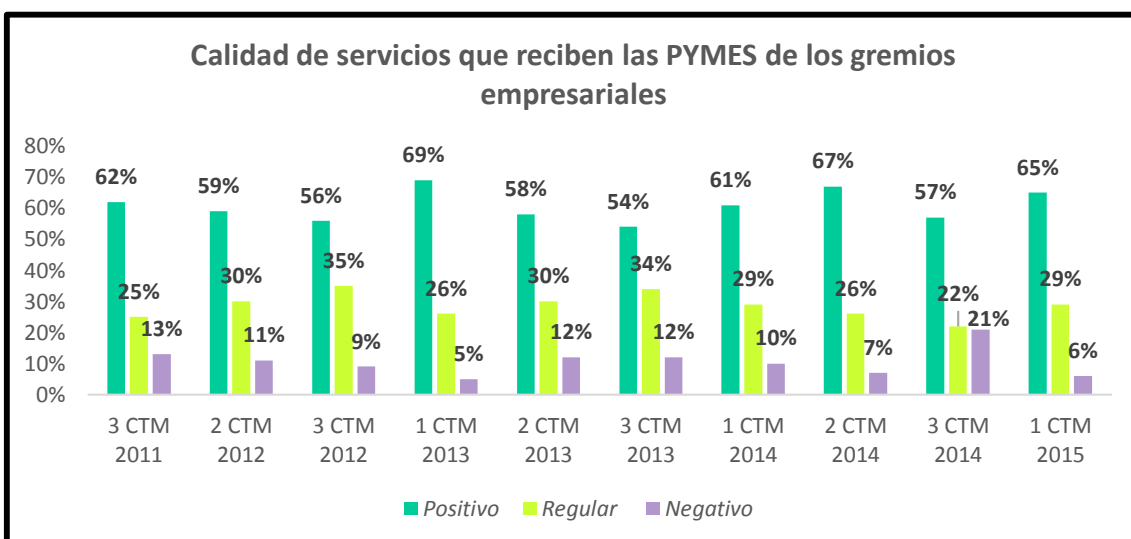
- **Bolsa de Valores de Quito**

Esta entidad ha impulsado el ingreso de las Pequeñas y Medianas empresas al Mercado de Valores, por medio de la creación en Septiembre del 2010 del programa “Mipyme bursátil”, cuya finalidad se centra en ofrecer una nueva alternativa de financiamiento para este sector, a través de la formulación de emisiones que no excedan \$ 2.000.000,00 y que se encuentren anotadas en el Registro Especial de Valores No Inscritos (REVNI).

Es importante señalar que actualmente este programa ya no se encuentra habilitado, puesto que fue derogado en la última reforma a la Ley del Mercado de Valores, y sustituido por el Registro Especial Bursátil (REB).

1.12.1 Percepción de las PYMES respecto a la gestión de sus organismos relacionados

Finalmente, con el fin de conocer la opinión de las Pequeñas y Medianas empresas respecto a algunos de los organismos mencionados anteriormente, procederemos a analizar las estadísticas expuestas a continuación:

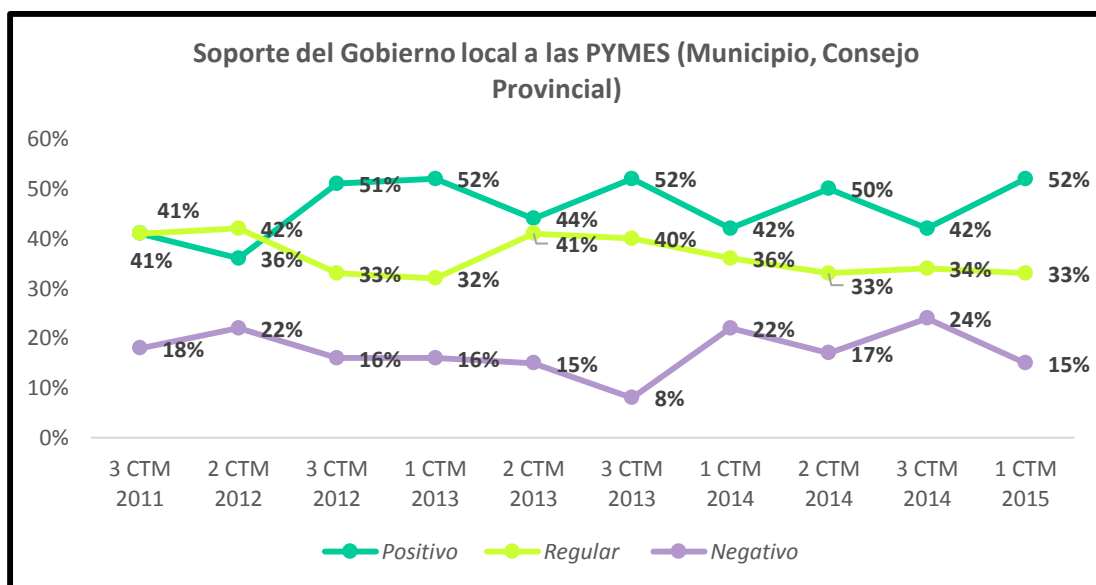


Gráfica 30 Calidad de servicios gremios empresariales: PYMES.
Fuente: Observatorio PYME de la Universidad Andina Simón Bolívar.
Elaborado por: Las autoras.

La información presentada en la gráfica No. 30, nos permite evidenciar que al primer cuatrimestre del 2015, un 65% de los establecimientos que integraban el segmento PYME, opinaba que los servicios prestados por los diversos gremios empresariales con los que tuvieron contacto, producían un impacto positivo en su actividad. Por su parte, el 29% de esta categoría expresó que eran regulares; mientras que solo el 6% restante manifestó que estas prestaciones eran negativas o no implicaban ningún apoyo adicional para su desarrollo.

Estas cifras evidencian que un significativo número de PYMES (35%) encuentra deficiencias en la gestión de estas asociaciones empresariales; motivo por el que es su deber continuar trabajando en el mejoramiento de sus servicios, a fin de ofrecer un verdadero valor agregado para el universo de PYMES.

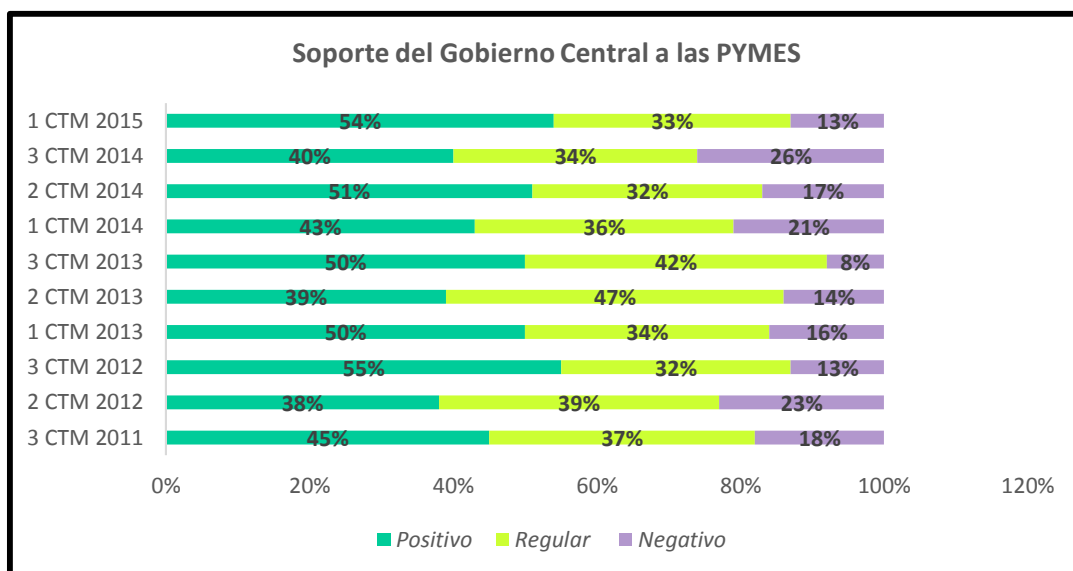
Por otra parte, en lo referente a la asistencia que brindan los Gobiernos locales a las Pequeñas y Medianas empresas que se ubican en su circunscripción territorial; el 52% de ellas señaló que era positiva, el 33% indicó que la consideraba como regular, en tanto que el 15% remanente expresó que era negativa o inexistente durante el primer cuatrimestre del 2015 (Ver gráfica No. 31). Esta situación hace un llamado de atención hacia las autoridades seccionales, dado que el 48% del segmento PYME se encuentra insatisfecho con el soporte otorgado por estos entes públicos; a pesar de que uno de sus más importantes lineamientos es la formulación de proyectos o actividades encaminadas a apoyar el desarrollo de este sector económico.



Gráfica 31 Soporte gobierno local a las PYMES.
Fuente: Observatorio PYME de la Universidad Andina Simón Bolívar.
Elaborado por: Las autoras.

En lo que respecta al apoyo otorgado por el Gobierno Central al sector PYME en el primer cuatrimestre del 2015, el 54% manifestó que lo consideraba como favorable, el 33% opinó que era regular, mientras que el 13% señaló que le parecía negativo o deficiente.

Esta estadística permite observar que casi la mitad de las Pequeñas y Medianas empresas se encuentran descontentas con la gestión de este órgano. Es por ello, que tanto el Ejecutivo como los Ministerios y Secretarías que lo conforman, deben encaminar sus esfuerzos hacia la creación y ejecución de políticas públicas que realmente benefician a este actor empresarial.



Gráfica 32 Soporte del gobierno central a las PYMES.

Fuente: Observatorio PYME de la Universidad Andina Simón Bolívar.

Elaborado por: Las autoras.

1.13 La asociatividad como alternativa para mejorar la competitividad de las PYMES

Durante los últimos años los conceptos de encadenamiento, asociatividad, clúster, consorcio, red, articulación, conglomerado, etc., han ido adquiriendo relevancia en el medio empresarial latinoamericano, y poco a poco también se han introducido en el léxico nacional, debido a sus considerables ventajas y oportunidades, sobre todo para los sectores más débiles. Es así que, aunque en la forma estos mecanismos presenten algunas diferencias, en el fondo todos ellos persiguen un mismo objetivo, el cual consiste en mejorar los niveles de competitividad de las empresas, a través de la generación de alianzas entre ellas; meta que es especialmente importante para las pequeñas y medianas organizaciones.

No obstante, aunque nuestra investigación se oriente específicamente al segmento de las PYMES; sería un error definir estos elementos como exclusivos para este sector, así como descartar su aplicación para las microempresas, ya que también son destinatarios importantes, debido a sus características y volúmenes de operación; sin embargo dados sus altos índices de informalidad hemos tenido que excluirlas parcialmente de esta investigación.

La asociatividad para la PYME es importante ya que con el arribo de la globalización, cada día son mayores los estándares de producción, así como más estrictas las exigencias de calidad por parte de los consumidores; además el nivel de competencia

entre empresas es superior y ya no solo se concentra en el ámbito nacional, sino que se extiende al internacional.

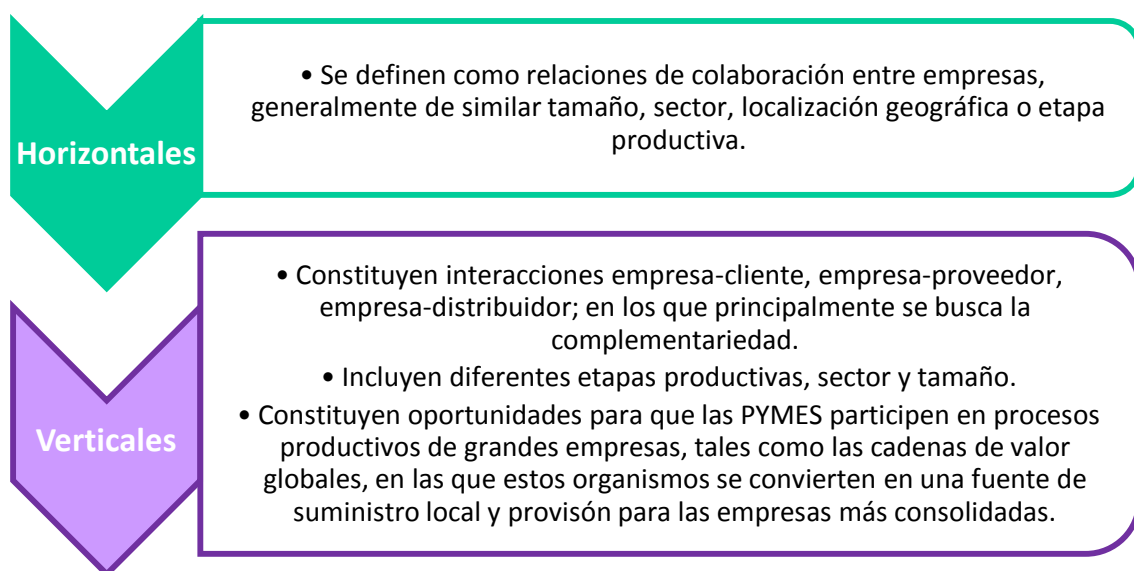
Por lo tanto, es fundamental la generación de nuevas ventajas comparativas para este segmento, sobre todo debido a los cambios y demandas crecientes, que obligan a las PYMES de todas las esferas económicas, a innovar y buscar nuevos mecanismos que faciliten su adaptación, ya que de ello dependerá su supervivencia, y principalmente sus perspectivas de obtener una mayor rentabilidad y crecimiento en el futuro.

Este aspecto es de especial relevancia en este grupo, ya que presenta varias desventajas naturales tales como su tamaño de producción, acceso a financiamiento, falta de información, etc. No obstante, a través de los encadenamientos, la mayor parte de estas debilidades pueden suplirse ampliamente y generar un diverso espectro de posibilidades que en el pasado estaban reservados exclusivamente para las corporaciones más poderosas.

Por esta razón, los encadenamientos productivos constituyen opciones llenas de potencial, que buscan superar la vulnerabilidad individual de las PYMES, a través del trabajo conjunto de un grupo de organizaciones, que generan relaciones estratégicas de largo plazo; con el fin de enfrentar desafíos que la mayoría de ocasiones son insuperables para una empresa de manera particular, de ahí la importancia y necesidad de su aprovechamiento.

1.13.1 Tipos de encadenamientos

De acuerdo con Segura (2012), se distinguen dos tipos de encadenamientos:



Algunos ejemplos de encadenamientos productivos exitosos incluyen:

- **Horizontal:** En Colombia se diseñó e implementó una metodología para crear redes de exportación, a través de la cual se agruparon empresas del mismo sector que eran competencia en el mercado nacional, pero muy pequeñas para llegar al mercado internacional. De esta forma se crearon 70 nuevas redes en este país, una de ellas es la de productos de plástico que genera exportaciones por cerca de USD 4 millones anuales.
- **Vertical:** En Bolivia una empresa exportadora de semillas de sésamo o ajonjolí, trabajó conjuntamente con 1.250 pequeños productores, que se convirtieron en suplidores de su organización. De esta forma, los pequeños productores incrementaron en un 80% su ingreso anual, la gran empresa obtuvo 40% más de semillas de estos productores, entre otros beneficios que se traducen en una situación ganar-ganar para ambas partes.

Es así, que la asociatividad convierte las limitaciones individuales de las pequeñas empresas, en oportunidades para su modernización tecnológica, expansión, diversificación, y en general desarrollo; ya que incrementa sus posibilidades de acceso a inversión, financiamiento, innovación, así como mejora su poder de negociación en el mercado; generando un espacio en el que todos los involucrados obtienen beneficios.

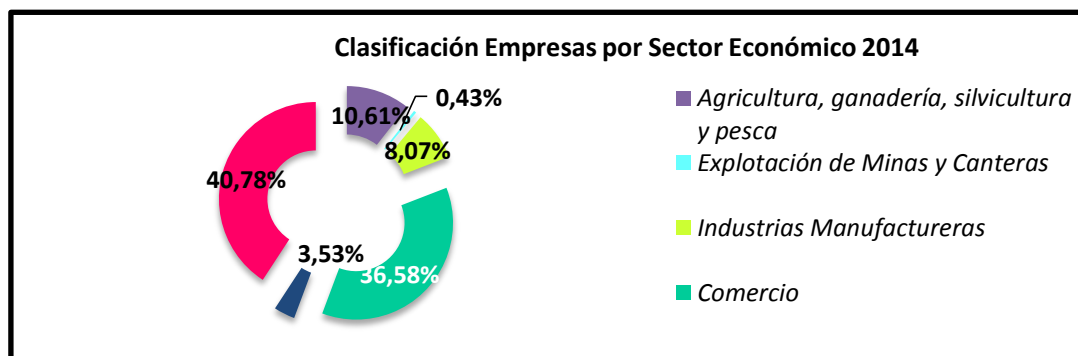
En la presente investigación se abordará una alternativa de asociatividad horizontal, conocida como sindicación, que promueve la obtención de financiamiento a la medida, través del mecanismo de titularización de flujos de efectivo de varias PYMES, que se agrupan con el fin de mejorar sus posibilidades para acceder al Mercado de Valores, en el cual tanto los montos como plazos son más flexibles en comparación con el sistema financiero público y privado.

1.14 PYMES AGROPECUARIAS

1.14.1 Importancia de la actividad agropecuaria en la economía ecuatoriana

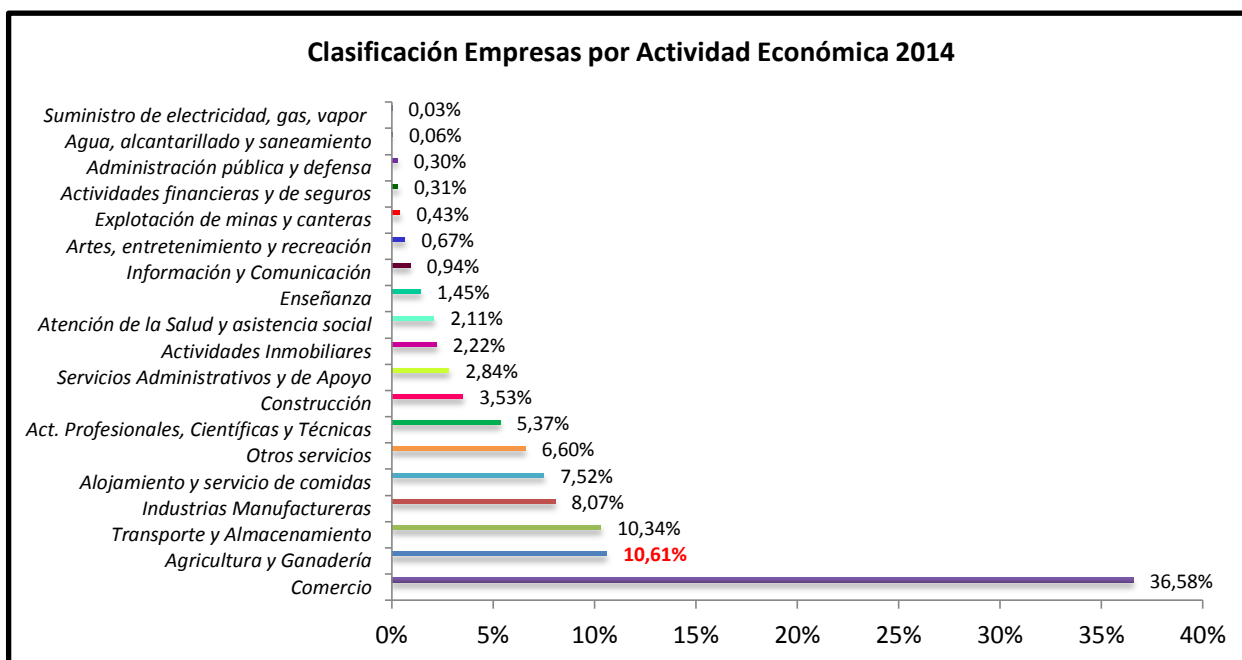
Actualmente, el sector agrícola desempeña un rol clave en el desarrollo y crecimiento de la economía ecuatoriana. Es así, que aparte de proveer alimentos para satisfacer una de las necesidades más básicas de la población; también aporta de forma importante a la generación de empleo, ingresos, así como al volumen del Producto Interno Bruto (PIB) nacional.

En este sentido, considerando el número de empresas por sector, es posible observar de acuerdo con la gráfica No. 33, que el segmento agrícola se ubica como el tercero más importante en nuestro país (10,61%); únicamente por debajo de los sectores de servicios y comercio (40,78% y 36,58% respectivamente).



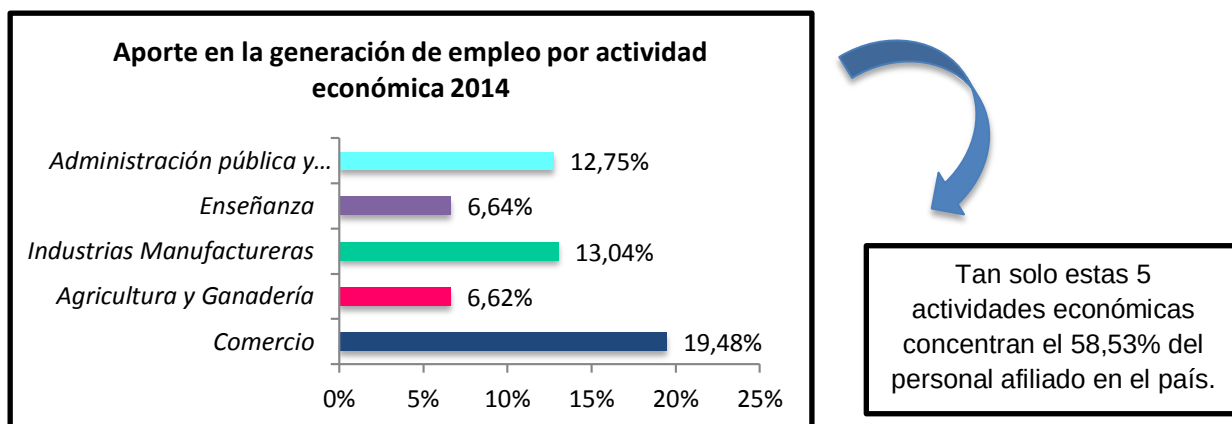
Gráfica 33 Clasificación empresas por sector económico (2014).
Fuente: Directorio de Empresas INEC.
Elaborado por: Las autoras.

No obstante, si consideramos la clasificación por actividades económicas (Ver gráfica No. 34), podemos apreciar que la agricultura y ganadería toma aún más relevancia; dado que es catalogada como la segunda más significativa (10,61%); siendo solo superada por las operaciones comerciales que engloban el 36,58% del universo de establecimientos contemplados por el Directorio de Empresas (2014).



Gráfica 34 Clasificación empresas por actividad económica (2014).
Fuente: Directorio de Empresas INEC.
Elaborado por: Las autoras.

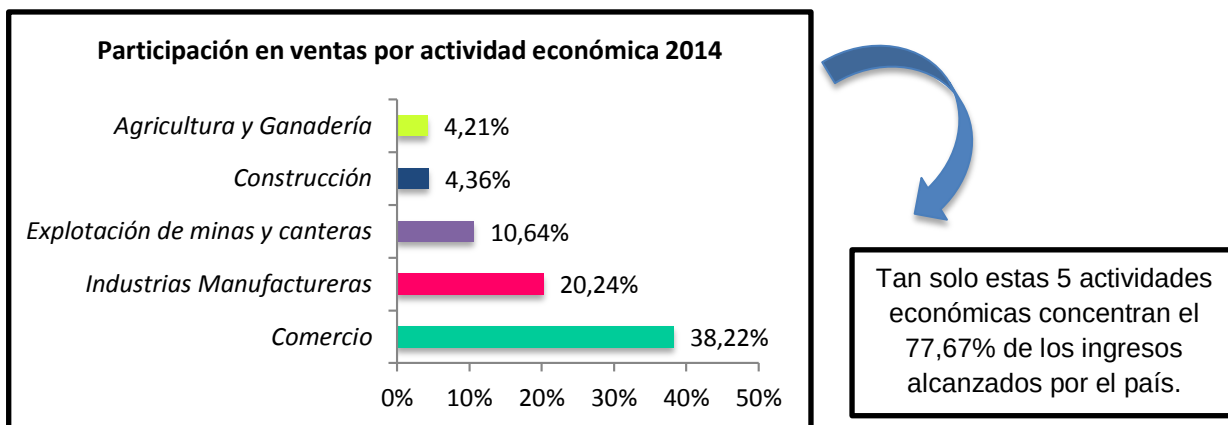
Por otra parte, en lo referente a la generación de plazas de trabajo, la actividad agropecuaria concentra el 6,62% del personal afiliado en el Ecuador (Ver gráfico No. 35), situándose como la quinta más importante dentro del conjunto de 19 actividades económicas establecidas por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (Ver anexo No. 1).



Gráfica 35 Aporte en la generación de empleo por actividad (2014).
Fuente: Directorio de Empresas INEC.
Elaborado por: Las autoras.

De igual forma, es importante señalar que en materia de ventas, esta actividad continúa desempeñando un rol fundamental. Es así, que conforme la información suministrada por el Directorio de Empresas (2014), la agricultura y ganadería se ubica como la quinta categoría más notable (Ver anexo No. 1), puesto que contribuye a la generación del 4,21% del total de ingresos obtenidos por las PYMES y las grandes organizaciones (Ver gráfica No. 36).

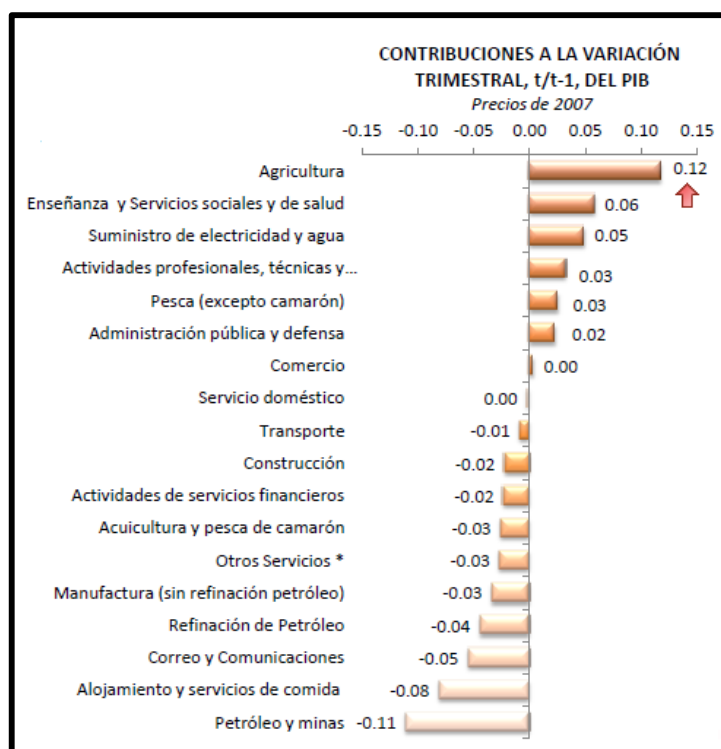
No obstante, a pesar de que este porcentaje no es muy significativo en comparación con el 38,22% que ostenta el comercio; en términos monetarios equivale a poco más de USD 7 mil millones, lo que nos permite tener una idea del cuantioso volumen de transacciones que maneja este grupo económico, inclusive sin considerar la participación de las microempresas, que representan una parte esencial de la actividad agropecuaria y de las que no ha sido posible obtener información financiera, dada su informalidad. (Ver anexo No. 1).



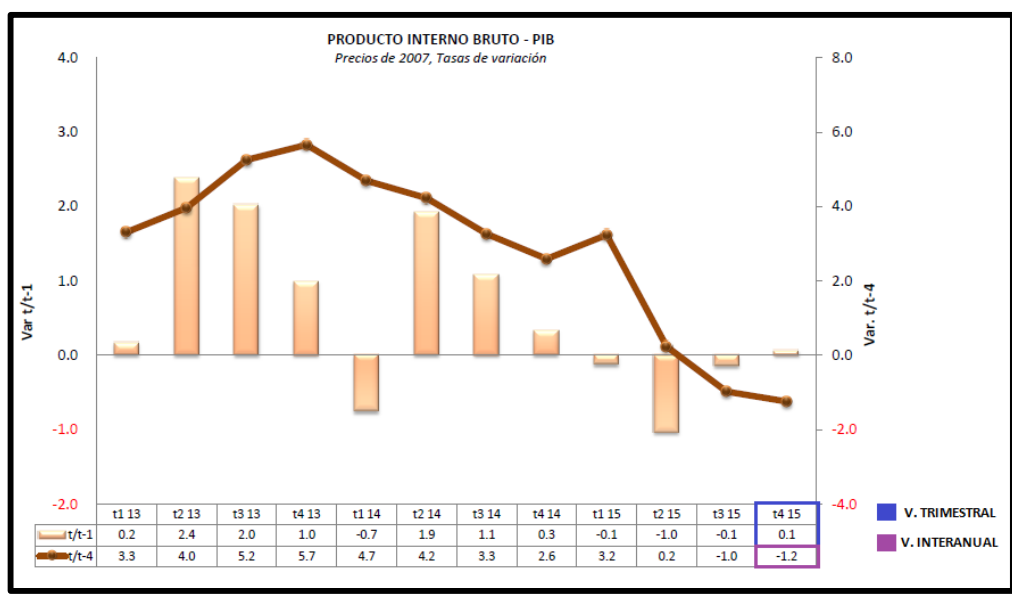
Gráfica 36 Participación en ventas por actividad económica (2014).
Fuente: Directorio de Empresas INEC.
Elaborado por: Las autoras.

Por otra parte, en lo referente a contribución al Producto Interno Bruto nacional (PIB), según datos publicados en las Estadísticas Macroeconómicas emitidas por el Banco Central del Ecuador (Mayo, 2016); la agricultura continúa siendo una de las categorías económicas más relevantes para el país. Es así, que al cuarto trimestre del 2015, fue la que presentó un mayor aporte a la variación trimestral positiva del PIB. Sin embargo, es importante puntualizar también, que este indicador global no alcanzó una fluctuación significativa (0,1%), debido a la crisis que enfrentan varios sectores ecuatorianos (Ver gráfica No. 38).

Esto se ilustra en la gráfica No. 37, en la que puede observarse claramente como la producción agrícola netamente (excluyendo pesca, silvicultura y acuicultura) se incrementó en el 12%, con respecto al tercer trimestre del 2015; convirtiéndose en la actividad que más colaboró en la variación trimestral favorable del PIB integral, por encima incluso del comercio y el área de servicios.

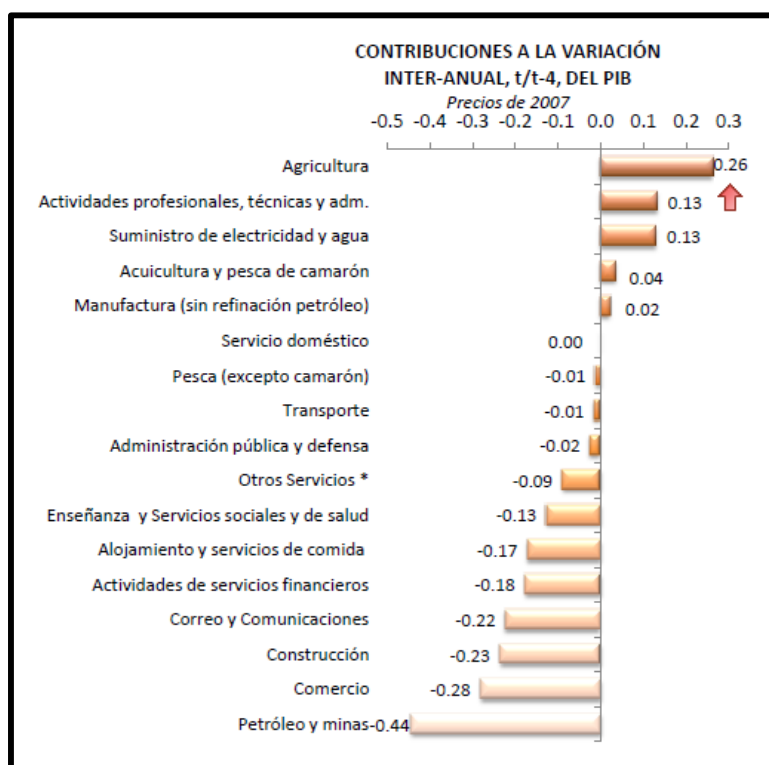


Gráfica 37 Contribución a la variación trimestral del PIB (2016).
Fuente: Banco Central del Ecuador.



Gráfica 38 Producto Interno Bruto (2016).
Fuente: Banco Central del Ecuador.

De igual forma, si analizamos la variación interanual del Producto Interno Bruto (PIB) al cuarto trimestre del 2015, es factible apreciar que aunque de forma total este indicador decae en el 1,2%, con respecto al trimestre final del 2014; la agricultura sigue aportando de forma positiva a la consolidación del PIB general (Ver gráfica No. 38)



Gráfica 39 Contribución a la variación inter-anual del PIB (2016).
Fuente: Banco Central del Ecuador.

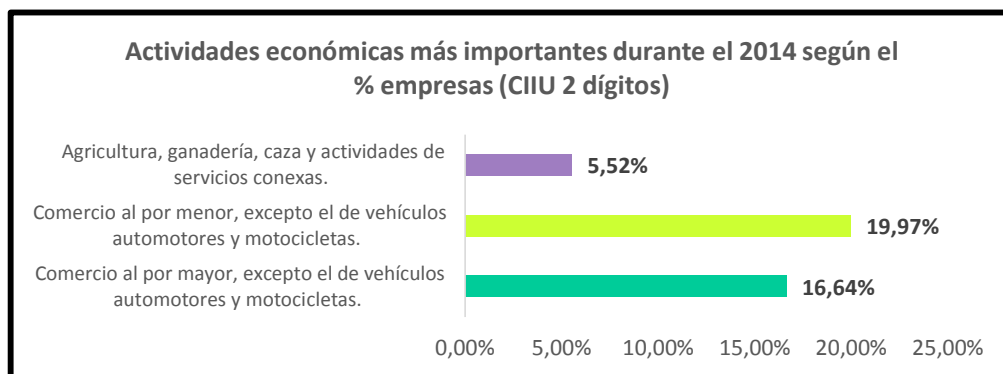
Es así, que según se ilustra en la gráfica No. 39, la producción exclusivamente agrícola creció en el 26% durante el mismo periodo; situándose como la actividad económica con mayor contribución, entre el universo de categorías consideradas por el Banco Central del Ecuador.

1.14.2 Composición e importancia de las PYMES agropecuarias

De acuerdo con información del Directorio de Empresas, durante el 2014, la agricultura, ganadería, silvicultura y pesca, se ubicó como el cuarto sector más importante del segmento PYME, concentrando el 7,40% de las empresas y el 9,18% de los ingresos; muy similar a las cifras alcanzadas por el sector manufacturero (Ver gráfica No. 8).

Por su parte, la actividad más destacada correspondió a la agricultura y ganadería, la cual concentró el 5,52% de todas las PYMES nacionales, el tercer porcentaje más alto únicamente después del comercio al por menor (19,97%) y al por mayor (16,64%). Además, al evaluar la participación individual de esta actividad en los ingresos globales, el escenario no difiere, ya que representó el 6,38% de este rubro; por debajo nuevamente de las actividades comerciales que alcanzaron los mayores valores en ambas instancias.

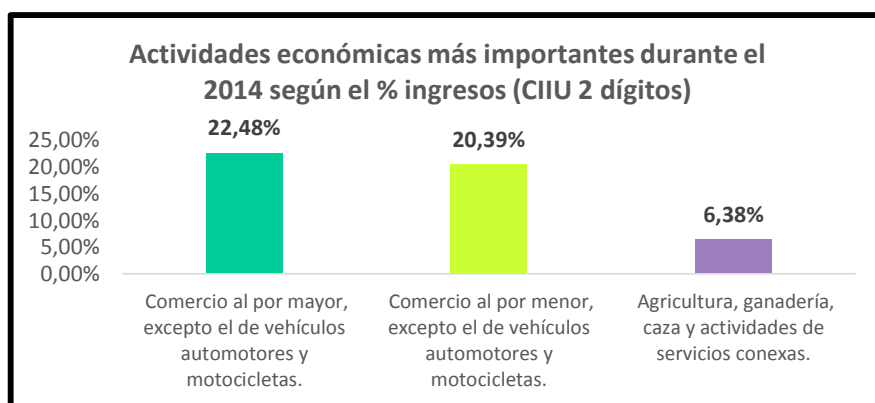
Sin embargo, es preciso subrayar que esta posición no basta, ya que es evidente el marcado predominio del sector y de las actividades comerciales, las cuales superaron ampliamente a la esfera agropecuaria, tanto en ingresos como en número de empresas (Gráficas No. 40 y 41).



Gráfica 40 Actividades económicas más importantes según % empresas (2014).

Fuente: Directorio de Empresas INEC.

Elaborado por: Las autoras.



Gráfica 41 Actividades económicas más importantes según % ingresos (2014).

Fuente: Directorio de Empresas INEC.

Elaborado por: Las autoras.

Esta situación se debe principalmente, a que gran parte de los pequeños y medianos productores, al no tener la capacidad de exportar sus productos por sí solos, se encuentran obligados a venderlos a exportadores locales, a precios mucho más bajos. Además, la mayoría de ellos no se dedican a la exportación sino que comercializan sus productos en el mercado interno, en el cual los precios se mantienen relativamente estables. Por lo que, a pesar de que esta actividad engloba a un importante número de PYMES, sus ingresos continúan siendo insuficientes.

Además, existe la problemática cada vez más agravante, del abandono de estas actividades, fundamentalmente por parte de los pequeños productores, debido a sus limitadas oportunidades comerciales, así como a su impedimento para competir con los grandes empresarios, los cuales presentan mejores condiciones en prácticamente la totalidad de espacios.

Estos fenómenos que han tenido un avance desmedido en los tiempos actuales, constituyen la razón principal por la que las actividades agropecuarias han sido y continúan siendo las menos rentables y con más bajas perspectivas de crecimiento (dentro del respectivo sector económico representa la actividad con menor evolución durante el 2014, 12,66%), a pesar de su relevancia social así como de los múltiples riesgos y barreras a las que se encuentran expuestas (a mayor riesgo, mayor rentabilidad).

De ahí, la apremiante necesidad de este sector y de las PYMES en general, por conseguir sumas de inversión superiores, que les permitan mejorar sus niveles, tanto de tecnificación como de productividad, y que a su vez incidan en el progreso de sus indicadores financieros y de mercado. Solo a través de la implementación de medidas orientadas a este cambio, se logrará la presencia de PYMES más fuertes y rentables; lo cual hasta ahora ha sido muy difícil de alcanzar, dadas las numerosas restricciones que limitan el acceso de estas importantes unidades productivas a planes de financiamiento adecuados a su realidad, que les permitan generar los montos de inversión necesarios para su operación y sobre todo desarrollo, así como apoyen su transformación progresiva e introducción en nuevos mercados.

1.14.3 Principales necesidades y riesgos de las PYMES agropecuarias

Actualmente las pequeñas y medianas empresas agropecuarias presentan varias necesidades y se enfrentan también a una gran cantidad de riesgos derivados de su actividad económica. Estos dos elementos son de gran relevancia y deben ser

considerados por todas las personas u organismos vinculados con este sector empresarial, con el fin de por un lado contribuir a su resolución y por otro a su mitigación.

Las PYMES agropecuarias experimentan varias necesidades, entre ellas podemos citar:

- Generación de alternativas de financiamiento más flexibles y rentables, que les permitan obtener capital sobre todo a largo plazo.
- Incorporación de tecnología vanguardista que contribuya a agilizar sus operaciones, así como a incrementar su productividad.
- Inversión en investigación y desarrollo (I+D) que contribuya a la innovación de sus procesos y productos.
- Implementación de seguros agrícolas que protejan a los empresarios de este sector frente a riesgos climáticos, plagas o cualquier otro siniestro.
- Establecimiento de mecanismos de comercialización justos que contribuyan a mejorar su competitividad.
- Desarrollo de programas estatales que apoyen la exportación de sus productos.
- Capacitación sobre métodos de cultivo más eficientes, ecológicos y modernos.
- Creación de leyes que incentiven el desarrollo agrícola y protejan a este sector.
- Apoyo de entidades públicas y privadas en materia de financiamiento, capacitación, exportación, innovación, tecnología, etc.

Asimismo, las PYMES agropecuarias, dada la naturaleza de su actividad económica se exponen a mayores riesgos que los convencionales, entre ellos es posible mencionar:

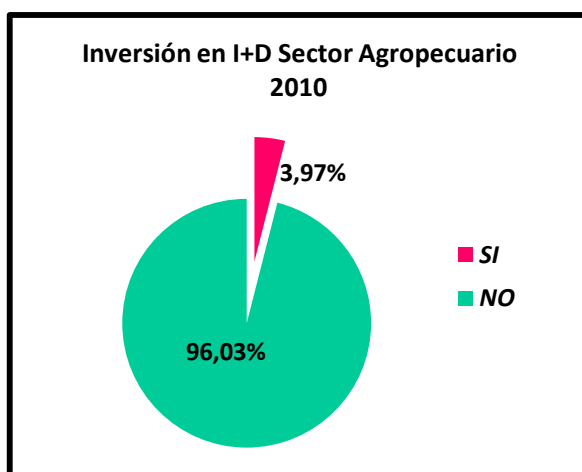
- Pérdida de la producción, debido a su naturaleza altamente perecible.
- Riesgos climáticos: lluvias, sequías, inundaciones, erupciones volcánicas, terremotos, etc., que pueden afectar parcial o totalmente a los cultivos.
- Plagas que inciden tanto en la calidad como en la cantidad de producción disponible.
- Enfermedades que pueden atacar al ganado y provocar su deceso.
- Exposición constante de los trabajadores a productos químicos, tales como pesticidas, abonos, etc., que pueden ser perjudiciales para su salud.
- Demandas originadas por accidentes y enfermedades laborales.
- Ineficacia en el desarrollo de las actividades agrícolas (siembra, cosecha, etc.), dada la escasa o nula capacitación del personal.
- Desperdicio de insumos agrícolas (semillas, abonos, etc.), ocasionado por la aplicación de técnicas de cultivo obsoletas.
- Pérdida de las propiedades naturales de los productos agrícolas, debido a la utilización de pesticidas u otro tipo de elaborados químicos.

Por otra parte, a nivel de las PYMES, sobre todo en el ámbito agropecuario, existe un mercado de amplia competencia, caracterizado además, por una estructura de precios muy rígida; que ocasiona que los niveles de ganancia en este sector sean mínimos. Esta situación, además de dificultar su capitalización, conlleva a que las empresas se mantengan dentro de un círculo de bajo valor agregado, lo cual restringe su capacidad de crecimiento, así como de competir eficientemente en la esfera nacional e internacional.

De ahí, que para cambiar esta situación, es fundamental que este segmento oriente su acción hacia actividades que les permitan capitalizarse, así como promuevan su innovación tecnológica progresiva; solo de esta manera será factible su adhesión a redes de producción que generen un mayor valor agregado para la sociedad, permitiéndoles optimizar sus procesos productivos, al igual que renovar su imagen, caracterizada por la escasa adición diferenciadora de sus productos.

1.14.4 Inversión en Investigación y Desarrollo (I+D) en el Sector Agropecuario

En lo que respecta al sector agropecuario, la inversión en proyectos de investigación y desarrollo (I+D) tampoco refleja un comportamiento positivo. Es así, que según información proporcionada por el CENEC 2010, únicamente el 3,97% de las empresas pertenecientes a este sector económico destinaron recursos a la innovación; mientras que el 96,03%, no lo hizo (Ver gráfica No. 42). Esta propensión no dista de los datos generales evaluados previamente, sino que corrobora la escasa relevancia de este tipo de inversiones en el sector primario también.



Gráfica 42 Inversión en I+D Sector Agropecuario (2010).

Fuente: CENEC, 2010.

Elaborado por: Las autoras.

Asimismo, a pesar de la ausencia de información específica correspondiente a las PYMES de esta área, las cuales constituyen el objeto de nuestro estudio, no es difícil deducir que el mismo escenario global se replica a este segmento e incluso de forma más agravante, ya que tal como se analizó las PYMES agropecuarias históricamente han experimentado mínimas o inclusive nulas tasas de crecimiento, y además son uno de los sectores con menor

rentabilidad dentro de la economía, siendo preciso considerar a esta insuficiente innovación como uno de los factores preponderantes de su retroceso e involución.

Además si validamos los resultados obtenidos al evaluar todas las PYMES del país, podemos concluir que debido a su tamaño, las PYMES agrícolas constituyen uno de los grupos que menos capital destina a este propósito, ya que como se analizó anteriormente existe una relación directa entre el monto invertido en investigación y el tamaño de las organizaciones. Asimismo, basándonos en los mismos datos provistos por el censo nacional, podemos derivar que de la cifra global de PYMES agropecuarias, alrededor del 5,50% efectuaría algún tipo de inversión en su renovación, mientras que el 94,50% restante, no.

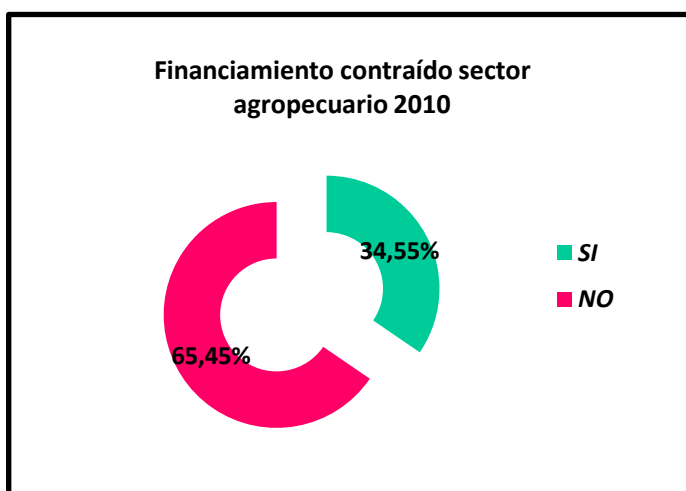
Esta situación podría atribuirse a la combinación de varios elementos, entre ellos la indiferencia por parte de los empresarios que prefieren concentrar sus recursos en el suministro de capital de trabajo, relegando así las inversiones para el crecimiento de sus negocios, al suponerlas equivocadamente, como innecesarias y demasiado riesgosas. No obstante también podría deberse a las deficientes y limitantes opciones de financiamiento disponibles en los mercados tradicionales, las cuales en la mayoría de casos, no se adaptan a la realidad financiera de los empresarios más pequeños. Otro factor fundamental, radica en el desconocimiento y aislamiento de varios mecanismos disponibles en mercados poco convencionales, debido a su complejidad, así como escasa difusión.

Sin embargo, es forzoso cambiar estos paradigmas, ya que la innovación es un elemento trascendental para el progreso de toda empresa, independientemente de su tipo o tamaño; y el sector primario, al constituir uno de los pilares dinámicos y vitales de nuestra economía, también debe someterse a un eficaz proceso de modernización, que no solo impulse su cambio tecnológico, sino que permita lograr el crecimiento acelerado de la economía, a través de la represión de las múltiples restricciones naturales, estructurales y coyunturales que impiden su desarrollo. Asimismo, esta innovación debe encaminarse a un uso eficiente de los recursos naturales, por medio del desarrollo de nuevos conocimientos, tecnologías y métodos, que compensen los limitados factores de producción, ya sea a través de la inserción de maquinarias y equipos más eficientes, el mejoramiento de las infraestructuras, la modificación de procesos y métodos o la inclusión de tecnologías biológicas, que en definitiva contribuyan al incremento de la productividad, así como a una mayor incursión del sector empresarial de nuestro país en el procesamiento de las materias primas.

1.14.5 Necesidades de financiamiento en el sector agropecuario

Sin embargo, la consecución de estos propósitos va de la mano también de la generación de mecanismos de financiamiento innovadores que ofrezcan mayor flexibilidad, especialmente para las pequeñas y medianas empresas que constituyen una parte esencial de este sector y que se ven afectadas por los numerosos, así como estrictos términos crediticios que les impone el sistema financiero tradicional, dado los riesgos adicionales a los que se encuentran expuestas (sequías, inundaciones, plagas, etc.).

Esto se evidencia en la gráfica No. 43, en la que claramente puede observarse que la mayoría de establecimientos agropecuarios, ya sea de forma voluntaria o involuntaria, no han contraído crédito con ninguno de los proveedores de capital existentes en nuestro país. Es así, que solamente el 34,55% de los participantes de este sector ha obtenido financiamiento externo para sus negocios, en tanto que el 65,45% predominante no lo ha hecho (CENEC, 2010).



Gráfica 43 Financiamiento contraído sector agropecuario (2010).

Fuente: CENEC, 2010.

Elaborado por: Las autoras.

Este comportamiento nos permite inferir dos supuestos, el primero es que gran parte de los propietarios de establecimientos agrícolas han perdido su confianza en el sistema de crédito convencional; motivo por el que han optado por financiarse con los recursos propios que han logrado ahorrar.

No obstante, es importante señalar que este caudal

particular, al ser bastante limitado en la mayoría de los casos, estaría siendo asignado primordialmente a las operaciones del día a día; motivo por el que los proyectos destinados a la expansión, modernización y diversificación de sus actividades se encontrarían estancados.

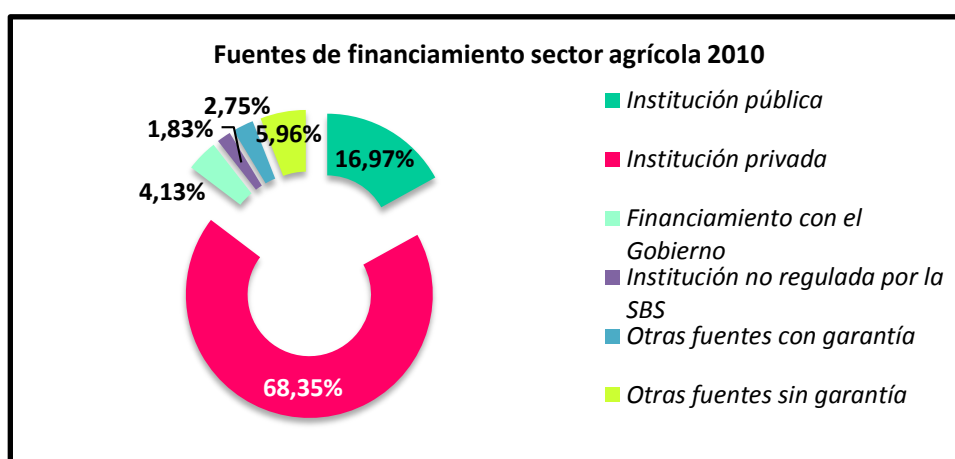
Por otra parte, la segunda posibilidad para explicar esta tendencia sería que los suministradores de recursos han sido más restrictivos en sus asignaciones; de tal forma que únicamente han entregado capital al 34,55% de las empresas del sector agrícola y

por consiguiente, han negado las solicitudes de otros negocios que se han visto forzados a incluirse en el 65,45% que no ha contraído pasivos.

1.14.5.1 Fuentes de financiamiento del sector agropecuario

Si analizamos cuáles fueron las principales fuentes de capital para la minoría de establecimientos agropecuarios, es posible señalar que las instituciones privadas y públicas ocuparon los lugares más representativos.

Es así, que según datos publicados en el último Censo Nacional Económico (2010), el 68,35% de estas entidades consiguieron financiamiento por medio de las alternativas que ofrece el sistema financiero privado, el 16,97% a través de entes de crédito estatales, el 5,96% de otras fuentes sin garantía, el 4,13% mediante financiamiento con el Gobierno, el 2,75 % de otras fuentes con garantía y el 1,83% restante por medio de instituciones no reguladas por la Superintendencia de Bancos (Ver gráfica No. 44).



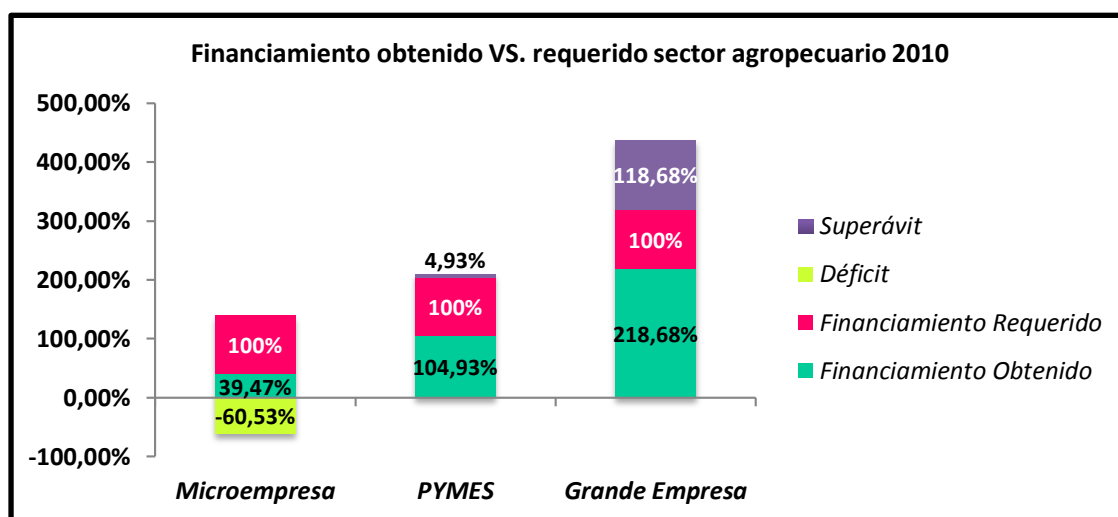
Gráfica 44 Fuentes de financiamiento sector agrícola (2010).
Fuente: CENEC, 2010.
Elaborado por: Las autoras.

Esta información nos permite notar la escasa participación del Mercado de Valores como proveedor de fondos para el sector agropecuario; puesto que aun incluyéndolo dentro de la clasificación “Otras fuentes con garantía” su aporte continuaría siendo poco relevante (2,75%).

Este hecho contrasta con la realidad de otros países de Latinoamérica como Colombia y Argentina, en los que se ha promovido el ingreso inclusive de los pequeños y medianos establecimientos agrícolas al segmento bursátil; a través de la implementación de mecanismos asociativos que permitan contribuir a la superación de sus riesgos, así como debilidades individuales.

1.14.5.2 Financiamiento Obtenido VS. Requerido por las PYMES agropecuarias

En el caso de las PYMES agropecuarias es posible observar que durante el año 2010 existió un superávit en materia de financiamiento. Es así, que según se puede apreciar en la gráfica No. 45, el capital obtenido por este segmento empresarial superó al requerido, dando lugar a la existencia de una diferencia a favor no muy significativa (4,93%).



Gráfica 45 Financiamiento obtenido vs. Requerido sector agropecuario (2010).

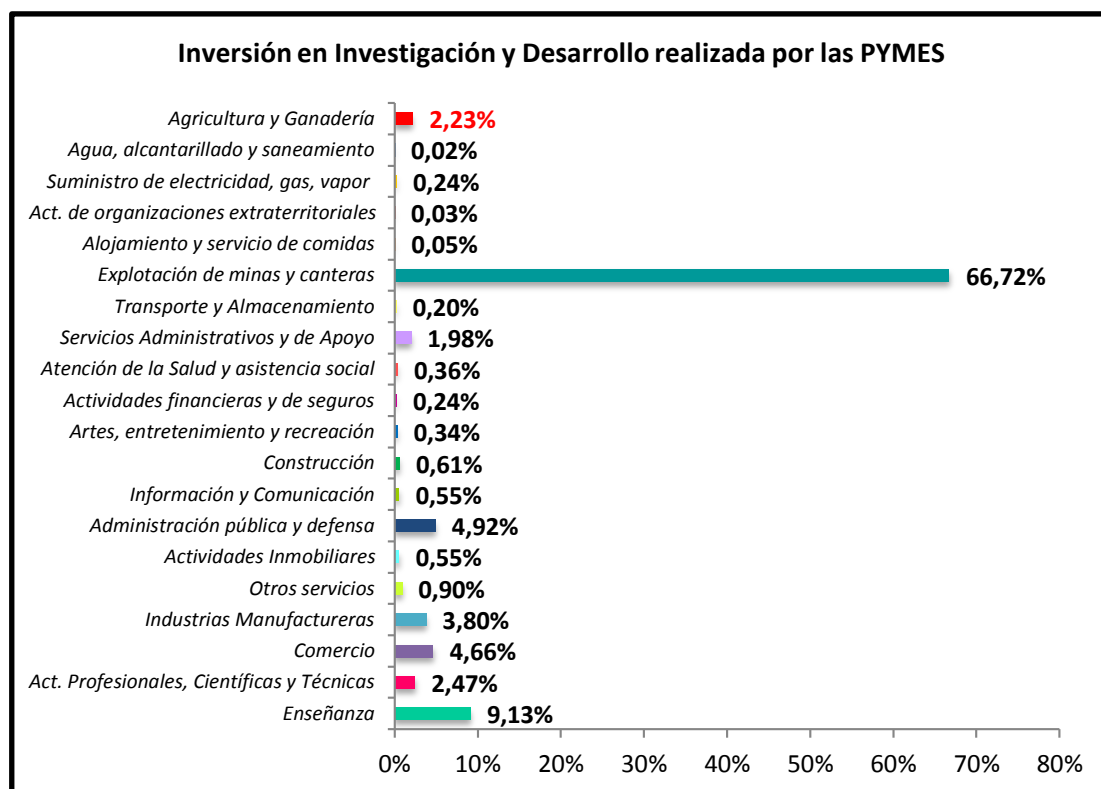
Fuente: CENEC, 2010.

Elaborado por: Las autoras.

Pese a que la ilustración refleja que las pequeñas y medianas organizaciones agropecuarias solventaron sus necesidades de capital en su totalidad; es preciso señalar que una de las principales debilidades de este sector ha sido y es su naturaleza subdesarrollada; razón por la que es altamente probable que el financiamiento demandado, haya sido encaminado principalmente a cubrir requerimientos de capital de trabajo, dejando únicamente una escasa participación para la consecución de proyectos a largo plazo.

Esta conclusión se justifica dados los escasos niveles de inversión en Investigación y Desarrollo que fueron evidenciados durante el 2010 por parte de las PYMES agrícolas. Es así, que según se puede observar en la gráfica No. 46, el monto asignado a I+D específicamente por este segmento representó únicamente el 2,23% de la inversión total realizada por las pequeñas y medianas organizaciones bajo este concepto (CENEC, 2010).

Es importante resaltar que el enfoque empresarial de la I+D se centra en desarrollar nuevos productos o mejorar los ya existentes, a través del empleo de tecnología eficiente, ecológica y que ofrezca un mayor rendimiento.



Gráfica 46 Inversión en I+D realizada por las PYMES (2010).

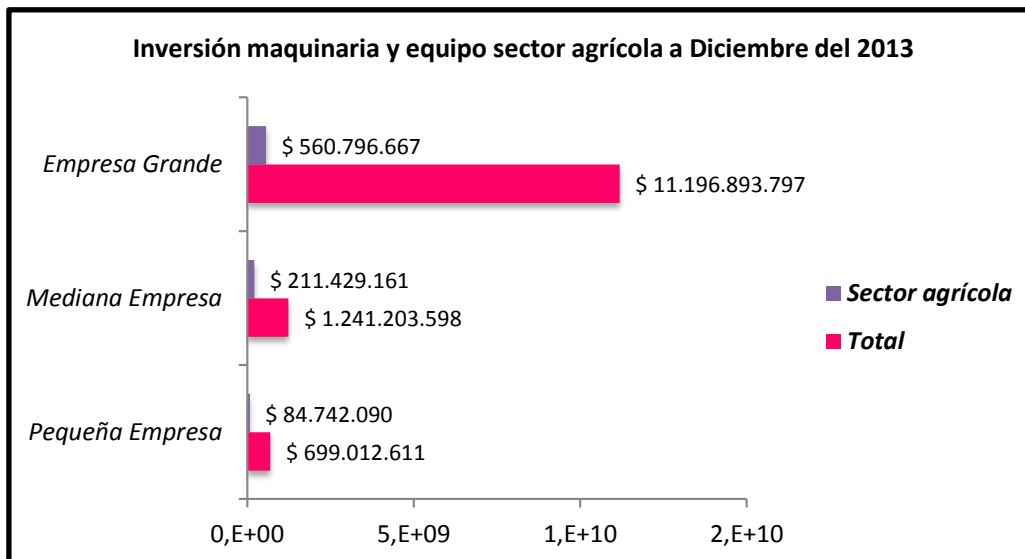
Fuente: CENEC, 2010.

Elaborado por: Las autoras.

1.14.6 Inversión en maquinaria y equipo efectuada por PYMES agropecuarias

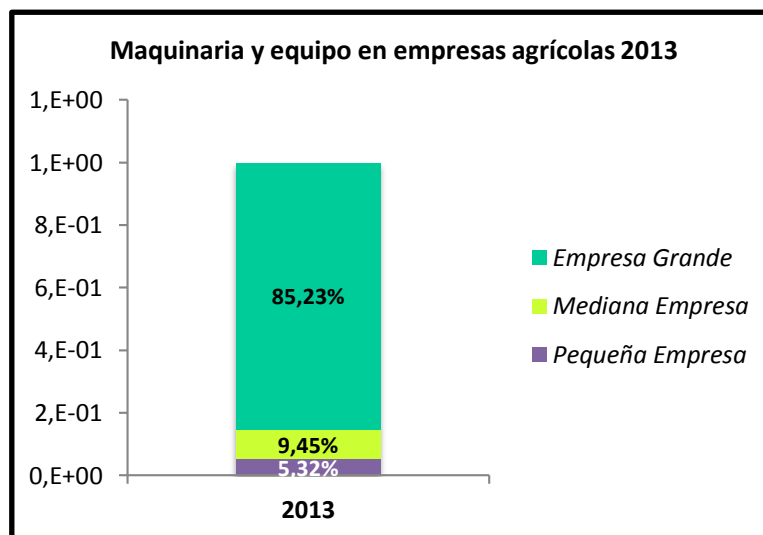
A partir de datos contables presentados en los Anuarios Estadísticos que emite la Superintendencia de Compañías, fue posible determinar que a Diciembre del 2013 el saldo acumulado en la cuenta maquinaria y equipo de las empresas agrícolas pertenecientes al segmento PYME, ascendió a USD 211.429.161,00 en el caso de las medianas organizaciones y a USD 84.742.090,00 en los pequeños establecimientos (Ver gráfica No. 47).

Esta información permite evidenciar el grado de participación de este sector económico (agropecuario) en las partidas consolidadas de este activo fijo productivo; de tal forma que en lo referente a pequeños negocios su representatividad alcanzó el 12,12%; mientras que en medianas entidades su aporte ascendió al 17,03%.



Gráfica 47 Inversión en maquinaria y equipo sector agrícola (2013).
Fuente: Anuarios Estadísticos, Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.
Elaborado por: Las autoras.

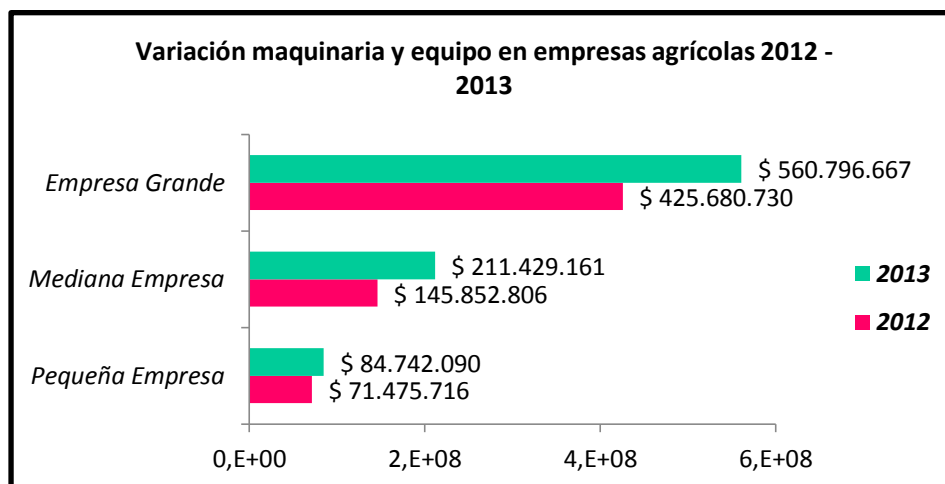
Sin embargo, es importante señalar que si analizamos el saldo agregado de la cuenta maquinaria y equipo, que abarca la inversión de las pequeñas, medianas y grandes empresas agrícolas; resulta factible apreciar que el 85,23% predominante de estas inversiones, pertenece a esta última categoría; en tanto que solo el 9,45% y el 5,32% remanente corresponde a las organizaciones del segmento PYME que desarrollan actividades agropecuarias (Ver gráfica No. 48).



Gráfica 48 Maquinaria y equipo en empresas agrícolas (2013).
Fuente: Anuarios estadísticos, Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.
Elaborado por: Las autoras.

Esta situación reconoce que como sucede a nivel global, las entidades más consolidadas son las que tienen acceso a una mayor y mejor tecnología; en contraste con la realidad que experimentan las pequeñas y medianas empresas, que disponen de una cantidad ampliamente inferior de este tipo de activos fijos y por lo general con un menor grado de avance o modernización

Por otra parte, si realizamos un estudio comparativo, a fin de evaluar el nivel de variación existente en la maquinaria y equipo disponible por los establecimientos agrícolas; es posible apreciar de acuerdo con la gráfica No. 49, que de Diciembre del 2012 a Diciembre del 2013 la inversión efectuada concretamente por los pequeños establecimientos creció en USD 13.266.373,99 (18,56%); mientras que en el caso de las medianas organizaciones se incrementó en USD 65.576.355,32 (44,96%).



Gráfica 49 Variación en maquinaria y equipo empresas agrícolas (2012-2013).
Fuente: Anuarios estadísticos, Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.
Elaborado por: Las autoras.

Este comportamiento ascendente es favorable para el desarrollo y expansión del sector agrícola ecuatoriano, puesto que una mayor asignación de recursos hacia este tipo de activos de capital, implica la ejecución de proyectos generadores de valor tales como: diversificación de las líneas de producción, modernización de equipos o ampliación de operaciones; lo cual es positivo para el progreso de la organización y también para la satisfacción del mercado.

CONCLUSIÓN

La pequeña y mediana empresa (PYME), constituye un sector estratégico para el desarrollo económico y productivo de nuestro país, pues aporta directamente a la generación de fuentes de trabajo permanentes, así como al aseguramiento de la oferta de productos básicos para el bienestar colectivo.

Sin embargo, dada la coyuntura actual, cada día son mayores las exigencias impuestas por la globalización para este segmento; de ahí que la transformación y diversificación de sus operaciones es imperativa, no solo para asegurar su supervivencia en el corto plazo, sino para lograr mayores índices de competitividad y rendimiento, que consoliden su crecimiento holístico a nivel local, pero sobre todo internacional.

Por otra parte, la apremiante exigencia del país de contar con empresas que generen alto valor agregado y que se encuentren en capacidad de enfrentar los retos que impone el cambio de la matriz productiva hoy en día, pone de manifiesto la necesidad de que las PYMES de todos los sectores, sobre todo de aquellos vinculados con la esfera productiva, intensifiquen sus inversiones de capital, con el fin de contribuir a la modernización, diversificación y expansión del aparataje empresarial ecuatoriano.

No obstante, todavía queda mucho por hacer para alcanzar esta realidad, ya que independientemente de su relevancia social, los niveles de innovación, financiamiento e inversión en este segmento son escasos. De ahí que espacios como la asociatividad se convierten en oportunidades potenciales para este grupo económico, que requiere el apoyo sinérgico, tanto financiero como no financiero, de todos los actores públicos y privados.

CAPÍTULO II

MECANISMOS DE FINANCIAMIENTO PARA PYMES EN EL ECUADOR

INTRODUCCIÓN

Las PYMES ecuatorianas a diferencia de las grandes corporaciones han enfrentado históricamente una realidad adversa en materia de financiamiento. Es así, que tanto las alternativas como las condiciones a las que pueden acceder difieren drásticamente; siendo para las primeras mucho más limitadas y estrictas debido a los riesgos superiores a los que se encuentran expuestas. Es por ello que, aunque desempeñan un papel fundamental en la dinamización de la economía nacional, han sido relegadas; lo que ha interferido negativamente en su crecimiento sostenido y modernización.

Adicionalmente, dadas las particularidades de este segmento, así como debido a la desinformación por parte de sus representantes; los mecanismos destinados a solventar sus necesidades de capital en el mercado financiero se han reducido fundamentalmente al financiamiento propio o a los créditos bancarios; estos últimos por lo general, presentan altos costos y contemplan escasos plazos; sobre todo en épocas de inestabilidad económica como la experimentada por el Ecuador hoy en día; descuidando así, opciones potenciales y casi inexploradas en nuestro medio, como el Mercado de Valores; el cual a pesar de constituir una fuente de financiamiento ideal para proyectos de capital; debido a su desconocimiento, así como a sus restricciones de ingreso; ocasiona que de forma individual, resulte sumamente oneroso y complejo para las PYMES, cumplir con los requisitos reglamentarios para participar en estos procesos; sin comprometer sus niveles de competitividad y rentabilidad.

2.1 El Mercado Financiero

Actualmente, el mercado financiero ecuatoriano ofrece varias alternativas de financiamiento a corto, mediano y largo plazo. Sin embargo, dependiendo de la naturaleza de la movilización de recursos, éstas pueden ser catalogadas como operaciones directas o indirectas.

Las de naturaleza indirecta son aquellas que se realizan a través del sistema financiero convencional; mientras que las directas engloban a los títulos que se emiten y negocian en el mercado de valores.

Empezaremos detallando las opciones de crédito que brinda el sistema financiero ecuatoriano, el cual se encuentra conformado tanto por instituciones de carácter público como privado.

2.2 El Sistema Financiero Ecuatoriano

Hoy en día, el sistema financiero de nuestro país está integrado principalmente por bancos, cooperativas de ahorro y crédito, mutualistas así como también por entidades de crédito públicas; cuya actividad principal es la intermediación financiera, es decir, su ejercicio se basa en captar recursos procedentes del ahorro público (pólizas de acumulación, certificados de ahorro, certificados de inversión, etc.), para después canalizarlos a través de préstamos hacia el sector productivo.

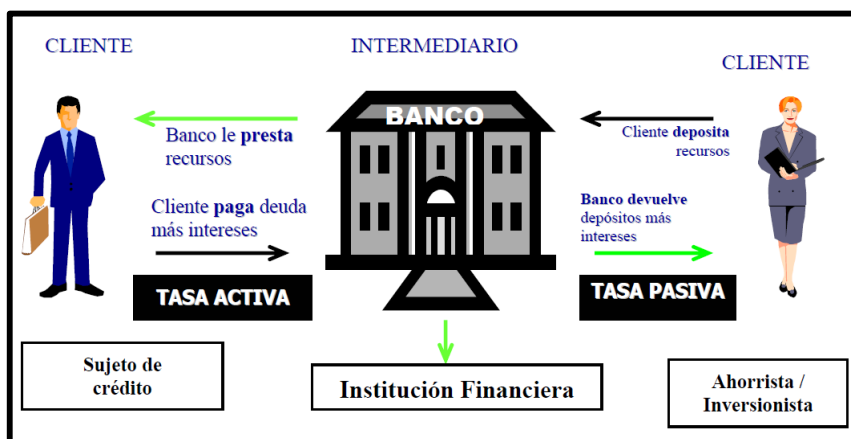
Es importante distinguir dos conceptos implícitos en este proceso, el primero es el de la tasa pasiva, que se define como la tasa de interés que la entidad bancaria paga a los inversionistas por sus depósitos; en tanto que el segundo es conocido como tasa activa y se refiere al porcentaje o tarifa que cobra la institución financiera al sujeto de crédito.

La tasa activa siempre es mayor a la tasa pasiva; de tal forma que la diferencia entre ellas, da lugar al margen de ganancia que obtiene el banco y que es conocida como spread de tasas.

Por otra parte, es preciso resaltar que en una operación intermediada, quien asume el riesgo, así como tiene la responsabilidad ante los ahorristas es la entidad financiera; siendo este el principal motivo por el que ejecutan estrictos análisis crediticios, a fin de resguardar las inversiones de sus depositantes, así como su estabilidad y solvencia.

2.2.1 Mecánica de una operación intermediada

Con el fin de ilustrar el procedimiento detallado anteriormente, utilizaremos la siguiente gráfica que expone la clásica movilización indirecta de recursos que se efectúa en el ámbito bancario:



Gráfica 50 Mecánica de una operación intermediada.
Fuente: Guía estudiantil del mercado de valores.

2.2.2 Tarifas referenciales y máximas

Previo a estudiar los mecanismos de financiamiento disponibles tanto en la banca pública como privada, es preciso conocer las tarifas referenciales y máximas definidas para los diversos segmentos de crédito por la Junta de Regulación Monetaria y Financiera, las cuales periódicamente son publicadas a través de la plataforma del Banco Central del Ecuador, órgano encargado de la instrumentación de la política crediticia, así como de su difusión.

TASAS DE INTERÉS ACTIVAS EFECTIVAS A JUNIO DE 2016⁵

TASAS REFERENCIALES	TASAS MÁXIMAS
Tasa Activa Efectiva Referencial para el segmento:	Tasa Activa Efectiva Máxima para el segmento:
PRODUCTIVO CORPORATIVO	
9,31%	9,33%
PRODUCTIVO EMPRESARIAL	
9,96%	10,21%
PRODUCTIVO PYMES	
11,33%	11,83%
COMERCIAL PRIORITARIO CORPORATIVO	
8,66%	9,33%
COMERCIAL PRIORITARIO EMPRESARIAL	
9,82%	10,21%

⁵ No se incluyen los segmentos de: Consumo, Educación, Vivienda, Microcrédito e Inversión Pública.

COMERCIAL PRIORITARIO PYMES

11,10%

11,83%

Tabla 3 Tasas de interés activas efectivas a Junio de 2016.
Fuente: Banco Central del Ecuador.

La difusión de estas tasas es importante, ya que permite que el público se mantenga informado y sea capaz de escoger la alternativa, así como la institución financiera que más se adecúe a sus propósitos y posibilidades. Asimismo, contribuye a que los entes crediticios al conocer estas tarifas, puedan definir los costos de sus productos financieros en función de estos límites, de modo que no incumplan con la legislación ni perjudiquen a la sociedad.

Para nuestro estudio, es importante rescatar que el financiamiento del segmento PYME es el más costoso, ya que su tarifa excede a la esfera corporativa. Aparentemente se podría inferir que estos costos superiores, se deben al mayor riesgo de estas entidades, debido a sus menores índices de formalidad. Sin embargo también es un costo, al menor desarrollo económico, aun cuando este factor sea indispensable para su crecimiento futuro.

2.2.3 El Sistema Financiero Privado

En el Ecuador existen varias instituciones financieras de naturaleza privada que se especializan en operaciones intermediadas; sin embargo dado que nuestra investigación se enfoca en el sector de la pequeña y mediana empresa, nos centraremos concretamente en las alternativas que estos entes ofrecen a este importante segmento de la economía nacional.

Es así, que de acuerdo a lo estipulado en la Resolución No. 043-2015-F, emitida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, actualmente las entidades de crédito tienen la facultad de ofrecer varios productos al público, no obstante entre ellos destacan los créditos de carácter productivo y comercial prioritario.

2.2.3.1 Crédito productivo

Se entiende por crédito productivo a todos aquellos préstamos otorgados a personas naturales o jurídicas, por un plazo superior a un año, destinados a financiar proyectos productivos; cuyo monto, en al menos el 90%, se encuentre dirigido a la adquisición de bienes de capital, terrenos, construcción de infraestructura o compra de derechos de propiedad industrial.

Es importante señalar que éstos se dividen en tres categorías: corporativos, empresariales y PYMES. Para fines de nuestra investigación nos enfocaremos específicamente en las dos últimas clasificaciones, dado que cada una es aplicable a un distinto segmento de los pequeños y medianos establecimientos⁶.

- **Crédito productivo empresarial**

Se encuentra dirigido a solventar actividades productivas de personas naturales obligadas a llevar contabilidad o personas jurídicas, cuyos ingresos por ventas anuales sean superiores a USD 1.000.000,00 y menores o iguales a USD 5.000.000,00.

- **Crédito productivo PYMES**

Constituyen operaciones de crédito productivo otorgadas a personas naturales obligadas a llevar contabilidad o a personas jurídicas, que registren ventas anuales mayores a USD 100.000,00 e inferiores o iguales a USD 1.000.000,00

2.2.3.2 Crédito comercial prioritario

Este tipo de préstamos están orientados a financiar la adquisición de bienes y servicios para actividades productivas o comerciales de personas naturales obligadas a llevar contabilidad o de personas jurídicas, cuyas ventas anuales sean superiores a USD 100.000,00 (excluye la adquisición o comercialización de vehículos livianos de combustible fósil⁷).

Incluye las operaciones de financiamiento de vehículos pesados y capital de trabajo, así como también los créditos entre entidades financieras. De igual forma esta categoría se encuentra dividida en tres sub segmentos: corporativo, empresarial y PYMES, cuyos límites son los mismos que aplican en el caso de los créditos productivos.

Por otra parte, es preciso puntualizar que para la concesión de cualquiera de estos tipos de préstamos, la institución financiera también considera, sin excepción, otros indicadores de naturaleza cuantitativa y cualitativa, cuyo cumplimiento constituye el factor principal para su aprobación. Estos son:

2.2.3.3 Factores cuantitativos mínimos a evaluar

- Flujo de caja proyectado
- Estado de flujo de efectivo

⁶ Según el monto de ventas establecido en el Código Orgánico de Producción Comercio e Inversiones.

⁷ Crédito comercial ordinario

- Liquidez
- Apalancamiento
- Rentabilidad y eficiencia
- Análisis horizontal y vertical de la cuentas del estado de situación financiera, así como del estado de resultados integral.

Para su valoración se tomarán en cuenta los indicadores de la industria a la que pertenece cada sujeto de crédito evaluado.

2.2.3.4 Factores cualitativos mínimos a examinar

- Competencia de la administración
- Estructura organizacional
- Tamaño y dependencia en el grupo económico, si fuera el caso, y
- Composición de la estructura accionarial

Estos elementos tienen como objetivo analizar la capacidad de pago, al igual que la situación financiera del deudor. Sin embargo, también se evalúan otros componentes adicionales como la experiencia de pago, la voluntad de pago y el carácter o actitud del sujeto de crédito frente a sus obligaciones previas.

2.2.3.5 Tarifas empleadas por la Banca privada

Con el fin de conocer cuál es el costo financiero que debe asumir un pequeño o mediano empresario en la obtención de un crédito, expondremos a continuación las tasas activas efectivas fijadas en los tarifarios de ciertos bancos privados del país, a junio del 2016 para el segmento productivo.

Crédito Productivo Corporativo⁸	
Institución Financiera	Tasa activa efectiva
Banco del Pichincha	9,33%
Banco de Guayaquil	9,33%
Banco del Austro	9,33%
Banco Internacional	9,33%

Tabla 4 Tasas Crédito Productivo Corporativo.
Fuente: Tarifarios instituciones financieras privadas.
Elaborado por: Las autoras.

⁸ Actualmente, estas tasas también aplican para los créditos comerciales prioritarios de cada sub segmento.

Crédito Productivo Empresarial⁸

Institución Financiera	Tasa activa efectiva
Banco del Pichincha	10,21%
Banco de Guayaquil	10,21%
Banco del Austro	10,21%
Banco Internacional	10,21%

Tabla 5 Tasas Crédito Productivo Empresarial.
Fuente: Tarifarios instituciones financieras privadas.
Elaborado por: Las autoras.

Crédito Productivo PYMES⁸

Institución Financiera	Tasa activa efectiva
Banco del Pichincha	11,83%
Banco de Guayaquil	11,83%
Banco del Austro	11,83%
Banco Internacional	11,83%

Tabla 6 Tasas Crédito Productivo PYMES.
Fuente: Tarifarios instituciones financieras privadas.
Elaborado por: Las autoras.

De forma preliminar, es posible apreciar que todas las entidades bancarias analizadas manejan actualmente las mismas tasas activas efectivas en cada categoría; las cuales a su vez, constituyen las tarifas máximas establecidas por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

Por otra parte, es importante resaltar que hemos incluido las tasas de interés vigentes para el sector corporativo, a fin de efectuar un estudio comparativo entre éstas y las que rigen para los pequeños y medianos establecimientos.

Es así, que si cotejamos la tasa activa efectiva que cobran los entes de crédito privados en préstamos productivos corporativos (9,33%), con las que aplican en los de naturaleza empresarial o PYMES (10,21% y 11,83% respectivamente); es posible apreciar que existe una diferencia de 0,88 puntos porcentuales en el primer caso y del 2,5% en el segundo.

Este hecho se debe a que la tarifa más baja rige únicamente para las grandes empresas, cuyos ingresos anuales superan los USD 5.000.000,00 y que por ende, son consideradas como organizaciones económicamente estables, con una mejor posibilidad de reembolso.

Por otra parte, es factible observar también que los establecimientos más pequeños son los que deben afrontar un costo financiero más elevado. Esta situación da lugar a una contraposición de intereses entre las instituciones financieras y este segmento empresarial; ya que por un lado la Banca y sus órganos de control, al reconocer la menor estabilidad y capacidad de pago de las PYMES, establecen una tasa de interés mayor

que compense el riesgo asumido. Sin embargo, esta determinación al mismo tiempo es paradójica, dado que esa misma realidad económica incipiente hace que este grupo se convierta en el menos idóneo para afrontar un costo mayor.

2.2.3.6 Tarifas empleadas por Cooperativas de Ahorro y Crédito

La cartera de productos financieros que ofrecen las cooperativas de ahorro y crédito es diversa, sin embargo es limitada en comparación con la que ostenta la banca privada. Es así, que si nos centramos específicamente en las alternativas que brindan al segmento comprendido por las pequeñas y medianas empresas; es factible apreciar que las categorías existentes oscilan entre crédito productivo o comercial prioritario.

A continuación expondremos las tarifas vigentes en algunas de estas instituciones para los sub segmentos: empresarial y PYMES que son objeto de nuestro estudio.

Cooperativa de Ahorro y Crédito Juventud Ecuatoriana Progresista JEP	
Tipo de crédito	Tasa activa efectiva
Crédito comercial prioritario empresarial	10,20%
Crédito comercial prioritario PYMES	11,79%

Tabla 7 Tasas Activas Crédito Comercial Prioritario.
Fuente: Tarifario Cooperativa JEP.
Elaborado por: Las autoras.

Cooperativa de Ahorro y Crédito "29 de Octubre" Ltda.	
Tipo de crédito	Tasa activa efectiva
Crédito productivo PYMES	11,83%
Crédito comercial prioritario PYMES	11,83%

Tabla 8 Tasas Activas Crédito PYMES.
Fuente: Tarifario Cooperativa 29 de Octubre
Elaborado por: Las autoras.

2.2.3.7 Tarifas empleadas por Mutualistas

La actividad económica de las mutualistas se fundamenta en la concesión de créditos para la vivienda. Es por ello, que no especificaremos las tarifas ni los productos financieros que ofertan, dado que no se encuentran enmarcados en nuestra investigación.

2.2.3.8 Análisis de las tasas efectivas vigentes en el Sistema Financiero Privado

Si cotejamos las tasas activas empleadas por la banca privada, con las que rigen en las cooperativas de ahorro y crédito (en los productos financieros comunes), es factible concluir que son bastante similares; salvo en el caso de la Cooperativa Juventud

Ecuatoriana Progresista (JEP), que maneja las tarifas más bajas del mercado en las categorías comercial prioritario empresarial y PYMES (10,20% y 11,79%).

2.2.3.9 Requerimientos que normalmente exige el Sistema Financiero Privado

Por otra parte, en lo referente a los requisitos que demandan este tipo de instituciones para la concesión de préstamos, podemos citar de forma general a los siguientes términos:

- Documentación legal actualizada
- Información financiera actualizada
- Garantía hipotecaria o un aval personal (de acuerdo al monto solicitado).
- Estudio de factibilidad y flujo de caja estimado, en el caso de proyectos.
- Declaración de impuesto a la renta e IVA.
- Antigüedad del negocio mínima de 18 meses.
- Demostrar ingresos estables procedentes de la actividad económica durante los últimos 6 meses, entre otros.

En el caso de préstamos de carácter agrícola, ciertas entidades solicitan también copias del contrato suscrito entre el sujeto de crédito y su cliente o clientes principales.

2.2.3.10 Plazos y montos

En lo referente a los plazos y montos máximos de crédito, la mayoría de instituciones financieras únicamente señalan que estas condiciones se encuentran en función del flujo o ciclo productivo del negocio, así como de las necesidades y posibilidades de cada organización.

No obstante, entidades como el Banco del Austro y las Cooperativas JEP y 29 de Octubre Ltda., ofrecen información más detallada. A continuación presentaremos los datos encontrados en las páginas web de cada entidad:

Banco del Austro		
Tipo de crédito	Monto	Plazo
Crédito productivo empresarial	Mínimo: USD 10.000,00	Mínimo: 1 mes – Máximo: 18 meses ¹⁰
	Máximo: 200% del patrimonio del sujeto de crédito ⁹	Mínimo: 12 meses - Máximo: 60 meses ¹¹
		Mínimo: 12 meses – Máximo: 48 meses ¹²
	Mínimo: USD 3.000,00	Mínimo: 1 mes – Máximo: 18 meses ¹⁰

⁹ Salvo que existiesen las garantías adecuadas que cubran un monto mayor.

¹⁰ Cuando el crédito esté orientado a solventar necesidades de capital de trabajo.

¹¹ Cuando el crédito se encuentre destinado a financiar la compra de activos fijos.

¹² Financiamiento de proyectos.

Crédito productivo PYMES	Máximo: USD 200.000,00 o no superior al 200% del patrimonio del sujeto de crédito ⁹	Mínimo: 12 meses – Máximo: 48 meses ¹¹ Mínimo: 12 meses – Máximo: 48 meses ¹²

Tabla 9 Características Crédito Productivo.
Fuente: Banco del Austro S.A.
Elaborado por: Las autoras.

Cooperativa Juventud Ecuatoriana Progresista JEP		
Tipo de crédito	Monto	Plazo
Crédito comercial prioritario PYMES	Entre USD 20.000,00 y USD 200.000,00	Máximo: 10 años

Tabla 10 Características Crédito Comercial Prioritario PYMES.
Fuente: Cooperativa JEP.
Elaborado por: Las autoras.

Cooperativa 29 de Octubre Ltda.		
Tipo de crédito	Monto	Plazo
Crédito productivo PYMES	Mínimo: USD 10.000,00 Máximo: USD 300.000,00	Máximo: 60 meses

Tabla 11 Características Crédito Productivo PYMES.
Fuente: Cooperativa 29 de octubre.
Elaborado por: Las autoras.

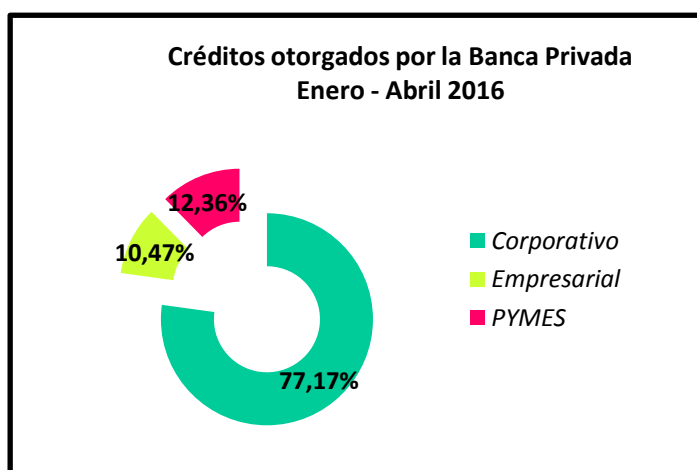
Estas cifras nos permiten inferir que el monto máximo de financiamiento que puede ofrecer el Sistema Financiero Privado al segmento integrado por las pequeñas y medianas empresas, oscila entre USD 200.000,00 y USD 500.000,00 aproximadamente. Este hecho evidencia la supremacía del Mercado de Valores sobre las alternativas de crédito convencionales; dado que el capital que se puede obtener, a través de la emisión y negociación de títulos es considerablemente mayor, especialmente si se emplean mecanismos asociativos que contribuyan a minimizar riesgos y debilidades individuales.

De igual forma, en lo que respecta a plazos y tasas de interés, el mercado bursátil continúa ofreciendo ventajas superiores, puesto que permite obtener financiamiento a un menor costo y con periodos de pago más flexibles que los estipulados por la Banca y las Cooperativas de Ahorro y Crédito.

Más adelante expondremos con mayor énfasis las opciones que brinda el Mercado de Valores ecuatoriano.

Por último, con el fin de conocer la asignación de crédito efectuada por la banca privada ecuatoriana, hemos procedido a analizar los préstamos concedidos por las instituciones financieras particulares durante el primer cuatrimestre del 2016.

Es así, que a partir de la tabulación de los datos presentados por la Superintendencia de Bancos (2016), fue factible apreciar que el segmento corporativo, que corresponde a la gran empresa, recibió la mayor cantidad de financiamiento (77,17%); en tanto que la participación remanente se distribuyó entre los pequeños y medianos establecimientos, quienes a través de los préstamos “PYMES” y “Empresarial” recibieron el 12,36% y el 10,47% del monto de crédito consolidado.



En este sentido, es importante señalar que la participación agregada del segmento PYME alcanzó únicamente el 22,83%, situación que pone de relieve el predominio de las organizaciones más consolidadas, en cuanto a la obtención de crédito.

Gráfica 51 Créditos otorgados por la banca privada (Ene-Abr/2016).
Fuente: Superintendencia de Bancos.
Elaborado por: Las autoras.

2.2.4 El Sistema Financiero Público

El Sistema Financiero Público surge con el fin de promover el desarrollo del aparato productivo local, a través de la oferta de condiciones de financiamiento más competitivas y flexibles, destinadas a atender las necesidades de los sectores estratégicos y prioritarios del país; así como a generar mayores niveles de inversión social, que deriven en la erradicación de la pobreza y el mejoramiento de la calidad de vida de la población.

Es por ello, que la política que aplican estas instituciones, así como su gestión, deben ceñirse estrictamente a los objetivos y estrategias de desarrollo trazadas por el Gobierno Central, de modo que la totalidad de sus acciones, recursos, así como inversiones, deben focalizarse hacia los sectores que de acuerdo con la Administración, tengan una mayor relevancia social o sean considerados de preeminente interés debido a su vulnerabilidad.

En el Ecuador, el sistema financiero público está conformado básicamente por cuatro entidades: el Banco de Desarrollo B.P., el Banco Ecuatoriano de la Vivienda B.P. (BEV B.P.), la Corporación Financiera Nacional B.P. (CFN B.P.) y BanEcuador B.P.

Sin embargo, dado el propósito de nuestro estudio nos centraremos exclusivamente en los dos últimos organismos, ya que ofertan productos financieros que pueden ser aplicables para el segmento de la pequeña y mediana empresa (PYME).

2.2.4.1 BANEQUADOR B.P.

Inició sus operaciones el 09 de mayo del presente año, a partir de la transferencia del activo, pasivo y patrimonio del Banco Nacional de Fomento (BNF), denominación con la que se lo vinculaba anteriormente.

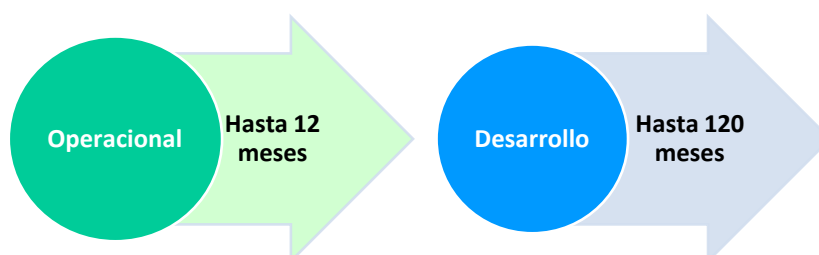
Esta entidad que forma parte del sistema financiero público ecuatoriano y representa la octava en activos con alrededor de USD 1.500 millones, fue creada para atender específicamente los requerimientos de capital de la micro, pequeña y mediana empresa, así como de las organizaciones asociativas en sectores de producción (no oferta financiamiento a la esfera corporativa) (El Comercio, 2016).

Su gestión mantiene un enfoque de desarrollo local, orientado principalmente a la atención de áreas rurales y urbano marginales, además se centra de forma prioritaria en negocios vinculados con el agro, comercio y servicios.

Esta entidad ofrece como alternativas de financiamiento para el segmento PYME, créditos con las siguientes características:

- Montos desde USD 5.000,00 hasta USD 500.000,00.
- Frecuencia de pago personalizada de acuerdo al flujo de caja y al ciclo productivo de cada receptor, pudiendo ser: mensual, bimensual, trimestral, semestral o al vencimiento.

Los plazos para el reembolso de estos recursos varían en función de su finalidad:



Las tasas de interés efectivas que aplican para los servicios financieros destinados a este segmento, de acuerdo con el tarifario vigente a Junio de 2016, se detallan en la tabla a continuación:

TASAS ACTIVAS BANECUADOR B.P. PARA JUNIO 2016	
TIPO DE CRÉDITO	TASA EFECTIVA
CRÉDITOS PRODUCTIVOS	
Productivo PYMES	10,21%
COMERCIAL PRIORITARIO EMPRESARIAL	
Comercial prioritario PYMES	10,21%

Tabla 12 Tasas Activas Crédito PYMES.
Fuente: BANECUADOR B.P.
Elaborado por: Las autoras.

A pesar de que no existe variación alguna entre las tarifas que aplican para estos dos segmentos de crédito, su finalidad es diferente, razón por la que han sido categorizados de forma individual.

Algunos de los requisitos definidos para acceder a estos servicios incluyen:

- Presentación de la cédula de ciudadanía y del certificado de votación del solicitante y su cónyuge.
- Presentación del RUC o RISE.
- Copia de la planilla de cualquier servicio básico con una antigüedad no mayor de 2 meses a la fecha de presentación de la solicitud de crédito.
- Certificado laboral.
- Plan de inversión del proyecto.
- Estudio de factibilidad del proyecto con flujo de caja proyectado.

Garantías

Este espacio constituye uno de los cambios estructurales más importantes de esta institución, ya que a diferencia del Banco Nacional de Fomento (BNF), que validaba estrictamente garantías de carácter hipotecario (tierras) o prendario (bienes); esta entidad pretende incluir nuevos tipos de avales más accesibles para los futuros deudores, tales como: facturas, contratos de comercialización, modelos asociativos, e incluso el buen historial crediticio; todo ello bajo la premisa de promover la sostenibilidad social y rentabilidad financiera de los sectores productivos del país (Expreso, 2015).

Sin embargo, dada su incipiente creación, solo el tiempo dirá si esta nueva entidad logrará cumplir con todos los objetivos que se ha propuesto, así como subsanar la imagen desgastada del antiguo Banco Nacional de Fomento, el cual durante su operación se caracterizó por la falta de oportunidad en la concesión de créditos, al igual

que por el excesivo número de trámites y burocracia, que al final derivaba en la entrega tardía de estos importantes servicios a sus destinatarios.

2.2.4.2 Corporación Financiera Nacional B.P.

La Corporación Financiera Nacional (CFN B.P.) es una institución pública, cuya misión consiste en canalizar hacia los sectores productivos y estratégicos del país, productos financieros y no financieros que se encuentren alineados con los objetivos definidos en el Plan Nacional del Buen Vivir.

Algunos de los servicios financieros que oferta esta entidad y que podrían ser aprovechados por las PYMES incluyen:

- Capital de trabajo
- Activo fijo
- Financiamiento de segundo piso
- Programa Progresar

Activo Fijo

La CFN B.P. financia Activos Fijos para proyectos nuevos o de ampliación que cumplan con los siguientes criterios: actividades productivas, sectores priorizados, industrias estratégicas e industrias básicas. A continuación se exponen algunas características de la línea crediticia más destacada de este segmento:

CRÉDITO DIRECTO – ACTIVO FIJO	
Descripción producto financiero:	Su objetivo es proveer financiamiento para la adquisición de activos fijos o de capital.
Beneficiarios:	Personas naturales o jurídicas, cuyas actividades económicas se enmarquen en actividades productivas, sectores priorizados, industrias estratégicas y básicas.
Sector productivo al que se dirige:	Sectores priorizados y estratégicos.
Monto mínimo de financiamiento:	USD 50.000,00 por cada cliente.
Monto máximo de financiamiento:	USD 25 millones por sujeto de crédito y USD 50 millones por grupo económico.
Porcentaje de financiamiento (según el valor total del proyecto):	• Proyecto nuevo: Hasta el 70% • Proyectos en marcha: Hasta el 100% • Proyectos de construcción para la venta: hasta el 60%.
Tasa de interés:	Se determina a la firma del contrato.
Operaciones financiables:	Adquisición de activos fijos para todas las actividades económicas establecidas como financiables por la CFN B.P.

Forma de recaudación:	Débito bancario a la cuenta que los clientes notifiquen por escrito, pago directo por parte del deudor; o en la forma que la CFN B.P lo determine.

Tabla 13 Características Crédito Directo-Activo Fijo.

Fuente: Corporación Financiera Nacional B.P.

Elaborado por: Las autoras.

Anteriormente también se ofertaba una línea de financiamiento denominada Progresar – Activo Fijo, cuyo finalidad era la concesión de créditos destinados a impulsar el cambio de la matriz productiva nacional, a través de la inversión en activos de capital; sin embargo a la fecha, de acuerdo con la información disponible en la página de esta institución, la meta para este programa ya se cumplió.

Capital de Trabajo

Por otra parte, la CFN B.P., también ofrece financiamiento para satisfacer necesidades de Capital de Trabajo, no obstante los proyectos deben enmarcarse dentro de los mismos lineamientos establecidos para los activos fijos. Las líneas crediticias aplicables para el segmento PYME incluyen¹³:

CRÉDITO DIRECTO – CAPITAL DE TRABAJO	
Descripción producto financiero:	Su objetivo es proveer financiamiento para la adquisición de materia prima, insumos locales, asistencia técnica y otros rubros.
Beneficiarios:	Personas naturales y jurídicas, con ventas anuales de al menos USD 100.000,00.
Sector productivo al que se dirige:	Sectores priorizados y estratégicos.
Monto mínimo de financiamiento:	USD 50.000,00 por cada cliente.
Monto máximo de financiamiento:	USD 25 millones por sujeto de crédito y USD 50 millones por grupo económico.
Porcentaje de financiamiento (según el valor total del proyecto):	• Proyecto nuevo: Hasta el 70% • Proyectos en marcha: Hasta el 100% • Proyectos de construcción para la venta: hasta el 60%.
Tasa de interés:	Se determina a la firma del contrato.
Operaciones financiadas:	Capital de trabajo para las actividades económicas establecidas como financiadas por la CFN B.P.
Forma de recaudación:	Débito bancario a la cuenta que los clientes notifiquen por escrito, pago directo por parte del deudor; o en la forma que la CFN B.P lo determine.

Tabla 14 Características Crédito Directo-Capital de Trabajo.

Fuente: Corporación Financiera Nacional B.P.

Elaborado por: Las autoras.

¹³ Todas las alternativas descritas a continuación no aplican para el segmento de la Microempresa.

FINANCIAMIENTO DE EXPORTACIÓN	
Descripción producto financiero:	Financiamiento de capital de trabajo que promueva la exportación de todo producto elaborado en el Ecuador, vinculado a cualquier actividad económica exportable.
Beneficiarios:	Personas naturales y jurídicas registradas como exportador, con ventas anuales de al menos USD 100.000,00.
Sector productivo al que se dirige:	Sectores priorizados y estratégicos.
Monto mínimo de financiamiento:	USD 50.000,00 por cada cliente.
Monto máximo de financiamiento:	USD 25 millones por sujeto de crédito y USD 50 millones por grupo económico.
Porcentaje de financiamiento (según el valor total del proyecto):	Hasta el 100% de la exportación (incluye seguros, fletes, gastos de exportación, a excepción de impuestos o aranceles relacionados con la operación).
Tasa de interés:	Se determina a la firma del contrato.
Operaciones financieras:	Capital de trabajo para las actividades económicas establecidas como financiables por la CFN B.P. y destinadas a la exportación.
Forma de recaudación:	Débito bancario a la cuenta que los clientes notifiquen por escrito, pago directo por parte del deudor; o en la forma que la CFN B.P lo determine.

Tabla 15 Financiamiento de exportación.
Fuente: Corporación Financiera Nacional. B.P.
Elaborado por: Las autoras.

FINANCIAMIENTO DE IMPORTACIÓN	
Descripción producto financiero:	Financiamiento para materia prima, semielaborados o terminados importados que no se producen en el Ecuador o cuya producción sea insuficiente, deficiente o inexistente: • Para satisfacer la demanda local. • Siempre que su destino sea la transformación en materia prima, semielaborado o producto terminado que genere valor agregado en el proceso productivo de la industria nacional y sea destinado a la exportación.
Beneficiarios:	Personas naturales y jurídicas registradas como importador, con ventas anuales de al menos USD 100.000,00.
Sector productivo al que se dirige:	Sectores priorizados y estratégicos.
Monto mínimo de financiamiento:	USD 50.000,00 por cada cliente.
Monto máximo de financiamiento:	USD 25 millones por sujeto de crédito y USD 50 millones por grupo económico.
Porcentaje de financiamiento (según el valor total del proyecto):	Hasta el valor FOB de la importación financiada.
Tasa de interés:	Se determina a la firma del contrato.
Operaciones financieras:	Capital de trabajo para las actividades económicas establecidas como financiables por la CFN B.P.
Forma de recaudación:	Débito bancario a la cuenta que los clientes notifiquen por escrito, pago directo por parte del deudor; o en la forma que la CFN B.P lo determine.

Tabla 16 Financiamiento de Importación.
Fuente: Corporación Financiera Nacional B.P.
Elaborado por: Las autoras.

Programa PROGRESAR

- **Fondo Nacional de Garantía**

Constituye una herramienta que persigue facilitar el acceso al crédito a micro, pequeños y medianos empresarios, que no dispongan de los colaterales suficientes para respaldar una operación crediticia en el sistema financiero ecuatoriano.

Este mecanismo brinda mayor seguridad al sector financiero, ya que mitiga el riesgo de impago con la Institución Crediticia.

FONDO DE GARANTÍA	
Descripción:	Se encuentra organizado como un fideicomiso en donde la Corporación Financiera Nacional B.P. figura como único constituyente del Fondo.
Beneficiarios:	Personas naturales y jurídicas que sean consideradas como micro, pequeños o medianos empresarios, y que desarrollen actividades que contribuyan al Cambio de la Matriz Productiva del país.
Características principales:	• Las garantías del Fondo cubren hasta el 50% del capital del crédito, o hasta USD 500.000,00 por beneficiario. El monto mínimo de la garantía es de USD 2.000,00. • El plazo máximo de las fianzas es de 3 años para capital de trabajo y 10 años para activos fijos. • Los beneficiarios finales, deberán pagar, de manera anual, una tarifa sobre el monto de la fianza otorgada.
Actividades garantizables:	Pueden ser afianzadas por el Fondo Nacional de Garantías, los siguientes sectores priorizados y sus encadenamientos: ▪ Elaborados de cacao, café, pescado y productos lácteos. ▪ Derivados del petróleo. ▪ Metalmecánica. ▪ Químicos y farmacéuticos. ▪ Papel, cartón, plásticos y caucho. ▪ Conocimiento y tecnología. ▪ Turismo y logística. ▪ Procesados de la producción agrícola y pecuaria. ▪ Fabricación de prendas de vestir, calzado y artículos de cuero. ▪ Fabricación de muebles.
Funcionamiento:	• Opera a través de alianzas estratégicas con bancos y cooperativas de ahorro y crédito, quienes evalúan, de acuerdo a sus políticas específicas, a los potenciales clientes que pueden recibir el crédito y las garantías. • El Fondo de Garantía no interviene en ningún proceso de concesión o aprobación de la operación crediticia ante la institución financiera. • Todo el proceso para la entrega de la fianza lo maneja directamente la entidad financiera.
Beneficios:	• Sin trámites complicados. • Financiamiento de proyectos viables con mejores condiciones. • Oportunidades de crecimiento y desarrollo. • Promueve el financiamiento para el emprendimiento.

Requisitos:	• Ser un micro, pequeño o mediano empresario. • Alcanzar un promedio individual de ventas netas, durante los tres últimos años, que no supere los USD 5 millones. • Desarrollar una actividad relacionada con el Cambio de la matriz Productiva. • Contar con RUC o RISE y estar al día en el SRI. • Tener una calificación de riesgo que se adecúe a lo exigido por la SB. • Cumplir con los demás requerimientos solicitados por la entidad financiera.
Tarifas:	Está compuesta por dos elementos: • Tarifa fija: Cobrada por una sola vez al inicio del crédito. • Tarifa periódica: Cobrada de manera anticipada por cada año de cobertura de la garantía. Las tarifas se determinan en función de la calificación de riesgo de la institución financiera y del cliente.

Tabla 17 Fondo de Garantía.
Fuente: Corporación Financiera Nacional B.P.
Elaborado por: Las autoras.

En el contexto económico vigente, los fondos de garantía se han convertido en auténticas soluciones para el sector empresarial internacional, debido a su considerable aporte al fortalecimiento de los sectores productivos más vulnerables; así como en la generación de estabilidad en el mercado financiero, ya que convierten inversiones riesgosas y pérdidas potenciales, en operaciones seguras y fiables. La Corporación Financiera Nacional (CFN B.P.) en nuestro país, se ha convertido en la institución que encabeza la incorporación de este sistema, logrando no solo incrementar la productividad nacional, sino además facilitar la generación de vínculos de confianza entre los usuarios finales de los créditos y las diversas entidades financieras participantes.

Financiamiento de Segundo Piso

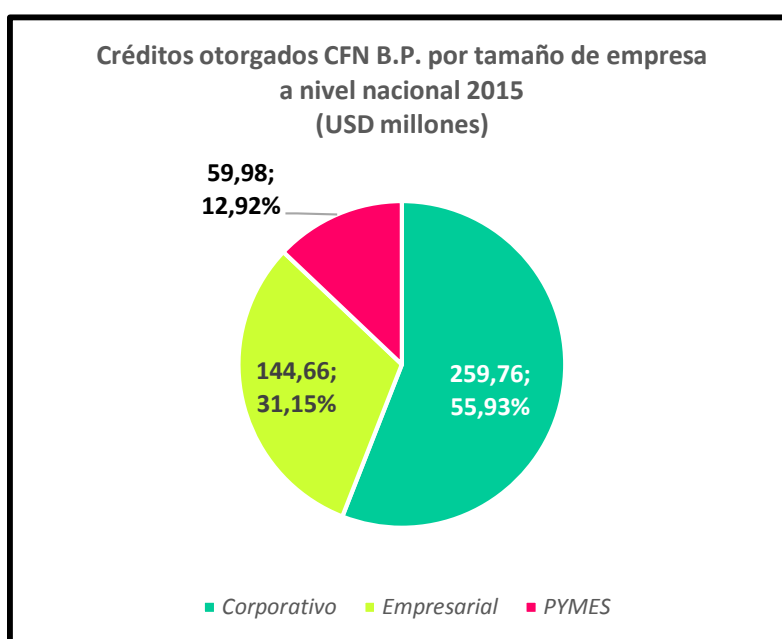
- Financiamiento productivo

A través de esta línea de crédito, la CFN B.P., busca mejorar sus canales de distribución de recursos, ya que utiliza las redes de las cooperativas, bancos privados, etc., con el fin de reducir la concentración del crédito y llegar a más beneficiarios en todo el país.

FINANCIAMIENTO PRODUCTIVO	
Financiamiento:	• Activo fijo: Incluye financiación de terrenos, bienes muebles e inmuebles y construcción. • Capital de trabajo: Excluye gastos no operativos. • Asistencia técnica. • Financiamiento de obligaciones (activos fijos o capital de trabajo).
Beneficiarios:	Personas naturales y jurídicas, privadas o mixtas, legalmente establecidas en el país.
Monto máximo de financiamiento:	Hasta USD 20.000.000,00

Plazo:	▪ Activo fijo: 10 años ▪ Capital de trabajo: 3 años ▪ Asistencia técnica: 2 años
Tasa de interés:	Reajutable cada 90 días en base a la TPR.
Amortización:	Cada 30, 90, 180 días o al vencimiento en operaciones de hasta 360 días, conforme el ciclo productivo de la actividad.
Garantías:	Negociadas entre la Institución Financiera y el beneficiario final.
Operaciones financieras:	Sectores priorizados: Confecciones y calzado, Farmacéutica, Metalmecánica, Energías renovables, Petroquímica, Turismo, Automotor, Cadena Agroforestal, Transporte y logística, Tecnología: Hardware y Software, Bio-química, Plástico y caucho, Alimentos y Servicios logísticos.

2.2.4.3 Análisis crediticio del Sistema Financiero Público



Gráfica 52 Créditos otorgados por la CFN B.P. (2015).
Fuente: Superintendencia de Bancos.
Elaborado por: Las autoras.

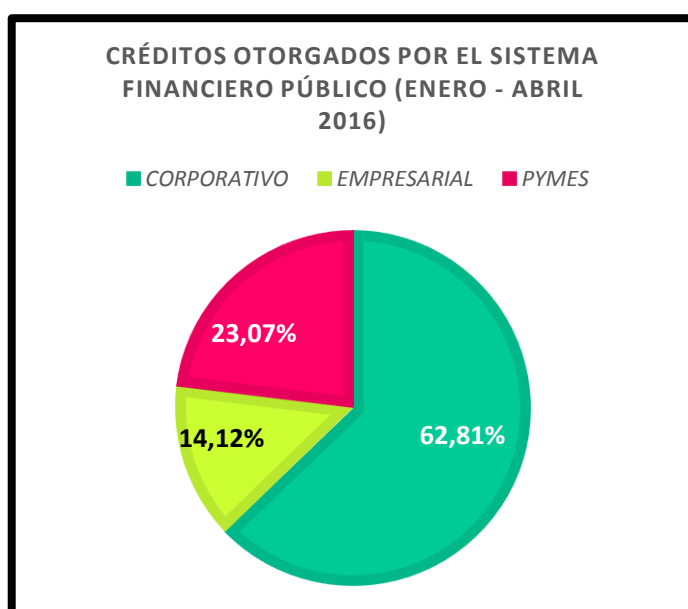
Por otra parte, la gráfica anterior demuestra que alrededor del 56% del financiamiento que entregó la Corporación Financiera Nacional B.P., durante el año 2015, estuvo destinado al segmento corporativo, es decir hacia empresas con una mayor consolidación y posición, tanto de mercado como financiera; mientras que los segmentos: empresarial y PYMES, participaron en una menor proporción, ocupando el segundo (31,15%) y tercer lugar (12,92%), respectivamente. Es necesario exponer, que a pesar de que las dos últimas esferas, son las que mayor apoyo requieren, debido a su principiante desarrollo (y que además constituyen el objeto de nuestro análisis), paradójicamente son también las que más bajo soporte reciben, no solo por parte de esta entidad sino a nivel global. De manera especial el sector conformado por las organizaciones más pequeñas, cuya porción en el pastel crediticio es mínima, más aún

si se considera el elevado número de empresas que conforman este sustancial segmento de la economía.

Esta situación lamentablemente contrasta con los objetivos estratégicos definidos por esta entidad, los cuales se pueden resumir como:

- Incrementar el acceso al crédito en el sistema financiero formal a pequeños y medianos empresarios con insuficientes garantías.
- Incrementar la eficiencia operacional en la Corporación Financiera Nacional.

No obstante, las cifras revelan que aún las grandes organizaciones continúan siendo las más privilegiadas, a pesar de que en el papel el impulso de las PYMES sea considerado como trascendental para la evolución de nuestra economía, la cual continuará siendo catalogada como “en vías de desarrollo”, de no efectuar cambios verdaderos que promuevan la evolución de estas industrias.



Gráfica 53 Créditos otorgados por el Sistema Financiero Público (Ene-Abr/2016).
Fuente: Superintendencia de Bancos.
Elaborado por: Las autoras.

Asimismo, con el fin de efectuar un análisis a mayor escala, hemos procedido a consolidar la totalidad de créditos otorgados por ambas entidades financieras durante el periodo comprendido entre Enero y Abril del año en curso, para después clasificarlos en función de su destinatario¹⁴. Debemos considerar que a esta fecha BanEcuador B.P. aun no operaba, por lo que estas cifras corresponden a la gestión del Banco Nacional de Fomento (BNF).

Es así, que durante este espacio tal como lo manifiesta la gráfica No. 53, la mayor parte de créditos concedidos por el sistema financiero público, estuvieron destinados al segmento corporativo (62,81%), seguido por las PYMES que obtuvieron el 23,07% y finalmente la esfera empresarial que alcanzó solamente el 14,12%. Es preciso recalcar que el financiamiento entregado a la primera categoría, corresponde exclusivamente a

¹⁴ Se excluye la categoría de Microcrédito.

la actividad de la Corporación Financiera Nacional, ya que la atención de este segmento no era una de las competencias del Banco Nacional de Fomento.

Adicionalmente, se debe rescatar que el financiamiento al sector de la Pequeña y Mediana Empresa por parte de este sistema, ni siquiera alcanzó el 40% de la cifra global durante este periodo; además a nivel general el segmento empresarial, en el que se encuentran incluidas las organizaciones medianas, fue el que menor atención recibió alcanzando un estrecho porcentaje de participación.

De ahí, que aunque la atención de las necesidades de capital por parte de las grandes corporaciones sean importantes, tanto para el crecimiento de la economía como para la estabilidad de la población; también los sectores más pequeños no deben ser olvidados, ya que no solo requieren sino que merecen apoyo, más aun dado su notable aporte a la producción, empleo, así como en la generación de destacados rubros para el área fiscal; de manera que es vital que organizaciones tan importantes como la Corporación Financiera Nacional reorganicen sus prioridades y destaquen también la relevancia de este segmento, a través de la adjudicación de créditos oportunos que permitan suplir sus requerimientos de operación y desarrollo; ya que solo así podrán convertirse en ejes fundamentales de la transformación del país, así como contribuirán activamente a la intensificación del Producto Interno Bruto nacional.

2.2.4.5 Ideas finales: Sistema Financiero Público

Los instrumentos de financiamiento que procura el aparato financiero público de nuestro país a la esfera empresarial, ciertamente son menos onerosos que los ofertados por los entes privados, e incluso, debido a los fines no lucrativos de estas organizaciones, se encuentran por debajo de las tarifas referenciales estipuladas por la Junta de Regulación Monetaria y Financiera para este tipo de operaciones.

A pesar de todo ello, el acceso de las PYMES a estos mecanismos en el mejor de los casos se ha encontrado condicionado, llegando, en el peor de los escenarios, a ser inexistente, sobre todo en las zonas con mayores niveles de pobreza y retroceso. Esta situación indudablemente ha generado desconfianza por parte de las empresas menos favorecidas, en las soluciones propuestas por la Administración para mejorar su acceso a este importante recurso; de ahí, que como se estudió en el capítulo anterior, alrededor del 50% de sus empresarios coinciden en la deficiente gestión de la banca pública para suplir sus necesidades de capital, así como en las desgastantes gestiones para alcanzarlos.

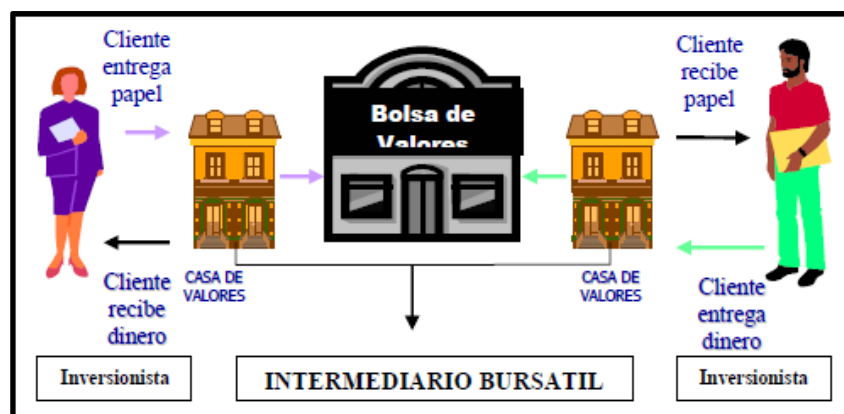
Adicionalmente, la actividad de los organismos más representativos de este sistema, la Corporación Financiera Nacional y el ex Banco de Fomento, no se ha caracterizado como debería por el apoyo a este sector, tanto en materia de entrega como cobertura, además a ambos organismos les precede su ineficiente política crediticia, simbolizada en las excesivas trabas y requisitos, que desmotivaban a los sectores menos favorecidos, debido a su escasa disponibilidad de garantías, así como participación en el mercado.

De ahí, que la nueva imagen del Banco de Fomento, así como los recientes programas diseñados por estas instituciones como el Fondo de Garantía, buscan erradicar la generalizada percepción de estos entes, que persiguen convertirse en un apoyo activo para el desarrollo de las PYMES, por medio de la ampliación de sus coberturas, avales, plazos y montos de financiamiento.

Sin embargo aunque la visión en general sea positiva, será necesario esperar para verificar si en realidad se han cumplido estas metas y ha existido un salto verídico en la gestión y dinámica de estas organizaciones, lo cual únicamente puede lograrse a través de su reestructuración total y esfuerzo conjunto.

2.3 EL MERCADO DE VALORES

Los Mercados de Valores al ser parte integrante del mercado financiero, constituyen un medio eficaz a través del cual se canalizan recursos financieros hacia actividades productivas de forma directa, mediante la emisión y negociación de valores. Sin embargo para que esta canalización sea posible es preciso que existan condiciones de transparencia e información suficiente, de ahí que sus participantes deben cumplir, entre otras características, con buenas prácticas de divulgación de la información, siendo ésta la razón principal por la que el segmento de la Microempresa se encuentra excluido de sus negociaciones.



Gráfica 54 Movilización directa de recursos: Operación Desintermediada.
Fuente: Guía Estudiantil del Mercado de Valores.

Aunque constituya un segmento casi inexplorado en nuestro país, no por ello su actividad es menos importante, ya que a través de su acción facilita el consenso entre empresarios e inversionistas, permitiendo a los primeros obtener recursos, generalmente de largo plazo, en condiciones adecuadas y a costos más asequibles que el sistema financiero; mientras que facilita a los inversores, la adquisición de recursos más productivos en comparación con las fuentes de ahorro convencionales; de ahí que su naturaleza puede catalogarse como altamente rentable y ventajosa.

Asimismo, una característica fundamental del también conocido mercado de capitales, estriba en su condición abierta, la cual promueve la concurrencia de varios participantes y sectores económicos; que a través de ellas, pueden encontrar el financiamiento necesario para la ejecución de proyectos que requieran ingentes recursos económicos, plazos más flexibles; y que adicionalmente se distingan por ser óptimos tanto en oportunidad como en condiciones.

Cabe destacar que, para efectos de la presente investigación no se discrimina sector u actividad para el acceso a este mercado, al contrario todos los grupos de PYMES pueden incursionar en sus alternativas financieras. Sin embargo, desde el punto de vista de desarrollo y crecimiento económico conviene canalizar la inversión hacia los sectores productivos, tales como el manufacturero, agropecuario, ciencia y tecnología, entre otras áreas de gran relevancia.

2.3.1 El Registro Especial de Valores No Inscritos (REVNI)

El Registro Especial de Valores No Inscritos (REVNI), surgió como una iniciativa ambiciosa destinada a promover, en cierto punto la participación de las pequeñas y medianas empresas en el ámbito bursátil; pero sobre todo con el fin de intensificar las operaciones del mercado de capitales en el país, ampliamente descuidado, pese a ser catalogado como política de estado por el Gobierno ecuatoriano desde el año 2004. Sin embargo en la actualidad el artículo 34 de la Ley que facultaba a las bolsas implementar este tipo de mecanismos de negociación se encuentra derogado, debido a su escasa acogida por parte del sector empresarial, y sobre todo del segmento PYME.

Pese a ello, consideramos necesario estudiar brevemente como antecedente a esta alternativa, que surgió como un mecanismo establecido y autorregulado por las Bolsas de Valores nacionales, a través de la cual las empresas que no se encontraban inscritas en el registro de mercado de valores, tenían la posibilidad de anotar títulos en una suerte de registro especial que les permitía cotizar sus valores de forma ocasional o periódica.

Asimismo, de acuerdo con el Ministerio de Industrias y Productividad (2012), el REVNI ofrecía las siguientes oportunidades para las empresas que decidían incursionar en sus operaciones:

- Constituía un mercado de aclimatación y maduración, orientado a preparar a las empresas, hasta que alcanzaran las condiciones necesarias para negociar en el mercado formal.
- Permitía a las organizaciones experimentar la obtención de recursos a través del Mercado de Valores.
- Buscaba brindar oportunidades a los emprendimientos y a las empresas de reciente creación, de manera que pudieran acceder a una fuente de financiamiento menos costosa, y obtuvieran capital de trabajo que promoviera el desarrollo de su actividad.
- Facilitaba a las instituciones públicas, así como a otros tenedores, la obtención de liquidez en función de los valores emitidos.

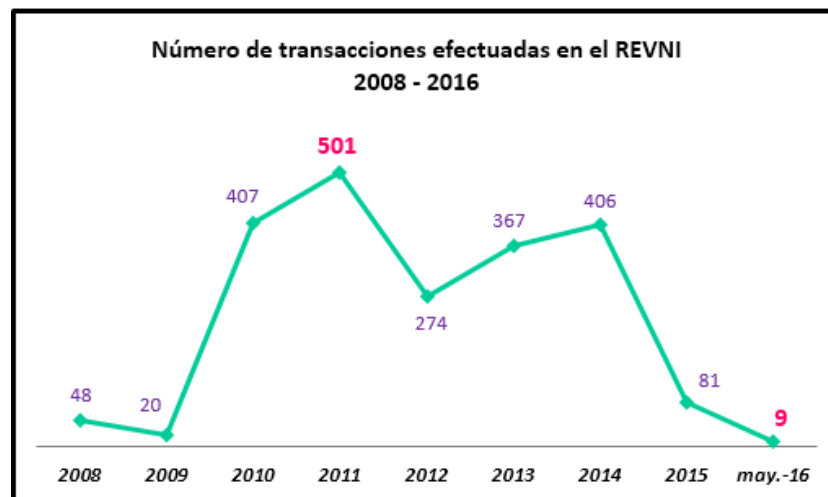
No obstante, una de las características más importantes de este mercado catalogado como de aclimatación bursátil, es que permitía a las compañías únicamente probar durante un periodo determinado los mecanismos de financiamiento derivados de esta esfera, de ahí que este plazo no podía exceder de 180 días, pudiendo contar con una prórroga de 180 días más. Es importante indicar que este plazo era para la negociación en bolsa, no para los títulos (MIPRO, 2012).

De tal forma, que este segmento no constituía una opción permanente para las organizaciones nacionales, sino más bien una etapa previa a su incursión en el mercado formal.

Actualmente, el Registro Especial de Valores No Inscritos (REVNI) como se mencionó, ya no se encuentra operativo, dada su escasa aceptación por parte del sector empresarial ecuatoriano. Es así, que la desinformación respecto al horario de ejecución de las ruedas¹⁵, el desconocimiento de los títulos que se negociaban, así como la desconfianza manifestada por los inversionistas, jugaron un papel decisivo en la sustitución de este mecanismo de aclimatación por el actual Registro Especial Bursátil (REB), que por su parte, busca ofrecer una nueva alternativa de financiamiento para las PYMES y las organizaciones de la economía popular y solidaria, a través de la negociación exclusiva de sus valores.

¹⁵ Las ruedas del REVNI únicamente se ejecutaban los días lunes, martes y miércoles, con una duración de dos horas (MIPRO, 2012).

Con el fin de ilustrar el desempeño del REVNI expondremos a continuación el número de transacciones efectuadas en la Bolsa de Valores de Quito durante el periodo 2008 – 2016:



Gráfica 55 Transacciones REVNI (2008-2016).
Fuente: Bolsa de Valores de Quito.
Elaborado por: Las autoras.

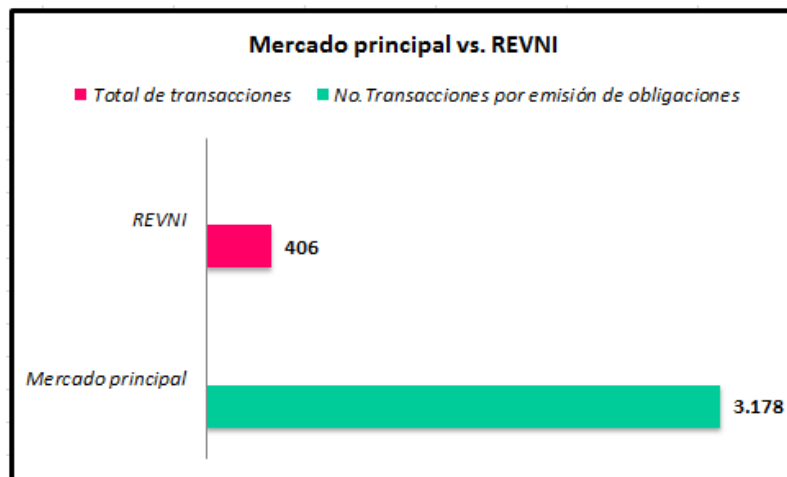
La gráfica No. 55, nos permite apreciar que el año 2011 fue el punto más álgido para esta alternativa, dado que tuvieron lugar 501 transacciones, la cifra más representativa desde su creación. No obstante, si nos centramos en el comportamiento de los últimos años, es factible observar que durante el 2015 únicamente se suscitaron 81 operaciones, en tanto que a mayo del 2016 solamente se registraron 9 de ellas. Esta situación nos permite evidenciar la notable caída en la aceptación de este mecanismo y el motivo de su consiguiente desaparición.

Por otra parte, si efectuamos un análisis general, es posible señalar que no se distingue una tendencia bien marcada con respecto a la acogida de esta alternativa. Es así, que en ciertos años el número de transacciones creció (2010, 2011, 2013, 2014); mientras que en otros descendió considerablemente (2009, 2012, 2015, 2016), tal como se evidencia en la gráfica No. 55. De ahí, que es posible concluir que esta variable fue altamente volátil.

Asimismo, si comparamos la cantidad de operaciones generadas en el mercado principal solo por concepto de obligaciones¹⁶ (3.178), versus la totalidad de transacciones registradas en el REVNI (406), durante el 2014; se puede evidenciar una impresionante diferencia. Este hecho indudablemente refleja la minúscula participación,

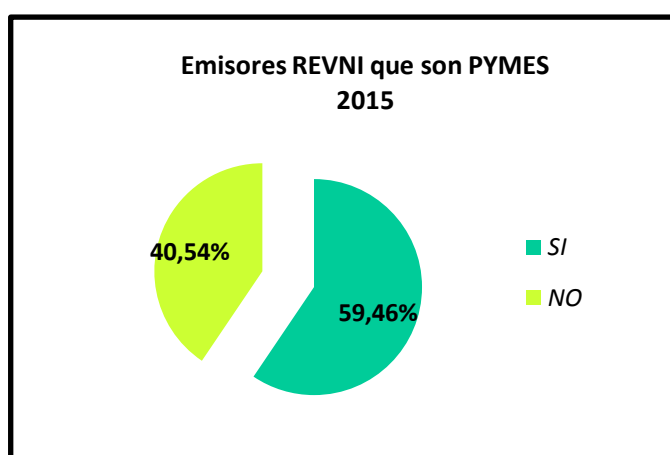
¹⁶ Inclusive sin agregar las transacciones generadas por titularizaciones, papel comercial y otros valores.

así como aporte del Registro Especial de Valores No Inscritos en el volumen de negociaciones desintermediadas (Ver gráfica No. 56).



Gráfica 56 Comparación transacciones Mercado principal vs. REVNI (2014).
Fuente: Bolsa de Valores de Quito.
Elaborado por: Las autoras.

Adicionalmente, es preciso destacar que los emisores que intervenían en el REVNI no eran específicamente PYMES, de tal forma que un porcentaje considerable estaba conformado por grandes empresas, que veían en este mecanismo una plataforma preliminar para conocer y experimentar en el mercado de valores. De ahí, que al 2015 la participación de los pequeños, así como medianos establecimientos, únicamente superaba en el 18,92% a la intervención de los sectores económicamente consolidados, tal como se ilustra en la gráfica No. 57 (Bolsa de Valores de Quito, 2015).



Gráfica 57 Emisores REVNI que son PYMES (2015).
Fuente: Bolsa de Valores de Quito.
Elaborado por: Las autoras.

Sin embargo, al analizar el ranking de compañías con mayores montos negociados a través del REVNI durante el 2014, es posible confirmar que las PYMES no tuvieron una participación destacada en los instrumentos financieros de este mercado, ya que sus principales actores fueron fundamentalmente grandes corporaciones, tales como INCASA S.A., que en este periodo

facturó más de USD 42 millones, la Industria de Acero LOS ANDES S.A., cuyos ingresos superaron los USD 14 millones, Unión Ferretera S.A. (UNIFER), cuya facturación bordeó los USD 43 millones o TUTTO FREDDO S.A., con rentas que alcanzaron casi los USD

7 millones. Estas cifras de acuerdo con la clasificación del Código de Producción y de la Comunidad Andina de Naciones (CAN), corresponden al segmento de la gran industria, ya que los ingresos de todas estas empresas superaron los USD 5 millones.

RANKING DE COMPAÑÍAS DEL SECTOR MERCANTIL POR MONTOS NEGOCIADOS EN REVNI

Enero a Diciembre 2014		
Empresa	Total nacional negociado¹⁷	Ventas netas anuales
INCASA S.A. - INDUSTRIA CARTONERA ASOCIADA	3.197	42.958.325,00
LOS ANDES S.A. - INDUSTRIA DE ACERO	1.915	14.458.369,80
UNIFER S.A. - UNION FERRETERA	1.000	42.958.325,00
TUTTO FREDO S.A. - HELADERIAS	837	6.974.690,08

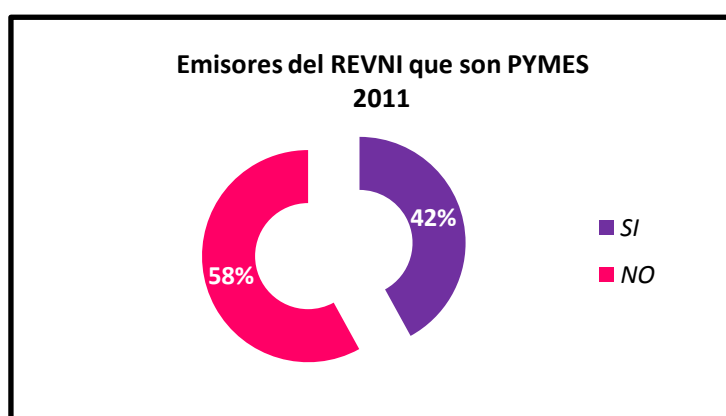
Tabla 18 Ranking de compañías por montos negociados en el REVNI (2014).

Fuente: Bolsa de Valores de Quito.

Elaborado por: Las autoras.

De ahí, que es posible evidenciar que esta alternativa mientras duró, benefició mayoritariamente a empresas nacionales con una mayor consolidación económica y de mercado; mientras que el segmento PYME solo alcanzó una escasa participación, tanto en unidades empresariales como en montos negociados.

Es así, que si vamos inclusive más atrás (2011) es factible apreciar que este mecanismo era usado de forma predominante por entidades diferentes a las PYMES (58%), puesto que el segmento objeto de nuestro estudio únicamente constituía el 42% del total de emisores, según se ilustra en la gráfica No. 58 (Bolsa de Valores de Quito, 2011).



Gráfica 58 Emisores REVNI que son PYMES (2011).

Fuente: Bolsa de Valores de Quito.

Elaborado por: Las autoras.

¹⁷ Cifras en miles de dólares.

Es por ello, que se puede evidenciar claramente la divergencia entre el objetivo de esta alternativa, ya disuelta, y la propuesta implementada con la creación del Registro Especial Bursátil (REB), el cual está específicamente encaminado a solventar las necesidades de financiamiento de las PYMES de forma permanente.

2.3.2 Registro Especial Bursátil (REB)

El Registro Especial Bursátil (REB) surge como una iniciativa encaminada a desarrollar el mercado de valores ecuatoriano, mediante la ampliación y diversificación del número de emisores que normalmente intervienen en operaciones desintermediadas.

Es así, que conforme lo estipulado en el artículo 25 de la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil; el REB constituye un segmento permanente del mercado bursátil, destinado a negociar únicamente títulos de los establecimientos pertenecientes al sector de las pequeñas y medianas empresas, así como de las organizaciones de la economía popular y solidaria.

De tal forma, que configura un mercado específico y especializado, cuya misión radica en considerar las características, necesidades económicas, así como el nivel de desarrollo particular de este tipo de entidades y por ende, de los valores que pueden ofrecer a los inversionistas interesados.

En otras palabras, el objetivo primordial de esta iniciativa consiste en promover el acceso del segmento PYME y de las entidades que conforman la economía popular y solidaria, a las alternativas de financiamiento que ofrece el mercado de valores nacional; de modo que estos sectores logren solventar sus necesidades de capital, en el corto y largo plazo, de una forma distinta a la convencional.

Seguido presentaremos información relevante obtenida a partir de la Resolución No. 210-2016-V: Normas Aplicables al Registro Especial Bursátil (REB) emitida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

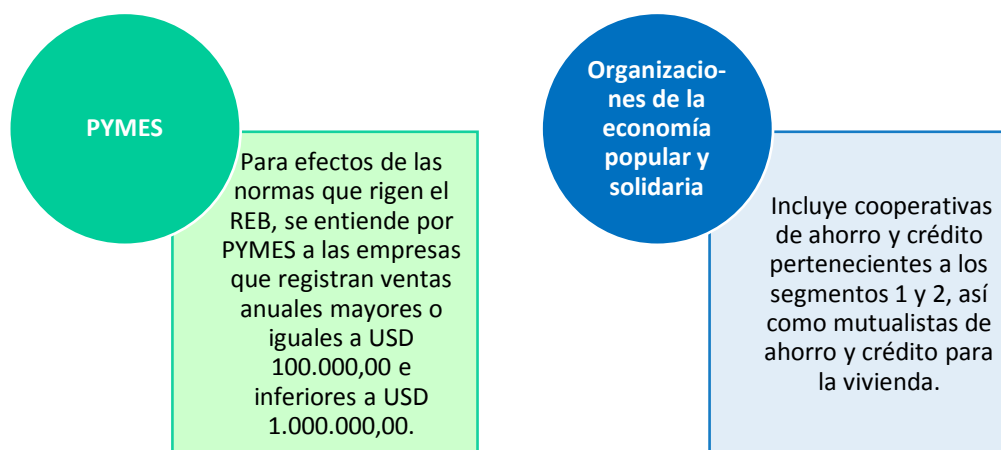
2.3.2.1 Inscripción de los emisores y valores

Como requisito previo a la negociación en el REB, los emisores y sus títulos deben inscribirse en el Catastro Público del Mercado de Valores. También deben solicitar su registro en una de las correspondientes bolsas de valores del país.

Es importante señalar que los valores que cumplan con los requerimientos establecidos para el REB, únicamente pueden participar en este segmento, a excepción de aquellos

que sean autorizados expresamente por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

2.3.2.2 Emisores que pueden formar parte del REB



En este punto es importante realizar un paréntesis, ya que si consideramos las definiciones del Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones, así como de la Comunidad Andina de Naciones (CAN), las únicas organizaciones que podrían intervenir en el Registro Especial Bursátil serían las pequeñas, puesto que solamente éstas se enmarcan dentro de los límites de ingresos establecidos por la normativa del REB.

Es así, que las medianas empresas que constituyen una parte esencial del sector PYME, estarían excluidas de este segmento específico, teniendo que recurrir al mercado principal en caso de interesarse en cualquiera de las opciones de financiamiento bursátiles.

2.3.2.3 Inversionistas autorizados

Por otra parte, una consideración relevante con respecto al Registro Especial Bursátil (REB) es que los títulos negociados solamente pueden ser adquiridos por inversionistas institucionales o inversionistas calificados. Detallaremos la amplitud de cada uno de ellos a continuación:

- **Inversionistas institucionales**

Esta categoría se encuentra comprendida por las entidades del sistema financiero público o privado, instituciones de la seguridad social, mutualistas de ahorro y crédito para la vivienda, cooperativas de ahorro y crédito, compañías de seguros y reaseguros, sociedades administradoras de fondos y fideicomisos, entre otros.

- **Inversionistas calificados**

Se considera como inversionistas calificados a quienes cuenten con la experiencia, así como con los conocimientos necesarios para comprender, evaluar y administrar de forma adecuada los riesgos que conlleva cualquier decisión de inversión en el mercado de valores.

Para pertenecer a esta clasificación, cada casa de valores debe determinar el perfil de riesgo y catalogar a sus clientes considerando los factores mencionados anteriormente.

Adicionalmente, al momento de firmar el contrato de comisión mercantil, cada cliente deberá señalar que ha sido informado sobre la categoría a la que pertenece, así como que tiene conocimiento sobre los emisores y valores que se negocian en el REB.

Por otra parte, una de las ventajas que proporciona el Registro Especial Bursátil es que los emisores y por ende, sus valores, están exentos del pago de cualquier tarifa por concepto de inscripción o mantenimiento, tanto en el Catastro Público del Mercado de Valores como en las bolsas del país.

Esta excepción también aplica en el caso de que se establezca el pago de algún derecho para las ofertas públicas.

2.3.2.4 Valores objeto de oferta pública

Las PYMES y las organizaciones de la economía popular y solidaria que participen en el REB, se encuentran en capacidad de realizar ofertas públicas primarias de: acciones, obligaciones de largo plazo, obligaciones convertibles en acciones y papel comercial¹⁸.

Adicionalmente, la calificación de riesgos de estos títulos es opcional, lo que representa un gran beneficio para este tipo de emisores, ya que reduce los costos flotantes en los que deben incurrir como consecuencia del proceso.

No obstante, es necesario puntualizar que este hecho, aparentemente favorable, también puede transformarse en un conflicto, ya que por lo general los inversionistas prefieren asignar sus recursos en títulos emitidos por empresas estables, solventes y seguras. De tal forma, que la inexistencia de una calificación, puede ahuyentar a quienes manifiestan cierta aversión al riesgo; tornando más difícil la negociación de este tipo de valores.

¹⁸ De acuerdo a lo estipulado en la normativa que rige el REB: Resolución No. 210-2016-V emitida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

2.3.2.5 Valores de inscripción genérica

De acuerdo con lo establecido en las normas del REB, esta categoría incluye letras de cambio, pagarés, facturas comerciales negociables, entre otros valores que son emitidos comúnmente por las PYMES, así como por las entidades pertenecientes a la economía popular y solidaria.

Con el fin de conocer cada una de las alternativas de financiamiento antes mencionadas las describiremos brevemente a continuación:

- **Obligaciones de largo plazo**

Las obligaciones son valores que permiten captar recursos directamente del público, con el fin de financiar actividades productivas.

De acuerdo con lo expuesto por la Bolsa de Valores de Quito, las obligaciones constituyen valores representativos de deuda, que el emisor reconoce o crea y que son exigibles por los inversionistas según las condiciones estipuladas en el documento (plazo, tasa cupón, frecuencia de pago).

Una condición esencial para que estos títulos sean considerados de largo plazo, es que su término, contado desde su emisión hasta su fecha de vencimiento, debe ser superior a 360 días.

- **Obligaciones convertibles en acciones**

Por su parte, la Bolsa de Valores de Quito define a las obligaciones convertibles en acciones como aquellos valores que conceden a su o sus tenedores el derecho de elegir entre el pago del valor total adeudado (capital e intereses), o la conversión de sus títulos en acciones de la compañía, de acuerdo a las disposiciones fijadas en la escritura pública de emisión.

La conversión puede efectuarse en fechas determinadas o en cualquier tiempo a partir de la suscripción; todo depende de las condiciones que se hayan estipulado. Las obligaciones convertibles en acciones únicamente pueden ser emitidas por compañías de naturaleza anónima.

En este tipo de valores debe establecerse un factor de conversión, que representa el número de acciones que el emisor otorgará al inversionista por cada obligación de una misma clase. Este indicador deberá constar en la escritura de la emisión y solamente podrá ser modificado por aceptación unánime de los obligacionistas y el respectivo emisor.

Por otra parte, los tenedores de estos títulos únicamente pueden hacer uso de la facultad de conversión en el plazo y según las condiciones establecidas.

Adicionalmente, el obligacionista que ejerza la opción de conversión es considerado accionista desde el momento en que comunique por escrito su decisión a la sociedad; de tal forma que ésta última debe inmediatamente disminuir su pasivo e incrementar su capital suscrito y pagado, asegurando el registro del obligacionista en el libro de acciones y accionistas.

Es importante señalar que a partir del ejercicio expreso de la opción de conversión, se extingue el crédito que poseía el titular de la obligación frente al emisor.

- **Papel comercial**

El papel comercial es un tipo de obligación pero de corto plazo. De ahí, que su término de vencimiento debe ser inferior a 360 días.

Estos valores pagan una renta fija (interés), de tal forma que quienes invierten en ellos obtienen el mismo rendimiento durante la vigencia del papel.

Por otra parte, la emisión puede ser única o también puede solicitarse la autorización para un programa revolvente, el cual puede llegar a tener un plazo máximo de 720 días.

Este programa implica que la empresa tiene la facultad de redimir, pagar, recomprar, emitir y colocar papel comercial de forma continua y según sus necesidades de fondos, pero sin que el plazo de cualquier documento supere los 720 días o el cupo asignado por la Superintendencia de Compañías.

En este sentido, el monto límite al que puede acceder una organización para realizar una o varias emisiones dentro de un programa revolvente, equivale al 80% del total de sus activos libres de gravamen.

- **Acciones**

De acuerdo con Gitman (2007), una acción es un título que representa una cuota del capital social de una compañía anónima. Confiere a su titular legítimo la condición de accionista y dependiendo del tipo de acción (común o preferente) concede también el derecho a voto.

Cada accionista es propietario de un porcentaje de la empresa y esta participación es mayor o menor en función del número de valores adquiridos.

Es importante mencionar que dentro de esta categoría existen dos variedades: acciones comunes y acciones preferentes. Detallaremos a continuación en qué consiste cada una:

- **Acciones comunes**

Este tipo de títulos otorga a sus tenedores el derecho de recibir dividendos en caso de que la compañía genere utilidades, así como también la potestad de voz y voto en las juntas generales de accionistas. Se conocen en ocasiones como “propietarios residuales”, dado que reciben lo que queda (residuo), después de haber satisfecho todas las demás obligaciones de la empresa. Asimismo, serán los últimos en ser liquidados si la compañía desaparece. Como consecuencia de esta posición, por lo general incierta, esperan ser compensados con rendimientos adecuados y finalmente con ganancias de capital.

Se consideran como los verdaderos propietarios de la organización, dado que asumen el mayor riesgo.

- **Acciones preferentes**

Estos valores confieren a sus tenedores ciertos privilegios que les dan prioridad sobre los accionistas comunes. Es así, que los socios preferentes tienen la promesa de recibir un dividendo periódico fijo, establecido como un porcentaje o un monto en dólares. De igual forma, en caso de disolución de la compañía estos accionistas tienen preferencia sobre los socios comunes en la liquidación, de modo que están expuestos a un menor riesgo.

No obstante, la desventaja de pertenecer a esta clase es que no se tiene derecho a voz y voto en las juntas ordinarias de la empresa.

Con frecuencia, las acciones preferentes se consideran casi deuda, puesto que especifican un pago o rendimiento fijo, al igual que los intereses generados por un pasivo; sin embargo su diferencia radica en que no estipulan una fecha de vencimiento.

Por otra parte, las acciones son consideradas normalmente activos financieros de renta variable (excepto en el caso de las preferentes), dado que al momento de su adquisición el inversionista no conoce el dividendo que recibirá. Sin embargo, el tenedor también puede acceder a otro tipo de rendimiento al momento de vender sus acciones: la ganancia de capital.

La ganancia de capital se obtiene a partir de la diferencia entre el precio de compra y el de venta de una acción; de tal forma que dependiendo de la situación de la compañía pueden generarse tanto utilidades como pérdidas para el socio.

A su vez, de acuerdo con la Bolsa de Valores de Quito los valores de inscripción genérica pueden ser:

- **Letras de cambio y pagarés**

Constituyen valores de inscripción genérica emitidos, avalados, aceptados o garantizados por entidades del sistema financiero, cuyo monto de emisión no se encuentra definido.

La emisión de este tipo de papeles únicamente puede ser realizada por instituciones privadas del sector financiero, así como por el Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (BIESS).

Seguido especificaremos características concretas de cada uno de estos documentos:

Letras de cambio: Son valores de corto plazo, cuyo término de vigencia es inferior a 360 días. No devengan intereses, por lo tanto su rendimiento se determina por el descuento en el precio de compra – venta. Son activos financieros en los que el girador ordena a otra persona (girado) el pago de una suma de dinero a un tercero (beneficiario) en un tiempo determinado. Estos documentos pueden ser transados en la Bolsa de Valores únicamente si el emisor es una entidad financiera.

Pagarés: Son valores cuyo periodo de vigencia es menor a 360 días. Pagan interés al vencimiento (corto plazo). De igual forma, solamente si el emisor o el deudor es una institución financiera pueden ser negociados en Bolsas de Valores.

- **Facturas comerciales negociables**

También constituyen valores de inscripción genérica, sin embargo este tipo de documentos pueden ser emitidos por PYMES y organizaciones de la economía popular y solidaria inscritas en el Registro Especial Bursátil (REB) o en su defecto, por otras compañías anotadas en el Registro del Mercado de Valores, así como en los Registros de las Bolsas de Valores del país.

El financiamiento a través de este tipo de títulos permite que las empresas, sobre todo las PYMES, obtengan liquidez para el desarrollo de sus operaciones y la implementación de nuevos proyectos.

Estos valores, al ser negociados en las Bolsas del país, brindan transparencia en la formación de precios, información sobre los emisores y aceptantes, así como la posibilidad de que inversionistas institucionales accedan a ellos.

Por otra parte, este instrumento genera grandes beneficios para las organizaciones, ya que contribuye a la disminución de las cuentas por cobrar, produce una movilización de la cartera de deudores, así como facilita la obtención inmediata de circulante, dado que permite acceder a anticipos de los créditos concedidos. De ahí, que la cobranza se torna más certera y puntual.

El valor a negociar de una factura comercial negociable equivale al 90% del Valor Neto a pagar por el aceptante, que se calcula con el valor total de la factura (incluido el IVA) menos las retenciones correspondientes.

Adicionalmente, las facturas comerciales que se negocien en el mercado bursátil o en el REB, deben tener un plazo de vencimiento comprendido entre 30 y 360 días, contados a partir de su emisión.

Por otra parte, existen también otros valores de inscripción genérica a los que pueden acceder las PYMES tales como: pólizas de acumulación, certificados de depósito, certificados de inversión, certificados de ahorro, cupones, aceptaciones bancarias, cartas de crédito, etc. No obstante, los detallados anteriormente son los más utilizados por este segmento.

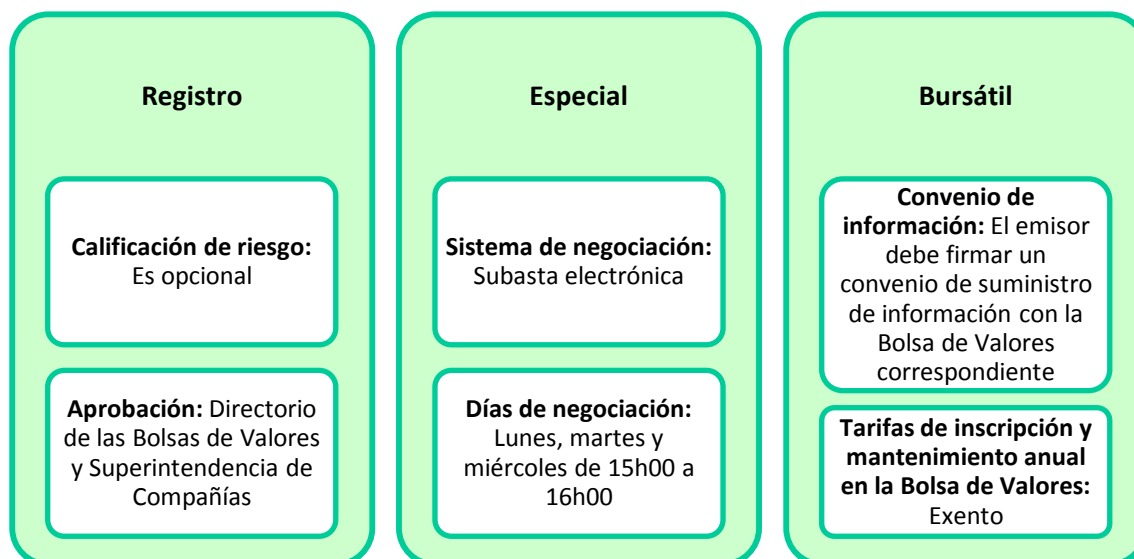
2.3.2.6 Sistema de negociación REB

Finalmente, es importante señalar que el sistema de negociación fijado para los valores inscritos en el Registro Especial Bursátil (REB) consiste en la subasta electrónica. Los días establecidos para el efecto son los lunes, martes y miércoles de 15h00 a 16h00¹⁹.

Este hecho nos permite vislumbrar el escaso margen de tiempo asignado para la transacción de los títulos anotados en el REB, lo que sin duda alguna constituye una desventaja frente a las ruedas que ofrece el mercado principal y que se realizan todos los días hábiles. De ahí, que este hecho podría desalentar la participación de ciertas PYMES, así como de algunas organizaciones de la economía popular y solidaria.

A continuación presentaremos un cuadro, sintetizando los aspectos más relevantes de esta iniciativa:

¹⁹ Información obtenida a través de la página web de la Casa de Valores ANALYTICA.



En conclusión la creación del REB busca ofrecer un mercado alternativo para las PYMES y las organizaciones de la economía popular y solidaria, en el que las exigencias de entrada sean más flexibles y realistas; convirtiéndose en una plataforma viable cuyo principal objetivo es contribuir a la democratización de las alternativas de financiamiento que brinda el sector bursátil. Sin embargo, este mecanismo también presenta varias debilidades que pueden incidir en su éxito, tales como su escasa difusión, conservadorismo de los potenciales inversionistas, ruedas de negociación cortas, etc.

2.3.3 El Mercado Formal

La actual Ley del Mercado de Valores, a pesar de sus avances, contempla limitadas opciones de financiamiento para el segmento catalogado como PYME, las cuales esencialmente se resumen en las opciones incorporadas con la creación del relativamente nuevo Registro Especial Bursátil (REB); sin embargo a pesar de las destacadas ventajas que oferta este segmento especializado, tales como la omisión de la calificación de riesgo, tanto de los valores como del emisor, también presenta varias y marcadas debilidades, que incluyen el acceso a un limitado número de inversionistas, restricción de determinados instrumentos, así como enfoque prioritario en el financiamiento de corto plazo.

Estas limitaciones, sin duda alguna, discriminan a las PYMES de nuestro medio; impidiéndoles aprovechar todo el potencial de los instrumentos derivados de la esfera bursátil, los cuales se encuentran disponibles en su totalidad (o en su mayoría) en el mercado formal, en el cual, hoy por hoy, es prácticamente imposible encontrar PYMES que coticen valores; no obstante economías similares como Colombia han demostrado la exitosa integración de este sector, por medio de la implementación de mecanismos

innovadores como la “sindicación”, que además de abrir un nuevo ámbito de financiamiento para estas empresas, también ha logrado dinamizar las operaciones del segmento bursátil, así como incrementar su participación en la economía.

De ahí, que aunque en la legislación ecuatoriana vigente, aún no se hayan agregado ciertos instrumentos, o estos no se orienten específicamente para el sector de la Pequeña y Mediana Empresa, todo ello no implica que éstos no puedan ser aprovechados por este segmento, en la actualidad como en el futuro.

Básicamente estas alternativas que hemos mencionado, se centran en la emisión de obligaciones y en la titularización sindicada. De esta última hablaremos con más detalle en el siguiente capítulo, dado que representa el objeto principal de nuestra investigación; por lo que en este espacio nos concentraremos en abordar una breve descripción, que nos permita comprender la naturaleza de la primera opción.

Asimismo, hemos decidido enfocarnos en estos mecanismos, ya que, a diferencia de los instrumentos que no se caracterizan por la implementación de elementos asociativos, como la emisión de obligaciones individual; éstos ofrecen posibilidades de rentabilidad reales para las PYMES, ya que a través de la unión de varios originadores, contribuyen a que los miembros de este segmento puedan cumplir con el volumen, información y garantías necesarias para la participación en estos procesos. Además permiten a las PYMES reducir el costo del financiamiento, ya que éste no recae sobre un único emisor, sino que se distribuye entre todos los participantes del proceso.

Adicionalmente, es necesario aclarar que en esta sección no se tratarán los mecanismos de corto plazo, debido a que éstos ya se abordaron previamente en el apartado del Registro Especial Bursátil (REB), por lo que en esta área nos centraremos específicamente en los instrumentos que potencialmente podrían aprovechar las PYMES en el mercado formal para obtener financiamiento destinado a la inversión en proyectos de capital, que en conclusión es nuestro objetivo final.

Sin embargo, antes de empezar con la descripción específica de estos mecanismos, tocaremos ciertos conceptos que nos permitirán comprender a mayor cabalidad el funcionamiento de cada uno de ellos, y que además facilitarán el entendimiento de la operación general del mercado de capitales y de sus organismos principales de mediación: las bolsas valores.

2.3.3.1 Oferta pública

Según la Ley de Mercado de Valores (2014), la oferta pública de valores puede definirse como la propuesta dirigida al público en general, o a sectores específicos, con el propósito de negociar valores en el mercado. Esta oferta puede ser primaria o secundaria:

- **Oferta pública primaria de valores:** Se efectúa con el objeto de negociar, por primera vez en el mercado, valores emitidos para un fin específico.
- **Oferta pública secundaria de valores:** Se efectúa con el propósito de negociar en el mercado, aquellos valores emitidos y colocados previamente.

Sin embargo, para que un tenedor de valores, es decir una empresa, se encuentre habilitada para efectuar una oferta pública, debe reunir ciertos requisitos. Adicionalmente, deberá contratar los servicios de una casa de valores o de un estructurador financiero y legal, quienes asesorarán todo el proceso.

Requisitos para la oferta pública de valores

De acuerdo con el artículo 12 de la Ley del Mercado de Valores (2014), para poder efectuar una oferta pública, previamente se deberá cumplir con las siguientes condiciones:

1. Tener la calificación de riesgo de los valores a negociar.
2. Encontrarse inscrito en el Registro del Mercado de Valores tanto el emisor como los valores a ser emitidos.
3. Haber puesto en circulación un prospecto o circular de oferta pública que deberá ser aprobado por la Superintendencia de Compañías.
4. Cumplir con los requisitos de estandarización de emisiones que para el efecto dicte la Junta de Regulación del Mercado de Valores.

Es preciso destacar, que a diferencia del Registro Especial Bursátil (REB), en el mercado formal, la realización de cualquier transacción, requiere como requisito previo, la calificación de riesgo, tanto del o los emisores, como de los valores susceptibles de negociación; ello con el fin de fomentar la transparencia y promover la toma de decisiones informadas por parte de los inversionistas, quienes deciden o no la adquisición de los títulos asumiendo la totalidad del riesgo, de ahí la importancia de conocer su calidad y características.

2.3.3.2 Bolsas de valores

De acuerdo con la Ley del Mercado de Valores (2014), las bolsas de valores constituyen sociedades anónimas, cuyo único objeto social consiste en brindar los servicios y mecanismos necesarios para la negociación de capitales en el mercado. También pueden definirse como el mercado público y centralizado donde se ofrecen y demandan valores. Entre sus obligaciones más importantes podemos señalar:

- Regular y supervisar, en el ámbito de su competencia, las operaciones de los participantes, y velar porque se cumplan las disposiciones de la Ley.
- Proporcionar a los intermediarios de valores la infraestructura física y tecnológica que les permita el acceso transparente de las propuestas de compra y venta de valores inscritos.
- Brindar a los intermediarios autorizados, a través del Sistema Único Bursátil SIUB, el mecanismo para la negociación bursátil de los valores e instrumentos financieros;
- Divulgar y mantener a disposición del mercado y del público en general información simétrica, veraz, completa y oportuna, sobre las cotizaciones de los valores, intermediarios y las operaciones efectuadas en bolsas de valores, así como sobre la situación económica financiera y los hechos relevantes de los emisores.
- Publicar y certificar la información de precios, tasas, rendimientos, montos, volúmenes y toda la información que la Superintendencia de Compañías y Valores considere pertinente, de las operaciones efectuadas en bolsa de valores; y el registro de los intermediarios, operadores de valores, emisores y valores inscritos. Esta información debe ser pública y de libre acceso para toda persona.
- Inscribir y registrar emisores y valores para la negociación en bolsa de valores, así como suspender o cancelar su inscripción; entre otros.

En el Ecuador existen actualmente dos organismos que concentran las transacciones bursátiles nacionales, la Bolsa de Valores de Quito (BVQ) y la Bolsa de Valores de Guayaquil (BVG), sin embargo sus volúmenes de operación son mínimos en comparación con sus homónimas latinoamericanas; y además representan fundamentalmente los intereses de las grandes corporaciones; de ahí que la introducción de nuevos segmentos como las PYMES podría contribuir a la dinamización de su actividad, así como a acelerar su evolución.

Es por ello, que después de haber abordado el funcionamiento del mercado de valores de forma general, procederemos con la primera alternativa de financiamiento a largo

plazo mencionada inicialmente, la cual sí se encuentra contemplada en la actual legislación que regula las operaciones de este segmento.

2.3.3.3 Emisión de obligaciones sindicadas

A diferencia de la emisión de obligaciones convencional, éstas se efectúan por más de un emisor en un solo proceso de oferta pública. Sin embargo al igual que las primeras, también requieren, previo a su negociación, de la respectiva calificación de riesgo, la cual debe efectuarse a través de compañías calificadoras inscritas en el Registro del Mercado de Valores. Además, durante el periodo de vigencia de la emisión, la compañía emisora deberá mantener esta calificación actualizada.

Por otra parte, al igual que las emisiones normales, la negociación de estos títulos debe encontrarse amparada por una garantía general, pudiendo contar además con un aval específico (Ley de Mercado de Valores, 2014).

- **Garantía general:** Constituye la totalidad de activos no gravados del emisor, que no se encuentren afectados por una garantía específica.
- **Garantía específica:** Avala obligaciones para asegurar el pago del capital, de los intereses o de ambos. Pueden ser de carácter real o personal.

Para el caso específico de emisiones de obligaciones sindicadas, también se requiere, tanto de garantía general, como específica que respalden la emisión. Adicionalmente, los avales particulares de todos los emisores que forman parte del proceso de sindicación, deben ser solidarias.

Para ello, en la escritura pública de la emisión es preciso incluir el convenio de sindicación, en el cual se determinará la responsabilidad solidaria de los partícipes de la emisión y todos los requisitos esenciales que para el efecto dicte la Junta de Regulación del Mercado de Valores.

Esta alternativa innovadora, incorporada recientemente, en el segmento bursátil ecuatoriano, podría ser aprovechada en beneficio de las PYMES nacionales, ya que la porción más importante de empresas que conforman este sector (68%), operan bajo las figuras jurídicas de sociedad anónima y compañía limitada, uno de los requisitos indispensables para participar en las negociaciones de este mercado (Ver Gráfica No. 3). Es por ello, que la correcta adaptación y aprovechamiento de este mecanismo, podría generar nuevas perspectivas financieras para esta esfera, una de las más descuidadas históricamente, y con una lamentable dependencia del costoso crédito bancario.

De ahí, que aunque la creación de un mercado exclusivo indudablemente es un progreso importante para nuestro país; la incorporación de las PYMES al mercado formal debería representar uno de los ejes primarios del Gobierno Central, que a través de la acción de sus dependencias, tales como la Superintendencia de Compañías, debería procurar su inserción oportuna, a través de la difusión de los requisitos y operatividad de los instrumentos de este mercado, los cuales erróneamente son temidos por la mayor parte de empresarios, ya que poco o nada conocen de ellos. Es así, que estos organismos deberían trascender el mero ámbito interventor, ya que su participación es fundamental para dar paso a una nueva era, en la que estos instrumentos sean aprovechados y desarrollados al máximo, puesto que sin ellos no existe inversión y mucho menos crecimiento.

En el capítulo III abordaremos de forma más minuciosa el mecanismo conocido como titularización sindicada de activos, el cual dada su relevancia, constituye el impulso cardinal de esta investigación.

CONCLUSIÓN

Evolución, crecimiento, mayor productividad, expansión comercial; todos estos factores estriban de un único y vital indicador, indispensable en todas las fases de la vida empresarial: la innovación. Sin embargo, lograr esta meta no es fácil, sobre todo en los segmentos menos avanzados, ya que requiere generalmente de cuantiosas sumas de inversión en proyectos de capital, así como de la apertura hacia nuevos horizontes, tan ventajosos como riesgosos.

Adicionalmente las posibilidades de inversión dependen del financiamiento, el cual a pesar de representar un componente elemental, es muy escaso, sobre todo para sectores emergentes y con deficientes niveles de desarrollo. Es por ello que su restricción, en la mayoría de casos se encuentra directamente vinculada con el estancamiento y deceso prematuro de una gran variedad de empresas, especialmente de las pertenecientes a la esfera de la micro, pequeña y mediana industria (MIPYME).

Se genera así una cadena conformada por cuatro factores primarios: financiamiento, innovación, crecimiento y evolución; entre los cuales existe una relación directa y necesaria, de ahí que la ausencia de uno de ellos crea un desequilibrio en el correcto desarrollo de este ciclo, que no solo afecta a la empresa en sí, sino también a la economía y entorno en el que se desenvuelve.

Es por ello, que todo empresario debe comprender que aunque el capital de trabajo es indudablemente necesario para la operatividad de su negocio; una permanente fijación en este indicador puede conllevar también a perder de vista el panorama global y por ende, la meta organizacional más importante: trascender en el tiempo. De ahí, que la generación de nuevos instrumentos que proporcionen recursos a largo plazo, más flexibles y viables, constituye uno de los desafíos más grandes de nuestro país.

Es ahí donde la actividad del mercado de valores toma relevancia, ya que a través de su ámbito canalizador puede contribuir a suplir directa y ampliamente, a través de sus diversos mecanismos, el desabastecimiento de capital que afecta al segmento PYME; colaborando así con las entidades crediticias convencionales, públicas y privadas, para el desarrollo de nuestro segmento empresarial y consecuentemente de la economía local.

CAPÍTULO III

LA TITULARIZACIÓN SINDICADA DE ACTIVOS COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO A LARGO PLAZO

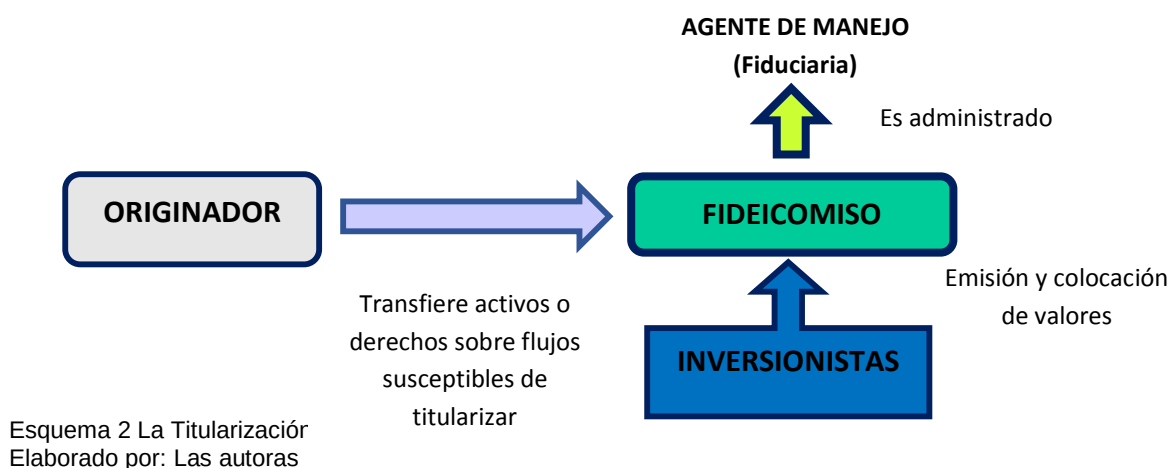
INTRODUCCIÓN

Después de haber analizado los problemas más acuciantes de las PYMES del país, y haber alcanzado una comprensión del rol que desempeña el financiamiento en la minimización de estas deficiencias; en el presente capítulo introduciremos una nueva figura escasamente aprovechada en nuestro medio, pero que sin duda alguna contribuiría a suplir parte importante de los requerimientos de capital de este destacado segmento empresarial, así como a reducir notablemente su dependencia del costoso crédito bancario. Este mecanismo es conocido como “titularización”, y en esta sección abordaremos sus bases conceptuales, enfatizando el estudio de factores que nos permitan comprender su forma de operación, participantes, modalidades y ventajas, pero que también nos ayuden a tener presente sus riesgos, con el fin de mitigarlos a tiempo y así evitar cualquier complicación posterior en el proceso. Además analizaremos el instrumento de la “sindicación” como un mecanismo complementario, y una potencial ruta de acceso para las PYMES ecuatorianas al Mercado de Valores, fundamentalmente dado que la constitución de un fideicomiso implica operaciones complejas y costos adicionales que pueden generar inquietud en los empresarios, pero que sin embargo, a través de la sinergia, pueden ser superados, para así aprovechar todos sus atributos e incentivar la inversión de capital de este segmento como un eje central para su crecimiento y evolución.

3.1 Definición

De acuerdo con la Bolsa de Valores de Quito, la titularización constituye un proceso jurídico que convierte las expectativas de flujo de fondos futuros en títulos negociables hoy. Su finalidad es que todo buen proyecto se encuentre en capacidad de obtener recursos en el momento actual para su materialización. Es así, que esta alternativa abre campo para que activos de naturaleza ilíquida puedan ser movilizados, a través de la venta de los títulos que los representan; los que a su vez, deben ser emitidos con cargo a un patrimonio autónomo.

Por su parte, García y Muñoz (2007) establecen al respecto, que la titularización es el proceso de emisión de valores en el mercado de capitales, que se genera a partir de la transferencia a un patrimonio autónomo, de uno o varios activos subyacentes, capaces de producir un flujo de caja suficiente para el pago de las obligaciones financieras derivadas de los títulos emitidos (capital e intereses).



Es importante señalar que este mecanismo de financiamiento desintermediado permite que una organización consiga capital sin incrementar sus pasivos, dado que el proceso se efectúa fundamentalmente mediante la rotación de activos. Esta característica posibilita el mejoramiento de la estructura financiera del originador.



Adicionalmente, la titularización facilita la obtención de recursos directamente de los inversionistas, lo cual representa una gran ventaja para el originador, ya que al no intervenir ninguna entidad financiera, las tasas de interés son inferiores en comparación con las de un crédito bancario, y los plazos de financiamiento pueden llegar a ser superiores; hechos que indudablemente fomentan, así como apoyan la inversión en proyectos de capital.

Del otro lado, los inversionistas también experimentan beneficios, ya que pueden obtener un rendimiento mayor al ofrecido por las alternativas de ahorro tradicional, así como a la vez, tienen la oportunidad de diversificar sus oportunidades de inversión (Espíñeira et al., 2008).

De estas definiciones es necesario puntualizar que el patrimonio autónomo, supone que los activos entregados dejan de ser parte del capital específico de los originadores, con lo cual su función principal consiste en servir de mecanismo de garantía y pago de las obligaciones adquiridas con los inversionistas (Rojas, 2004). Adicionalmente, los bienes transferidos tienen la característica de ser inembargables, lo cual brinda a esta figura una mayor fortaleza crediticia.

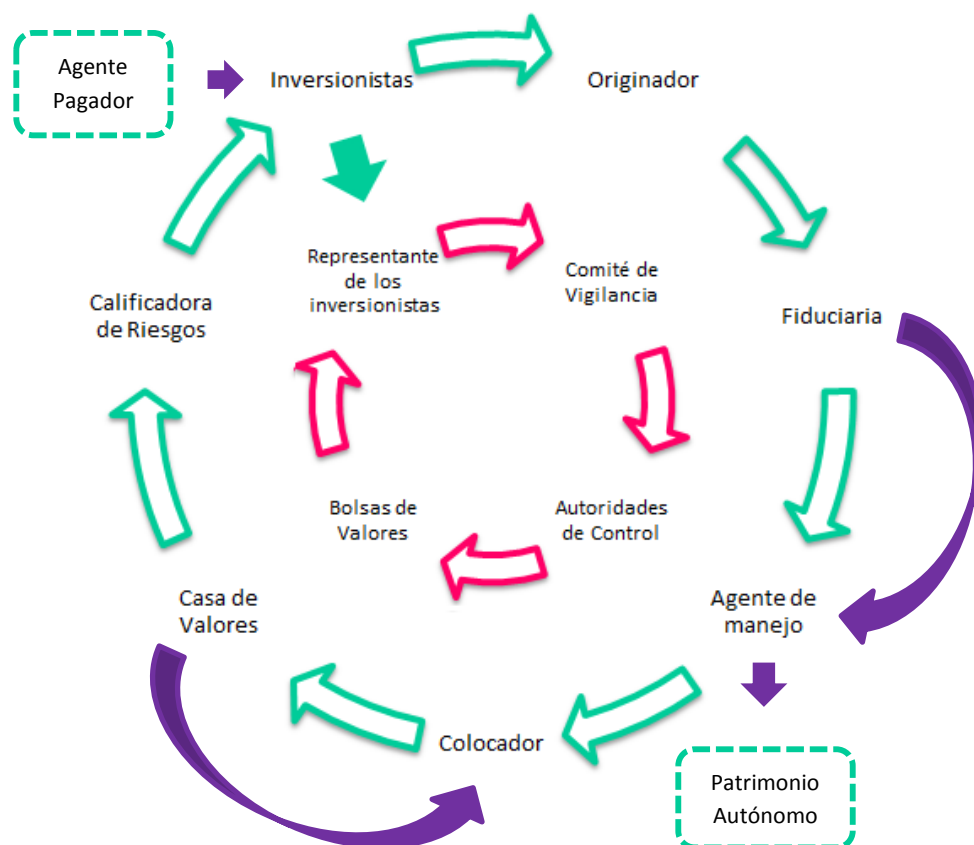
Por otra parte, su instrumentación, de acuerdo con la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil (2014), puede realizarse únicamente a través de fideicomisos mercantiles, siendo su función específica la de respaldar los valores emitidos a su cargo. Es preciso resaltar que con esta nueva reforma se elimina a los fondos colectivos de inversión como mecanismo de titularización.

El manejo del patrimonio de propósito de exclusivo se encuentra a cargo de una sociedad administradora de fondos y fideicomisos, cuya obligación consiste en gestionar de forma eficiente y segura los recursos conferidos. Además, a través de esta figura las fuentes de pago constituyen exclusivamente los bienes del fideicomiso o patrimonio autónomo, así como los instrumentos de cobertura correspondientes; siendo ésta una de las principales divergencias con los mecanismos de deuda convencionales.

Es importante señalar también, que el patrimonio siempre será el emisor de los valores y su composición variará conforme se desarrolle el proceso de titularización. Es así, que en un principio estará constituido fundamentalmente por los activos transferidos por el originador; no obstante posteriormente es posible que resulten o se integren nuevos activos, pasivos y contingentes. Asimismo, posee su propio balance, distinto de los patrimonios individuales del originador, del agente de manejo o los inversionistas.

Por otra parte, la constitución de este mecanismo característico de la titularización implica varias ventajas suplementarias, una de ellas es que el patrimonio autónomo constituye una persona jurídica independiente, que asume la propiedad del activo y de los flujos. Además se encuentra aislado de los activos propios de la entidad fiduciaria, que es quien actúa como agente de manejo; de modo que cualquier dificultad que afecte a la entidad financiera que lo administra, no tiene ninguna incidencia sobre él. Sin embargo, es preciso señalar que el patrimonio autónomo sí es sujeto de derechos y obligaciones, tanto en lo que respecta a los inversionistas como a los originadores.

A continuación, señalaremos los participantes que intervienen comúnmente en un proceso de titularización y detallaremos brevemente su respectivo rol.



Esquema 4 Participantes en un proceso de titularización.
Elaborado por: Las autoras.

Como se ilustra en el esquema No. 4, existen varios actores que aportan de forma individual y relevante para el desarrollo de esta alternativa de financiamiento. Es así, que sin las funciones o tareas que desempeña cada uno de ellos, la titularización en sí sería imposible de materializarse. Empezaremos señalando el papel que ejerce el originador, dado que éste es quien da inicio e impulsa todo el proceso.

- **Originador u originadores:** Constituyen la o las personas naturales o jurídicas interesadas en la creación del patrimonio autónomo. Su finalidad es obtener capital con proyección de largo plazo que permita la concreción de inversiones estratégicas para su crecimiento. Por otra parte, se conoce como originador, puesto que es el propietario de los activos o de los flujos futuros que se transfieren al patrimonio de propósito exclusivo y que dan lugar al proceso.
- **Administradora de fondos y fideicomisos:** Es la persona de naturaleza jurídica encargada de disponer con precisión, confiabilidad y eficiencia del patrimonio autónomo conferido por el o los originadores. Su objetivo principal consiste en canalizar hacia los inversionistas, los pagos tanto de capital como de intereses, generados a partir de los valores emitidos como consecuencia de la titularización.
- **Agente de manejo:** Se refiere al ente responsable de organizar los activos que integran el patrimonio autónomo, objeto de titularización. Esta tarea obedece a la necesidad de establecer los términos y condiciones que regirán la operación del proceso de titularización; el cual debe estar indefectiblemente encaminado a satisfacer por un lado, el requerimiento de capital inmediato del originador y por otro, la generación de un activo financiero rentable y ventajoso para el inversionista. Este rol es practicado generalmente por una sociedad administradora de fondos y fideicomisos.
- **Casa de Valores:** Entidad autorizada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros para actuar como intermediario entre los emisores de títulos²⁰, producto de la titularización, y los inversionistas. Su labor se basa fundamentalmente, en dar a conocer a personas interesadas, las oportunidades de inversión existentes en el mercado bursátil, vinculando de esta forma la oferta con la demanda existente. Es importante señalar, que con el fin de efectuar su operación estas organizaciones deben ser miembros de una de las Bolsas de Valores constituidas en el Ecuador.
- **Colocador:** Es el encargado de situar la emisión de valores de oferta pública en las Bolsas de Valores del país para su consiguiente negociación. Esta función es efectuada normalmente por una casa de valores autorizada.

²⁰ En un proceso de titularización, el patrimonio de propósito exclusivo será siempre el emisor (L.M.V).

- **Calificadora de riesgos:** Constituyen sociedades anónimas o de responsabilidad limitada, acreditadas por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. Su objeto principal consiste en calificar el riesgo de los valores procedentes de un fondo de titularización (patrimonio autónomo), a través de la evaluación de varios parámetros como: calidad del activo subyacente, certidumbre de los flujos de caja, mecanismos de cobertura, calidad del originador, etc. En esta parte es preciso puntualizar que esta calificación de riesgos no considera la solvencia del originador, puesto que la titularización se materializa a través de la constitución de un patrimonio autónomo, el cual tiene la característica de ser independiente; salvo en el caso de titularizaciones de derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas, donde la constitución de una fianza solidaria constituye un requisito previo.
- **Inversionistas:** Son aquellas personas naturales o jurídicas que adquieren los títulos de oferta pública emitidos por la sociedad administradora de fondos y fideicomisos con cargo al patrimonio autónomo. Para ello, es necesario que dispongan de un excedente de capital (ahorro) y que tomen la decisión de asignarlo en el mercado bursátil.
- **Representante de los inversionistas:** Persona jurídica especializada, que vela por los derechos e intereses de los tenedores de los títulos, durante la vigencia de la emisión titularizada y hasta su cancelación total. Con este fin, debe exigir cuentas al agente de manejo, así como cerciorarse del pago oportuno de los beneficios derivados del patrimonio de propósito exclusivo a sus representados. Adicionalmente, le corresponde verificar la estructuración eficaz del fondo de titularización y por consiguiente, la tutela del proceso en una primera instancia.
- **Comité de vigilancia:** Se encuentra integrado como mínimo, por tres miembros elegidos por los tenedores de los valores. Éstos no deben estar vinculados con el agente de manejo, por lo tanto se excluye de este comité a cualquiera de los inversionistas que pertenezcan a sus empresas relacionadas. Su objetivo primordial es cuidar del adecuado desenvolvimiento del proceso de titularización, así como vigilar el cumplimiento de las condiciones establecidas.
- **Agente Pagador:** Es la institución designada para realizar los pagos de capital e intereses, en las fechas y según las condiciones estipuladas en los valores producto de la titularización. La compañía fiduciaria que actúe como agente de manejo debe

nombrar a un agente pagador; que podrá ser ella misma o cualquier otra institución financiera sujeta al control de la Superintendencia de Bancos.

- **Autoridades de control:** Son aquellos entes responsables de regular, así como expedir las normas que rigen los procesos de titularización. A continuación citaremos los principales:

- **Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros:** Esta entidad se encarga de inspeccionar a los partícipes involucrados en la titularización; solicitar, así como suministrar información pública de interés; autorizar el proceso de oferta pública; administrar el Catastro Público del Mercado de Valores; al igual que de autorizar, suspender o prohibir actividades. También es su competencia la cancelación de inscripciones.

Es preciso puntualizar además, que este órgano es quien exige el cumplimiento de la legislación impuesta para el segmento bursátil y por ende, constituye la institución ante la cual las personas naturales o jurídicas participantes deben realizar trámites, solicitar autorizaciones, entregar información, efectuar consultas, etc.

- **Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera:** Ente responsable de dictar las políticas y normativa encaminada a proteger a los inversionistas, procurar la transparencia de la información, así como el buen comportamiento de los integrantes del Mercado de Valores.

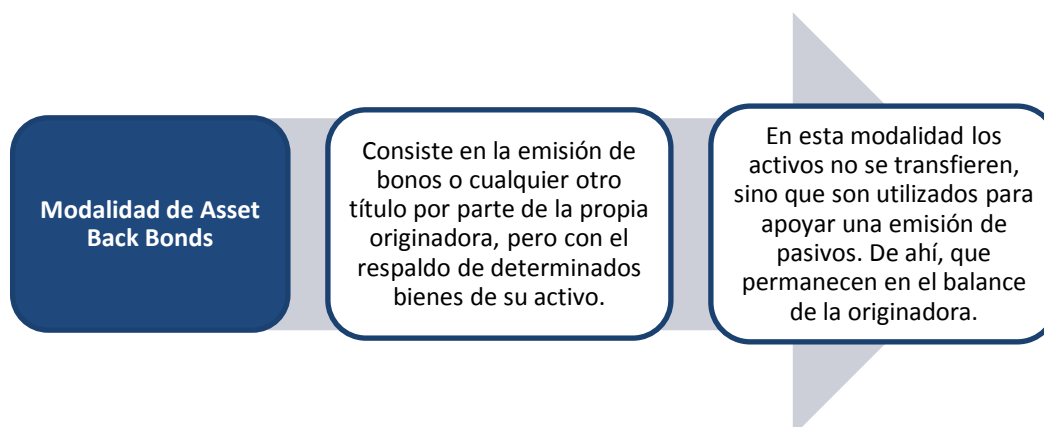
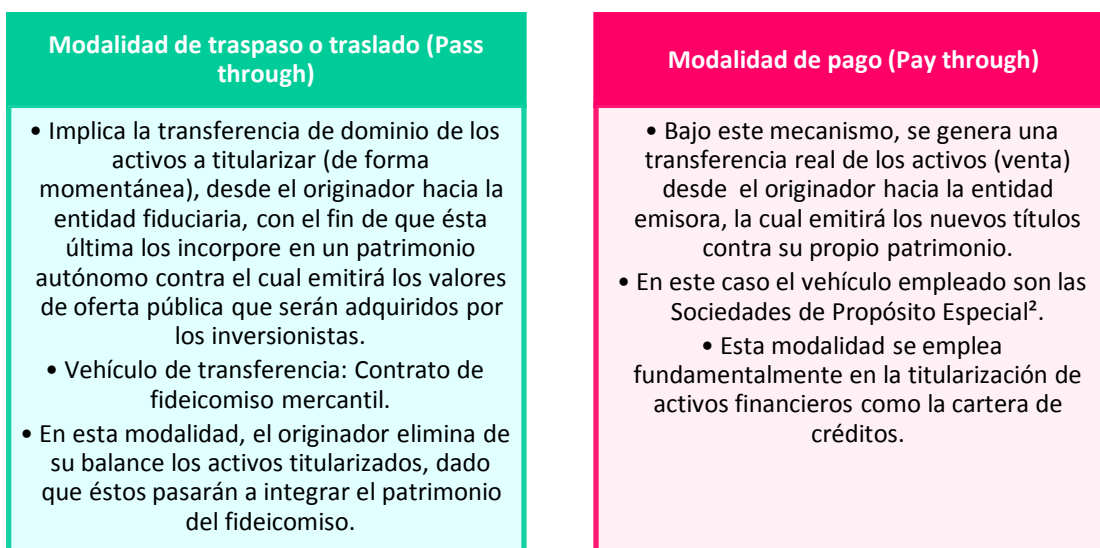
En síntesis, constituye el órgano rector encargado de establecer los lineamientos generales que rigen las operaciones bursátiles y por consiguiente su funcionamiento.

- **Bolsa de Valores:** Dentro del proceso de titularización, esta instancia desempeña un rol fundamental, puesto que es el lugar donde son inscritos los valores que fueron emitidos con cargo al patrimonio autónomo, para su posterior negociación en el mercado primario. De tal forma que representa el punto de encuentro entre la oferta y demanda existente.

Adicionalmente, también constituye el sitio al que recurren los inversionistas para obtener liquidez, a través de la comercialización de sus títulos en el mercado secundario.

3.2 Modalidades de titularización

De acuerdo con Llontop (1997), la titularización, securitización o bursatilización, se ha implementado a nivel internacional desde hace varios años a través de tres modalidades básicas:



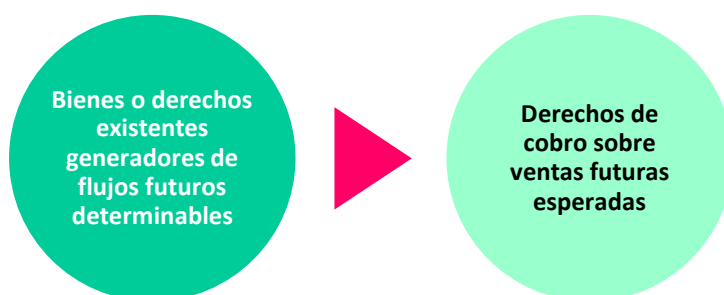
Sin embargo, es necesario resaltar que la titularización de activos, tal como se concibe en la Ley del Mercado de Valores ecuatoriana, únicamente puede desarrollarse a través de las dos primeras modalidades: *pass throug* y *pay through*²¹.

En nuestra investigación emplearemos específicamente la denominada *pass throug*, dado que ésta es la más empleada en nuestro país y a nivel internacional para la alternativa de financiamiento propuesta.

²¹ Las sociedades de propósito especial son entes cuyo único objeto social es la adquisición de activos crediticios, así como la emisión y pago de valores mobiliarios respaldados con su patrimonio. Al igual que las sociedades fiduciarias deben constituirse bajo la figura de sociedad anónima.

3.3 Bienes susceptibles de titularizar

Por su parte, la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil (2014), señala que los activos susceptibles de titularizar se limitan concretamente a dos posibilidades:



Sin embargo, la condición para que estos activos puedan ser admitidos en el proceso, es que no pese sobre ellos ninguna clase de gravamen, limitación al dominio, prohibición de enajenar, así como cualquier otra salvedad de carácter suspensivo o resolutorio. De igual forma, no deben estar pendientes de pago de cualquier impuesto, tasa o contribución (LOFOSSB, 2014).

Es factible estructurar procesos de titularización a partir de los siguientes activos:

1. Valores representativos de deuda pública.
2. Valores inscritos en el Catastro Público del Mercado de Valores²².
3. Cartera de crédito.
4. Inmuebles.
5. Bienes o derechos existentes que posea el originador, susceptibles de generar flujos futuros determinables con base en estadísticas o en proyecciones.
6. Derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas.
7. Proyectos susceptibles de generar flujos futuros determinables con base en estadísticas o en proyecciones.

La transferencia de dominio de cualquiera de estos activos, desde el originador hacia el patrimonio de propósito exclusivo, debe efectuarse a título del fideicomiso mercantil y respetando los términos establecidos en cada proceso de titularización (LOFOSSB, 2014).

Es necesario puntualizar también que en éstas, es importante tanto el traslado del activo como de las garantías relacionadas, salvo que el originador y el agente de manejo

²² Denominación vigente, de acuerdo con lo estipulado en la Disposición Reformatoria Décimo Séptima, numeral 1, Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero.

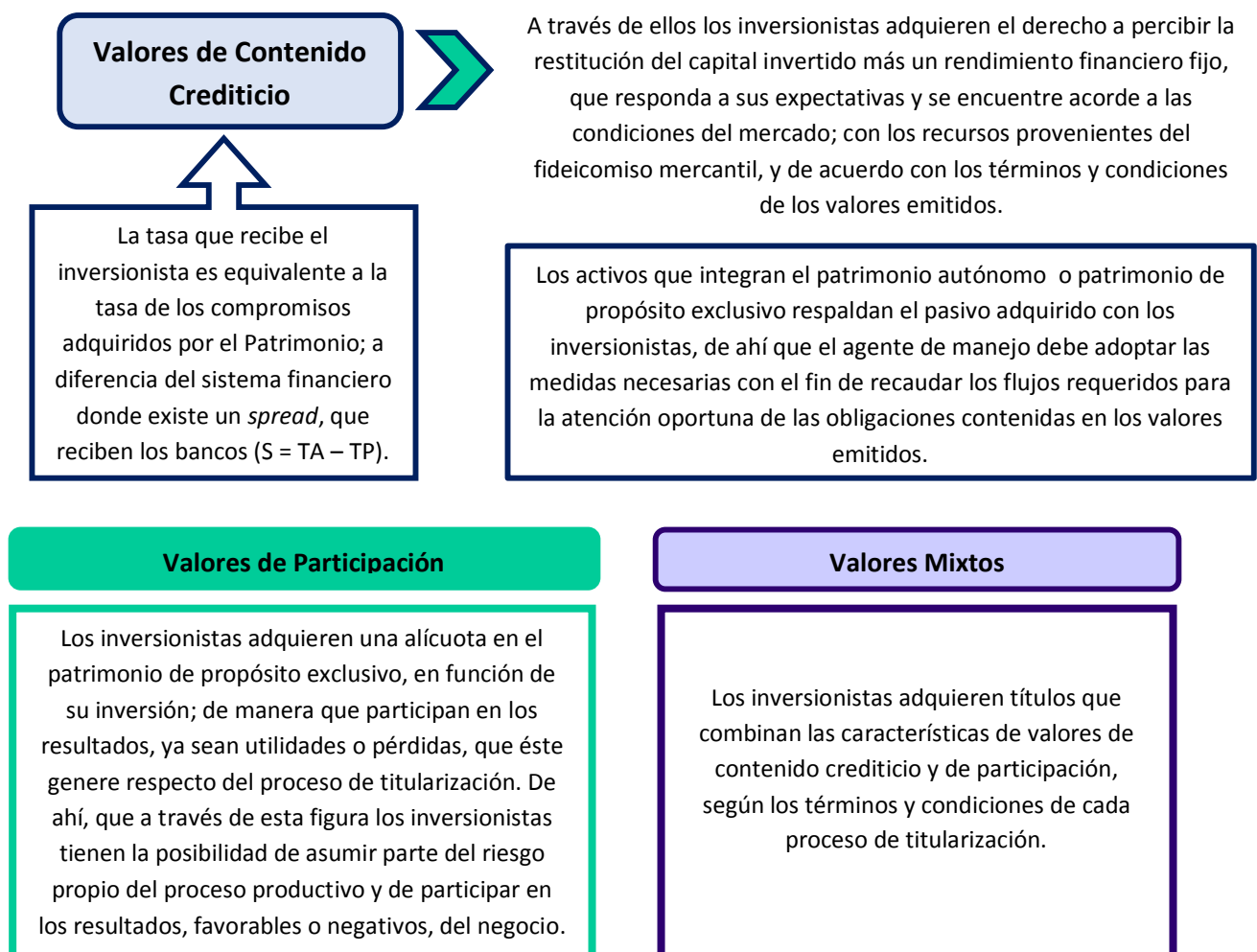
establezcan lo contrario de forma expresa y por escrito; sin embargo este hecho debe ser notificado a los inversionistas (LOFOSSB, 2014).

La transferencia de dominio de activos de cualquier naturaleza, está exenta de todo tipo de impuestos, tasas y contribuciones; siempre y cuando tenga como fin el desarrollo de procesos de titularización. No obstante, los ingresos que percibe el patrimonio autónomo sí se encuentran sujetos a tributación (LOFOSSB, 2014).

Adicionalmente, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, previa norma expresa de la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera; puede autorizar la titularización de activos diferentes a los mencionados previamente (LOFOSSB, 2014).

3.4 Valores que pueden emitirse en una titularización

Contra el fideicomiso o Patrimonio Autónomo, se emiten títulos a través de los cuales se detallan las obligaciones que se adquieren con los inversionistas tenedores de los valores. De acuerdo con la Ley del Mercado de Capitales vigente, los títulos que se emitan como consecuencia de un proceso de titularización pueden ser de tres tipos:



Es importante indicar que,

- Un mismo patrimonio autónomo puede respaldar la emisión de distintos tipos de valores.
- Cada tipo determinado de valor puede encontrarse integrado por varias series.
- Los títulos correspondientes a cada serie deben reconocer iguales derechos a los inversionistas.
- Los derechos asignados a las distintas series, pueden variar.

3.5 Clases de Titularización

De acuerdo con lo estipulado en la última reforma a la Ley del Mercado de Valores (2014), existen cinco variedades de titularización. A continuación explicaremos brevemente en qué consiste cada una de ellas:

1. Titularización de cartera

Consiste en la emisión de valores de contenido crediticio, con cargo a un patrimonio de propósito exclusivo conformado por cartera de la misma clase; es decir, no se acepta la combinación entre diferentes tipos de cartera.

En este caso el monto máximo de la emisión no puede exceder el cien por ciento del capital insoluto de la cartera transferida al patrimonio autónomo, a su fecha de traspaso. Para este tipo de titularización es posible establecer procesos de emisión y colocación por tramos.

Por último es importante señalar que esta categoría abarca tanto a créditos hipotecarios como a créditos de naturaleza comercial, tales como: cuentas por cobrar o documentos por cobrar (nacionales y extranjeros).

2. Titularización de inmuebles

El originador transfiere a un patrimonio autónomo uno o varios bienes inmuebles de baja rotación, con el fin de que la sociedad fiduciaria proceda a emitir títulos bajo su respaldo.

Los recursos captados mediante la colocación de los valores son transferidos por el agente de manejo hacia el originador.

En ningún caso, el valor de la emisión excederá el noventa por ciento del valor presente de los flujos futuros proyectados que generará el inmueble durante el plazo de emisión de los valores de titularización, descontados a una tasa que no podrá ser inferior a la tasa activa referencial señalada por el Banco Central del Ecuador para la semana inmediata anterior a aquella en la cual se efectúe el cálculo correspondiente.

3. Titularización de proyectos inmobiliarios

Consiste en la emisión de títulos de participación o mixtos que incorporan derechos sobre un patrimonio de propósito exclusivo conformado por un bien inmueble, así como por todos los estudios y presupuestos necesarios para desarrollar un proyecto inmobiliario objeto de titularización.

Es necesario puntualizar que en esta categoría, el patrimonio autónomo puede constituirse también con sumas de dinero destinadas a la adquisición del lote o a la construcción de la obra.

Por otra parte, el activo inmobiliario sobre el cual se desarrolla el proyecto objeto de la titularización debe estar libre de cualquier gravamen, limitación al dominio o prohibición de enajenar. Asimismo, no debe estar pendiente del pago de impuestos, tasas o contribuciones.

El monto de la emisión en ningún caso puede exceder el cien por ciento del presupuesto total del proyecto inmobiliario, incluidos los costos asociados con el desarrollo del proceso de titularización y el avalúo del inmueble.

4. Titularización de derechos existentes generadores de flujos futuros o de proyectos susceptibles de generar flujos futuros determinables.

Se refiere a la emisión de valores con cargo a un patrimonio autónomo integrado por los derechos existentes generadores de flujos futuros. Para ello, el originador debe acreditar documentadamente la propiedad sobre éstos.

No se puede titularizar bajo esta categoría de flujos futuros, titularizaciones de cartera, de proyectos inmobiliarios o de inmuebles, ya que para estos activos existen regulaciones específicas que ya fueron detalladas brevemente en los puntos anteriores.

En lo que respecta a esta titularización, el valor de la emisión no debe exceder el noventa por ciento del valor presente de los flujos requeridos, de acuerdo al presupuesto, estudio o documento que se presente durante el plazo de emisión; descontados a una tasa que no puede ser inferior a la tasa activa efectiva referencial del segmento productivo corporativo señalada por el Banco Central del Ecuador, para la semana inmediata anterior a aquella en la cual se efectúe el cálculo correspondiente (Codificación de Resoluciones del CNV, 2015).

5. Titularización de derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas.

Consiste en la emisión de valores con cargo a un patrimonio de propósito exclusivo conformado por la transferencia del derecho de cobro sobre ventas futuras esperadas de bienes que estén en el comercio y sobre servicios públicos.

Es necesario puntualizar que para la titularización de derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas de bienes, se debe disponer expresamente de la garantía solidaria del originador, así como también de otro mecanismo de garantía específica que cubra el monto en circulación de la emisión.

Por otra parte, dado que bajo este instrumento se titularizan bienes que se espera que existan, el valor de la emisión no puede superar el cincuenta por ciento del valor presente de los flujos requeridos. La tasa de descuento a emplearse no debe ser inferior a la tasa activa efectiva referencial del segmento productivo corporativo señalada por el Banco Central del Ecuador.

De igual manera, para esta titularización específica el conjunto de los valores en circulación no debe exceder tampoco el ochenta por ciento (80%) de los activos libres de gravamen del originador u originadores, ni el doscientos por ciento (200%) de su patrimonio. Si se rebasasen estas cifras, la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores (2015) estipula que se deberán constituir garantías específicas adecuadas que cubran por lo menos en un ciento veinte por ciento (120%) el monto excedido²³.

El monto máximo de emisión de cualquier proceso de titularización es determinado mediante norma de carácter general, emitida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

A continuación señalaremos, a través de un cuadro comparativo, las diferencias entre la titularización de activos (Numerales 1, 2 y 3) y la correspondiente a flujos futuros (Numerales 5 y 6):

Concepto diferenciador	Titularización de activos	Titularización de flujos futuros
Naturaleza legal	Venta de títulos respaldados en algo que existe.	Venta de títulos respaldados en algo por existir.
Origen del flujo	De algo realizado o de un servicio ya prestado.	De algo por realizar (ej. construcción) o de un servicio por prestar (ventas).

²³ Título III Oferta Pública de Valores, Subtítulo I Valores, Capítulo I Disposiciones Comunes a la Oferta Pública de Valores, Art. 9.

Objetivo	Movilizar activos generadores de flujos, transferir riesgo, reducir costos financieros.	Obtener liquidez hoy, a través de la captación anticipada de un ingreso o proyecto por existir.
Naturaleza de los recursos obtenidos por el originador	Por la transferencia del activo existente al patrimonio autónomo.	Por el adelanto recibido, contra la futura generación de flujos.
Tratamiento contable	Ingreso de efectivo Salida activo	Ingreso diferido
Riesgos	Inherentes a la naturaleza del activo titularizado.	Relacionado con la generación del proyecto o la cobranza.
Garantías	Bajas	Altas

Tabla 19 Titularización de activos vs. Titularización de flujos futuros.
Elaborado por: Las autoras.

En conclusión, la titularización de activos es un mecanismo de financiamiento que convierte activos **existentes** generadores de flujos, tales como: cartera de crédito, inmuebles, etc., en efectivo. Mientras que la titularización de flujos futuros constituye un proceso que permite transformar derechos sobre flujos que se **espera que existan**, en efectivo; es decir, a través de esta categoría se percibe hoy, pero con una tasa de descuento, lo que se presume recibir en el futuro.

3.6 El proceso de la titularización

Como ya se señaló, la titularización constituye una alternativa de financiamiento que tiene como fin convertir activos ilíquidos o de lenta rotación, en recursos líquidos. Es así, que este mecanismo desintermediado permite la movilización de activos desde el balance del originador hacia un patrimonio de propósito exclusivo, contra el cual se emitirán valores de oferta pública para su posterior adquisición por los inversionistas.

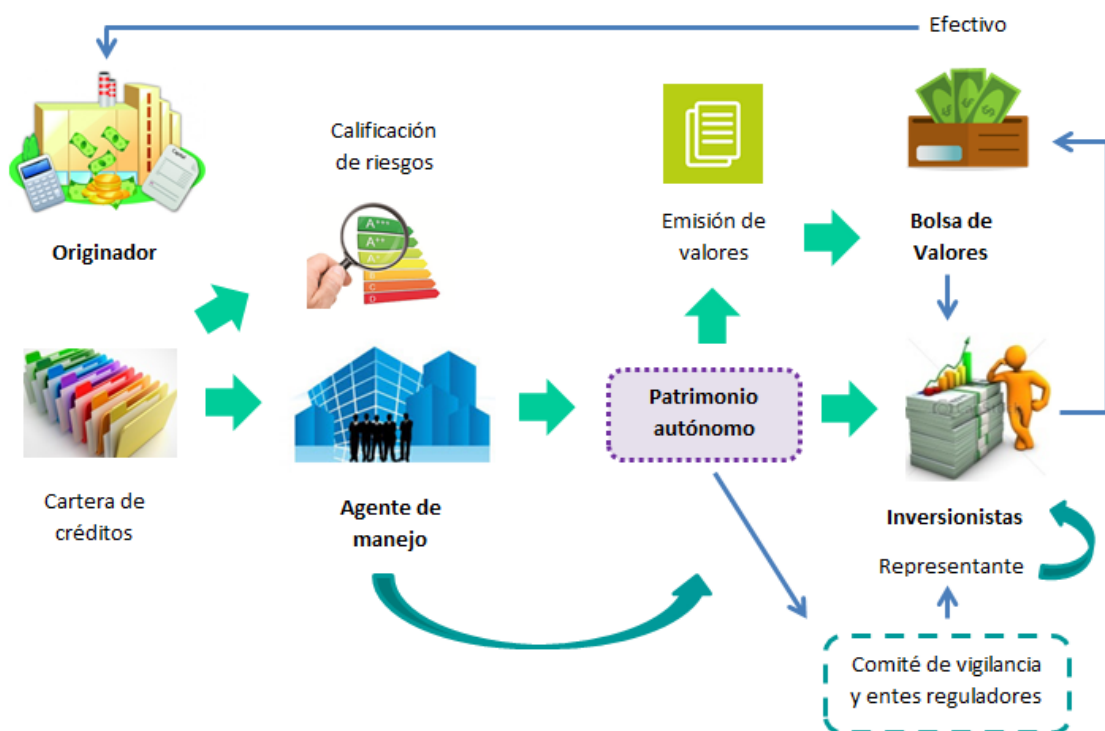
La finalidad de la titularización es obtener dinero de manera inmediata, es decir adelantar los ingresos futuros, a través del aprovechamiento de activos poco productivos.

A continuación detallaremos de forma concisa la secuencia que generalmente sigue un proceso de titularización y el rol que desempeñan sus participantes más relevantes:

1. El proceso se inicia a partir de la necesidad de capital de una empresa y de la disposición (actual o futura) de activos que puedan ser titularizados.
2. Posteriormente, se solicita la autorización al máximo ente de la organización, para la transferencia de estos activos a un patrimonio autónomo. La resolución debe constar en la respectiva acta de sesión de este órgano.

3. Una vez obtenida la aprobación, la empresa contacta a una administradora de fondos y fideicomisos, a fin de que esta última estructure los activos en un patrimonio autónomo.
4. Luego de seleccionada la sociedad fiduciaria, se procede a realizar y firmar el contrato de fideicomiso mercantil entre la empresa (originador) y el agente de manejo (sociedad fiduciaria).
5. Después el originador transfiere los activos que existen o que se espera que existan a un patrimonio autónomo, el cual será administrado por el agente de manejo en beneficio de los inversionistas. En este paso es donde se conforma el patrimonio de propósito exclusivo.
6. Como parte del proceso, el originador también debe contratar mecanismos de garantía o colaterales que proporcionen seguridad a la titularización. Su vigencia debe extenderse hasta tres meses después del vencimiento de los valores emitidos.
7. Por su parte, el agente de manejo debe obtener una certificación que señale que el activo o activos en cuestión se encuentren libres de cualquier gravamen o limitación al dominio.
8. De igual forma, a fin de continuar con el proceso, los activos que conforman el patrimonio autónomo o fondo de titularización deben someterse a una calificación de riesgo que permita evaluar básicamente su calidad, su capacidad para generar flujos futuros, así como la idoneidad de las garantías propuestas. Esta calificación deberá ser actualizada periódicamente.
9. Posteriormente, se procede a elaborar el prospecto de oferta pública, el cual debe ser autorizado por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. También se preparan otros documentos habilitantes para la emisión.
10. Luego se inscribe el fideicomiso mercantil en la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros para su revisión y aprobación.
11. Una vez recibida la autorización, el ente regulador efectúa la inscripción del fideicomiso mercantil en el Catastro Público del Mercado de Valores.
12. Después se procede a obtener el consentimiento del Directorio de la Bolsa de Valores pertinente, para la titularización de los activos.
13. Una vez desarrollado el punto anterior, se emiten valores de oferta pública respaldados en el patrimonio autónomo constituido.
14. Posteriormente, el agente de manejo coloca la emisión en la Bolsa de Valores respectiva, a través de una Casa de Valores autorizada.
15. Por su parte, los inversionistas interesados contactan también a una Casa de Valores, para que ésta proceda a adquirir los títulos en la Bolsa de Valores.

16. El resultado de la colocación es recibido por el patrimonio de propósito exclusivo y posteriormente es transferido al originador (menos los gastos correspondientes al fideicomiso), para el financiamiento de sus operaciones o proyectos.
17. Por otro lado, con el objetivo de garantizar el cumplimiento del agente de manejo, respecto al pago de los beneficios procedentes del fondo de titularización (capital e intereses), los inversionistas nombran a un representante que vele por sus derechos.
18. Mientras tanto, el originador traslada al fideicomiso en las fechas pactadas los flujos pertinentes, para que éste a su vez, pueda honrar los pasivos que fueron contraídos con los inversionistas.
19. El comité de vigilancia supervisa el cumplimiento de los términos y condiciones estipulados en la emisión.
20. Por otra parte, de acuerdo con los plazos y según las condiciones estipuladas en los valores, el agente pagador previamente establecido, procede a cancelar a los inversionistas el capital y los intereses correspondientes.
21. Al concluir el proceso y en el caso de existir patrimonio autónomo remanente, éste será entregado a una tercera persona designada para el efecto, al originador o a los inversionistas, según se haya determinado en el contrato de fideicomiso mercantil.
22. Finalmente, una vez cumplida la finalidad por la que se constituyó el fideicomiso mercantil y conforme lo estipulado en el contrato, se procede a su disolución.



Gráfica 59 Proceso Titularización.
Elaborado por: Las autoras.

3.7 Riesgos en un proceso de titularización



Éstos se estudiarán con mayor detalle en la sección pertinente a la titularización de activos agropecuarios.

3.8 Calificación de riesgo para los valores emitidos en un proceso de titularización

Un proceso de titularización deberá contar con calificación de riesgo y auditoría externa durante el periodo de vigencia de la emisión de valores. De ahí, que todos los títulos, de acuerdo con las disposiciones vigentes en la actual Ley del Mercado de Valores (2014), obligatoriamente deben contar al menos con una valoración emitida por una de las calificadoras de riesgo legalmente establecidas y autorizadas para el efecto. Esto con la finalidad de brindar a los inversionistas una señal clara de los riesgos inherentes a la actividad productiva que se está financiando.

Además cuando se emita la calificación de riesgo, ésta deberá indicar los factores que se consideraron para otorgarla; y adicionalmente deberá referirse a la legalidad, así como forma de transferencia de los activos al patrimonio autónomo.

En ningún caso se considerará para la evaluación de este parámetro la solvencia del originador, del agente de manejo o de cualquier tercero. Sin embargo, de acuerdo con la nueva reforma, únicamente para los procesos de titularización de derechos de cobro

sobre ventas futuras esperadas, sí será necesario disponer también de una valoración del riesgo del originador, conforme lo establecido por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

Por su parte, de acuerdo con el Art. 18, numeral 3 de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores (2015), las calificadoras de riesgo deberán exponer su criterio en base a la información proporcionada por el agente de manejo y el originador, considerando al menos los siguientes parámetros:

1. Capacidad de los activos integrados al Patrimonio Autónomo para generar los flujos futuros de fondos, así como la idoneidad de los mecanismos de garantía incorporados al proceso.
2. Criterio sobre la legalidad y forma de transferencia de los activos al Patrimonio de Propósito Exclusivo, en base a la documentación suministrada por el fiduciario, el originador y de acuerdo con los términos establecidos en el contrato.
3. Estructura administrativa del agente de manejo, su capacidad técnica, posicionamiento en el mercado y experiencia.
4. En el caso de titularizaciones de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan, la calificadora de riesgos deberá analizar también al emisor, así como la capacidad de generación de los flujos dentro de sus proyecciones y las condiciones del mercado²⁴.

Asimismo, de acuerdo con el Art. 26 de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores (2015), los títulos provenientes de procesos de titularización tendrán las siguientes categorías de calificación:

- **Categoría AAA:** Corresponde al patrimonio autónomo que tiene excelente capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados, así como de responder por las obligaciones adquiridas en los contratos de emisión.
- **Categoría AA:** Corresponde al patrimonio autónomo que tiene muy buena capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados, y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión.
- **Categoría A:** Corresponde al patrimonio autónomo que tiene buena capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados, así como de responder por las obligaciones contraídas con los inversionistas.

²⁴ Extracto Art. 18, numerales 1.4, 1.5 y 1.7 de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores.

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

Además, las categorías de calificación de riesgo descritas anteriormente podrán incluir los signos más (+) o menos (-). El primero indicará que la calificación podría subir hacia su inmediata superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso a la categoría inmediata inferior.

3.9 Mecanismos de garantía

Durante la estructuración de todo proceso de titularización deben incluirse ciertos mecanismos de cobertura y garantía que respalden la emisión de los títulos y avalen el cumplimiento de las obligaciones contraídas con los inversionistas, en el caso de presentarse algún contingente o eventualidad que pudiera comprometer la generación oportuna de los recursos derivados del flujo de caja.

Un mecanismo de cobertura puede catalogarse como un escudo financiero destinado a proteger a los inversionistas contra cualquier riesgo que pueda afectar a los activos que constituyen el patrimonio autónomo derivado de un proceso de titularización; su finalidad de acuerdo con Navarrete (2009), puede resumirse en los siguientes objetivos:

- Minimizar los riesgos que pueden influir en el proceso de titularización.
- Mejorar la calificación de los valores emitidos, a través de la reducción de estos riesgos.
- Lograr la optimización de la emisión y brindar seguridad a los inversionistas al asegurar el cumplimiento del pago respectivo.
- Incrementar la bursatilidad de los títulos emitidos.

Estos elementos dependen de las características propias de cada titularización, sin embargo al menos de uno de ellos debe ser incorporado durante el proceso, ya sea por el agente de manejo o por el originador. A continuación se enuncian estos mecanismos presentes en el Art. 150 de la actual Ley del Mercado de Valores:

❑ Subordinación de la emisión

Implica que el originador, o terceros informados, se comprometen a adquirir parte de los títulos emitidos; con el fin de que a esta porción se impute cualquier siniestro o faltante de activos que pudiera surgir, mientras que los valores colocados entre el público se mantienen seguros al tener preferencia en la cancelación del capital e intereses.

❑ Sobrecolateralización

A través de este mecanismo, los activos que se entregan al patrimonio autónomo o a la fiduciaria, superan en valor a los títulos emitidos; de manera que el excedente creado cubra el índice de siniestralidad o desviación, y pueda utilizarse para compensar cualquier contingente o faltante de activos que pudiera originarse.

❑ Exceso de flujo de fondos

Su objetivo es lograr que el flujo de fondos generado por los activos titularizados sea superior a los derechos reconocidos en los títulos emitidos, a fin de que ese diferencial sea destinado a la creación de un depósito de garantía, del que el agente de manejo pueda disponer en caso de manifestarse cualquier desviación o distorsión que pueda afectar el flujo de caja; y así poder cumplir normalmente con las obligaciones contraídas con los inversionistas.

❑ Sustitución de activos

Consiste en reemplazar activos que han generado distorsiones o desviaciones en el flujo de fondos, por otros de similares o mejores características; a fin de incorporar al patrimonio de propósito exclusivo nuevos activos que permitan cumplir con las obligaciones derivadas del proceso de titularización. Estos bienes deben ser provistos por el originador quien a cambio recibirá la transferencia de los activos suplidos.

❑ Contratos de apertura de crédito

A través de este mecanismo, el originador dispone líneas de crédito a favor del patrimonio autónomo en instituciones del sistema financiero, con el fin de atender las necesidades de liquidez que el fideicomiso pueda presentar.

❑ Garantía o aval

Constituidas por el originador o por terceros, representan compromisos de pago, totales o parciales, en favor de los derechos reconocidos a los inversionistas. Pueden ser generales o específicas.

❑ Garantía bancaria o póliza de seguro

Representan avales externos, a través de los cuales instituciones financieras o aseguradoras, se comprometen a cumplir total o parcialmente con los derechos reconocidos en favor de los inversionistas; en caso de producirse el siniestro garantizado o asegurado.

❑ Fideicomiso de garantía

Consiste en la cesión de activos, independientes al patrimonio de la titularización, a un fideicomiso, con el fin de que los beneficios generados por éstos sean destinados a cubrir la siniestralidad del proceso.

❑ Fondo de liquidez

Por medio de este mecanismo se destina una suma de dinero a un fondo especial, con el fin de atender eventuales necesidades de liquidez del patrimonio.

Finalmente es preciso señalar que con el objeto de afianzar el proceso de titularización y brindar mayor seguridad a los inversionistas, así como asegurar una calificación de riesgo positiva; los mecanismos de cobertura citados previamente deben cubrir el índice de siniestralidad²⁵ o coeficiente de desviación del flujo; mecanismo que permite estimar el valor en garantías que cubre el riesgo generado por probables retrasos en los pagos debido a desviaciones en la entrada de fondos.

En el país, los avales necesarios para respaldar una emisión de valores deben cubrir al menos 1,5 veces el índice de siniestralidad o el de desviación, según corresponda; además en el caso de que se incorporen al proceso dos o más garantías, todas ellas en conjunto deben cubrir la relación anterior y no de forma individual²⁶. Sin embargo, es preciso resaltar que la aplicación de estos elementos no tiene límite, ya que mientras mejor sea la cobertura del proceso, mayor será también la demanda de los títulos en el mercado.

²⁵ Indicador que mide el impacto que ejercen ciertas variables sobre el comportamiento del flujo de efectivo proyectado. Permite estimar el valor requerido a través del cual es posible cubrir el riesgo generado por probables retrasos en los pagos, debido a desviaciones en el flujo de fondos.

²⁶ Título III, Subtítulo I, Capítulo V, Sección IV, art. 17 CRCNV.

3.10 Ventajas de la titularización

La titularización constituye una alternativa de financiamiento no convencional que ofrece varios beneficios, dadas sus características particulares. Seguido citaremos las más relevantes, conjuntamente con sus destinatarios:

Para el originador

- En primer lugar, permite que el originador obtenga liquidez ya sea, para solventar sus necesidades de capital de trabajo o para la ejecución de inversiones estratégicas para su crecimiento (este último fin es el más usual).
- Constituye una fuente de financiamiento menos costosa que el endeudamiento tradicional; puesto que permite obtener recursos a una tasa más baja que los préstamos bancarios.
- Evita el riesgo que implican las restricciones crediticias establecidas por las instituciones financieras en época de crisis, tal como la que enfrenta el Ecuador hoy en día.
- Diversifica las alternativas de capital a las que puede acceder una organización.
- Mejora la estructura financiera del originador, ya que la titularización no incrementa su pasivo ni tampoco requiere aumentos de capital social.
- Permite convertir activos ilíquidos o de lenta rotación en efectivo; es decir, proporciona liquidez a activos que por su naturaleza carecen de ella.
- La calificación de los valores es independiente de la situación financiera del originador, dado que únicamente considera el riesgo del título y de los activos que lo respaldan (salvo en el caso de la titularización de derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas).
- Mejora los indicadores financieros del originador.
- No incide en el apalancamiento de la organización, dado que la titularización no constituye endeudamiento para el originador.
- No divulga la información del originador, sino únicamente la vinculada con el activo a titularizar.
- Viabiliza el aprovechamiento de activos improductivos, mediante la optimización y disminución de recursos ociosos. También potencializa los índices de rentabilidad por la rotación del activo.
- Permite la redistribución del riesgo desde el originador hacia el inversionista (mercado).
- Al ser los títulos, emitidos y respaldados por un patrimonio de propósito exclusivo (independiente), se aísla el riesgo del originador.

- Constituye un instrumento de financiamiento que proporciona mayores plazos de pago y capta recursos directamente de los inversionistas (desintermediación).

Para el inversionista

- Permite la diversificación de su portafolio de inversión.
- Mejora su rentabilidad, dado que la tasa de interés que pagan los valores, producto de una titularización, es superior a la ofrecida por los mecanismos de ahorro tradicional.
- Minimiza su riesgo, ya que tanto los títulos como los activos que integran el patrimonio autónomo deben someterse a una calificación de riesgos periódica.
- Permite la obtención de un mejor retorno, en relación al riesgo asumido.
- Reduce su exposición al riesgo, dado que el proceso de titularización exige varios mecanismos de cobertura (colateralización y sobrecolateralización).
- La rentabilidad que obtenga el inversionista, producto de un fideicomiso mercantil, se encuentra exenta del pago de impuesto a la renta; siempre y cuando se trate de valores de renta fija.²⁷

Para el mercado bursátil

- Promueve el desarrollo económico y social del mercado, a través de una herramienta de financiamiento eficiente.
- Incentiva la desintermediación financiera y permite descongestionar las operaciones de la banca tradicional.
- Genera una nueva área de actividad para los agentes que intervienen en el mercado de capitales (administradoras de fondos y fideicomisos, agente pagador, etc.).
- Constituye un mecanismo de financiamiento orientado a reducir el costo del dinero en el mercado financiero, promoviendo el ahorro y el crecimiento del sector empresarial.

3.11 Titularización VS. Deuda

Mecanismo/Criterio	Titularización	Deuda
Registro Contable	En el ACTIVO o como Pasivo Diferido	En el PASIVO
Fuente de Pago	Flujo del Activo	Flujo del Emisor
Calificación de Riesgo	Activo y capacidad de generación de los flujos de fondos	Emisor

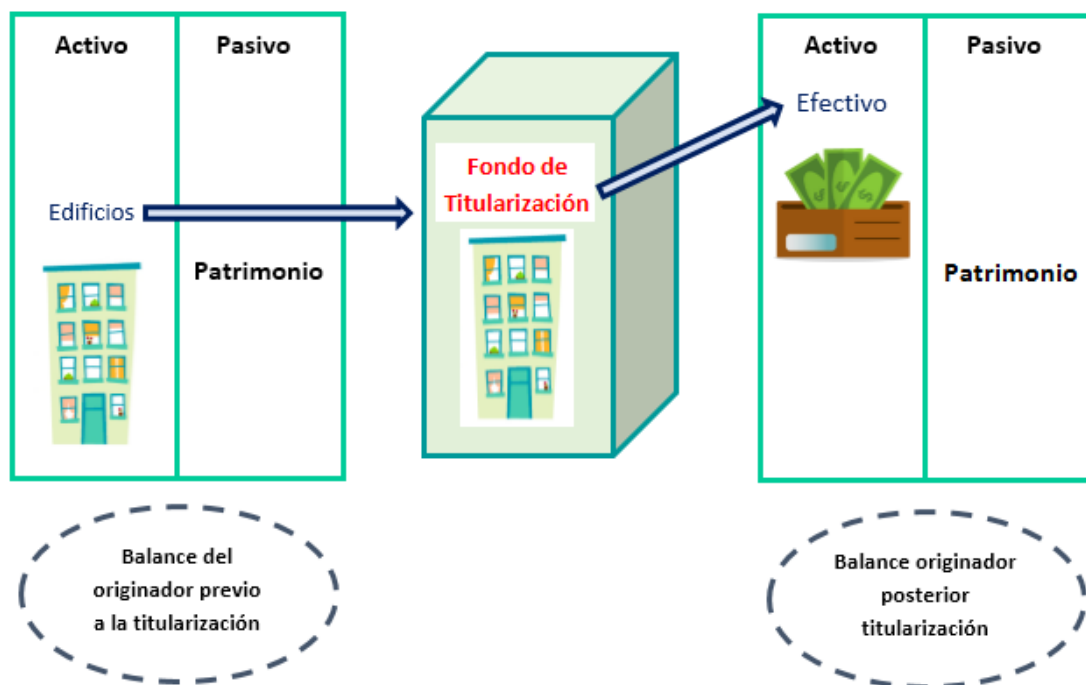
Tabla 20 Titularización vs. Deuda.
Elaborado por: Las autoras.

²⁷De acuerdo con lo estipulado en el Artículo 9: Exenciones, Numeral 15.1 de la Ley de Régimen Tributario Interno.

3.12 Impacto en el estado financiero del originador

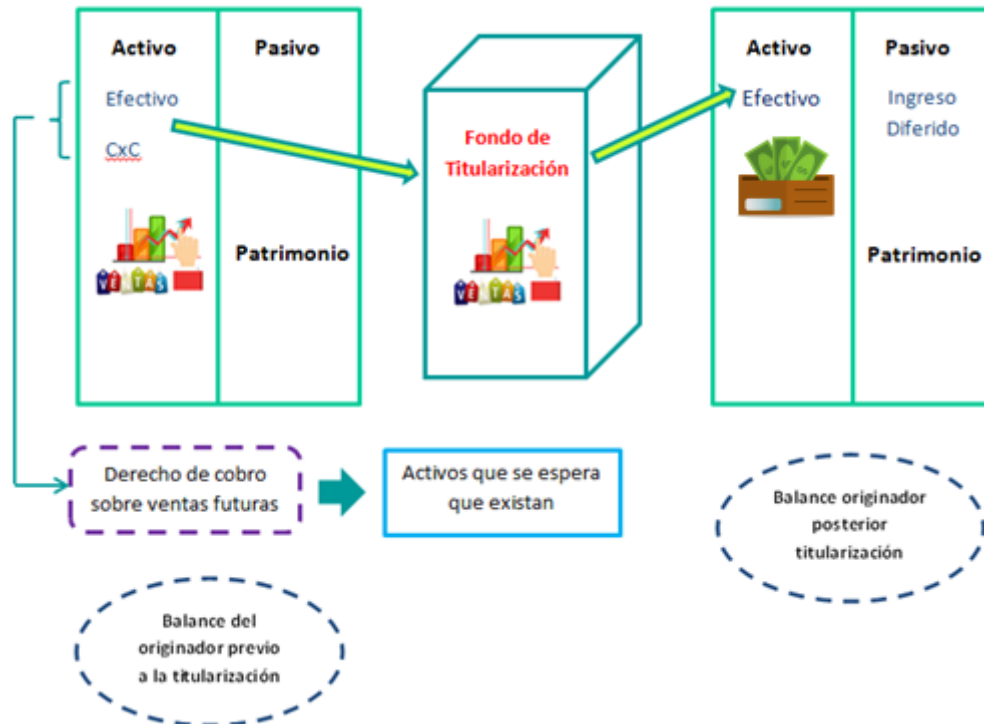
La titularización constituye una alternativa de financiamiento a través del activo, es decir, no incide en el pasivo de la organización, como es el caso de los préstamos bancarios o inclusive, de la emisión de obligaciones. De ahí, que uno de sus beneficios más relevantes, es que no representa endeudamiento adicional para el originador.

A continuación, ilustraremos gráficamente la situación del balance de este participante, antes y después de la ejecución del proceso:



Gráfica 60 Titularización de activos: Impacto financiero.
Elaborado por: Las autoras.

No obstante, es preciso resaltar que en el caso de la titularización de flujos futuros intervienen diferentes cuentas contables, dadas las características particulares de esta categoría. Seguido ejemplificaremos el impacto en el estado de situación financiera del originador, por medio de una gráfica:



Gráfica 61 Titularización de derechos de cobro: Impacto financiero.
Elaborado por: Las autoras.

Según puede apreciarse en el esquema expuesto, la titularización de flujos futuros continúa sin ser deuda, puesto que lo único que hace es vender derechos sobre ingresos futuros a un precio hoy, es decir constituye un ingreso diferido o una entrada anticipada, que aunque se registra como un Pasivo, debido a que todavía no se ha entregado el bien o se ha prestado el servicio, no constituye endeudamiento en sí.

3.13 Costos de un proceso de titularización

El desarrollo de un proceso de titularización implica varias erogaciones para el originador. Seguido enlistaremos las más representativas:

- Costos de estructuración financiera y legal
- Costo de la calificación de riesgos
- Inscripción en el Catastro Público del Mercado de Valores
- Comisión del agente de manejo
- Comisión del agente pagador
- Comisión del custodio
- Honorarios por auditoría externa
- Comisión de la Casa de Valores
- Costo de inscripción en la Bolsa de Valores
- Otros desembolsos:

- Gastos de constitución del fideicomiso
- Gastos notariales
- Publicaciones
- Impresión o edición de prospectos, folletos, etc.

No obstante, durante el transcurso de la titularización también se requiere incurrir en costos adicionales a los mencionados anteriormente:

- Actualización de la calificación de riesgos
- Cuota de mantenimiento en la Bolsa de Valores
- Honorarios por administración mensual del fideicomiso
- Honorarios por auditoría externa
- Estipendio por liquidación del fideicomiso
- Pago de interés y capital a los inversionistas

A continuación explicaremos brevemente cada uno de ellos:

- **Costos de estructuración**

La estructuración es una actividad efectuada generalmente por las sociedades fiduciarias y depende del tipo de titularización a realizar. Requiere de personal especializado en el cálculo de ciertos indicadores tales como: índice de siniestralidad, índice de desviación, etc.; así como también en la elaboración de los reglamentos de gestión y prospectos de oferta pública exigidos por la Superintendencia de Compañías. Esta categoría también puede incluir asesoría respecto a los mecanismos de garantía necesarios para dar seguridad al proceso.

Seguido expondremos el costo aproximado para este servicio, conforme lo expuesto en el tarifario de la Trust Fiduciaria Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A.:

Tarifas por Servicio de Estructuración	
Fideicomiso de Titularización	
Tipo	Costo aproximado
Cartera, flujos u otros activos	Entre el 0,10% y el 0,30% flat del monto de la emisión. Mínimo USD 5.000,00.
Proyectos inmobiliarios	Entre el 0,10% y el 0,40% flat del monto de la emisión. Mínimo USD 5.000,00.

Tabla 21 Tarifas por servicio de estructuración.

Fuente: Trust Fiduciaria Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A.

Elaborado por: Las autoras.

- **Costo de la calificación de riesgos**

Este concepto involucra la calificación de riesgos de los valores emitidos, así como también de los activos o flujos que respaldan el proceso. En ciertos casos, como en la

titularización de derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas, también se debe incluir la calificación de riesgos del originador. Este servicio es suministrado por sociedades calificadoras de riesgos, debidamente registradas y autorizadas por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.

Los estipendios originados por la calificación de riesgos comprenden la calificación inicial y también una actualización semestral durante el transcurso del proceso de titularización.

A continuación presentaremos el tarifario de honorarios exhibido por la Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., la Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana y por la Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.; con el fin conocer el rango en el que oscilan los costos para un proceso de titularización.

Tarifas por Calificación de Riesgos	
Monto de la emisión en USD	Honorario anual en % del monto emitido Titularización
Hasta 1.500.000,00	0,70%
De 1.500.000,00 a 3.000.000,00	0,55%
De 3.000.000,00 a 6.000.000,00	0,45%
De 6.000.000,00 a 10.000.000,00	0,25%
De 10.000.000,00 a 15.000.000,00	0,15%
De 15.000.000,00 a 25.000.000,00	0,07%
De 25.000.000,00 a 50.000.000,00	0,05%
Más de 50.000.000,00	0,035%

Tabla 22 Tarifas por calificación de riesgos Class International Rating S.A.

Fuente: Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A.

Elaborado por: Las autoras

Tarifas por Calificación de Riesgos	
Calificación inicial	
Titularizaciones	USD 9.000,00 – USD 22.000,00
Actualización semestral	
Titularizaciones	USD 2.500,00 – USD 7.500,00

Tabla 23 Tarifas por calificación de riesgos Latinoamericana S.A.

Fuente: Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana.

Elaborado por: Las autoras.

Tarifas por Calificación de Riesgos	
Monto de la emisión en USD	Costo aproximado
De 0 a 3.000.000,00	USD 8.000,00 – USD 10.000,00
De 3.000.000,00 a 5.000.000,00	USD 9.000,00 – USD 11.000,00
De 5.000.000,00 a 10.000.000,00	USD 10.000,00 – USD 12.000,00
De 10.000.000,00 a 15.000.000,00	USD 11.000,00 – USD 13.000,00
De 15.000.000,00 a 30.000.000,00	USD 12.000,00 – USD 14.000,00
De 30.000.000,00 a 50.000.000,00	USD 13.000,00 – USD 15.000,00
Más de 50.000.000,00	USD 14.000,00 – USD 18.000,00

Tabla 24 Tarifas por calificación de riesgos Pacific Credit Rating S.A.

Fuente: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

Elaborado por: Las autoras.

Por último, cabe mencionar que todas estas organizaciones establecen que sus honorarios finales pueden estar sujetos a negociación con el cliente.

- **Costo de inscripción en el Catastro Público del Mercado de Valores**

Todos los títulos producto de un proceso de titularización, están obligados a ser inscritos en el Catastro Público del Mercado de Valores para su validez.

La Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros ha establecido el valor por este concepto en el 0.5 por mil del total de la emisión, sin que pueda exceder la cifra de \$ 2.500,00. Por otra parte, el originador también deberá cancelar adicionalmente y de forma anual una tasa de mantenimiento, que puede oscilar entre el 0,01% y el 0,05% de la emisión (Sánchez & Espinoza, 2008).

- **Comisión agente de manejo**

El costo fijado por el agente de manejo (por lo general sociedades administradoras de fondos y fideicomisos), puede variar en función de la negociación con el originador. No obstante, este estipendio deberá ser establecido en el Contrato de Fideicomiso Mercantil.

A continuación presentaremos la comisión que cobra la Trust Fiduciaria Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A., por concepto de la gestión de un patrimonio autónomo:

Tarifas por Servicios Administración	
Fideicomiso de Titularización	
Tipo	Costo aproximado
Cartera, flujos u otros activos	Entre el 0,50% y el 1,20% anuales calculados sobre el monto de la emisión. Mínimo USD 1.000,00 mensuales.
Proyectos inmobiliarios	Entre el 0,50% y el 1,30% anuales calculados sobre el monto de la emisión. Mínimo USD 1.500,00 mensuales.

Tabla 25 Tarifas por servicios de administración de un fideicomiso.

Fuente: Trust Fiduciaria Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A.

Elaborado por: Las autoras.

No obstante, existen otras sociedades fiduciarias como la HOLDUNTRUST S.A., cuyos honorarios por la administración de fideicomisos de titularización son considerablemente más bajos y oscilan entre el 0,20% - 4%, dependiendo del monto emitido.

- **Comisión del agente pagador**

El agente de manejo debe designar a un agente pagador, que puede ser la misma sociedad administradora de fondos y fideicomisos o cualquier otra institución financiera regulada por la Superintendencia de Bancos. Los honorarios de sus servicios dependen del monto de la titularización y se mantienen durante todo el plazo de vigencia de la emisión.

Con el fin de esbozar una idea general respecto al valor de este rubro es factible mencionar que oscila aproximadamente entre el 0,05% y el 0,1% del valor de la emisión (El Ordeño, 2013).

- **Costo del custodio**

La actividad de custodia de los valores es ejercida por una institución financiera o por el Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores (DECEVALE). Esta entidad se encuentra autorizada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros para recibir en depósito valores inscritos en el Catastro Público del Mercado de Valores, ya sea de naturaleza física o anotaciones en cuenta, cuando se trate de emisiones desmaterializadas. Su función es la custodia de valores.

A continuación detallamos los costos establecidos por el Banco Central del Ecuador y por DECEVALE para este concepto:

Tarifas custodia de valores: DCV-BCE

Servicio	Porcentaje (%)
Custodia de valores desmaterializados	0,01% - 0,02%
Custodia de valores físicos	0,04%

Tabla 26 Tarifas custodia de valores BCE.

Fuente: Banco Central del Ecuador.

Elaborado por: Las autoras.

Tarifas custodia de valores – DECEVALE

Servicio	Porcentaje (%)
Custodia de valores desmaterializados	0,05%
Custodia de valores físicos	0,05%

Tabla 27 Tarifas custodia de valores DECEVALE.

Fuente: DECEVALE.

Elaborado por: Las autoras.

- **Honorarios auditoría externa del fideicomiso**

El proceso de titularización también debe someterse a una auditoría externa, una vez que el emisor de los títulos los haya inscrito en el Catastro Público del Mercado de Valores.

La auditoría externa del fideicomiso constituye una erogación adicional y debe efectuarse por lo menos una vez al año. De ahí, que el número de estas evaluaciones variará en función del periodo de vigencia del proceso de titularización.

- **Comisión Casa de Valores**

Las casas de valores constituyen los únicos intermediarios bursátiles autorizados por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros para la colocación primaria de títulos de oferta pública, producto de una titularización.

Las comisiones que cobran a sus clientes varían principalmente dependiendo del grado de dificultad que representa la venta del valor en el mercado.

Con el fin de ejemplificar el costo de su actividad, expondremos el tarifario emitido por la casa de valores ANALYTICA:

Tarifas Casa de Valores	
Comisiones corretaje títulos de renta fija largo plazo	
Hasta	Comisión mínima
1% flat	USD 50,00

Tabla 28 Tarifas Casa de Valores.
Fuente: Casa de valores ANALYTICA.
Elaborado por: Las autoras.

- **Comisión Bolsa de Valores**

Las Bolsas de Valores son responsables de proveer la infraestructura y los servicios necesarios para el apropiado desenvolvimiento de la negociación de los valores emitidos con cargo al patrimonio autónomo.

No obstante, previo a ello es necesario que el originador, a través de la administradora de fondos y fideicomisos, cancele la cuota de inscripción y mantenimiento pertinente.

De acuerdo con la información exhibida en la página web de la Bolsa de Valores de Guayaquil, las tarifas que aplican para estos conceptos son:

Tarifas Inscripción y mantenimiento de Titularizaciones	
Monto/Saldo por amortizar	Porcentaje (%)
Por los primeros USD 20.000.000,00	0,0175%
Por los segundos USD 20.000.000,00	0,0150%
Por los terceros USD 20.000.000,00	0,0125%
Por los cuartos USD 20.000.000,00	0,0100%
Por el excedente	0,0050%

Tabla 29 Tarifas inscripción y mantenimiento titularización BVG.
Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil.
Elaborado por: Las autoras.

Es necesario puntualizar, que la cuota de inscripción se realiza por cada tramo que el emisor decida emitir; mientras que el valor del mantenimiento, sobre el saldo por amortizar del total de la deuda colocada o del monto de los valores de participación colocados.

Es responsabilidad del agente de manejo o del originador reportar anualmente sobre las colocaciones y el saldo por amortizar, a fin de que estos datos puedan ser utilizados como base para los cálculos respectivos.

- **Otros costos**

En esta categoría se incluyen otras erogaciones en las que debe incurrir el originador del proceso de titularización, tales como: gastos notariales, costos de publicación, impresión o edición de los prospectos de oferta pública, gastos de constitución del fideicomiso mercantil, etc.

La asignación para este rubro varía en función de la naturaleza y de las particularidades específicas de cada proceso de titularización.

3.14 Costos adicionales originados durante el transcurso del proceso

- **Estipendio por liquidación del fideicomiso**

Una vez cumplida la finalidad de la titularización, por lo general se procede a la liquidación del fideicomiso, de acuerdo a lo estipulado en el contrato. Las sociedades fiduciarias cobran un valor adicional por este concepto, el cual puede variar dependiendo de las características propias de cada proceso.

A continuación presentamos la comisión fijada por la Trust Fiduciaria Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A., por este servicio:

Tarifas por Liquidación del Fideicomiso	
Fideicomiso de Titularización	
Tipo	Costo aproximado
Cartera, flujos u otros activos	Entre USD 800,00 y USD 1.500,00.
Proyectos inmobiliarios	Entre USD 800,00 y USD 1.500,00.

Tabla 30 Tarifas por liquidación del fideicomiso.

Fuente: Trust Fiduciaria Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A.

Elaborado por: Las autoras.

Las demás erogaciones enlistadas en este rubro ya fueron cubiertas en los puntos detallados previamente.

3.15 Emisiones sindicadas

Después de haber estudiado el mecanismo de la titularización de manera general, y una vez evaluada la forma en la que este instrumento de financiamiento opera; nos concentraremos en un componente adicional que puede ser incorporado a esta figura, conocido como “Emisiones o Titularizaciones Sindicadas”; el cual hemos considerado pertinente introducir, ya que representa un factor destacado para el desarrollo de nuestra investigación debido a su complementariedad, así como por las ventajas comparativas que pueden ser derivadas de su implementación; sobre todo en los segmentos empresariales menos desarrollados, que no gozan del posicionamiento ni

de las mismas posibilidades que las grandes corporaciones; y los cuales, dadas sus condiciones menos favorecidas, constituyen el eje central de este trabajo de titulación.

El proceso de creación de un fideicomiso, tal como se demostró, conlleva varias dificultades y costos, que para las PYMES de forma individual, pueden resultar prácticamente imposibles de sortear; de ahí que la experiencia en procesos de esta naturaleza en nuestro país corrobora, que aunque escasamente, únicamente grandes corporaciones han sido capaces de aprovechar esta alternativa de financiamiento.

Es por ello, que el elemento de la “sindicación”, al funcionar a través de esquemas asociativos, facilita a las PYMES unirse con el fin de formalizar un proceso de titularización; contribuyendo así a incrementar su capacidad para alcanzar el volumen, la información, así como las garantías necesarias para participar en este mercado (MIPRO, 2013). Además a través de los encadenamientos, las PYMES son capaces de compensar sus limitaciones y vulnerabilidades individuales; así como de enfrentar mayores desafíos y exigencias, que fortalecen su posicionamiento y capacidad de competir en el mercado.

En nuestro ordenamiento jurídico, la titularización sindicada no presenta un marco legal específico, sino que se encuentra inmersa en la Ley y en la Codificación pertinente a la titularización y el fideicomiso; siendo éste un posible factor de su escaso conocimiento y mínimo empleo en el ámbito empresarial. Cabe señalar que en la última reforma a la legislación que regula la operación del mercado de valores en nuestro país, se introdujo la figura de las obligaciones sindicadas, sin embargo nada se especifica con respecto a la titularización.

No obstante, la correcta utilización de este mecanismo, constituye sin duda alguna, una oportunidad trascendental para el segmento PYME, ya que al permitir que los activos de diversos originadores se agrupen en un mismo fideicomiso; les brinda la posibilidad de lograr economías de escala, así como múltiples beneficios sumamente importantes, tales como los mencionados preliminarmente.

Además, la ampliación de este instrumento, diversifica el número de usuarios que pueden acceder al mercado de valores, y que son capaces de aprovechar la figura de la titularización como medio de financiamiento; permitiendo así que dos o más PYMES se asocien para constituir un solo fideicomiso; las cuales uniendo sus esfuerzos distribuyen entre todos los participantes los costos que implica el desarrollo de esta figura; en una relación ganar-ganar en la que todos obtienen beneficios.

Sin embargo, a pesar de estas ventajas, es preciso mencionar que hasta la fecha en el país únicamente se han desarrollado tres casos de titularización sindicada, de acuerdo con la información presente en las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil, concretamente los casos: Cadena Productiva Integrada, Equitatis y Shemlon; las cuales en conjunto alcanzaron un máximo autorizado de USD 79.500.000,00; siendo la emisión más destacada la de Equitatis S.A. e IBC Trading Inc., cuyo monto de financiamiento por separado, alcanzó los USD 52.500.000,00, cifra que representa el 66% del máximo autorizado entre las tres emisiones.

Adicionalmente, en el país se han constituido fideicomisos, con valores emitidos hasta por USD 80 millones (MIPRO, 2013); de ahí que bajo el concepto de la sindicación, las PYMES podrían alcanzar cifras marcadamente superiores a las actualmente pueden acceder en el mercado financiero; el cual incluso, hoy por hoy, al verse golpeado por la recesión económica y la reducción del nivel de ahorro en las familias, ha tenido que restringir y priorizar su oferta crediticia; siendo las PYMES así como la inversión de capital, las más afectadas debido a sus niveles de informalidad y riesgos superiores.

Es por ello, que con el fin de incentivar el financiamiento de este segmento a través de estos procesos, la participación de instituciones estatales como inversionistas (IESS, BIESS, BanEcuador, CFN, etc.), podría constituir un factor decisivo para garantizar su éxito (MIPRO, 2013).

Finalmente, después de evaluar todas estas consideraciones, no hace falta enfatizar aún más en el rol que el mecanismo de la titularización; y especialmente el que la sindicación; pueden llegar a alcanzar en el mercado financiero ecuatoriano; sobre todo si estas figuras son potenciadas y promovidas correctamente por las entidades de control y demás organismos vinculados con la optimización del mercado de capitales. Un instrumento novedoso para nuestro país, que puede ser aprovechado para el desarrollo de todo su segmento empresarial; y que principalmente, puede adaptarse para afianzar a las empresas más pequeñas y vulnerables, con el fin de promover su innovación, mejorar su rendimiento, así como contribuir a su evolución sostenida.

3.16 Titularización de activos agropecuarios

En pleno siglo XXI la actividad agropecuaria, sobre todo la de los países en vías de desarrollo, se encuentra obligada a someterse a un enérgico proceso de innovación; ya que de no hacerlo son numerosos los casos en que la historia ha demostrado que sin evolución, tarde o temprano, todo perece. No obstante, alcanzar esta necesaria y ansiada meta, requiere de cambios estructurales y duraderos, encaminados a brindar

soluciones y nuevos recursos a este sector anegado de necesidades; que lo vuelvan más atractivo y promuevan la reducción de sus costos, así como el incremento de sus horizontes rentables y productivos, dando un énfasis prioritario a los pequeños y medianos productores, que al final del día, son quienes más necesitan ser motivados para continuar generando los productos que todos como sociedad requerimos.

Ecuador, y otras naciones latinoamericanas, irónicamente a pesar de ser las que mayor cantidad y diversidad de recursos naturales poseen, también son las que menos conocimiento y tecnología disponen para aprovecharlos al máximo, de ahí que los niveles de eficiencia y eficacia incorporados en estos sectores son verdaderamente ínfimos. No obstante, no debemos olvidar que la principal fortaleza de estas economías, incluyendo la nuestra, son precisamente estos recursos, los cuales hasta ahora no han sido considerados como lo que son: oportunidades reales de desarrollo; de modo que, con omisión de unos escasos esfuerzos efectuados por parte del Gobierno actual, así como de sus predecesores, poco o nada se ha logrado para dinamizar su actividad.

Es así, que la globalización, el crecimiento poblacional y la necesidad imperativa de eliminar la escasez de alimentos en el planeta, son factores significativos que nos incitan a transformar la percepción de estas actividades, tal como han principiado a hacerlo varios bloques y naciones del mundo como la Unión Europea, que desde hace ya varios años, reconociendo su importancia, destina parte significativa de sus ingresos presupuestarios para la investigación y desarrollo de este segmento. Al 2015, según la página web oficial de esta comunidad, este indicador ascendió al 41,6%, siendo sus principales destinos la protección de los agricultores de la excesiva volatilidad de precios y de la crisis de mercado, la innovación agrícola, así como la generación de productos seguros y de calidad.

De ahí, que resulta imperativo que nuestro país se proyecte como un objetivo estratégico, la emulación de este gran ejemplo; partiendo de la atención de varios talones de Aquiles que han aquejado proverbialmente a esta actividad y que como se evidenció en el primer capítulo, se encuentran condensados principalmente en la escasa innovación, generada a su vez por la falta de información, y fundamentalmente por el difícil acceso, así como los insuficientes programas de financiamiento habituales.

A su vez, la industrialización y tecnificación del campo, la producción de nuevos bienes a partir de productos agrícolas que implican grandes inversiones de capital, tales como los biocombustibles, la competencia internacional y la necesidad de enfrentar los desafíos provenientes del comercio externo, sobre todo si logramos concretar la firma

del Acuerdo de Libre Comercio con la Unión Europea; motivan y demandan la innovación del esquema de financiamiento de nuestras empresas y demás actores involucrados en la actividad agropecuaria; de ahí que la introducción de mecanismos financieros, escasamente divulgados pero con un amplio potencial, como la titularización de activos agropecuarios, ofrecen destacadas oportunidades para alcanzar la tan esperada evolución de este segmento.

Es debido a su utilidad para la esfera agropecuaria y dada la importancia que implica este tema para nuestra investigación; que abordaremos el estudio de esta figura específica como parte del mecanismo principal de la Titularización; ya que consideramos que tanto su incorporación en el marco legal nacional, así como su difusión, constituyen factores apremiantes, que permitirán suplir varias de las deficiencias que aquejan a este importante segmento económico; y que sobre todo contribuirán a su avance futuro. Sin embargo, también analizaremos los principales riesgos a los que esta alternativa de financiamiento se encuentra expuesta, enfatizando especialmente sus mecanismos de mitigación, a partir de la experiencia de las titularizaciones calificadas efectuadas en el mercado de valores colombiano.

3.16.1 Definición

Las titularizaciones en general, pueden ser definidas como el proceso de emisión de títulos en el mercado de capitales, a partir de la transferencia a un vehículo de propósito especial conocido también como patrimonio autónomo, de uno o varios activos subyacentes capaces de generar un flujo de caja suficiente para el pago de las obligaciones financieras (capital e intereses) derivadas de los títulos emitidos. En el caso de las titularizaciones agropecuarias, los activos subyacentes constituyen precisamente estos productos, de ahí que a través de esta figura es posible cubrir una diversa gama de derechos económicos sobre cosechas, contratos forward de negociación de cultivos (futuros), porcentaje de ingresos operacionales, entre otros (BRC, 2007).

3.16.2 Factores clave en un proceso de titularización agropecuaria

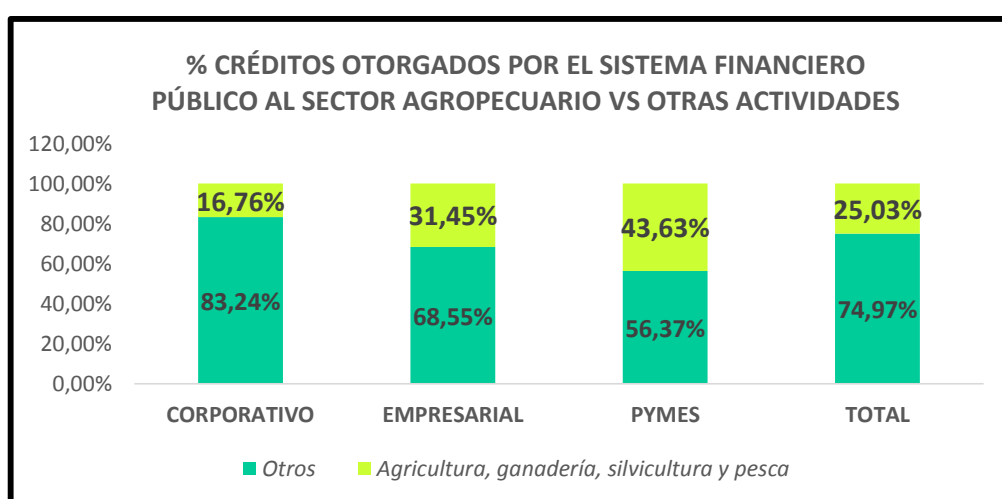
De acuerdo con BRC Investor Services (2007), para que un proceso de titularización agropecuaria sea exitoso y sus títulos sean demandados por los inversionistas, es preciso la incorporación de todos los elementos que fortalezcan su calidad crediticia, lo cual implica en general equilibrar tres factores fundamentales:

- Calidad del activo subyacente y de los flujos de caja asociados, junto con los mecanismos de cobertura.

- Calidad crediticia del originador o administrador.
- La estructura legal inherente a los procesos de titularización.

3.16.3 Las titularizaciones agropecuarias vs. Otras alternativas de financiamiento

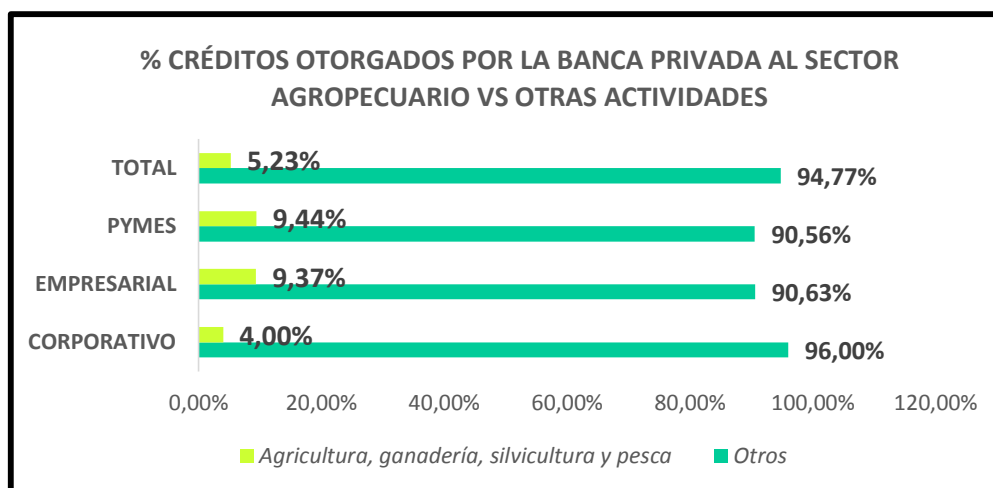
En el Ecuador, los recursos a los que puede acceder el sector agropecuario, tal como sucede con los demás segmentos económicos, se encuentran representados principalmente por los créditos gestionados directamente con las entidades financieras, públicas y privadas. Sin embargo, a pesar de constituir la fuente dominante de capital en ambos casos, el monto de financiamiento destinado por cada uno de estos sistemas a esta esfera, varía; de ahí que su participación difiere significativamente dependiendo del origen de los recursos.



Gráfica 62 Créd. otorgados por B. Pública al S. Agropecuario vs. Otras actividades.
Fuente: Superintendencia de Bancos.
Elaborado por: Las autoras.

Es así, que el Sistema Financiero Público, durante el primer cuatrimestre de este año, destinó parte importante de sus recursos a la atención de este sector, concretamente el 25,03% de ellos, mientras que el remanente fue distribuido entre los cinco segmentos económicos restantes. A su vez, las PYMES agropecuarias fueron las principales aventajadas, ya que concentraron el 43,63% del financiamiento durante este periodo, es decir cerca de la mitad del capital que la banca pública asignó a los pequeños y medianos productores, estuvo orientado a satisfacer las necesidades monetarias de alguna actividad vinculada con el agro; por su parte, en el segmento Empresarial, que engloba a las medianas empresas, esta participación se redujo al 31,45%. Sin embargo, a pesar de estas cifras es preciso recordar que las PYMES constituyen también uno de los segmentos con más baja asignación de capital por parte de los sistemas financieros

estatal y particular, al contrario de la esfera corporativa, que es y continúa siendo la más privilegiada (Ver gráfica No. 62).



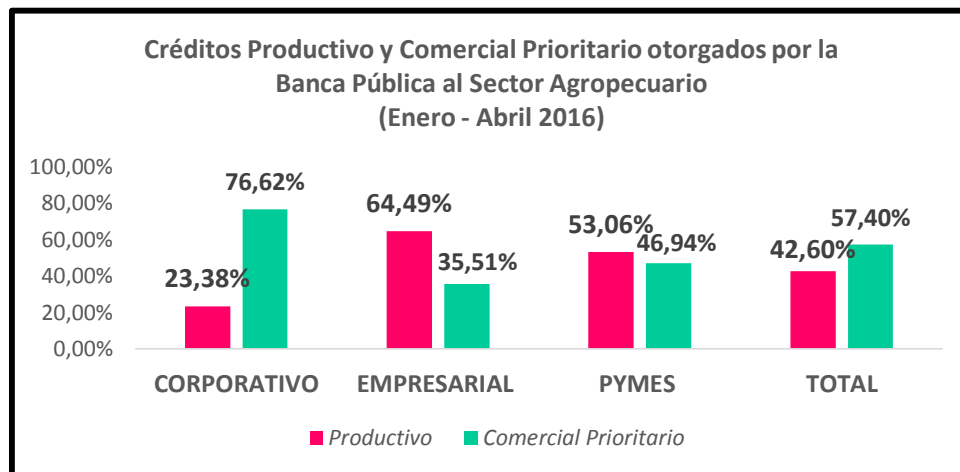
Gráfica 63 Créd. otorgados por la B. Priv. al S. Agropecuario vs. Otras actividades.
Fuente: Superintendencia de Bancos.
Elaborado por: Las autoras.

Por su parte, si analizamos durante el mismo periodo, la participación del crédito agropecuario en la banca privada, la situación contrasta totalmente, ya que a nivel global únicamente el 5,23% del financiamiento que otorgó este sistema estuvo destinado al ámbito agropecuario. Asimismo, las PYMES de este sector únicamente concentraron el 9,44% del financiamiento general que percibió este grupo económico, mientras que el segmento Empresarial alcanzó una participación similar, con el 9,37% de los recursos (Ver gráfica No. 63).

A partir de este análisis es posible inferir que el sistema público es el que mayor apoyo brinda al segmento agropecuario, debido principalmente a que esta fuente se enfoca esencialmente en la atención de sectores estratégicos y prioritarios, dentro del cual indudablemente se encuentran incluidas las actividades agropecuarias. Sin embargo, el sector privado, a pesar de su aparente escasa contribución, también concentra la mayor cantidad de recursos del mercado financiero, debido al elevado número de entidades que lo conforman; de ahí que el monto total de créditos concedidos a este sector bordeó durante este periodo los USD 246 millones, mientras que la banca estatal únicamente alcanzó los USD 37 millones; es decir el financiamiento privado superó casi siete veces al público.

A su vez, tal como se puede apreciar en la gráfica posterior, los créditos concedidos por el sistema financiero público a las Pequeñas y Medianas empresas agropecuarias, correspondieron durante el periodo de análisis mayoritariamente a financiamiento productivo, es decir préstamos cuya finalidad exclusiva es la ejecución de proyectos de capital, alcanzando el 53,06% y el 64,49% respectivamente por cada grupo económico,

ligeramente superior al crédito comercial prioritario, que al contrario se encuentra orientado al financiamiento de capital de trabajo a través de la concesión de créditos con un plazo de reembolso inferior a un año (46,94% y 35,51%). No obstante, si estudiamos las cifras globales la tendencia se invierte, ya que la mayor parte de créditos públicos (57,40%), fueron destinados al financiamiento de aspectos operativos, mientras que el ámbito productivo fue relegado a una segunda posición (42,60%).

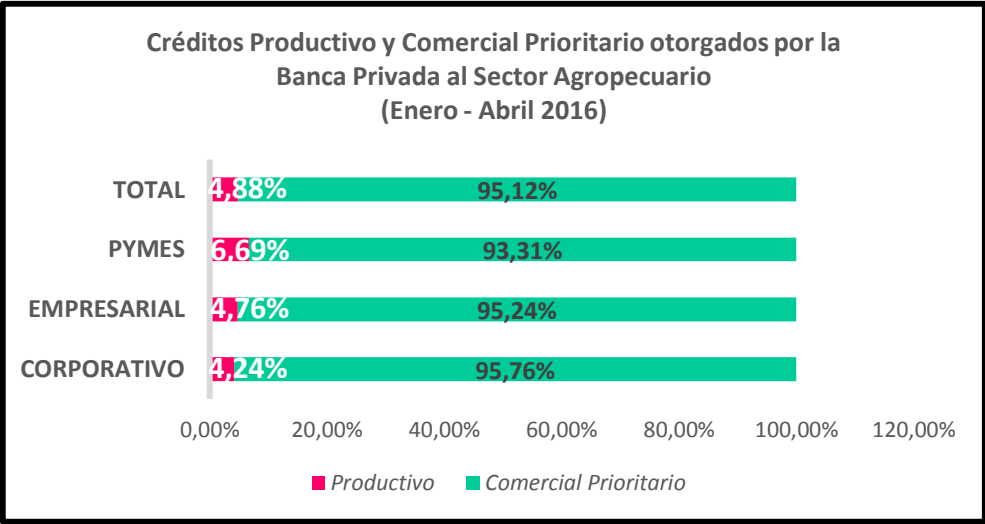


Gráfica 64 Créd. Productivo y C. Prioritario otorgados por B. Púb. al S. Agropec.
Fuente: Superintendencia de Bancos.
Elaborado por: Las autoras.

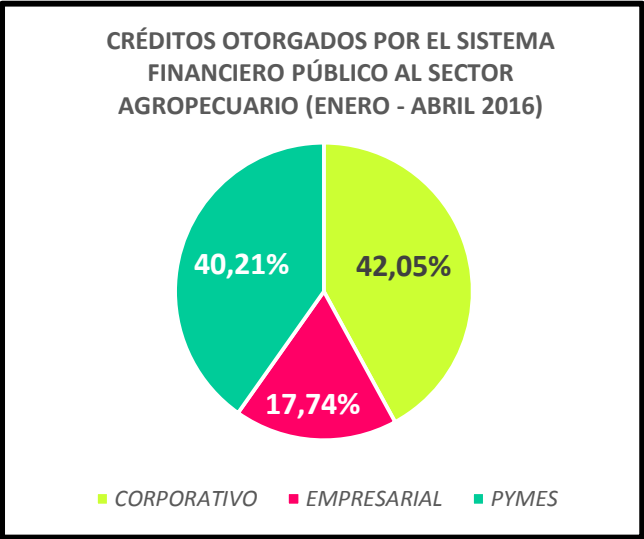
A diferencia del sistema público, en la banca privada casi la totalidad de créditos entregados al sector agropecuario durante el primer cuatrimestre de este año, estuvieron destinados al financiamiento de capital de trabajo (95,12%), mientras que el espacio productivo, pese a su relevancia, alcanzó un insuficiente 4,88%. Asimismo, al analizar a las Pequeñas y Medianas Empresas, que incluyen las categorías PYME y Empresarial, la propensión se mantiene ya que los créditos para la inversión en bienes de capital por parte de este sistema, únicamente llegó al 6,69% y 4,76%, respectivamente (Ver gráfica No. 65). Esta situación ineludiblemente nos lleva a concluir que la banca privada prefiere el financiamiento de capital de trabajo, ya que es menos riesgoso, sus montos son inferiores y el tiempo de reembolso es considerablemente más bajo en comparación con el crédito productivo.

Sin embargo, a pesar de que el financiamiento para la operatividad del negocio también es importante, éste no constituye el eje exclusivo para el funcionamiento de una empresa, pese a la idea generalizada que suele predominar en nuestro entorno; de ahí que es fundamental que la gestión de las entidades de intermediación, también incluya la concesión de créditos que promuevan el crecimiento del aparataje empresarial, y que no solo se concentren en su supervivencia diaria. Esto es especialmente importante en

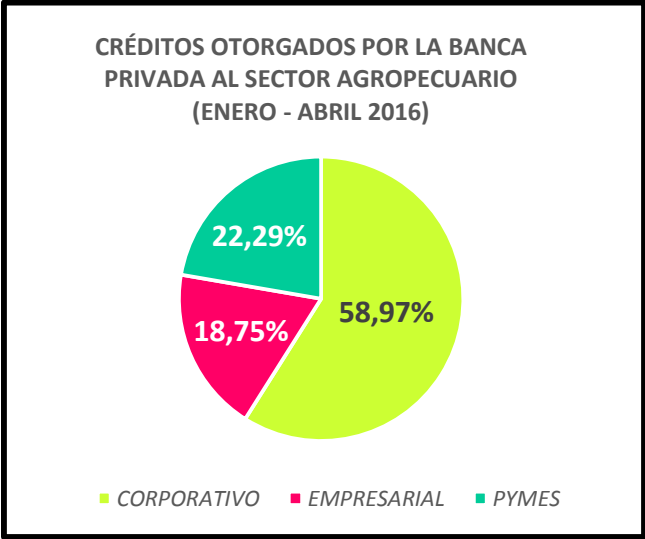
la esfera agropecuaria de nuestro país, que debido a sus elevados índices de rusticidad, requiere de forma apremiante la inyección de ingentes recursos financieros que permitan la introducción al campo de tecnología de vanguardia; así como promuevan la modernización, expansión y diversificación de sus procesos productivos y activos biológicos, sin descuidar la ampliación de su infraestructura y la generación de productos de calidad. Solo así será posible alcanzar un verdadero cambio, que reestructure los cimientos de nuestro sector agropecuario y favorezca su inserción en los mercados externos a escala mundial.



Gráfica 65 Créd. Productivo y C. Prioritario otorgados por B. Priv. al S. Agropec.
Fuente: Superintendencia de Bancos.
Elaborado por: Las autoras.



Gráfica 67 Créditos otorgados por el E. Públicas al S. Agropecuario.
Fuente: Superintendencia de Bancos.
Elaborado por: Las autoras.



Gráfica 66 Créditos otorgados por la B. Privada al S. Agropecuario.
Fuente: Superintendencia de Bancos.
Elaborado por: Las autoras.

Por último, las gráficas No. 66 y No. 67, evidencian que tanto en el sistema público como en el privado, las empresas agropecuarias con una mayor consolidación constituyen el principal destino de los productos crediticios ofertados (42,05% y 58,97%), similar a lo que sucede si evaluamos el panorama financiero global; no obstante esta predilección es superior en la banca privada donde la divergencia con respecto a los demás grupos económicos es más evidente; a diferencia del aparato público en el cual las PYMES pese a no ser el área más destacada, sin embargo sí representaron uno de los segmentos más favorecidos, únicamente dos puntos por debajo de la esfera corporativa (40,21%). Por su parte, el segmento Empresarial, que abarca a los medianos productores, tuvo la más baja participación en ambos casos, alcanzando el 17,74% en el sector público y el 18,75% en el privado.

Finalmente, la introducción de estas estadísticas nos permite evidenciar con mayor claridad la problemática planteada al inicio de nuestra investigación, y enfatizan el por qué es necesario la búsqueda de nuevas alternativas de financiamiento que viabilicen las inversiones productivas, ya que como se demostró, el problema no es el capital de trabajo, dado que existen varios mecanismos para su atención incluyendo casi la totalidad de la gestión de la banca privada; sin embargo la inversión en proyectos de capital ha sido y continúa siendo la más descuidada por parte de nuestro mercado financiero; olvidando que constituye el eje central para el desarrollo de toda empresa. De ahí que la sola contribución de la banca pública y el mínimo apoyo de la privada, no bastan.

Por su parte, las titularizaciones agropecuarias presentan varias particularidades que las distinguen de las alternativas de financiamiento convencionales mencionadas previamente. En primer lugar, un mecanismo de esta clase es diseñado en función de las necesidades específicas de cada emisor, en cuanto a monto, plazo, amortización y pago de intereses; lo cual implica una ventaja importante en comparación con los créditos bancarios, que usualmente presentan amortizaciones y pagos de capital predeterminados; y que además, como se evaluó previamente, son mayoritariamente de corto plazo.

A su vez, los costos del financiamiento bancario varían dependiendo del origen de los recursos, del tipo de crédito, así como del segmento al que se encuentren dirigidos. Es así, que como se demostró en el segundo capítulo los créditos públicos tienen por lo general un valor inferior al financiamiento privado y se encuentran orientados especialmente a la atención de las necesidades de capital de los sectores estratégicos y prioritarios del país, de ahí que su acceso es limitado. Mientras que los préstamos

privados se rigen por las tasas referenciales y máximas establecidas por la Junta de Regulación Monetaria y Financiera, las cuales son actualizadas mensualmente; cabe indicar que este tipo de financiamiento es más costoso debido a la naturaleza lucrativa de estas entidades, sin embargo organismos como las cooperativas de ahorro y crédito ofertan tarifas un poco menos onerosas en relación a los bancos privados, no obstante los montos de financiamiento también son menores.

Asimismo, el costo de los créditos se eleva conforme se incrementa el nivel de informalidad, y en nuestro país oscila entre el 9% y el 12% para el sector empresarial²⁸, correspondiendo el primer porcentaje para la esfera corporativa, mientras que las PYMES se encuentran en el límite superior.

Sin embargo, es preciso destacar que Ecuador a diferencia de economías cercanas como Colombia, no ha desarrollado líneas de financiamiento específicas para el sector agropecuario, a pesar de su vulnerabilidad y de sus perentorias necesidades. Esta sin duda alguna constituye una debilidad y una amenaza para nuestro campo, sobre todo ya que el agro colombiano presenta una mejor posición, así como goza de mayores posibilidades, debido entre otros factores, a los mecanismos de financiamiento implantados por la Administración local, tales como la Bolsa Nacional Agropecuaria (BNA), los créditos de redescuento otorgados por parte de FINAGRO, e incluso las mismas securitizaciones agropecuarias.

En el caso de las titularizaciones, la tasa de interés para los títulos habitualmente se determina de acuerdo con algún indicador de contexto, como la Tasa Pasiva Referencial (TPR) publicada por el Banco Central del Ecuador; más un porcentaje determinado al momento de la estructuración. Debido a que en nuestro país no se han emitido valores de esta naturaleza, hemos recurrido a los títulos agropecuarios que circulan en el mercado de capitales colombiano con el fin de tener una idea del valor que pagan a los inversionistas; de esta manera los títulos de esta clase presentan tasas de TPR+3% o 4%, las cuales se asimilan en nuestro medio, a las de un crédito corporativo. Es necesario resaltar que la estructuración de esta clase de financiamiento implica otros gastos adicionales de los que se encuentran exentos los préstamos bancarios, tales como: los desembolsos derivados del agente estructurador, el agente de manejo (que generalmente es una compañía fiduciaria), del registro en la Bolsa de Valores, de la calificadora, entre otros. La incorporación de estos gastos inevitablemente incrementa

²⁸ Se excluye a la Microempresa.

el costo financiero de la operación, no obstante, estos gastos se contabilizan a lo largo de la vida de la emisión, ya que este tipo de financiación es de largo plazo.

Otro de los elementos diferenciadores de las titularizaciones consiste en el aislamiento del activo subyacente a través de un vehículo de propósito especial, conocido también como patrimonio autónomo. El objetivo de este mecanismo es respaldar las obligaciones contraídas con la emisión de los títulos, a través del traslado de la propiedad del activo o los activos subyacentes a este patrimonio, lo cual permite separar la condición del o los originadores, del pago del capital e intereses de los títulos. De esta forma, la emisión estructurada tiene la fuente de pago garantizada por uno o varios activos específicos, sin que pueda ser afectada por las demás obligaciones del o los originadores. Este factor le brinda a la titularización mayor fortaleza crediticia, siendo éste un elemento trascendental para la consecución de los recursos con los inversionistas (BRC, 2007).

Por último, las titularizaciones agropecuarias deben cumplir a cabalidad con toda la regulación aplicable a la emisión de valores en el mercado de capitales; por esta razón, resulta especialmente necesario que el originador, así como cualquier agente que interactúe en el proceso, cuente con buenas prácticas de Gobierno Corporativo y divulgación de la información. A pesar, de que este último factor pueda ser considerado por varios emisores como una problemática, sin embargo el facilitar el pleno acceso a la información a de entidades externas como la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros o la Calificadora de riesgos; también brinda mayor transparencia al proceso, lo cual es valorado por los inversionistas y por el mercado en general, más aún dado que demuestra compromiso, responsabilidad social y corporativa, así como una adecuada administración.

3.16.4 Sindicación

Las titularizaciones agropecuarias, al igual que su forma general, también permiten la asociación de varios originadores con el fin de estructurar un proceso de financiamiento, ya sea que sus integrantes constituyan empresas o incluso personas naturales. La posibilidad de ingresar al mercado de valores a través de esta figura asociativa es importante, ya que facilita el acceso a montos significativos de recursos a tasas inferiores de las que hubieran podido contratar sus participantes de manera individual. Es por ello, que la introducción de esta alternativa, y sobre todo la aplicación del mecanismo de sindicación, constituye un aliado destacado de la inversión de capital, así como una ventaja comparativa importante para el sector agropecuario.

3.16.5 Las Titularizaciones Agropecuarias desde la perspectiva del análisis de riesgos

El proceso de estructuración de una titularización es realizado por una entidad fiduciaria, la cual debe disponer de la suficiente experiencia y conocimiento del mercado de capitales, así como del mercado del activo subyacente, con el fin de asegurar que la emisión cumpla con las garantías y exigencias necesarias, que permitan a su vez, incrementar las probabilidades de que los títulos sean demandados exitosamente por parte de los inversionistas.

Al igual que los demás financiamientos estructurados, las titularizaciones agropecuarias se encuentran expuestas a los mismos riesgos; siendo los más destacados: la fortaleza y solidez de la estructura, la estabilidad, sostenibilidad y capacidad de generación de caja del activo subyacente, los riesgos legales, regulatorios y operacionales, entre otros. No obstante, el sector agropecuario, debido a sus particularidades, se encuentra expuesto además a otro tipo de riesgos que suponen mecanismos adicionales de mitigación. A continuación citaremos y explicaremos los más relevantes, de acuerdo con la información obtenida a partir de BRC Investor Services (2007):

3.16.5.1 Riesgos asociados a la estructuración

Previo a la estructuración de un proceso de titularización es necesario identificar los recursos necesarios, así como el fin particular al que se destinarán; ya sea para capital de trabajo, inversión en bienes de capital o recomposición de pasivos. Estos parámetros deben evaluarse a partir de los requerimientos más apremiantes de cada empresa y deben surgir de la iniciativa de los originadores, los cuales pueden ser compañías del sector (productores de azúcar, palma, banano, carne, pollo, etc.); o gremios del medio (federaciones o asociaciones) que han sido creados con el objeto de consolidar, organizar, asesorar y representar un número de pequeños o medianos cultivadores, procesadores o fabricantes de un determinado producto agropecuario.

Asimismo, en el Mercado de Valores Colombiano, la participación de asociaciones, así como de empresas que hayan incursionado previamente en los mecanismos ofertados por este segmento, es considerado como un factor adicional, que incide positivamente en la calificación de riesgo, y que además constituye un factor decisivo para que los inversionistas consideren adquirir los títulos que se emitirán.

De igual forma, pese a que la mayoría de los bienes agropecuarios son susceptibles de ser titularizados, es preferible que éstos dispongan de información histórica (mínimo 3

años) que refleje las cotizaciones de sus precios en mercados locales y externos; así como cuenten con informes sectoriales, en los que se incluya un análisis del tamaño y comportamiento de la oferta y la demanda, tendencia de los precios, análisis de expertos, etc.; además preferentemente deben figurar en las bolsas internacionales de commodities. La razón por la que todos estos factores son importantes, radica en que su valoración conjunta permite entender la volatilidad de los precios, las estacionalidades (en el caso de que el producto a titularizar únicamente pueda ser cosechado en determinados meses del año) y el riesgo específico de mercado asociado a cada bien. Además, es necesario analizar y determinar si los productos cuentan con múltiples usos que reduzcan su dependencia de una sola industria; por ejemplo, el aceite de palma puede ser aprovechado por diversos segmentos: alimenticio, cosmético, e inclusive como biocombustible; lo cual indudablemente acrecienta sus posibilidades de ser demandado en varios mercados. Asimismo, esta diversidad conlleva mayores probabilidades de generar los recursos necesarios para respaldar el pago de capital e intereses originados a partir de la emisión de los títulos producto de la titularización.

Con base en el análisis y entendimiento del mercado, el agente estructurador debe desarrollar el modelo de proyección financiera, el cual debe considerar todos los elementos inherentes al riesgo de mercado del producto (en especial la volatilidad y tendencia de los precios); y a su vez tener un adecuado nivel de colateralización²⁹, el cual aún bajo escenarios de tensión y de diversos ambientes de proyección financiera (por ejemplo utilizando precios mínimos históricos) debe mostrar coberturas suficientes.

En el caso de los productos agropecuarios que son exportados y comercializados en el exterior, es necesario también realizar un análisis de riesgo cambiario y su impacto sobre los ingresos en la moneda local, especialmente en un escenario de revaluación. Los escenarios de tensión que utiliza una calificadora para determinar la capacidad de pago de capital e intereses de una titularización también involucran movimientos de la tasa de cambio en el caso de productos exportables.

Por último, la estructura de la titularización también debe contar con mecanismos de sobrecolateralización, los cuales brindan un respaldo adicional, en el evento atípico de que los recursos provenientes del activo subyacente sean insuficientes para honrar las obligaciones. Estos mecanismos pueden ser diversos, sin embargo entre ellos se pueden incluir el aval de una tercera parte que disponga de una adecuada calidad

²⁹ Exceso de recursos generado por el activo subyacente para el pago adecuado y oportuno de las obligaciones financieras derivadas de la titularización (principal e intereses).

crediticia, contar con fondos de reserva y liquidez, inclusión de un número de cultivos, tierras cosechadas o productos superior, garantías reales como terrenos y contratación de pólizas de seguros, entre otros.

En todo caso, la estructura de cualquier proceso de esta clase debe contemplar el aprovisionamiento anticipado de los fondos necesarios para el pago del capital e intereses a los inversionistas; de modo que éstos se encuentren disponibles con una antelación suficiente para cubrir cualquier eventualidad de tipo operativo o financiero.

3.16.5.2 Riesgos de contraparte

Un segmento destacado de las titularizaciones agropecuarias efectuadas en las bolsas latinoamericanas, son estructuradas a través de la titularización de contratos de forward o de facturas comerciales; figuras que implican la existencia de una contraparte que se convierte en la responsable de la adquisición y sobre todo del pago de los bienes negociados producto del acuerdo; pero que también una vez estructurado este proceso, se constituye en la fuente de pago primaria de las obligaciones derivadas de la titularización. Por este motivo, el análisis crediticio de la persona, natural o jurídica, que asuma este rol comprende un factor indispensable durante la calificación de riesgo de una titularización cualquiera y especialmente de una agropecuaria.

En las ventas de productos agropecuarios en donde no exista una contraparte directa, es preciso efectuar un análisis detallado del comportamiento del mercado local y/o internacional del producto, especialmente de factores vinculados con el tamaño, tendencia y sostenibilidad de la demanda, así como la facilidad para comercializar los productos en un periodo corto sin incurrir en pérdidas, y la existencia de varios mercados para el bien. La evaluación de estos aspectos es necesaria, ya que permite evaluar la probabilidad de que los activos titularizados, en este caso representados por los productos agropecuarios, generen los fondos suficientes para cumplir con los compromisos contraídos en los plazos previstos en la emisión (BRC, 2007).

3.16.5.3 Riesgos asociados al originador

El objetivo y la ventaja esencial de toda titularización, radica en el aislamiento del riesgo particular del originador del riesgo de la emisión, para lo cual se transfiere la propiedad del activo subyacente a un patrimonio autónomo. No obstante, a pesar del mérito de este mecanismo, la experiencia latinoamericana en titularizaciones agropecuarias demuestra que parte importante de su éxito depende de las habilidades administrativas y de gestión del originador; es por ello, que un detrimento financiero de su parte, podría derivar en su incapacidad para manejar adecuadamente el cultivo o la crianza de los

animales; lo que a su vez, ocasionaría el deterioro de la productividad, y perjudicaría potencialmente al flujo de caja de la emisión.

De ahí que con el fin de mitigar este riesgo, es posible incorporar un análisis crediticio periódico del originador (preferiblemente de manera trimestral), que permita identificar a priori cualquier deterioro en su salud financiera que pueda limitar sus responsabilidades en el proceso. Sin embargo, en el evento imprevisto de que la capacidad económica del originador se vea afectada de forma sostenida, podría optarse por la figura de un administrador alterno, el cual deberá disponer de toda la infraestructura, experiencia y recursos necesarios para relevar al originador en sus tareas de administración del activo subyacente. Aunque esta alternativa es válida dado que mitiga parcialmente el riesgo, también presenta desventajas como su costo excesivo y los gastos operacionales adicionales que implica, los cuales podrían presionar el flujo de caja de la emisión. Por esta razón, es conveniente considerar para la estructuración de cualquier proceso de titularización a un originador con una fortaleza financiera demostrada, de preferencia a través de una calificación de riesgo crediticio.

En el caso de que las titularizaciones contemplen múltiples originadores, la diversificación y solidaridad entre ellos, constituye un factor importante de mitigación de riesgo, ya que el deterioro de uno de ellos puede ser contrarrestado inmediatamente por los otros participantes. Sin embargo, independientemente del número de originadores, el análisis crediticio de todos ellos, constituye un factor adicional relevante, así como la ejecución de seguimientos periódicos con el fin de evitar cualquier eventualidad que pueda comprometer el óptimo desarrollo del proceso (BRC, 2007).

3.16.5.4 Riesgos asociados al producto

La calidad, así como el cumplimiento de las especificaciones técnicas exigidas por el mercado o por un contrato determinado constituyen elementos decisivos que inciden en el éxito o en el fracaso de la comercialización de los productos, así como en la ejecución de los contratos vinculados con un activo subyacente. En este sentido, bienes que cumplan con los estándares necesarios y demás requerimientos, tienen altas probabilidades de ser vendidos oportunamente y sin ningún inconveniente. Estos factores son elementales en este tipo de procesos ya que garantizan la eficacia del flujo de caja, y consecuentemente la entrada de recursos al patrimonio autónomo que faciliten el cumplimiento cabal de las obligaciones originadas por la titularización.

Las características de calidad de los productos dependen de varios factores, incluyendo la preparación de la tierra (en el caso de los cultivos), el cuidado de las cosechas y los

animales, el control de plagas y enfermedades, e incluso los procesos de transformación de los bienes primarios en productos manufacturados, o al menos su empaquetado y etiquetado que indique que se encuentran aptos para el consumo. En este sentido, el conocimiento técnico comprende un elemento central que garantiza el control y la calidad de los productos agropecuarios.

Además, según BRC Investor Services (2007), debido a que los agentes financieros que participan en un proceso de titularización convencional, usualmente no disponen de los conocimientos técnicos suficientes que permitan garantizar la calidad de los productos, puede requerirse la participación de un agente de seguimiento técnico que certifique que las especificaciones de los productos se encuentren acorde con los estándares solicitados, ya sea por el mercado en general o de acuerdo con los contratos específicos; incluyendo el cumplimiento de normas sanitarias y fitosanitarias, especialmente en el caso de productos cuyo destino sea la exportación. Asimismo, factores como certificaciones de calidad de los procesos de producción y de Buenas Prácticas Agrícolas (BPA) son elementos adicionales que mitigan los riesgos asociados al producto.

Por otra parte, todas las titularizaciones agropecuarias se encuentran expuestas a riesgos adicionales vinculados con factores climáticos, de plagas y enfermedades, los cuales pueden ser parcialmente mitigados mediante la adecuada colateralización y sobrecolateralización de la emisión, así como mediante la adopción de Buenas Prácticas Agropecuarias. Además un óptimo conocimiento técnico de las características de estos productos puede contribuir ampliamente a minimizar el riesgo de un proceso de esta naturaleza, de ahí que resulta fundamental la participación de personal con la pericia suficiente para asegurar la calidad de los bienes generados.

3.16.5.5 Riesgos operativos

El componente operativo constituye el principal factor diferenciador de las titularizaciones agropecuarias con respecto a otro tipo de securitizaciones, fundamentalmente debido a los riesgos asociados a la manipulación, transporte y conservación de los productos, sobre todo los pertinentes a la industria alimenticia. De ahí que, aunque el Patrimonio Autónomo es el dueño de los recursos derivados del activo subyacente, éstos únicamente ingresarán al fideicomiso cuando los productos sean correcta y oportunamente entregados al comprador. Esto implica que el originador en una primera instancia debe preparar los productos en las cantidades y especificaciones requeridas, para posteriormente transportarlos hasta el sitio de

entrega; sin embargo durante este proceso los bienes se encuentran expuestos a sufrir deterioros, ser malintencionadamente alterados o incluso hurtados.

Por lo que, para mitigar estos riesgos operativos es preciso estructurar un proceso logísticamente completo, que defina a cabalidad procedimientos de transporte y conservación, e identifique las posibles eventualidades, así como genere planes de contingencia que permita solventar cualquier inconveniente de manera oportuna. Adicionalmente, contratar pólizas de seguro que amparen los daños o el hurto durante la movilización de los productos, brinda solidez al proceso de titularización y seguridad a los inversionistas.

3.16.5.6 Riesgos legales

Al igual que en otras emisiones, los riesgos legales y regulatorios inciden en el adecuado flujo de los recursos de la titularización. Es por ello que un análisis legal que evalúe previamente todos los contratos que respaldan la titularización, tales como el acuerdo de fiducia, el prospecto de oferta pública y demás documentos legales, en el cual además se verifique la validez jurídica de cada uno de ellos, así como su nivel de vinculación y ejecución; otorga fortaleza a la estructura y además garantiza legalmente el cumplimiento de las obligaciones de todas las partes. Asimismo, es importante contemplar posibles riesgos asociados al sistema jurídico legal que puedan implicar cambios en la legislación vigente, y que afecten directamente a la titularización, a los productos o a cualquiera de las partes involucradas.

Como última referencia, es importante enfatizar que para que un proceso de esta naturaleza conlleve una demanda exitosa de los títulos por parte de los inversores que operan en el mercado de capitales, es imprescindible la construcción de estructuras que afiancen su calidad crediticia; para lo cual, como se señaló previamente, es preciso considerar tres factores estratégicos: calidad del activo subyacente, calidad crediticia del originador/administrador, y la estructura legal inherente al proceso de titularización.

Finalmente, varios de los riesgos mencionados, así como los mecanismos de mitigación asociados a cada uno de ellos; son aplicables a otros tipos de titularización financiera. Sin embargo, consideramos incluir este análisis en este apartado específico, ya que un proceso de esta índole, además de conllevar todos los riesgos a los que se encuentran expuestas las formas convencionales de titularización, también presenta otro tipo de factores que pueden llegar a interferir en su éxito, debido a las características y condiciones particulares de este sector. Sin embargo es fundamental que independientemente de su modalidad u objetivo específico, todos ellos sean estudiados

detalladamente, con el fin de prevenirlos; y así evitar sucesos negativos que puedan comprometer todo el proceso, así como los beneficios tanto para los originadores como inversionistas.

3.16.5.7 Experiencia en Latinoamérica

Colombia, un país que posee similares recursos naturales, con los mismos productos de exportación; el cual debido a estas causales constituye uno de los competidores más directos de nuestro país, pero que sin embargo goza de mejores relaciones internacionales, debido a los diversos tratados de libre comercio negociados con importantes economías como Estados Unidos, China y la Unión Europea; incorporó la figura de las titularizaciones agropecuarias en 1999, a través de la expedición de la resolución 822-1, según la cual se facultaba, además de los activos o bienes convencionales, la estructuración de procesos de titularización a partir de productos agropecuarios o agroindustriales³⁰. Es así, que en este y diversos aspectos más, el Mercado de Valores Colombiano lleva una amplia delantera a su homólogo ecuatoriano, siendo así que la primera ley para regular sus actividades en nuestro país se expidió recién en 1993, luego de varios intentos fallidos para lograr la incorporación de Bolsas de Valores en el país, sin embargo la experiencia de casi cinco años de aplicación de este primer marco legal, demostró grandes vacíos y omisiones, los cuales sin duda alguna constituyeron serios limitantes para su desarrollo; de ahí que en 1998 se elaboró una nueva Ley, a través de la cual se pretendían corregir los errores anteriores y en la que, después de un excesivo retraso, apareció la figura de la titularización que posibilitaba la conversión de activos improductivos en fuente de recursos, no obstante incluso en la última reforma efectuada en el 2014, nada se ha especificado respecto al segmento agropecuario.

En Colombia, las primeras titularizaciones de este tipo se realizaron durante los años 2002-2005, particularmente en el sector azucarero. Estas emisiones fueron adquiridas por Fondos de Pensiones, Compañías de Seguros, Sociedades Fiduciarias, otras empresas del sector financiero, y en menor proporción por algunas compañías del sector real y personas naturales (BRC, 2007).

La naturaleza de estos inversionistas concuerda con la limitada liquidez secundaria que presentaban estos títulos; siendo éste probablemente uno de los motivos principales por las que la inversión del sector empresarial, así como de las personas naturales, no fue destacada.

³⁰ BRC Investor Services, 2007.

No obstante, a pesar de la experiencia colombiana, este caso particular no puede ser generalizado a todos los valores derivados de un proceso de titularización, ya que éstos pueden ser negociados de acuerdo con nuestra legislación, tanto en el mercado primario como en el secundario; siendo éste último de vital importancia para garantizar el éxito de cualquier operación bursátil, dado que proporciona liquidez a los títulos emitidos.

Uno de los casos más representativos de la creación de un fideicomiso agropecuario en Colombia, fue el constituido en 2005 por el Ingenio Pichichi Exporta, a través de la titularización de los derechos económicos derivados de un contrato Forward de compra – venta de azúcar a favor de la Comercializadora Internacional de Azúcares y Mieles S.A. (CIAMSA). A través de este proceso se emitieron USD 30 millones en títulos de contenido crediticio, que permitieron al originador obtener financiamiento por el mismo monto, el cual fue destinado a la ejecución de actividades productivas para el crecimiento de su empresa (inversión de capital). La calificación otorgada a los títulos por la Sociedad Calificadora de Valores BRC Investor Services S.A., fue AA+, la cual sugería que las inversiones gozaban de una muy alta calidad crediticia y su riesgo era prácticamente inexistente.

Como consideración final, es preciso rescatar, el alto potencial y capacidad de un proceso de titularización; el cual no se limita únicamente al éxito de este caso, sino de muchos otros ejemplos, suscitados no solamente en el sector agropecuario sino en los diversos segmentos de la economía. Tal como se analizó en el ejemplo anterior, es indudable que a través de este instrumento los montos de financiamiento superan considerablemente a los de un crédito bancario; de ahí que su aplicación en los sectores económicos del Ecuador, es esencial con el fin de promover la inversión de capital, el crecimiento empresarial, así como la evolución de la economía local, sobre todo de las esferas más vulnerables.

En el ámbito agropecuario en particular, los fideicomisos constituyen valiosas oportunidades para su desarrollo y transformación; que además de ofrecer las ventajas de un proceso de titularización normal, permite a los productores obtener liquidez, a través de activos poco convencionales considerados tradicionalmente como altamente riesgosos y poco rentables. Es así que a través de este instrumento los cultivos, ganado y demás activos biológicos; se convierten en fuente de recursos con capacidad real para potenciar su actividad y productividad; siendo éste el principal beneficio derivado de este mecanismo.

CONCLUSIÓN

Sin duda alguna, uno de los más importantes retos que el Ecuador enfrenta hoy en día, consiste en desarrollar y promover mecanismos viables dentro de su Mercado de Valores, que proporcionen a las PYMES oportunidades de financiamiento accesibles; destinadas no solo a solventar sus operaciones diarias, sino también a generar alternativas para su crecimiento.

En este sentido, la titularización constituye un mecanismo de financiamiento poco explorado y difundido en nuestro país, a pesar de su enorme potencial como fuente generadora de recursos a largo plazo; que brinda a las organizaciones de cualquier tipo o sector, la posibilidad de obtener liquidez inmediata, a costos más económicos y asequibles que los procurados convencionalmente.

Sin embargo, no debemos olvidar que la constitución de esta figura conlleva varios trámites complejos y erogaciones adicionales, que pueden ser vistos como dificultades, sobre todo por los dirigentes de PYMES, y al final desalentar todo el proceso. Es por ello, que con el propósito de franquear estos obstáculos, hemos propuesto el instrumento de las emisiones sindicadas, el cual facilita que varias PYMES se asocien con el fin de superar sus debilidades individuales, permitiendo así que el valor de la emisión sea asumido por todos los originadores y no recaiga sobre un único participante, como suele suceder con las fuentes de financiamiento convencionales.

De ahí, que estas figuras combinadas constituyen un océano azul de oportunidades, que bien estructuradas y con el apoyo pertinente, pueden marcar la diferencia no solo en el desarrollo de nuestro sector empresarial, sino de la economía en general; sobre todo si se aplican en el ámbito productivo y buscando promover los espacios más vulnerables, que al mismo tiempo son también los más numerosos.

CAPÍTULO IV

ESTRUCTURACIÓN CASO PRÁCTICO Y ANÁLISIS COSTO/BENEFICIO

INTRODUCCIÓN

Cuando planteamos esta investigación, nuestro objetivo principal era determinar si la titularización sindicada constituía realmente una alternativa de financiamiento viable para las PYMES del país. Ahora en este último capítulo, luego de conocer este instrumento del Mercado de Valores a cabalidad, procederemos a someterlo a prueba con el fin de evaluar su efectividad desde un criterio más práctico.

Para ello, a fin de ofrecer una investigación completa, ejemplificaremos a través de un caso de estudio, un proceso de estructuración financiera, aplicado a tres pequeñas y medianas industrias agrícolas de nuestro segmento empresarial, dedicadas específicamente a actividades bananeras. Finalmente, a través de un cuadro comparativo analizaremos los factores positivos y negativos de esta herramienta; y los evaluaremos con respecto a las fortalezas y debilidades del instrumento más común en nuestro entorno financiero: el crédito público y privado.

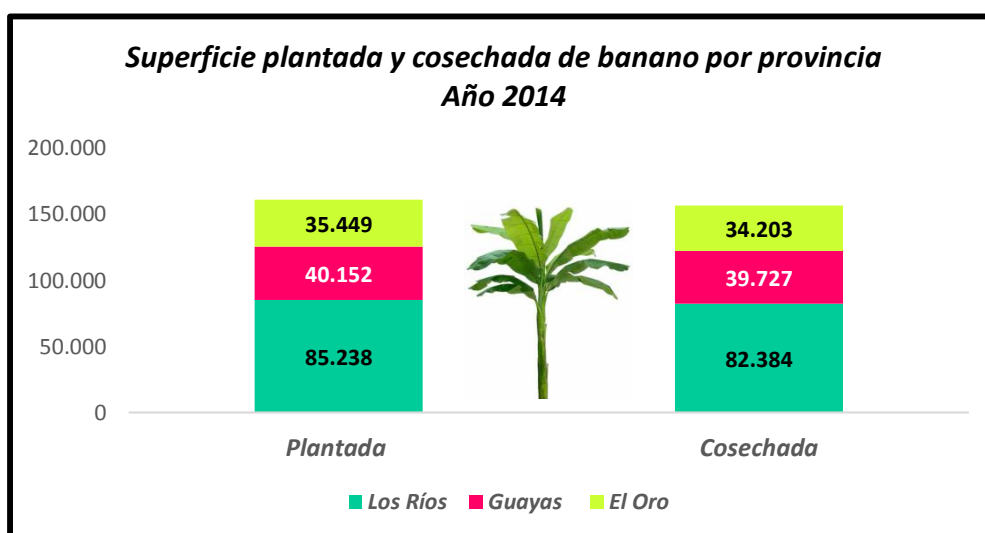
4.1 Generalidades del Sector Bananero Ecuatoriano

Ecuador es uno de los principales países productores y exportadores de banano en el mundo. Su cultivo es de suma importancia para la economía del país, ya que representa alrededor del 25,09% de las exportaciones no petroleras y el 17,32% del total de ventas internacionales. (BCE, enero - julio 2016). Adicionalmente, el 30% de la oferta mundial de este fruto proviene de Ecuador (PRO ECUADOR, 2016).

La industria bananera constituye la más importante actividad agrícola a nivel nacional. De ahí, que la producción o manufactura de esta musácea, en las diferentes etapas de su cadena de valor, agrupa aproximadamente el 25,44% de la Población Económicamente Activa a marzo del 2016 (PRO ECUADOR & INEC, 2016).

Por otra parte, de acuerdo con la Encuesta de Superficie y Producción Agropecuaria Continua, las plantaciones de banano abarcan el 13,47% de la superficie agrícola destinada a cultivos permanentes, ocupando alrededor de 196.673 hectáreas (ESPAC, 2014).

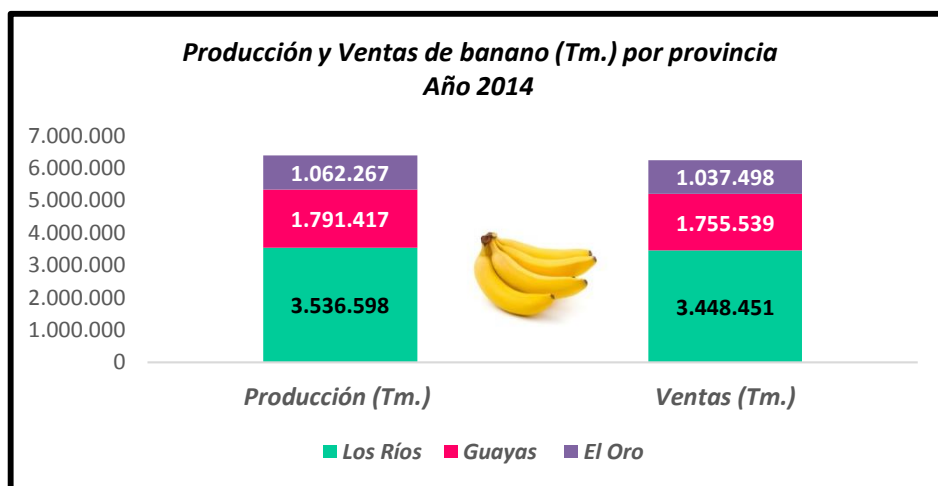
La producción de esta fruta se concentra básicamente en tres áreas geográficas: Los Ríos, Guayas y El Oro. En la provincia del Guayas la siembra de banano concentra aproximadamente 40.152 hectáreas y en el año 2014 su producción media anual alcanzó 1.791.417 toneladas (ESPAC, 2014). En las gráficas No. 68 y No. 69 se muestra la extensión plantada y cosechada de banano en estas zonas, así como también sus niveles individuales de producción y ventas.



Gráfica 68 Superficie plantada y cosechada de banano por provincia (2014).

Fuente: ESPAC, 2014.

Elaborado por: Las autoras.



Gráfica 69 Producción y ventas de banano por provincia (2014).

Fuente: ESPAC, 2014.

Elaborado por: Las autoras.

Por otro lado, de acuerdo con el Ministerio de Agricultura, Ganadería, Acuacultura y Pesca (2013), en nuestro país la estructura de las plantaciones bananeras se caracteriza por un predominio de pequeños y medianos productores. Es así, que alrededor del 79% de los agricultores dedicados a esta actividad tienen cultivos que no superan las 30 hectáreas; sin embargo únicamente agrupan el 25% del área total sembrada.

A la vez, más del 60% de las explotaciones bananeras de estos pequeños productores operan en menos de 10 hectáreas (el tamaño promedio es de 6,8 has.), mientras que el 10% de todas las plantaciones abarca un espacio inferior a 2 hectáreas. (MAGAP, 2013).

Solamente el 5% del total de agricultores de esta fruta posee más de 100 hectáreas, no obstante este grupo, a pesar de ser minoritario, controla el 39% de la superficie global cultivada, tal como se evidencia en la tabla No. 31 (MAGAP, 2013).

<i>Tamaño de la plantación</i>	<i>Productores (%)</i>	<i>Superficie (%)</i>	<i>Rendimiento (tonelada/año)</i>
Pequeña (0 a 30 ha)	79%	25%	28,9
Mediana (30 a 100 ha)	16%	36%	38,5
Grande (más de 100 ha)	5%	39%	57,7
Total	100%	100%	

Tabla 31 Estructura productiva del banano (2013).

Fuente: PROECUADOR

Elaborado por: Las autoras.

El tamaño medio de un sembradío bananero asciende aproximadamente a 23,30 has.

En el Ecuador el banano es un cultivo de naturaleza perenne y puede sembrarse hasta 30 años de forma continua. La variedad más popular es la conocida como Cavendish y

su recolección, al igual que el de otras especies de esta musácea, se produce generalmente nueve meses después de su plantación (FAO, 2015).

En los mercados consumidores de banano existen por lo general dos estaciones: la primera se relaciona con una alta demanda de la fruta, que se deriva en un incremento de su precio; en tanto que la segunda corresponde a una baja concurrencia de compradores que origina una disminución de su valor (FAO, 2015).

Es así, que aunque la comercialización de este producto se efectúa durante las 52 semanas del año, aproximadamente el 52% de la producción generada se vende en la estación de alta demanda/ precios altos; mientras que el 48% restante se negocia durante la estación de menor demanda/ precios bajos (FAO, 2015).

La amplitud de estas dos temporadas varía de un periodo a otro, sin embargo es posible señalar que de forma estándar, la época alta abarca las 22 primeras semanas de cada año, en contraste con la etapa baja que agrupa las siguientes 30 semanas (FAO, 2015).

Por último, es necesario puntualizar que hoy en día, una de las necesidades más acuciantes que demanda este sector, especialmente sus pequeñas y medianas empresas, consiste en la implementación de sistemas de drenaje que protejan a las plantaciones de las inminentes inundaciones derivadas de la temporada invernal que afecta a la Costa ecuatoriana, así como también por la llegada del fenómeno del Niño.

No obstante, la materialización de este requerimiento precisa de la asignación de cuantiosos recursos económicos, de los que convencionalmente el segmento PYME bananero no dispone. De ahí, la apremiante exigencia de promover alternativas de financiamiento viables, rentables, que incentiven un enfoque asociativo y que a la vez, aprovechen las ventajas que proporciona el Mercado de Valores.

4.2 Empresas a syndicar para el caso de estudio

Con el fin de desarrollar el caso práctico planificado para este capítulo y evaluar el mecanismo de titularización sindicada como alternativa de financiamiento para las PYMES ecuatorianas en el Mercado de Valores, hemos procedido a seleccionar tres empresas pertenecientes a la rama bananera, cuyos ingresos se enmarcan dentro de los límites establecidos para la pequeña y mediana organización, de acuerdo con el Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones. Estas son:



Todas estas sociedades se encuentran localizadas actualmente en la provincia del Guayas, concretamente en la ciudad de Guayaquil. BANJAE S.A. y CUDARANSA S.A., han sido clasificadas al 2015 como medianas empresas, según las bases de datos expuestas en la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros; mientras que DAVAXTEL S.A. consta como pequeña organización, debido a su menor nivel de ventas.

Es preciso puntualizar que nuestra decisión de syndicar tres entes, no excluye la posibilidad de que sea factible agrupar un mayor número de empresas en la práctica. Tal es el caso de titularizaciones agrícolas realizadas en Colombia, donde la cantidad de participantes inclusive ascendió a veinte pequeños ganaderos, quienes resolvieron asociarse a fin de obtener financiamiento con un costo y plazo más razonables.

Por otra parte, el hecho de reunir negocios de una misma circunscripción territorial responde a la necesidad real de facilitar la obtención de información financiera y legal, indispensable para la correcta, así como oportuna estructuración del proceso.

Finalmente, es importante señalar que el objeto social detallado en cada una de las empresas sindicadas comprende el cultivo de banano, así como también su comercialización en el mercado local e internacional.

4.3 Descripción general del proceso de titularización

Los originadores, a través de convenios con entidades financieras, transferirán los flujos titularizados al fideicomiso. Por su parte, el agente de manejo, con cargo al patrimonio autónomo, emitirá valores que se colocarán entre inversionistas interesados, a través de la Bolsa de Valores de Guayaquil. El producto de la colocación se entregará a los originadores, con lo cual obtendrán una fuente alterna de fondeo para la ejecución de inversiones estratégicas para su crecimiento, a un costo financiero y plazo razonables.

Paralelamente, el patrimonio autónomo procederá a recibir los flujos titularizados, a fin de que la fiduciaria aplicando y respetando el orden de prelación, honre los pasivos contraídos con los inversionistas.

4.4 Objeto de la titularización

El objeto de la titularización sindicada de derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas es:

1. Que el fideicomiso entregue a los originadores los recursos netos pagados por los inversionistas como precio de los valores, para que éstos a su vez, los destinen a la ejecución de inversiones estratégicas para su crecimiento.
2. Que se paguen los pasivos contraídos con los inversionistas, con cargo a los flujos futuros titularizados.

4.5 Valor de los activos

El valor de los activos transferidos al fideicomiso será:

- Tres mil dólares de los Estados Unidos de América (USD 3.000,00) para conformar el FONDO ROTATIVO.
- El valor del derecho de cobro que se proyecta ingresará al fideicomiso y que asciende a USD 7.941.884,87 en el escenario moderado.

4.6 Características de la titularización sindicada

Para el desarrollo de nuestro caso práctico hemos determinado las siguientes características de la emisión:

TITULARIZACIÓN SINDICADA DE FLUJOS FUTUROS BANJAE - CUDARANSA – DAVAXTEL	
MONTO TOTAL (en USD)	2.500.000,00
SERIE	A
MONTO (en USD)	2.500.000,00
VALOR NOMINAL UNITARIO	5.000,00
NO. VALORES	500
PLAZO (en días)	1.800
FORMA DE PAGO DE CAPITAL	Trimestral
FORMA DE PAGO DE INTERÉS	Trimestral
TASA DE INTERÉS ANUAL	7,20%

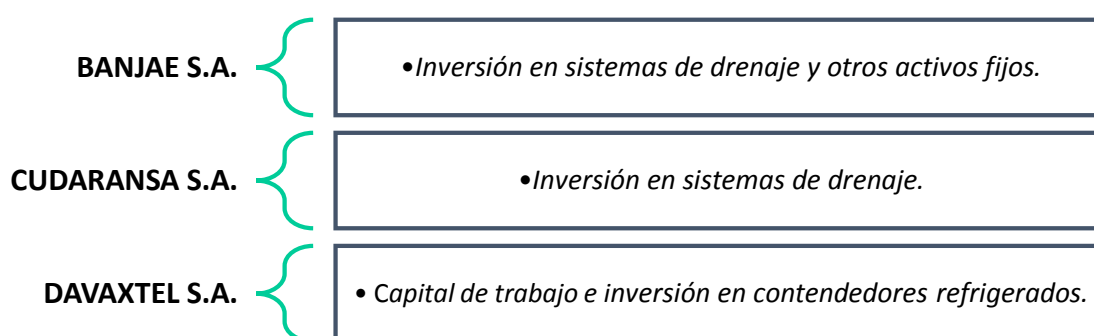
Tabla 32 Características de la emisión.
Elaborado por: Las autoras.

4.7 Participación de cada originador en el proceso

<i>PARTICIPACIÓN POR MONTOS (en USD)</i>		
Compañía	SERIE A	No. Valores
BANJAE S.A.	1.350.000,00	270
CUDARANSA S.A	900.000,00	180
DAVAXTEL S.A.	250.000,00	50
TOTAL	2.500.000,00	500

Tabla 33 Participación de cada originador en el proceso.
Elaborado por: Las autoras.

4.8 Destino del financiamiento por originador



4.9 Información del Patrimonio Autónomo

<i>Denominación específica:</i>	Fideicomiso de Titularización Sindicada de Flujos Futuros BANJAE - CUDARANSA – DAVAXTEL
<i>Originadores:</i>	BANJAE S.A. CUDARANSA S.A. DAVAXTEL S.A.
<i>Agente de Manejo:</i>	Holduntrust Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A.
<i>Modalidad de la titularización:</i>	Según las normas relacionadas con los procesos de titularización, contenidas en la Ley del Mercado de Valores y en la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores (CNV), la presente es una Titularización de Derechos de Cobro sobre Ventas Futuras Esperadas.
<i>Activo Titularizado:</i>	El DERECHO DE COBRO según consta definido en el CONTRATO DE CONSTITUCIÓN DEL FIDEICOMISO
<i>Monto total de la emisión:</i>	Hasta dos millones quinientos mil dólares de los Estados Unidos de América (2.500.000,00).
<i>Moneda:</i>	Dólares de los Estados Unidos de América

Características principales:	TITULARIZACIÓN DE FLUJOS FUTUROS SINDICADA BANJAE - CUDARANSA - DAVAXTEL	
	MONTO TOTAL (en USD)	2.500.000,00
	SERIE	A
	MONTO (en USD)	2.500.000,00
	VALOR NOMINAL UNITARIO	5.000,00
	NO. VALORES	500
	PLAZO (en días)	1.800
	FORMA DE PAGO DE CAPITAL	Trimestral
	FORMA DE PAGO DE INTERÉS	Trimestral
	TASA DE INTERÉS ANUAL	7,20%
Forma de cálculo de la tasa de interés:	Para efectos del cálculo de los intereses a pagarse a los INVERSIONISTAS, así como los plazos de pago de cada dividendo, se tomará la forma 360/360, que corresponde a años de trescientos sesenta días, de doce meses, con duración de treinta días cada mes.	
Denominación de los valores:	Los valores producto de esta titularización se denominarán "VTC-BANCUDAX"	
Emisión de los valores:	Los VALORES se emitirán en forma desmaterializada y su valor nominal mínimo será de cinco mil dólares de los Estados Unidos de América (USD 5.000,00). Los VALORES contendrán cupones de capital e intereses que podrán ser colocados separadamente en el mercado secundario.	
Tipo de oferta:	Pública	
Plazo de la oferta pública:	El plazo de la oferta pública será de nueve meses calendario, contados a partir de la fecha de autorización de la titularización, por parte de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. Este periodo será prorrogable por nueve meses más, siempre que se haya obtenido el consentimiento de este órgano de control.	
Negociación:	La negociación de los títulos valores se realizará a través del mercado bursátil, concretamente en la Bolsa de Valores de Guayaquil.	
Monto mínimo de la inversión:		

	El monto mínimo de inversión para la única serie emitida será de 5.000,00 USD.
Mecanismos de garantía:	Los mecanismos de garantía son: EXCESO DE FLUJO DE FONDOS, DEPÓSITO DE GARANTÍA, FIANZA SOLIDARIA Y SEGURO AGRÍCOLA.
Destino del producto de la colocación:	BANJAE S.A.: Inversión en sistemas de drenaje y otros activos fijos.
	CUDARANSA S.A.: Inversión en sistemas de drenaje.
	DAVAXTEL S.A.: Capital de trabajo e inversión en contenedores refrigerados.
Fecha de emisión:	Constituye la fecha de colocación primaria del primer valor de cada una de las clases en las que se divide la emisión. Los títulos de una misma serie deberán tener la misma fecha de emisión. Sin embargo, nuestro caso práctico plantea la existencia de una sola clase.
Estructurador legal:	Profilegal Cía. Ltda.
Estructurador financiero:	MOLINEROS S.A.
Agente Colocador:	Casa de Valores ANALYTICA
Agente Pagador:	Holduntrust Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A., a través del Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores del Banco Central del Ecuador.
Agente Recaudador:	BANJAE S.A., CUDARANSA S.A. y DAVAXTEL S.A., a través del Banco del Pichincha S.A.

4.10 Modelo Financiero

Como parte del proceso de estructuración, se construyó un modelo financiero a partir del cual se simulan las operaciones futuras de las tres compañías asociadas, con el fin de definir los componentes y características necesarias del proceso de la Titularización Sindicada de Flujos. Para el efecto, se proyectaron de manera trimestral las ventas totales individuales, que posiblemente se derivarán de la actividad económica de cada una de estas compañías, durante un horizonte de cinco años, periodo que además concuerda con el plazo de vigencia de los títulos emitidos en el mercado bursátil. Adicionalmente a esta cuenta principal y como un factor agregado a nuestra investigación, también se estimaron de manera anual, las demás partidas que conforman los estados de resultados integral y de situación financiera, siendo

empleados los métodos: crítico y del porcentaje de ventas (Gitman & Zutter, 2012), como herramientas de *forecasting* (Ver Anexos No. 11, 13, 15).

Las ventas, indudablemente representaron el eje cardinal de la proyección, debido a la correlación de esta cuenta con los demás elementos que conforman los estados financieros. Sin embargo, también se consideraron indicadores y varios supuestos³¹; como mejor parámetro de simulación.

Al mismo tiempo, también se estudió el comportamiento histórico de cada compañía durante los últimos cuatro periodos, y se empleó el concepto de la media ponderada, con el fin de brindar mayor relevancia a los últimos años de información disponible³². Asimismo se consideró la lógica de cada partida y se establecieron ciertas premisas; logrando así, para efectos del caso práctico, representar de forma fiable y moderada las operaciones que se espera ocurrirán en el futuro de cada compañía³³ (Ver Anexos No. 8, 9 y 10).

Posteriormente, se definió el derecho de cobro del activo a titularizar, el cual para este ejemplo se encuentra determinado únicamente por una porción de los ingresos netos percibidos por cada originador (Ver tabla No. 48).

4.10.1 Consideraciones utilizadas

- Las proyecciones se han realizado en dólares americanos nominales, para un horizonte de cinco años hasta el 2019, periodo que como se señaló, guarda concordancia con el término de vigencia de los valores a emitirse.
- Para la construcción de los flujos futuros, los ingresos fueron proyectados asumiendo las siguientes consideraciones:
 - ✓ Por cada originador y de manera trimestral contemplando la serie de datos históricos, así como el componente estacional.
- La capacidad de generación de flujo de cada compañía se determinó a través del análisis del Flujo de Efectivo Operativo, Flujo de Inversión y Flujo de Financiamiento, los cuales en conjunto permitieron alcanzar el Flujo de Caja Neto y Acumulado de cada periodo (Ver Anexos No. 12, 14, 16).

³¹ Éstos se definieron exclusivamente para efectos del caso práctico y pueden diferir de las políticas y metas de cada compañía.

³² Premisa de proyección.

³³ Para la ejecución de este caso práctico se dispuso únicamente de información de carácter público, por lo que las proyecciones efectuadas pueden no coincidir con la operación futura real de cada compañía.

- Para el desarrollo de nuestra propuesta hemos trabajado específicamente con datos financieros al 2014, dado que constituía la mejor información disponible a la fecha.



4.10.2 Construcción de la Serie de Tiempo

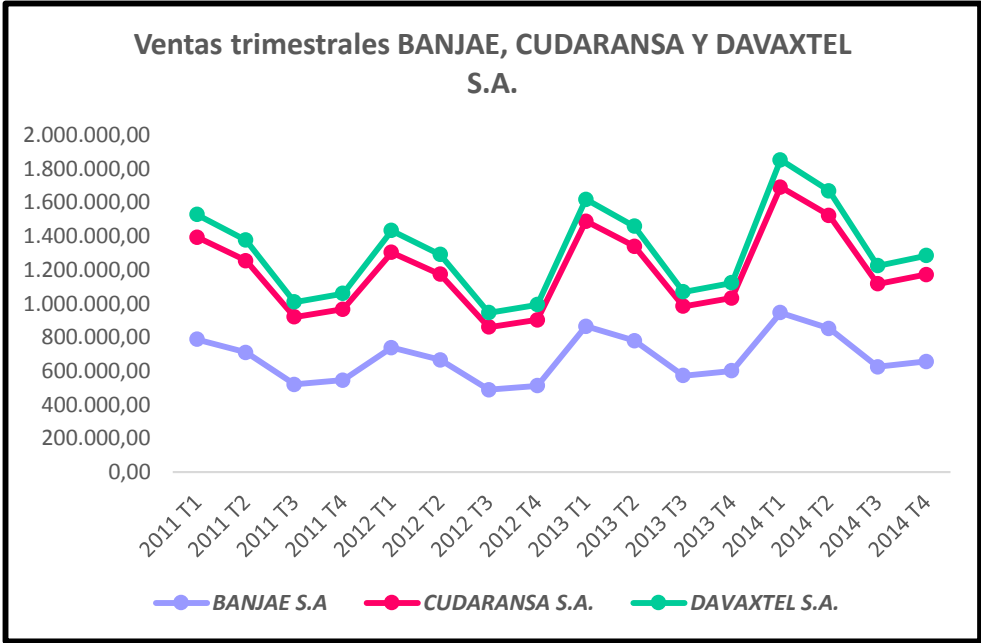
Para realizar las proyecciones de los ingresos futuros de las compañías: BANJAE, CUDARANSA y DAVAXTEL S.A., durante veinte trimestres consecutivos, a partir de enero - marzo de 2015 hasta octubre - diciembre de 2019; se evaluaron los estados financieros históricos pertinentes a cada compañía, durante el periodo 2011 – 2014. Adicionalmente, debido a que la amortización de los títulos se efectuó de manera trimestral, se procedió a distribuir las ventas anuales siguiendo el mismo lineamiento; para lo cual se consideró la estacionalidad de precios: altos y bajos, que rige a este producto; así como la concentración de los niveles de producción por mes en este sector.

A su vez, la metodología estadística a la que se recurrió para realizar estas proyecciones fue el análisis de series de tiempo, debido a su capacidad para brindar resultados con mayor certidumbre en la estimación de una variable aleatoria con comportamiento estacional, así como para reflejar la volatilidad de la serie evaluada.

Esta técnica permite describir, con ayuda estadística, una variable y el movimiento que ha tenido en el tiempo, facilitando así detectar posibles patrones temporales; que ayuden a minimizar la incertidumbre futura sobre su comportamiento. Su objetivo central es encontrar un modelo capaz de explicar la estructura temporal de los datos analizados, con el objeto de prever la evolución de la variable a través del tiempo.

Para ello, el primer paso consiste en graficar la serie de tiempo de cada originador, y posteriormente estudiarla con el fin de detectar sus componentes esenciales, así como posibles puntos atípicos que pudieran reflejar un comportamiento anormal o error de medición, el cual deberá descartarse debido a que no tendrá ninguna incidencia en el futuro.

En la gráfica No. 70, se aplica este concepto y se demuestra la evolución histórica de las ventas totales por cada originador.



Gráfica 70 Ventas históricas BANJAE, CUDARANSA y DAVAXTEL S.A.
Elaborado por: Las autoras.

Las estadísticas básicas que definen las series de flujos graficadas previamente, se presentan en las tablas a continuación. Estos datos representaron un factor decisivo para la proyección de los ingresos de cada empresa.

BANJAE S.A.	
Estadísticas	Datos históricos
Valores de datos	16
Mínimo	487.157,30
Media	678.177,73
Máximo	945.161,50
Desviación estándar	139.221,39
Ljung-Box	38,54
Estacionalidad	4

Tabla 34 Estadísticas BANJAE S.A.
Fuente: Crystal Ball

CUDARANSA S.A.	
Estadísticas	Datos históricos
Valores de datos	16
Mínimo	372.786,31
Media	516.037,94
Máximo	744.847,66
Desviación estándar	109.054,89
Ljung-Box	32,89
Estacionalidad	4

Tabla 35 Estadísticas CUDARANSA S.A.
Fuente: Crystal Ball

DAVAXTEL S.A.	
Estadísticas	Datos históricos
Valores de datos	16
Mínimo	85.554,15
Media	113.224,43
Máximo	161.684,59
Desviación estándar	23.235,04
Ljung-Box	31,26
Estacionalidad	4

Tabla 36 Estadísticas DAVAXTEL S.A.
Fuente: Crystal Ball.

4.10.3 Análisis de la Serie de Tiempo

El análisis de la serie de tiempo permite encontrar una tendencia en los datos, es decir un comportamiento que ha predominado en la serie histórica y se espera también prevalecerá en la serie proyectada.

Una vez que se ha identificado la tendencia, es preciso observar si en ésta se distinguen variaciones estacionales, es decir movimientos periódicos que se presentan en una serie de tiempo debido a factores asociados directamente a la temporalidad de la variable analizada.

Finalmente, una vez definida tanto la tendencia de la serie como las probables variaciones estacionales, es preciso determinar un modelo matemático ajustado a la serie de tiempo que permita predecir el comportamiento de las variables en la posteridad.

En el caso de una titularización de flujos futuros, la predicción de los ingresos de cada compañía constituye el primer y el más importante paso en un proceso de estructuración financiera. Es por ello que su correcta proyección es esencial, ya que casi la totalidad de procedimientos que surgen como consecuencia de esta forma de financiamiento, se encuentran vinculados en mayor o menor grado con este parámetro; tal es el caso de elementos como la determinación del límite de la emisión, el cálculo de los flujos excedentarios y del índice de desviación, la construcción de escenarios, entre otros.

De forma más directa esta importancia estriba, en que a través de su intervención no solo se delimitará de forma contundente el monto máximo de financiamiento que podrán conseguir los originadores en el Mercado de Valores, sino que además se definirán las coberturas necesarias que deberán ser aportadas por todos los participantes para garantizar el éxito del proceso.

Es por ello, que para efectuar este análisis y con el fin de estimar este parámetro lo más certeramente posible, así como seleccionar el modelo más exacto, hemos probado cuatro software de simulación, incluyendo los programas: SPSS, Minitab, XLSTAT y Crystal Ball; y posteriormente analizado los resultados obtenidos con cada uno de ellos; éstos, como se esperaba, han presentado divergencias; sin embargo como criterio de selección, recurrimos a los resultados más conservadores, con el propósito de demostrar que incluso manteniendo niveles de crecimiento mínimos, y aún con proyecciones pesimistas (periodos sucesivos de decrecimiento); el monto de financiamiento requerido para este proceso de titularización continúa encontrándose enmarcado en los límites fijados por las diversas metodologías presentes en la legislación ecuatoriana y aplicables para esta forma de securitización.

Considerando estas premisas, el software que se utilizó finalmente fue Crystal Ball Predictor, un programa de análisis de riesgo y pronóstico orientado a minimizar la incertidumbre, a través de la simulación de miles de escenarios; que permite mejorar la confianza, eficiencia y precisión en la toma de decisiones. Adicionalmente, esta herramienta indica el nivel de confianza, de manera que permite conocer con exactitud la probabilidad de que cualquier evento específico pueda suceder.

Una vez ingresadas, de forma individual, las ventas totales de cada empresa al software, se construyeron, por serie, aproximadamente mil escenarios con una curva de confianza del 95%; a fin de identificar un modelo matemático que presente las características de estacionalidad y tendencia evaluadas previamente en las series de tiempo de cada originador (Ver Gráfica No. 70); y que además facilite la proyección de los datos futuros con el menor margen de error.

Crystal Ball Predictor considera para este tipo de aplicaciones una amplia gama de instrumentos matemáticos, entre los que se incluyen: estacionales, no estacionales, así como métodos de ARIMA; y posteriormente evalúa cuál de ellos presenta un mejor ajuste en función de la serie de tiempo analizada. En este caso, el programa después de correr las opciones de escenarios distinguió tres posibles modelos estadísticos que incluyen tendencia y estacionalidad por cada compañía, estos fueron: Multiplicativo y Aditivo de Holt- Winters, Multiplicativo y Aditivo Estacional; y SARIMA; sin embargo para elegir el mejor de ellos se recurrió a las cifras obtenidas a través de la aplicación de varias medidas de bondad de ajuste, a través de las cuales se logró definir las posiciones en las que era recomendada su utilización. Estos puestos fueron seleccionados específicamente al minimizar la raíz de la media cuadrática de los errores RMSE (Root Mean Square Error); una medida que indica en cuánto se desvía la serie dependiente

del nivel pronosticado por el modelo, y que además se expresa en sus mismas unidades. No obstante, también se estudiaron los resultados de indicadores adicionales, como: MAD, MAPE, BIC, entre otras.

A continuación se detalla una breve explicación acerca de algunas de estas medidas³⁴:

- ❑ **MAPE:** Media del error porcentual absoluto (Mean Average Percentage Error). También indica la desviación de la serie dependiente del nivel pronosticado por el modelo; sin embargo es indiferente de las unidades utilizadas y se puede emplear para comparar series con distintos parámetros de medición.
- ❑ **MAE:** Media del error absoluto (Mean Absolute Error). Su aplicación es la misma, y al igual que el RMSE se informa en las unidades originales de la serie.
- ❑ **BIC normalizado:** Criterio de Información Bayesiano normalizado (Normalized Bayesian Information Criterion). Constituye una medida general del ajuste global del modelo, que intenta considerar su complejidad. Este indicador se basa en la media cuadrática de los errores (RMSE), e incluye una penalización para el número de parámetros presentes en el modelo y la longitud de la serie; eliminando la ventaja de métodos con mayor número de elementos, lo cual facilita la comparación entre distintos modelos para una misma serie.

Para este ejemplo, el método estadístico que mejor se adaptó, en función de las características de tendencia y estacionalidad de cada serie; considerando como criterios principales las medidas de error: RMSE y BIC normalizado; fue el Modelo Estacional Integrado Autoregresivo de Medias Móviles (Seasonal Autoregressive Integrated Moving Average), conocido también como SARIMA.

Modelo: BANJAE y DAVAXTEL S.A.	Modelo CUDARANSA S.A.
SARIMA (1,0,0) (1,0,0)	SARIMA (1,0,1) (1,0,1)

Tabla 37 Modelos matemáticos seleccionados por cada empresa.
Fuente: Crystal Ball.

Éste constituye un modelo estadístico de una serie de tiempo que incorpora la estacionalidad a los modelos ARIMA; siendo su objetivo específico el determinar cuál es la variable más acertada para crear un modelo con patrón estacional. Este método pronostica valores suavizados exponencialmente, así como la tendencia y el ajuste estacional correspondiente para cada dato; factores que son sumados para generar una serie proyectada de valores en la que se evidencie la estacionalidad encontrada en la data histórica (Ord & Fildes, 2013).

³⁴ Oracle Crystal Ball User's Guide.

Al suavizar la serie se persigue que ésta sea lo más homogénea posible, con el fin de crear una tendencia que no afecte al pronóstico que se va a efectuar.

Posteriormente, empleando la información histórica se procedió a efectuar el pronóstico, para lo cual con la ayuda del software Crystal Ball se definieron las variables y valores que se utilizarían para proyectar cada serie. A continuación, se incluyen los coeficientes del modelo ARIMA obtenidos por cada empresa.

BANJAE S.A		
Variable	Coeficiente	Error estándar
AR(1)	0,7253	0,1492
Estacional AR(1)	0,9511	0,0206
Constante	9.118,69	

Tabla 38 Coeficientes modelo SARIMA BANJAE S.A.
Fuente: Crystal Ball.

CUDARANSA S.A		
Variable	Coeficiente	Error estándar
AR(1)	0,7023	0,2159
MA(1)	-0,2763	0,2765
Estacional AR(1)	0,9375	0,0259
Estacional MA(1)	-0,4744	0,1131
Constante	9.604,64	

Tabla 39 Coeficientes modelo SARIMA CUDARANSA S.A.
Fuente: Crystal Ball.

DAVAXTEL S.A.		
Variable	Coeficiente	Error estándar
AR(1)	0,7689	0,1630
Estacional AR(1)	0,9525	0,0217
Constante	1.242,07	

Tabla 40 Coeficientes modelo SARIMA DAVAXTEL S.A.
Fuente: Crystal Ball.

Estos datos representan los valores de estacionalidad, tendencia y nivel que se emplearon para el pronóstico de los ingresos de cada empresa a través de este modelo; el cual resultó ser el más apropiado en todos los casos de acuerdo con el parámetro de ajuste RMSE, indicador que brinda una medida de la cercanía de los pronósticos a los valores de las ventas reales.

Es preciso señalar, que al escoger el mejor método a través de esta medida de error, se debe evaluar su cifra numérica, procurando que sea la más baja posible. En este caso, el método SARIMA presentó el valor mínimo en comparación con el resto de modelos que se obtuvieron como opciones para proyectar cada serie de tiempo. A continuación se presentan los resultados de este indicador para cada uno de los modelos evaluados antes de seleccionar el método definitivo.

BANJAE S.A.		
Método	Rango	RMSE
SARIMA(1,0,0)(1,0,0)	Mejor	43.284,13
Multiplicativo de Holt-Winters	2.º	45.686,89
Multiplicativo estacional	3.º	45.687,08
CUDARANSA S.A.		
Método	Rango	RMSE
SARIMA(1,0,1)(1,0,1)	Mejor	29.136,65
Multiplicativo de Holt-Winters	2.º	38.854,54
Aditivo de Holt-Winters	3.º	40.885,97
DAVAXTEL S.A.		
Método	Rango	RMSE
SARIMA(1,0,0)(1,0,0)	Mejor	8.431,34
Aditivo estacional	2.º	8.915,89
Aditivo de Holt-Winters	3.º	8.918,24

Tabla 41 Selección del mejor modelo a partir del indicador de ajuste RMSE.

Fuente: Crystal Ball.

Tal como se evidencia en la tabla anterior, el método que presenta los valores más bajos de esta medida de ajuste, para cada una de las empresas, es el modelo SARIMA. Sin embargo, también se determinaron otros indicadores de ajuste para este modelo cuyos resultados por originador se insertan a continuación:

BANJAE S.A.			
Método	MAD	MAPE	BIC
SARIMA(1,0,0)(1,0,0)	24.612,03	3,41%	21,87

Tabla 42 Medidas de bondad de ajuste BANJAE S.A.

Fuente: Crystal Ball.

CUDARANSA S.A.			
Método	MAD	MAPE	BIC
SARIMA(1,0,1)(1,0,1)	16.594,07	2,90%	21,43

Tabla 43 Medidas de bondad de ajuste CUDARANSA S.A.

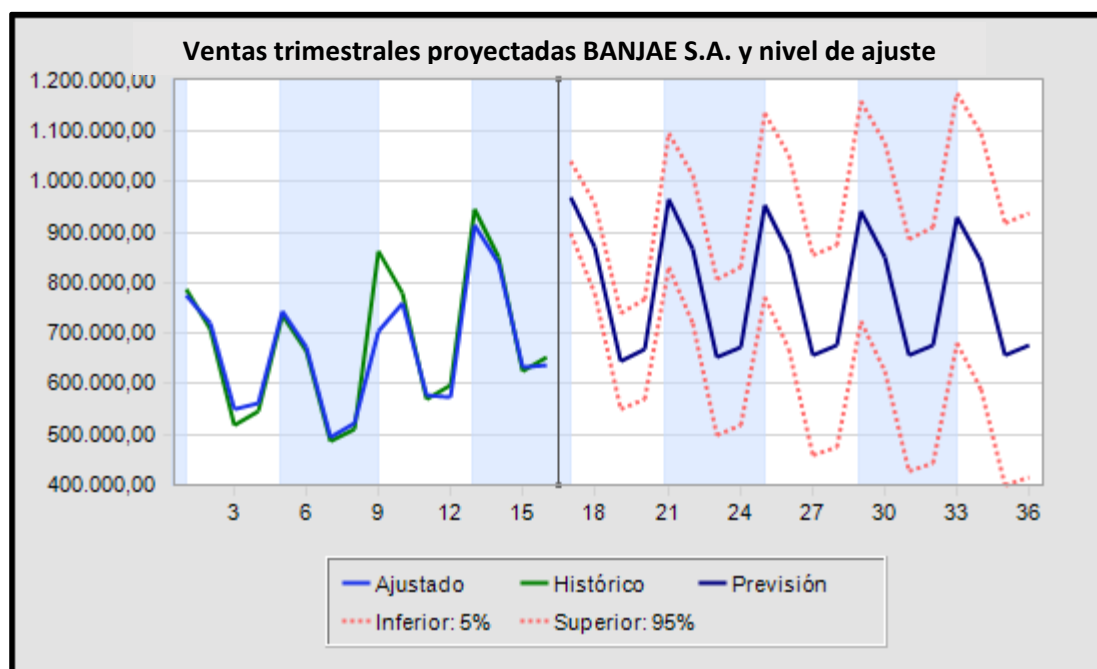
Fuente: Crystal Ball.

DAVAXTEL S.A.			
Método	MAD	MAPE	BIC
SARIMA(1,0,0)(1,0,0)	4.069,19	3,11%	18,60

Tabla 44 Medidas de bondad de ajuste DAVAXTEL S.A.

Fuente: Crystal Ball.

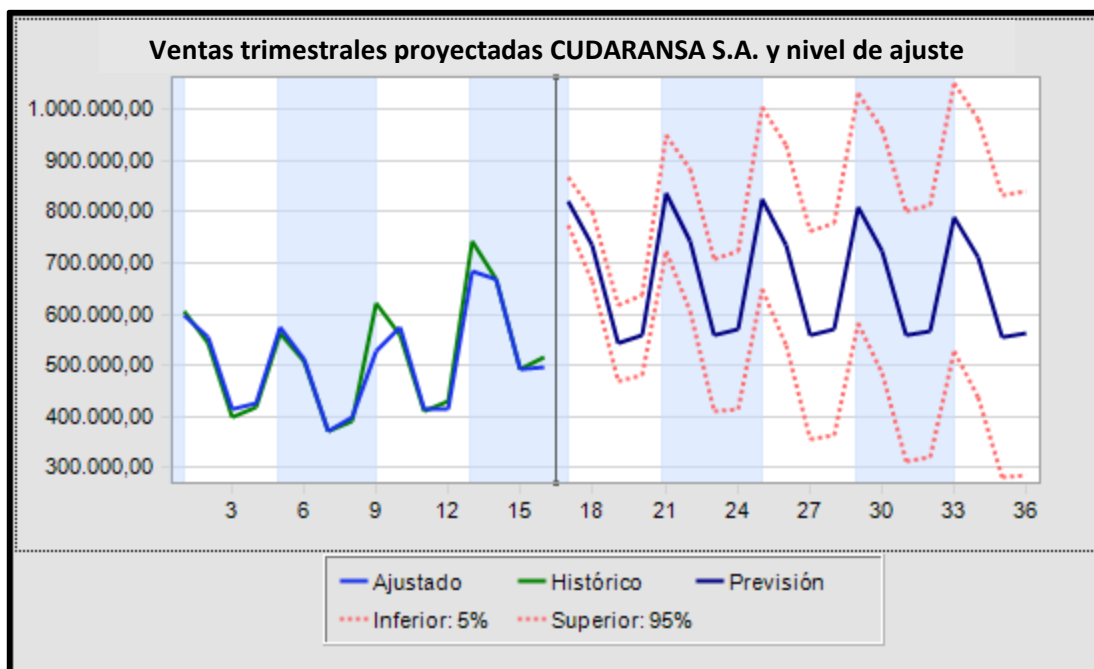
Con estos antecedentes se procedió a generar, utilizando la información histórica de cada compañía, los pronósticos trimestrales de las ventas de cada originador durante los cinco años que persistirá la emisión. Los resultados se muestran en las siguientes gráficas y tablas:



Gráfica 71 Ventas proyectadas y nivel de ajuste BANJAE S.A.
Fuente y elaboración: Crystal Ball.

BANJAE S.A.			
Fecha	Inferior: 5%	Previsión	Superior: 95%
17	898.489,68	969.685,58	1.040.881,47
18	782.050,06	870.000,76	957.951,45
19	551.081,19	646.674,18	742.267,18
20	571.426,25	670.803,85	770.181,46
21	833.468,51	965.820,12	1.098.171,73
22	721.403,54	868.156,78	1.014.910,03
23	499.899,69	653.688,53	807.477,36
24	517.770,14	675.133,84	832.497,54
25	774.034,91	954.619,84	1.135.204,77
26	669.271,40	860.945,95	1.052.620,51
27	459.143,37	656.401,54	853.659,70
28	476.248,28	676.381,18	876.514,08
29	724.152,25	941.885,68	1.159.619,10
30	626.134,20	852.577,93	1.079.021,66
31	426.992,54	657.886,47	888.780,40
32	443.572,19	676.773,06	909.973,93
33	682.007,91	929.198,62	1.176.389,33
34	589.960,33	844.201,59	1.098.442,84
35	401.122,79	658.995,61	916.868,44
36	417.163,08	676.925,92	936.688,76
Total		15.706.757,02	

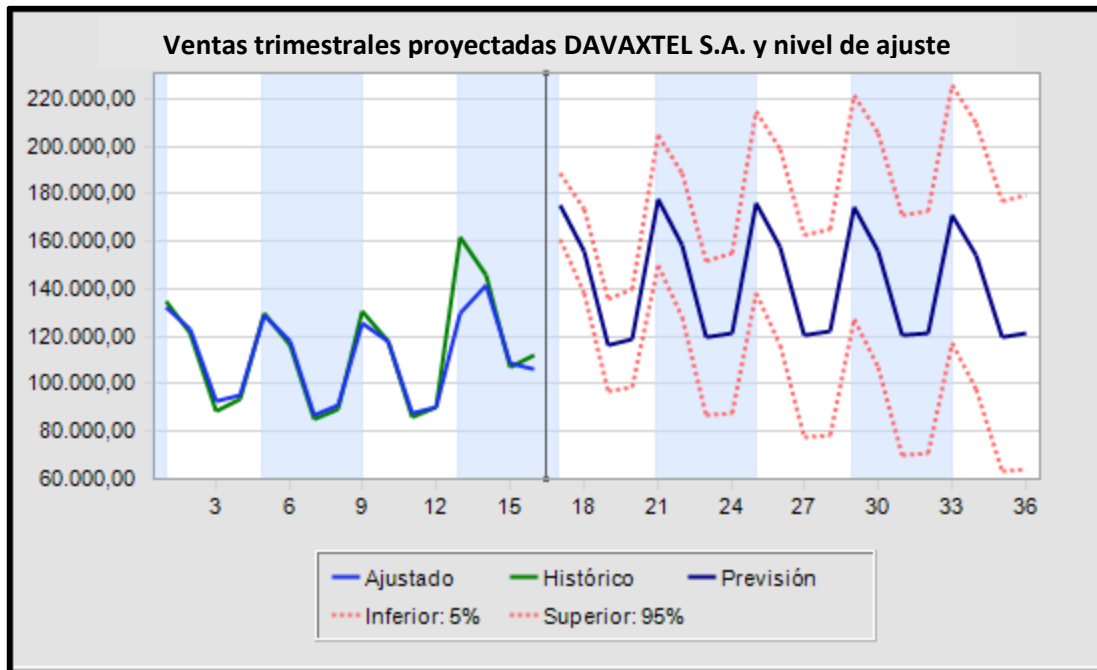
Tabla 45 Ventas proyectadas por trimestre y límites BANJAE S.A.
Fuente: Crystal Ball.
Elaborado por: Las autoras



Gráfica 72 Ventas proyectadas y nivel de ajuste CUDARANSA S.A.
Fuente y elaboración: Crystal Ball.

CUDARANSA S.A.			
Fecha	Inferior: 5%	Previsión	Superior: 95%
17	774.468,32	822.393,74	870.319,16
18	666.560,68	733.617,55	800.674,42
19	468.763,51	543.473,86	618.184,21
20	483.093,58	561.303,58	639.513,58
21	722.817,37	837.526,18	952.234,99
22	605.585,10	744.093,68	882.602,26
23	409.817,13	558.669,84	707.522,56
24	416.651,80	570.350,46	724.049,12
25	647.491,88	825.767,40	1.004.042,91
26	539.893,22	735.693,35	931.493,48
27	356.228,68	560.118,65	764.008,62
28	362.079,98	569.844,20	777.608,41
29	582.987,77	808.431,79	1.033.875,81
30	484.863,03	723.385,25	961.907,46
31	313.647,95	558.363,56	803.079,18
32	319.469,67	567.183,08	814.896,49
33	529.479,91	790.644,44	1.051.808,97
34	439.455,19	710.768,21	982.081,22
35	279.779,46	555.960,79	832.142,12
36	285.605,17	564.156,40	842.707,63
Total		13.341.746,00	

Tabla 46 Ventas proyectadas por trimestre y límites CUDARANSA S.A.
Fuente: Crystal Ball.
Elaborado por: Las autoras.



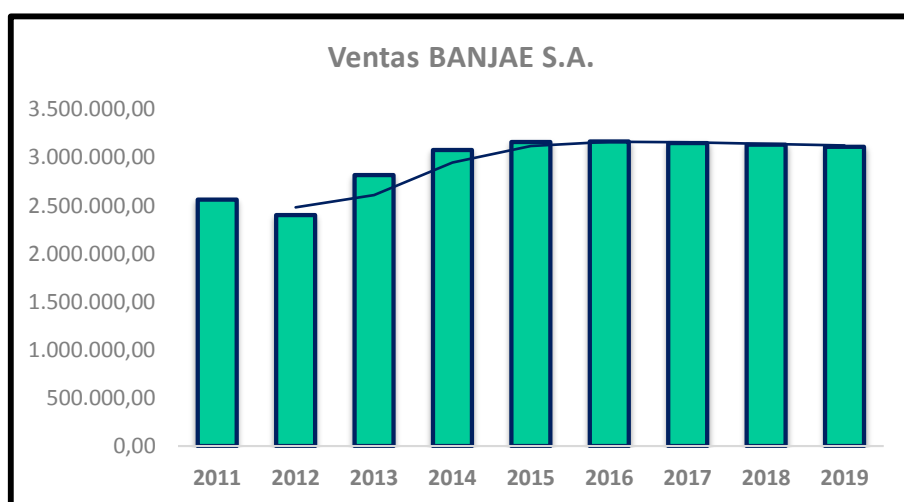
Gráfica 73 Ventas proyectadas y nivel de ajuste DAVAXTEL S.A.
Fuente y elaboración: Crystal Ball.

DAVAXTEL S.A.			
Fecha	Inferior: 5%	Previsión	Superior: 95%
17	161.176,33	175.044,62	188.912,91
18	138.622,12	156.116,34	173.610,56
19	97.034,00	116.354,61	135.675,22
20	98.956,49	119.279,92	139.603,35
21	150.397,45	177.584,59	204.771,73
22	127.762,01	158.289,92	188.817,82
23	87.101,93	119.443,19	151.784,44
24	88.114,53	121.481,64	154.848,74
25	138.097,03	176.443,04	214.789,05
26	116.615,68	157.622,15	198.628,62
27	77.778,41	120.279,66	162.780,91
28	78.599,01	121.959,83	165.320,66
29	126.932,42	174.110,78	221.289,14
30	106.732,16	156.028,83	205.325,50
31	69.832,97	120.340,35	170.847,73
32	70.639,56	121.849,34	173.059,11
33	117.200,77	171.454,03	225.707,30
34	98.201,51	154.176,50	210.151,50
35	63.172,30	120.140,83	177.109,35
36	63.998,31	121.546,21	179.094,11
Total		2.859.546,37	

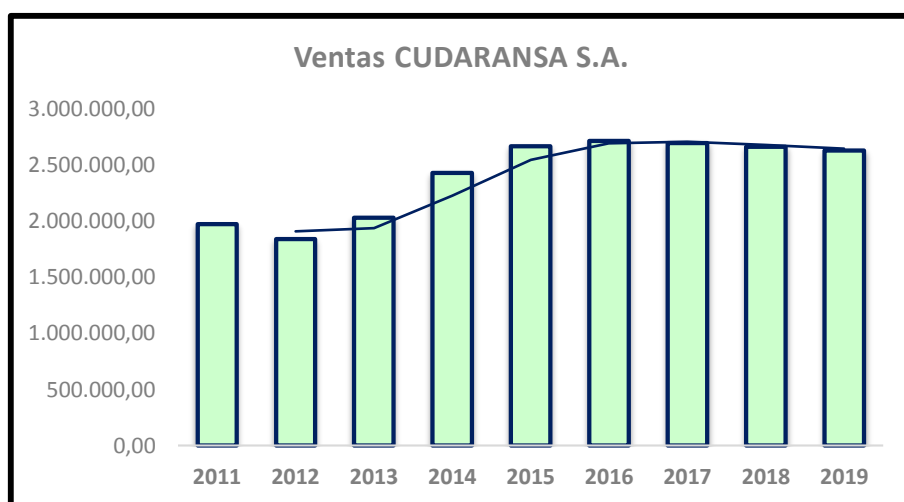
Tabla 47 Ventas proyectadas por trimestre y límites DAVAXTEL S.A.
Fuente: Crystal Ball.
Elaborado por: Las autoras.

Debido a que en la emisión se efectuarán pagos trimestrales, en las tablas No. 45, 46 y 47, se presentan los pronósticos de los ingresos de la misma forma.

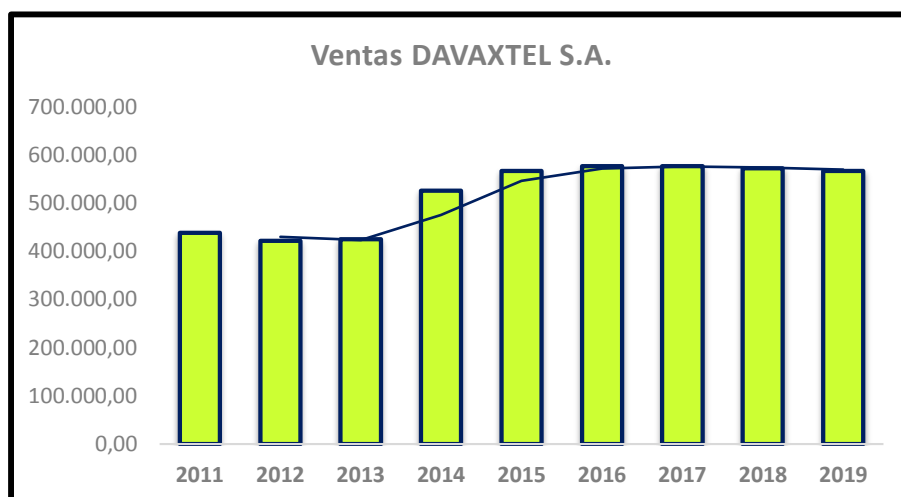
Al analizar las proyecciones obtenidas, es posible determinar que las ventas de BANJAE S.A., durante el periodo 2015 – 2019, crecerán a un promedio del 0,22% anual, alcanzando su máximo valor durante el 2016 con 3.162.799,27 USD de ingresos. Por su parte, el crecimiento promedio de las ventas anuales de la compañía CUDARANSA S.A., será del 1,66%; mientras que este mismo indicador en DAVAXTEL S.A., llegará al 1,57%. Los ingresos máximos de estas dos últimas compañías ascenderán a 2.710.640,16 USD y 576.799,33 USD, respectivamente. Estos valores se basan en un nivel de confianza del 95% y consideran un margen de error del 5%; premisas que fueron incorporadas inicialmente al software.



Gráfica 74 Ventas anuales históricas y proyectadas BANJAE S.A.
Elaborado por: Las autoras.



Gráfica 75 Ventas anuales históricas y proyectadas CUDARANSA S.A.
Elaborado por: Las autoras.



Gráfica 76 Ventas anuales históricas y proyectadas DAVAXTEL S.A.
Elaborado por: Las autoras.

Todos estos porcentajes, tal como se demuestra, son bastante conservadores e incluso pesimistas, más aún si son evaluados en relación a los promedios de crecimiento históricos evidenciados durante los últimos cuatro años por cada una de estas compañías (6,77%, 7,72% y 6,93%, respectivamente). Sin embargo, hemos decidido trabajar con ellos, a diferencia de los pronósticos efectuados con programas similares, con el fin de prevenir cualquier eventualidad futura, y así demostrar que aún bajo estas condiciones, las compañías se encuentran en capacidad de restituir los fondos provistos por los inversionistas.

4.11 Flujos a ser titularizados

Una vez constituido el Fideicomiso, las empresas sindicadas transfieren al Patrimonio Autónomo los derechos de cobro provenientes de un porcentaje de las ventas netas efectuadas a personas naturales o jurídicas, de todos los productos que cultivan y comercializan. Estos porcentajes han sido definidos de manera que no comprometan la operatividad de las compañías, representando únicamente un pequeño fragmento de sus actividades; pero que al mismo tiempo, sean capaces de generar un exceso de flujo suficiente que asegure la cobertura total del proceso.

Adicionalmente, las entradas al fideicomiso han sido diseñadas de manera que decrezcan progresivamente hacia el final de la emisión, siendo el ingreso más alto del 28% durante los diez primeros trimestres y el más bajo del 18%, el último año a partir de la fecha de emisión. La siguiente tabla ilustra los porcentajes respectivos para cada periodo.

Trimestres	Ventas a ser transferidas al Fideicomiso (%)
Trimestre 1 - Trimestre 10	28,00%
Trimestre 11 - Trimestre 16	24,00%
Trimestre 17 - Trimestre 20	18,00%

Tabla 48 Porcentaje de ventas que ingresarán al fideicomiso por trimestre.
Elaborado por: Las autoras.

De esta manera los flujos totales que ingresarán al fideicomiso al sindicar el aporte de todos los originadores, serán los que se muestran en la tabla a continuación. También se resaltan los periodos en los que las entradas serán las más altas, de acuerdo con la clasificación efectuada en la tabla No. 48

Trimestres	Flujos que ingresarán al fideicomiso (En USD) ESCENARIO PROBABLE
Año 2015 T1	550.794,70
Año 2015 T2	492.725,70
Año 2015 T3	365.820,74
Año 2015 T4	378.388,46
Año 2016 T1	554.660,65
Año 2016 T2	495.751,31
Año 2016 T3	372.904,44
Año 2016 T4	382.750,46
Año 2017 T1	547.912,48
Año 2017 T2	491.193,21
Año 2017 T3	320.831,96
Año 2017 T4	328.364,45
Año 2018 T1	461.862,78
Año 2018 T2	415.678,08
Año 2018 T3	320.781,69
Año 2018 T4	327.793,31
Año 2019 T1	340.433,48
Año 2019 T2	307.646,33
Año 2019 T3	240.317,50
Año 2019 T4	245.273,14
Total	7.941.884,87

Tabla 49 Flujos totales que ingresarán al fideicomiso:
Escenario Probable
Elaborado por: Las autoras.

Sin embargo, la transferencia del Flujo de las compañías al Patrimonio Autónomo del Fideicomiso se efectuará en función de la participación correspondiente a cada uno de los originadores sobre el monto total de la titularización. De ser colocados todos los valores, la cesión de flujo trimestral en el escenario probable de cada una de las empresas participantes estará dada en función de la siguiente tabla.

Flujos que ingresarán al fideicomiso por originador				
Trimestres	BANJAE S.A.	CUDARANSA S.A.	DAVAXTEL S.A.	Comprobación flujos fideicomiso
Año 2015 T1	297.429,14	198.286,09	55.079,47	550.794,70
Año 2015 T2	266.071,88	177.381,25	49.272,57	492.725,70
Año 2015 T3	197.543,20	131.695,47	36.582,07	365.820,74
Año 2015 T4	204.329,77	136.219,85	37.838,85	378.388,46
Año 2016 T1	299.516,75	199.677,83	55.466,06	554.660,65
Año 2016 T2	267.705,71	178.470,47	49.575,13	495.751,31
Año 2016 T3	201.368,40	134.245,60	37.290,44	372.904,44
Año 2016 T4	206.685,25	137.790,17	38.275,05	382.750,46
Año 2017 T1	295.872,74	197.248,49	54.791,25	547.912,48
Año 2017 T2	265.244,33	176.829,55	49.119,32	491.193,21
Año 2017 T3	173.249,26	115.499,51	32.083,20	320.831,96
Año 2017 T4	177.316,80	118.211,20	32.836,45	328.364,45
Año 2018 T1	249.405,90	166.270,60	46.186,28	461.862,78
Año 2018 T2	224.466,16	149.644,11	41.567,81	415.678,08
Año 2018 T3	173.222,11	115.481,41	32.078,17	320.781,69
Año 2018 T4	177.008,39	118.005,59	32.779,33	327.793,31
Año 2019 T1	183.834,08	122.556,05	34.043,35	340.433,48
Año 2019 T2	166.129,02	110.752,68	30.764,63	307.646,33
Año 2019 T3	129.771,45	86.514,30	24.031,75	240.317,50
Año 2019 T4	132.447,49	88.298,33	24.527,31	245.273,14
Total	4.288.617,83	2.859.078,55	794.188,49	7.941.884,87
Participación (%)	54,00%	36,00%	10,00%	100,00%

Tabla 50 Flujos que ingresarán al fideicomiso por originador.
Elaborado por: Las autoras.

Al considerar esta forma de distribución se garantizan los derechos de cada originador, ya que el desembolso de sus flujos se efectúa en forma proporcional al financiamiento contraído.

4.12 Transferencia de los flujos al fideicomiso

Los flujos serán transferidos al fideicomiso de titularización respetando el siguiente procedimiento:

1. En primer lugar, las empresas sindicadas BANJAE S.A., CUDARANSA S.A. y DAVAXTEL S.A., depositarán diariamente en sus cuentas bancarias individuales el valor total recaudado por concepto de sus ventas.
2. Posteriormente, instruirán a la entidad financiera pertinente, para que transfiera semanalmente a la cuenta del fideicomiso el porcentaje de ingresos vigente.

3. Adicionalmente, los originadores enviarán al agente de manejo, con una periodicidad mensual, un informe que exponga las ventas totales realizadas por cada uno, así como el porcentaje que le corresponde al fideicomiso.
4. Paralelamente, a través de su personal responsable de contabilidad y auditoría, desplegarán actividades encaminadas a controlar la exacta y oportuna transferencia de los flujos pactados a la cuenta del fideicomiso.
5. Por otra parte, BANJAE S.A., CUDARANSA S.A. y DAVAXTEL S.A., emitirán de forma individual un reporte mensual que demuestre la conciliación entre las ventas efectuadas, en los porcentajes establecidos, y los depósitos realizados a nombre del patrimonio autónomo.
6. Finalmente, entregarán al agente de manejo, dentro de los ocho días hábiles posteriores al cierre del último día del mes, un informe consolidado que exponga la concordancia entre los ingresos transferidos por las tres empresas y el total de depósitos recibidos por el fideicomiso.

4.13 Límite de la Emisión

Previo a determinar el monto a emitir en una titularización de derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas, es necesario que se consideren tres parámetros estipulados en la normativa aplicable al Mercado de Valores. Estos comprenden básicamente: la metodología de los flujos netos descontados, el cálculo de los activos libres de gravamen, así como también la obtención del patrimonio neto del originador u originadores involucrados en el proceso³⁵.

A continuación se desarrollará cada uno, a fin de evaluar si el valor de emisión planteado en nuestra propuesta se enmarca dentro de los límites legalmente estipulados:

4.13.1 Proyección y descuento de los flujos en base a la metodología de los Flujos Netos Descontados (FND)

Como ya se describió en el Capítulo III, en el caso de la titularización de flujos futuros de bienes que se espera que existan, el valor de la emisión no puede sobrepasar el cincuenta por ciento (50%) del valor presente de los flujos requeridos, descontados a una tasa que al menos deberá ser igual a la Tasa Activa Efectiva Referencial para el segmento productivo corporativo, señalada por el Banco Central del Ecuador.

³⁵ De estos tres límites el que deberá tomarse como válido dentro del proceso de titularización es el que proporcione un resultado más conservador.

A continuación, se determina el límite de la emisión considerando esta premisa, así como los flujos que ingresarán al Fideicomiso en el escenario probable.

Tasas de Interés Activas Efectivas Vigentes Agosto 2016	
Tasa Activa Efectiva Referencial para el segmento:	% anual
Productivo Corporativo	9,02%
Productivo Empresarial	10,03%
Productivo PYMES	11,66%

Tasa de descuento de los flujos = **12,00%**

Tabla 51 Tasa de descuento de los flujos vs. Tasas efectivas referenciales
Fuente: Banco Central del Ecuador.
Elaborado por: Las autoras.

Año	Trimestre	Ventas proyectadas trimestrales ESCENARIO PROBABLE			Ventas sindicadas	Flujos que ingresarán al fideicomiso	Flujos Netos Descontados
		BANJAE	CUDARANSA	DAVAXTEL			
2015	1	969.685,58	822.393,74	175.044,62	1.967.123,94	550.794,70	534.752,14
	2	870.000,76	733.617,55	156.116,34	1.759.734,65	492.725,70	464.441,23
	3	646.674,18	543.473,86	116.354,61	1.306.502,65	365.820,74	334.777,80
	4	670.803,85	561.303,58	119.279,92	1.351.387,36	378.388,46	336.193,25
2016	5	965.820,12	837.526,18	177.584,59	1.980.930,89	554.660,65	478.455,15
	6	868.156,78	744.093,68	158.289,92	1.770.540,38	495.751,31	415.183,91
	7	653.688,53	558.669,84	119.443,19	1.331.801,56	372.904,44	303.205,43
	8	675.133,84	570.350,46	121.481,64	1.366.965,93	382.750,46	302.146,75
2017	9	954.619,84	825.767,40	176.443,04	1.956.830,28	547.912,48	419.929,29
	10	860.945,95	735.693,35	157.622,15	1.754.261,45	491.193,21	365.493,88
	11	656.401,54	560.118,65	120.279,66	1.336.799,85	320.831,96	231.775,84
	12	676.381,18	569.844,20	121.959,83	1.368.185,21	328.364,45	230.308,22
2018	13	941.885,68	808.431,79	174.110,78	1.924.428,25	461.862,78	314.506,08
	14	852.577,93	723.385,25	156.028,83	1.731.992,00	415.678,08	274.812,18
	15	657.886,47	558.363,56	120.340,35	1.336.590,38	320.781,69	205.897,56
	16	676.773,06	567.183,08	121.849,34	1.365.805,47	327.793,31	204.269,96
2019	17	929.198,62	790.644,44	171.454,03	1.891.297,09	340.433,48	205.967,85
	18	844.201,59	710.768,21	154.176,50	1.709.146,29	307.646,33	180.709,80
	19	658.995,61	555.960,79	120.140,83	1.335.097,23	240.317,50	137.049,71
	20	676.925,92	564.156,40	121.546,21	1.362.628,54	245.273,14	135.801,79
Total		15.706.757,02	13.341.746,00	2.859.546,37	31.908.049,39	7.941.884,87	6.075.677,81
50% de los flujos descontados							3.037.838,90

Tabla 52 Límite Emisión: Metodología Flujos Netos Descontados-Esc. Probable.
Elaborado por: Las autoras.

De acuerdo a la tabla anterior, el monto máximo de esta titularización no podrá ser superior a 3.037.838,90 USD, cifra que corresponde al 50% del valor presente de los flujos descontados que ingresarán potencialmente al Fideicomiso, cuya forma de cálculo ya se explicó previamente.

En este punto, cabe resaltar, que pese a que la legislación nacional estipula como tarifa referencial para el descuento de los flujos requeridos, a la Tasa Activa para el segmento Productivo Corporativo ($k=9,02\%$)³⁶; debido al objetivo planteado para este trabajo de titulación, y dada la naturaleza de las compañías sindicadas, las cuales se insertan en el segmento de la Pequeña y Mediana Empresa; se ha optado por evaluar la factibilidad del proceso, incorporando una tasa superior incluso, a la definida para las empresas pertenecientes a los segmentos: Corporativo, Empresarial y PYMES (Ver tabla No. 51). De ahí, que es posible demostrar que a pesar de este descuento mayor, el monto de financiamiento requerido para este proceso de titularización, continúa enmarcándose dentro del límite definido por la metodología de los Flujos Netos Descontados.

Flujos a ingresar en el Fideicomiso en 5 años (USD)	7.941.884,87
K > Tasa activa referencial segmentos Productivo: Corporativo, Empresarial y PYMES	12,00%
Valor Actual de Flujos Escenario PROBABLE (USD)	6.075.677,81
Valor Máximo de Titularización = 50% (USD)	3.037.838,90
Total de la emisión (USD)	2.500.000,00
50% VA flujos / Total emisión	1,22

Tabla 53 Cobertura flujos descontados frente al total de la emisión.
Elaborado por: Las autoras.

Asimismo, la tabla anterior demuestra que el 50% del valor presente de los flujos futuros correspondientes al escenario probable, actualizados a la tasa de descuento seleccionada inicialmente ($k = 12\%$); sobrepasa en 1,22 veces el monto total de la emisión.

No obstante, también hemos considerado pertinente evaluar el límite de la emisión de valores considerando el escenario pesimista; con el fin de analizar las posibles implicaciones que podría conllevar una reducción en los ingresos de cada originador. A continuación se anexa la tabla con los cálculos efectuados.

³⁶ Tasas de Interés BCE a Agosto de 2016.

Año	Trimestre	Ventas proyectadas trimestrales ESCENARIO PESIMISTA			Ventas sindicadas	Flujos que ingresarán al fideicomiso	Flujos descontados
		BANJAE	CUDARANSA	DAVAXTEL			
2015	1	955.933,08	806.415,10	171.735,53	1.934.083,71	541.543,44	525.770,33
	2	860.905,42	726.250,76	154.663,59	1.741.819,77	487.709,53	459.713,01
	3	631.374,30	532.620,72	113.427,81	1.277.422,84	357.678,39	327.326,40
	4	662.812,03	559.141,26	119.075,67	1.341.028,95	375.488,11	333.616,32
2016	5	943.300,23	809.427,53	172.190,60	1.924.918,36	538.977,14	464.926,42
	6	849.528,38	728.963,73	155.073,42	1.733.565,53	485.398,35	406.513,47
	7	623.030,56	534.610,37	113.728,38	1.271.369,31	355.983,41	289.447,09
	8	654.052,83	561.229,97	119.391,20	1.334.674,00	373.708,72	295.009,12
2017	9	924.840,81	791.547,83	169.460,07	1.885.848,71	528.037,64	404.696,88
	10	832.903,98	712.861,42	152.614,34	1.698.379,73	475.546,32	353.851,13
	11	610.838,49	522.801,19	111.924,92	1.245.564,61	298.935,51	215.957,37
	12	641.253,69	548.832,79	117.497,94	1.307.584,42	313.820,26	220.107,22
2018	13	905.320,66	769.657,59	165.749,22	1.840.727,48	441.774,59	300.827,00
	14	815.324,29	693.147,25	149.272,38	1.657.743,92	397.858,54	263.031,36
	15	597.945,83	508.343,14	109.473,98	1.215.762,95	291.783,11	187.284,47
	16	627.719,07	533.654,83	114.924,97	1.276.298,86	306.311,73	190.883,34
2019	17	886.011,90	747.734,10	161.811,57	1.795.557,56	323.200,36	195.541,53
	18	797.934,98	673.403,13	145.726,16	1.617.064,27	291.071,57	170.973,87
	19	585.192,79	493.863,12	106.873,24	1.185.929,14	213.467,25	121.737,39
	20	614.331,02	518.453,81	112.194,73	1.244.979,56	224.096,32	124.076,70
Total		15.020.554,33	12.772.959,63	2.736.809,71	30.530.323,68	7.622.390,29	5.851.290,42
50% de los flujos descontados							2.925.645,21

Tabla 54 Límite Emisión: Metodología Flujos Netos Descontados-Esc. Pesimista.
Elaborado por: Las autoras.

Como se evidencia, incluso suponiendo una contracción en los ingresos de todos los participantes, el flujo del fideicomiso sigue demostrando solidez y holgura suficiente para cubrir las obligaciones contraídas con los inversionistas. Asimismo, el nuevo límite establecido a través de esta metodología, continúa sobrepasando al valor total de la emisión (2.500.000,00 USD), en este caso por más de 425.000,00 USD.

4.13.2 Límite de la emisión según los activos libres de gravamen

Por otra parte, el valor total de los activos conjuntos de las empresas BANJAE S.A., CUDARANSA S.A. y DAVAXTEL S.A., a diciembre del 2014 fue de USD 11.161.227,97. Dado que ninguna de las organizaciones posee activos prendados, gravados o en litigio, esta cifra constituyó la base de cálculo para el límite de la emisión. Siendo así, que el 80% de los activos libres de gravamen ascendió a USD 8.928.982,38, valor que supera en 3,57 veces al monto de emisión propuesto para la titularización sindicada.

DETALLE DE ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN (en USD)	
BANJAE S.A.	
CONCEPTO	31/12/2014
Activos totales	6.349.405,85
Activos gravados	0,00
Activos en litigio	0,00
Activos libres de gravamen (1)	6.349.405,85
CUDARANSA S.A.	
CONCEPTO	31/12/2014
Activos totales	3.969.946,88
Activos gravados	0,00
Activos en litigio	0,00
Activos libres de gravamen (2)	3.969.946,88
DAVAXTEL S.A.	
CONCEPTO	31/12/2014
Activos totales	841.875,24
Activos gravados	0,00
Activos en litigio	0,00
Activos libres de gravamen (3)	841.875,24
ACTIVOS TOTALES (1+2+3)	11.161.227,97
80% de Activos Libres de Gravamen	8.928.982,38
Monto Emisión Titularización	2.500.000,00
Cobertura Activos Libres de Gravamen sobre el monto a emitir	3,57

*Límite de la emisión
según los activos
libres de gravamen*



Tabla 55 Límite de la emisión: Metodología Activos Libres de Gravamen.
Elaborado por: Las autoras.

4.13.3 Límite de la emisión según el 200% del Patrimonio Neto

De igual manera, el 200% del patrimonio total agregado de las compañías BANJAE S.A., CUDARANSA S.A., y DAVAXTEL S.A., a diciembre del 2014, ascendió a USD 16.222.359,11. Esta cifra excede en 6,49 veces al monto total de la emisión, superando de esta forma en gran proporción al límite exigido en la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores (Ver tabla No. 56).

PATRIMONIO A DICIEMBRE DEL 2014 (en USD)	
BANJAE S.A.	
Patrimonio Neto	4.852.095,14
CUDARANSA S.A.	
Patrimonio Neto	2.561.734,81
DAVAXTEL S.A.	
Patrimonio Neto	697.349,60
Patrimonio Neto Agregado	8.111.179,55
200% Patrimonio Agregado	16.222.359,11
Monto emisión titularización	2.500.000,00
Cobertura Patrimonio Neto sobre el monto a emitir	6,49

De acuerdo con este parámetro el monto de la emisión no puede superar este valor



Tabla 56 Límite de la emisión: Metodología 200% del Patrimonio Neto.
Elaborado por: Las autoras.

En conclusión, la emisión propuesta de USD 2.500.000,00 respeta los límites calculados, en todos los escenarios propuestos.

4.14 Orden de Prelación

La entidad fiduciaria recibirá de las empresas sindicadas la totalidad de los flujos que se generen como consecuencia de la recaudación del derecho de cobro (en los porcentajes establecidos) y en conjunto con el resto de flujos, se los destinará, en el siguiente orden de prelación, para:

1. Completar el fondo rotativo, en caso de que éste haya disminuido su valor.
2. Aprovisionar el dinero requerido para el pago de los pasivos contraídos con inversionistas. La provisión será de un tercio mensual (1/3) del dividendo siguiente a vencer de los valores en circulación de la única serie, tal cual consta en el cuadro de provisiones que forma parte de la estructuración financiera (Ver cuadro No...).
3. Reponer el depósito de garantía en caso de que hubiera disminuido su valor.

Una vez realizadas las provisiones y reposiciones señaladas previamente, la fiduciaria restituirá al originador, dentro del mismo o el siguiente día hábil de completada la provisión mensual, los flujos excedentarios que hubieran en el fideicomiso.

4.15 Fondo rotativo

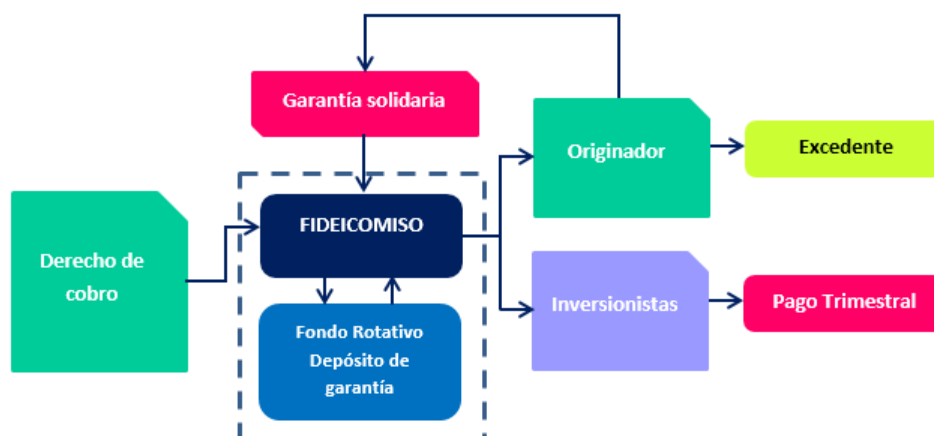
Es un fondo conformado por recursos líquidos que los originadores transfieren al fideicomiso, con el fin de que se cancelen los pasivos contraídos con terceros distintos a los inversionistas (gastos de emisión).

Se constituirá en el momento de la colocación con un monto inicial de tres mil dólares (USD 3.000,00). No obstante, en caso de emplearse los recursos de este depósito, el agente de manejo procederá a reponerlo con los flujos transferidos al fideicomiso, respetando el orden de prelación establecido.

Adicionalmente, es preciso puntualizar que la contribución individual de cada empresa para su integración, considerará la participación en el proceso previamente señalada, tal como se ilustra en el siguiente cuadro:

<i>Empresa</i>	<i>Participación</i>	<i>Fondo Rotativo</i>
BANJAE S.A.	54%	1.620,00
CUDARANSA S.A.	36%	1.080,00
DAVAXTEL S.A.	10%	300,00
TOTAL	100%	3.000,00

Tabla 57 Distribución Fondo Rotativo por empresa.
Elaborado por: Las autoras.



Esquema 5 Proceso titularización derechos de cobro.
Elaborado por: Las autoras.

4.16 Tablas de amortización por valor, originador y monto total de emisión.

La amortización planteada para esta titularización sindicada contempla que los valores a emitirse pagarán al inversionista una porción tanto de capital como de intereses de forma trimestral. Asimismo, la modalidad empleada para el cálculo será la de capital fijo, tal como se evidencia en la tabla No. 58.

Empezaremos exponiendo el derecho que generará la adquisición de cada título producto de la emisión.

Capital 5.000,00
Tasa anual 7,20%
Tasa trimestral 1,80%
No. De periodos 20

Modalidad: CAPITAL FIJO

<i>Capital</i>	<i>Interés</i>	<i>Pago</i>	<i>Saldo</i>	<i>Periodo (trimestre)</i>
250,00	90,00	340,00	4.750,00	1
250,00	85,50	335,50	4.500,00	2
250,00	81,00	331,00	4.250,00	3
250,00	76,50	326,50	4.000,00	4
250,00	72,00	322,00	3.750,00	5
250,00	67,50	317,50	3.500,00	6
250,00	63,00	313,00	3.250,00	7
250,00	58,50	308,50	3.000,00	8
250,00	54,00	304,00	2.750,00	9
250,00	49,50	299,50	2.500,00	10
250,00	45,00	295,00	2.250,00	11
250,00	40,50	290,50	2.000,00	12
250,00	36,00	286,00	1.750,00	13
250,00	31,50	281,50	1.500,00	14
250,00	27,00	277,00	1.250,00	15
250,00	22,50	272,50	1.000,00	16
250,00	18,00	268,00	750,00	17
250,00	13,50	263,50	500,00	18
250,00	9,00	259,00	250,00	19
250,00	4,50	254,50	0,00	20
5.000,00	945,00	5.945,00		

Tabla 58 Tabla de amortización por valor.
Elaborado por: Las autoras.

A continuación, se presenta el monto de capital e intereses que deberán cancelar los originadores de forma global, durante el plazo de vigencia de la emisión.

Capital 2.500.000,00
Tasa anual 7,20%
Tasa trimestral 1,80%
No. De periodos 20

Modalidad: CAPITAL FIJO

<i>Capital</i>	<i>Interés</i>	<i>Pago</i>	<i>Saldo</i>	<i>Periodo (trimestre)</i>
125.000,00	45.000,00	170.000,00	2.375.000,00	1
125.000,00	42.750,00	167.750,00	2.250.000,00	2
125.000,00	40.500,00	165.500,00	2.125.000,00	3
125.000,00	38.250,00	163.250,00	2.000.000,00	4
125.000,00	36.000,00	161.000,00	1.875.000,00	5
125.000,00	33.750,00	158.750,00	1.750.000,00	6
125.000,00	31.500,00	156.500,00	1.625.000,00	7
125.000,00	29.250,00	154.250,00	1.500.000,00	8
125.000,00	27.000,00	152.000,00	1.375.000,00	9
125.000,00	24.750,00	149.750,00	1.250.000,00	10
125.000,00	22.500,00	147.500,00	1.125.000,00	11
125.000,00	20.250,00	145.250,00	1.000.000,00	12
125.000,00	18.000,00	143.000,00	875.000,00	13
125.000,00	15.750,00	140.750,00	750.000,00	14
125.000,00	13.500,00	138.500,00	625.000,00	15
125.000,00	11.250,00	136.250,00	500.000,00	16
125.000,00	9.000,00	134.000,00	375.000,00	17
125.000,00	6.750,00	131.750,00	250.000,00	18
125.000,00	4.500,00	129.500,00	125.000,00	19
125.000,00	2.250,00	127.250,00	0,00	20
2.500.000,00	472.500,00	2.972.500,00		

Tabla 59 Tabla de amortización por el valor total de la emisión.
Elaborado por: Las autoras.

Finalmente, se detalla la intervención que tendrá cada empresa en el pago de capital e intereses, a lo largo de los veinte trimestres de la emisión. Para ello, se considerarán los porcentajes de participación en el financiamiento previamente establecidos (54%: BANJAE S.A., 36%: CUDARANSA S.A. y 10%: DAVAXTEL S.A.).

Tabla de Amortización BANJAE S.A.

Capital 1.350.000,00
Tasa anual 7,20%
Tasa trimestral 1,80%
No. De periodos 20

Modalidad: CAPITAL FIJO

<i>Capital</i>	<i>Interés</i>	<i>Pago</i>	<i>Saldo</i>	<i>Periodo (trimestre)</i>
67.500,00	24.300,00	91.800,00	1.282.500,00	1
67.500,00	23.085,00	90.585,00	1.215.000,00	2
67.500,00	21.870,00	89.370,00	1.147.500,00	3
67.500,00	20.655,00	88.155,00	1.080.000,00	4

67.500,00	19.440,00	86.940,00	1.012.500,00	5
67.500,00	18.225,00	85.725,00	945.000,00	6
67.500,00	17.010,00	84.510,00	877.500,00	7
67.500,00	15.795,00	83.295,00	810.000,00	8
67.500,00	14.580,00	82.080,00	742.500,00	9
67.500,00	13.365,00	80.865,00	675.000,00	10
67.500,00	12.150,00	79.650,00	607.500,00	11
67.500,00	10.935,00	78.435,00	540.000,00	12
67.500,00	9.720,00	77.220,00	472.500,00	13
67.500,00	8.505,00	76.005,00	405.000,00	14
67.500,00	7.290,00	74.790,00	337.500,00	15
67.500,00	6.075,00	73.575,00	270.000,00	16
67.500,00	4.860,00	72.360,00	202.500,00	17
67.500,00	3.645,00	71.145,00	135.000,00	18
67.500,00	2.430,00	69.930,00	67.500,00	19
67.500,00	1.215,00	68.715,00	0,00	20
1.350.000,00	255.150,00	1.605.150,00		

Tabla 60 Tabla de amortización BANJAE S.A.
Elaborado por: Las autoras.

Tabla de Amortización CUDARANSA S.A.

Capital	900.000,00
Tasa anual	7,20%
Tasa trimestral	1,80%
No. De periodos	20

Modalidad: CAPITAL FIJO

<i>Capital</i>	<i>Interés</i>	<i>Pago</i>	<i>Saldo</i>	<i>Periodo (trimestre)</i>
45.000,00	16.200,00	61.200,00	855.000,00	1
45.000,00	15.390,00	60.390,00	810.000,00	2
45.000,00	14.580,00	59.580,00	765.000,00	3
45.000,00	13.770,00	58.770,00	720.000,00	4
45.000,00	12.960,00	57.960,00	675.000,00	5
45.000,00	12.150,00	57.150,00	630.000,00	6
45.000,00	11.340,00	56.340,00	585.000,00	7
45.000,00	10.530,00	55.530,00	540.000,00	8
45.000,00	9.720,00	54.720,00	495.000,00	9
45.000,00	8.910,00	53.910,00	450.000,00	10
45.000,00	8.100,00	53.100,00	405.000,00	11
45.000,00	7.290,00	52.290,00	360.000,00	12
45.000,00	6.480,00	51.480,00	315.000,00	13
45.000,00	5.670,00	50.670,00	270.000,00	14
45.000,00	4.860,00	49.860,00	225.000,00	15
45.000,00	4.050,00	49.050,00	180.000,00	16

45.000,00	3.240,00	48.240,00	135.000,00	17
45.000,00	2.430,00	47.430,00	90.000,00	18
45.000,00	1.620,00	46.620,00	45.000,00	19
45.000,00	810,00	45.810,00	0,00	20
900.000,00	170.100,00	1.070.100,00		

Tabla 61 Tabla de amortización CUDARANSA S.A.
Elaborado por: Las autoras.

Tabla de Amortización DAVAXTEL S.A.

Capital 250.000,00
Tasa anual 7,20%
Tasa trimestral 1,80%
No. De periodos 20

Modalidad: CAPITAL FIJO

<i>Capital</i>	<i>Interés</i>	<i>Pago</i>	<i>Saldo</i>	<i>Periodo (trimestre)</i>
12.500,00	4.500,00	17.000,00	237.500,00	1
12.500,00	4.275,00	16.775,00	225.000,00	2
12.500,00	4.050,00	16.550,00	212.500,00	3
12.500,00	3.825,00	16.325,00	200.000,00	4
12.500,00	3.600,00	16.100,00	187.500,00	5
12.500,00	3.375,00	15.875,00	175.000,00	6
12.500,00	3.150,00	15.650,00	162.500,00	7
12.500,00	2.925,00	15.425,00	150.000,00	8
12.500,00	2.700,00	15.200,00	137.500,00	9
12.500,00	2.475,00	14.975,00	125.000,00	10
12.500,00	2.250,00	14.750,00	112.500,00	11
12.500,00	2.025,00	14.525,00	100.000,00	12
12.500,00	1.800,00	14.300,00	87.500,00	13
12.500,00	1.575,00	14.075,00	75.000,00	14
12.500,00	1.350,00	13.850,00	62.500,00	15
12.500,00	1.125,00	13.625,00	50.000,00	16
12.500,00	900,00	13.400,00	37.500,00	17
12.500,00	675,00	13.175,00	25.000,00	18
12.500,00	450,00	12.950,00	12.500,00	19
12.500,00	225,00	12.725,00	0,00	20
250.000,00	47.250,00	297.250,00		

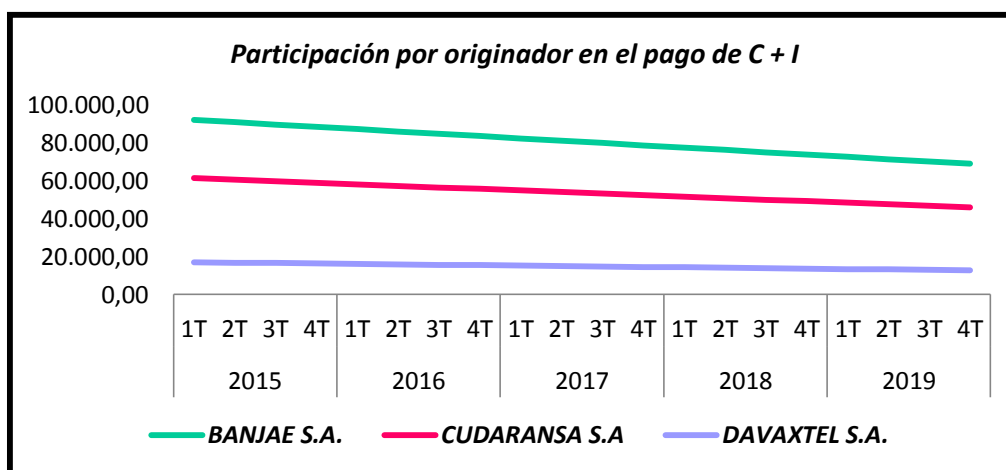
Tabla 62 Tabla de amortización DAVAXTEL S.A.
Elaborado por: Las autoras.

Participación por originador consolidada

PARTICIPACIÓN DE CADA ORIGINADOR EN LOS PAGOS DE CAPITAL E INTERÉS					
Año	Trimestre	BANJAE S.A.	CUDARANSA S.A.	DAVAXTEL S.A.	TOTAL
2015	1T	91.800,00	61.200,00	17.000,00	170.000,00
	2T	90.585,00	60.390,00	16.775,00	167.750,00

	3T	89.370,00	59.580,00	16.550,00	165.500,00
	4T	88.155,00	58.770,00	16.325,00	163.250,00
2016	1T	86.940,00	57.960,00	16.100,00	161.000,00
	2T	85.725,00	57.150,00	15.875,00	158.750,00
	3T	84.510,00	56.340,00	15.650,00	156.500,00
	4T	83.295,00	55.530,00	15.425,00	154.250,00
2017	1T	82.080,00	54.720,00	15.200,00	152.000,00
	2T	80.865,00	53.910,00	14.975,00	149.750,00
	3T	79.650,00	53.100,00	14.750,00	147.500,00
	4T	78.435,00	52.290,00	14.525,00	145.250,00
2018	1T	77.220,00	51.480,00	14.300,00	143.000,00
	2T	76.005,00	50.670,00	14.075,00	140.750,00
	3T	74.790,00	49.860,00	13.850,00	138.500,00
	4T	73.575,00	49.050,00	13.625,00	136.250,00
2019	1T	72.360,00	48.240,00	13.400,00	134.000,00
	2T	71.145,00	47.430,00	13.175,00	131.750,00
	3T	69.930,00	46.620,00	12.950,00	129.500,00
	4T	68.715,00	45.810,00	12.725,00	127.250,00
TOTAL		1.605.150,00	1.070.100,00	297.250,00	2.972.500,00
Participación porcentual		54,00%	36,00%	10,00%	100,00%

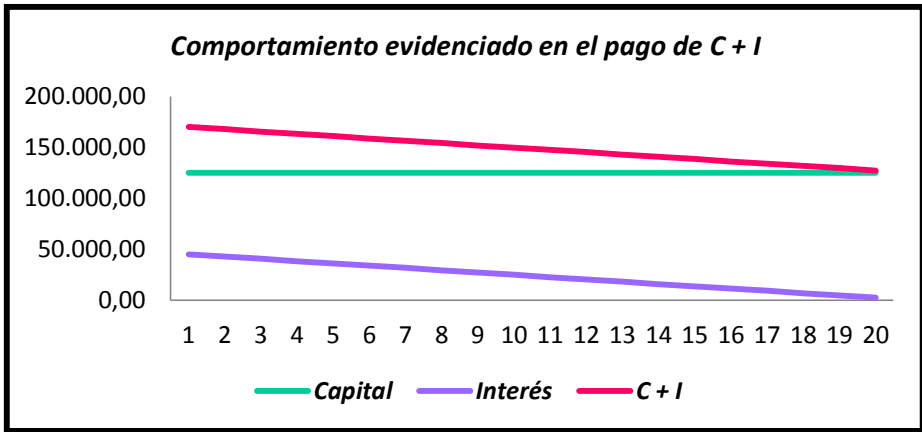
Tabla 63 Tabla de amortización consolidada-Originadores.
Elaborado por: Las autoras.



Gráfica 77 Participación por originador en el pago de C+I.
Elaborado por: Las autoras.

Tal como puede apreciarse en la gráfica No. 77, el originador que asumirá una mayor participación en el pago de capital e intereses será BANJAE S.A., lo que se justifica dada su intervención superior en la repartición del financiamiento; mientras que CUDARANSA S.A. y DAVAXTEL S.A., contribuirán en menor cantidad para la liquidación, debido a que obtendrán una porción inferior de capital (36% y 10% respectivamente).

Por otra parte, es necesario puntualizar que al ser empleada la metodología de capital fijo, el comportamiento reflejado en cada una de las tablas de amortización es el siguiente:



Gráfica 78 Comportamiento evidenciado en el pago de C+I.
Elaborado por: Las autoras.

Según puede observarse en la gráfica No. 78 el monto a pagar de intereses, en cada caso, disminuye conforme avanza el plazo de la emisión; en tanto que el capital se mantiene fijo en todo momento.

4.17 Provisión

La modalidad en la que el Fideicomiso se apropiará de los recursos necesarios para cubrir la provisión del pago de cada dividendo trimestral será mensual, es decir se reservará cada treinta días un tercio (1/3), tanto del capital como de los intereses, de los valores que se encuentren efectivamente colocados entre los inversionistas.

En el siguiente cuadro se especifica el monto de las provisiones mensuales necesarias para cada uno de los periodos (5 años). Éstas serán consideradas dentro de la Titularización Sindicada de Flujos Futuros BANJAE S.A. – CUDARANSA S.A. – DAVAXTEL S.A.

Mes	Provisión mensual	Mes	Provisión mensual	Mes	Provisión mensual
1	56.666,67	21	52.166,67	41	46.916,67
2	56.666,67	22	51.416,67	42	46.916,67
3	56.666,67	23	51.416,67	43	46.166,67
4	55.916,67	24	51.416,67	44	46.166,67
5	55.916,67	25	50.666,67	45	46.166,67
6	55.916,67	26	50.666,67	46	45.416,67
7	55.166,67	27	50.666,67	47	45.416,67
8	55.166,67	28	49.916,67	48	45.416,67

9	55.166,67	29	49.916,67	49	44.666,67
10	54.416,67	30	49.916,67	50	44.666,67
11	54.416,67	31	49.166,67	51	44.666,67
12	54.416,67	32	49.166,67	52	43.916,67
13	53.666,67	33	49.166,67	53	43.916,67
14	53.666,67	34	48.416,67	54	43.916,67
15	53.666,67	35	48.416,67	55	43.166,67
16	52.916,67	36	48.416,67	56	43.166,67
17	52.916,67	37	47.666,67	57	43.166,67
18	52.916,67	38	47.666,67	58	42.416,67
19	52.166,67	39	47.666,67	59	42.416,67
20	52.166,67	40	46.916,67	60	42.416,67
1.090.583,33		990.833,33		891.083,33	
SUMAN:				2.972.500,00	

Tabla 64 Provisión consolidada.
Elaborado por: Las autoras.

La distribución de esta provisión por cada originador se evidencia en las tablas a continuación.

CUDARANSA S.A.					
Mes	Provisión mensual	Mes	Provisión mensual	Mes	Provisión mensual
1	20.400,00	21	18.780,00	41	16.890,00
2	20.400,00	22	18.510,00	42	16.890,00
3	20.400,00	23	18.510,00	43	16.620,00
4	20.130,00	24	18.510,00	44	16.620,00
5	20.130,00	25	18.240,00	45	16.620,00
6	20.130,00	26	18.240,00	46	16.350,00
7	19.860,00	27	18.240,00	47	16.350,00
8	19.860,00	28	17.970,00	48	16.350,00
9	19.860,00	29	17.970,00	49	16.080,00
10	19.590,00	30	17.970,00	50	16.080,00
11	19.590,00	31	17.700,00	51	16.080,00
12	19.590,00	32	17.700,00	52	15.810,00
13	19.320,00	33	17.700,00	53	15.810,00
14	19.320,00	34	17.430,00	54	15.810,00
15	19.320,00	35	17.430,00	55	15.540,00
16	19.050,00	36	17.430,00	56	15.540,00
17	19.050,00	37	17.160,00	57	15.540,00
18	19.050,00	38	17.160,00	58	15.270,00
19	18.780,00	39	17.160,00	59	15.270,00
20	18.780,00	40	16.890,00	60	15.270,00
392.610,00		356.700,00		320.790,00	
SUMAN:				1.070.100,00	

Tabla 65 Provisión CUDARANSA S.A.
Elaborado por: Las autoras.

BANJAE S.A.					
Mes	Provisión mensual	Mes	Provisión mensual	Mes	Provisión mensual
1	30.600,00	21	28.170,00	41	25.335,00
2	30.600,00	22	27.765,00	42	25.335,00
3	30.600,00	23	27.765,00	43	24.930,00
4	30.195,00	24	27.765,00	44	24.930,00
5	30.195,00	25	27.360,00	45	24.930,00
6	30.195,00	26	27.360,00	46	24.525,00
7	29.790,00	27	27.360,00	47	24.525,00
8	29.790,00	28	26.955,00	48	24.525,00
9	29.790,00	29	26.955,00	49	24.120,00
10	29.385,00	30	26.955,00	50	24.120,00
11	29.385,00	31	26.550,00	51	24.120,00
12	29.385,00	32	26.550,00	52	23.715,00
13	28.980,00	33	26.550,00	53	23.715,00
14	28.980,00	34	26.145,00	54	23.715,00
15	28.980,00	35	26.145,00	55	23.310,00
16	28.575,00	36	26.145,00	56	23.310,00
17	28.575,00	37	25.740,00	57	23.310,00
18	28.575,00	38	25.740,00	58	22.905,00
19	28.170,00	39	25.740,00	59	22.905,00
20	28.170,00	40	25.335,00	60	22.905,00
588.915,00		535.050,00		481.185,00	
SUMAN:				1.605.150,00	

Tabla 66 Provisión BANJAE S.A.
Elaborado por: Las autoras.

DAVAXTEL S.A.					
Mes	Provisión mensual	Mes	Provisión mensual	Mes	Provisión mensual
1	5.666,67	21	5.216,67	41	4.691,67
2	5.666,67	22	5.141,67	42	4.691,67
3	5.666,67	23	5.141,67	43	4.616,67
4	5.591,67	24	5.141,67	44	4.616,67
5	5.591,67	25	5.066,67	45	4.616,67
6	5.591,67	26	5.066,67	46	4.541,67
7	5.516,67	27	5.066,67	47	4.541,67
8	5.516,67	28	4.991,67	48	4.541,67
9	5.516,67	29	4.991,67	49	4.466,67
10	5.441,67	30	4.991,67	50	4.466,67
11	5.441,67	31	4.916,67	51	4.466,67
12	5.441,67	32	4.916,67	52	4.391,67

13	5.366,67	33	4.916,67	53	4.391,67
14	5.366,67	34	4.841,67	54	4.391,67
15	5.366,67	35	4.841,67	55	4.316,67
16	5.291,67	36	4.841,67	56	4.316,67
17	5.291,67	37	4.766,67	57	4.316,67
18	5.291,67	38	4.766,67	58	4.241,67
19	5.216,67	39	4.766,67	59	4.241,67
20	5.216,67	40	4.691,67	60	4.241,67
109.058,33		99.083,33		89.108,33	
SUMAN:				297.250,00	

Tabla 67 Provisión DAVAXTEL S.A.
Elaborado por: Las autoras.

4.18 Determinación del índice de desviación

El índice de desviación cuantifica las posibles fluctuaciones que podrían existir en los flujos proyectados, de ahí que constituye un elemento importante del proceso de estructuración financiera. Su estimación puede efectuarse a través de diversos métodos, sin embargo en todos ellos se requiere del desarrollo de varias simulaciones (al menos tres escenarios), con el fin de alcanzar un resultado más completo.

En la próxima sección se ejemplifica la metodología seleccionada para esta titularización.

4.18.1 Análisis de los flujos y escenarios de sensibilidad

A continuación se presenta una matriz de escenarios: optimistas, moderados y pesimistas, desarrollados a partir de la simulación de dos variables altamente sensibles para los originadores. Las variables de sensibilidad consideradas fueron:

Variable 1	Variable 2
Crecimiento en Ventas	Costo de Ventas Variable / Ventas Totales

Tabla 68 Variables de sensibilidad.
Elaborado por: Las autoras.

En la tabla No. 69, se describen las premisas que se asumieron para la construcción de cada escenario, clasificadas por criterio, originador y situación.

Escenario/Variable	Δ en ventas por periodo	Costo de ventas variable/Ventas BANJAE	Costo de ventas variable/Ventas CUDARANSA	Costo de ventas variable/Ventas DAVAXTEL
Pesimista	-1,50%	54,09%	61,99%	56,00%
Moderado	Nivel Probable	51,94%	59,84%	53,85%
Optimista	2,55%	49,79%	57,69%	51,70%

Tabla 69 Premisas para la construcción de escenarios.
Elaborado por: Las autoras.

Luego, a partir de una combinación de los escenarios, empleando tanto las variaciones del crecimiento en ventas como la participación del costo variable con respecto a los ingresos totales, se construyó una matriz de escenarios, cuyos resultados se emplearán más adelante para la determinación del índice de desviación.

4.18.2 Matriz de Escenarios de Valoración

Empresa	BANJAE	CUDARANSA	DAVAXTEL	Crecimiento promedio anual en ventas		
				-1,50%	Nivel Probable	2,55%
Costo de ventas variable/Ventas	54,09%	61,99%	56,00%	1A	1B	1C
	51,94%	59,84%	53,85%	2A	2B	2C
	49,79%	57,69%	51,70%	3A	3B	3C

Tabla 70 Matriz de escenarios de valoración.

Elaborado por: La autoras.

4.18.3 Metodología utilizada para el cálculo del índice de desviación

Para cada una de las combinaciones propuestas en la tabla No. 70, se calcularon y se descontaron los flujos de EBITDA (Utilidad antes de depreciación, intereses e impuestos); resultando nueve posibles escenarios por originador (Ver Anexo No. 17). Posteriormente, una vez calculados los flujos respectivos se procedió a comparar cada uno de ellos con respecto al escenario base, identificado también como Moderado previamente cuando se citaron las variables de sensibilidad. De esta manera, se obtuvieron las variaciones correspondientes, en función de las cuales se procedió a calcular la desviación estándar de cada diferencia. Adicionalmente, se aplicó la misma probabilidad de ocurrencia para cada una de las desviaciones, con el fin de obtener finalmente el índice requerido.

EBITDA descontada para cada escenario

Escenario/Años	Sumatoria flujos descontados	1	2	3	4	5
1ª	4.180.586,05	1.140.715,49	984.177,84	822.049,96	678.259,72	555.383,04
1B	4.540.040,17	1.172.346,58	1.042.090,28	899.605,00	769.756,29	656.242,01
1C	5.182.340,54	1.226.119,44	1.142.485,90	1.036.780,12	934.908,98	842.046,10
2ª	4.655.850,76	1.261.544,63	1.091.549,76	915.971,94	760.112,20	626.672,22
2B	5.035.066,68	1.294.910,95	1.152.645,24	997.791,99	856.640,85	733.077,64
2C	5.712.677,96	1.351.633,70	1.258.558,68	1.142.510,47	1.030.876,09	929.099,01
3ª	5.131.115,46	1.382.373,77	1.198.921,68	1.009.893,91	841.964,68	697.961,41
3B	5.530.093,19	1.417.475,32	1.263.200,19	1.095.978,98	943.525,42	809.913,27
3C	6.243.015,37	1.477.147,96	1.374.631,46	1.248.240,82	1.126.843,21	1.016.151,92

Tabla 71 EBITDA descontada por cada escenario.

Elaborado por: Las autoras.

Diferencias EBITDA descontado con respecto al escenario base

Escenario/ Años	1	2	3	4	5	Desviación Estándar	Probabilidad de ocurrencia	Desviación Estándar * Probabilidad
1A	-154.195,46	-168.467,40	-175.742,03	-178.381,13	-177.694,60	10.130,87	12,50%	1.266,36
1B	-122.564,37	-110.554,95	-98.186,99	-86.884,57	-76.835,63	18.217,44	12,50%	2.277,18
1C	-68.791,51	-10.159,34	38.988,13	78.268,13	108.968,46	70.741,90	12,50%	8.842,74
2A	-33.366,32	-61.095,48	-81.820,06	-96.528,65	-106.405,42	29.237,99	12,50%	3.654,75
2C	56.722,75	105.913,45	144.718,48	174.235,24	196.021,37	55.519,03	12,50%	6.939,88
3A	87.462,82	46.276,44	12.101,92	-14.676,17	-35.116,23	48.839,47	12,50%	6.104,93
3B	122.564,37	110.554,95	98.186,99	86.884,57	76.835,63	18.217,44	12,50%	2.277,18
3C	182.237,01	221.986,23	250.448,83	270.202,35	283.074,28	40.389,28	12,50%	5.048,66
TOTAL (en USD)								36.411,68
Índice de desviación (% del total de la emisión)								1,46%
1,5 veces índice								2,18%
Monto mínimo garantías (en USD)								54.617,52

Total de la
emisión = **2.500.000,00**

El índice de desviación es igual al **1,46%**

Tabla 72 Cálculo del índice de desviación.
Elaborado por: Las autoras.

Como se señaló inicialmente, el Índice de Desviación Promedio Ponderado mide la volatilidad que pueden experimentar los flujos en el futuro. En el caso de esta titularización particular, este indicador asciende a 1,46% y será utilizado en lo posterior para la determinación de las coberturas y garantías inherentes a este proceso. A continuación se describen de forma más detallada los métodos y operaciones matemáticas que se emplearon para la estimación de este mecanismo.

Cálculos matemáticos empleados para obtener el índice de desviación:

a) Cálculo de los flujos para cada uno de los escenarios en función de:

Flujos EBITDA (1) = Utilidad Neta + Depreciaciones + Amortizaciones + Gastos financieros + Impuestos

Flujos EBITDA (2) = Ingresos por ventas – Costos de Ventas: Variables y Fijos – Gastos Operacionales: Variables y Fijos

- b) Descuento y sumatoria de los flujos para cada escenario de manera anual en función de:

$$\begin{aligned} \sum \text{flujos descontados} &= [EBITDA(t1)/(1+k)^n] + [EBITDA(t2)/(1+k)^{(n+1)}] \\ &+ [EBITDA(t3)/(1+k)^{(n+2)}] + [EBITDA(t4)/(1+k)^{(n+3)}] \\ &+ [EBITDA(t5)/(1+k)^{(n+4)}] \end{aligned}$$

En donde:

EBITDA = Siglas en inglés de Utilidad antes de depreciación, amortización, intereses e impuestos.

Σ = Sumatoria

t = tiempo

k = tasa de descuento

- c) Diferencia anual de los flujos descontados para cada escenario con respecto al escenario base

Escenario 1A – Escenario 2B

Escenario 1B – Escenario 2B

Escenario 1C – Escenario 2B

Escenario 2A – Escenario 2B

Escenario 2C – Escenario 2B

Escenario 3A – Escenario 2B

Escenario 3B – Escenario 2B

Escenario 3C – Escenario 2B

- d) Cálculo de la desviación estándar de las variaciones de los flujos descontados.

$$\sqrt{\sum \frac{(x - \bar{x})^2}{(n - 1)}}$$

- e) Aplicación de la misma probabilidad de ocurrencia a la desviación estándar de cada escenario

$$Q = \Sigma (\text{DESVESTA 1A} * 12,5\% + \text{DESVESTA 1B} * 12,5\% + \text{DESVESTA 1C} * 12,5\% + \text{DESVESTA 2A} * 12,5\% + \text{DESVESTA 2C} * 12,5\% + \text{DESVESTA 3A} * 12,5\% + \text{DESVESTA 3B} * 12,5\% + \text{DESVESTA 3C} * 12,5\%)$$

- f) Determinación del índice de desviación en función del monto titularizado

$I = Q / \text{monto de la titularización} = 1,46\%$

4.19 Análisis de los flujos que ingresarán al Fideicomiso por Escenario

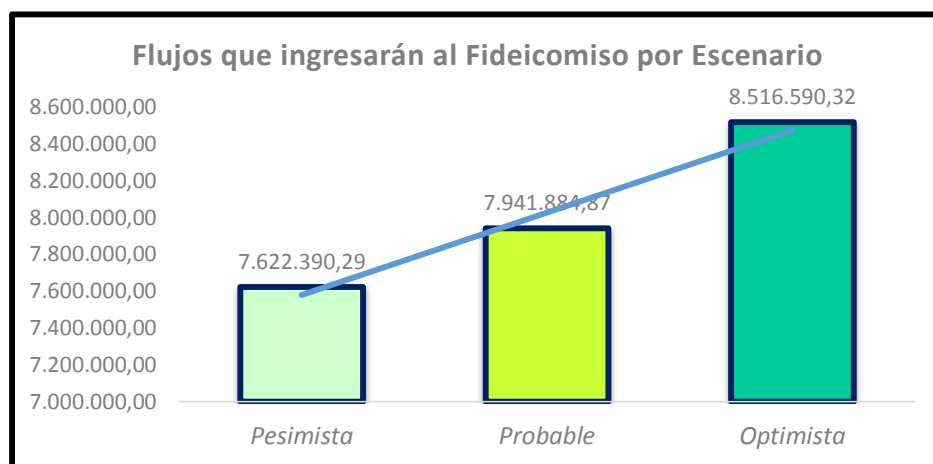


Tabla 73 Flujos que ingresarán al fideicomiso por escenario.
Elaborado por: Las autoras.

Como se evidencia en la Gráfica No. 73, la mayor diferencia entre los posibles ingresos al Fideicomiso, se presenta entre los escenarios: Probable y Optimista; debido a que en las premisas definidas para la construcción de éstos, se estableció que el crecimiento en los ingresos de cada empresa (+2,55%) sería superior a la reducción evidenciada en el contexto pesimista (-1,50%). Esta decisión fue tomada, dado que los ingresos proyectados en el escenario moderado, ya eran bastante conservadores, y en ocasiones hasta pesimistas; por lo que no se estimó necesario reducirlos aún más. Adicionalmente, el escenario pesimista contempla la contracción en los ingresos, no de uno sino de la totalidad de originadores, de ahí que consideramos que la combinación de todos estos factores era suficiente para retratar un panorama negativo, sin que resultara necesario agravarlo aún más.

Por su parte, la variación en el indicador utilizado para simular el costo de ventas variable, es la misma independientemente del tipo de escenario, de ahí que el porcentaje empleado (+/- 2.15%) se mantiene en la misma proporción para ambos casos.

4.20 Mecanismos de garantía

Con el fin de proporcionar solidez y seguridad a la titularización sindicada BANJAE S.A. – CUDARANSA S.A. – DAVAXTEL S.A., se han definido cuatro colaterales. El primer mecanismo se denomina Exceso de Flujo de Fondos, el cual comprende además la existencia de un Depósito de Garantía; mientras que los restantes incluyen la constitución de una fianza solidaria, así como la contratación de una póliza de seguro agrícola.

4.20.1 Exceso de flujo de fondos

El exceso de flujo de fondos es un mecanismo de garantía que requiere que los flujos generados por la recaudación del derecho de cobro, sean superiores a los derechos reconocidos en favor de los inversionistas; igualando o superando la cobertura de uno punto cinco veces (1,5) el índice de desviación (El Ordeño, 2013).

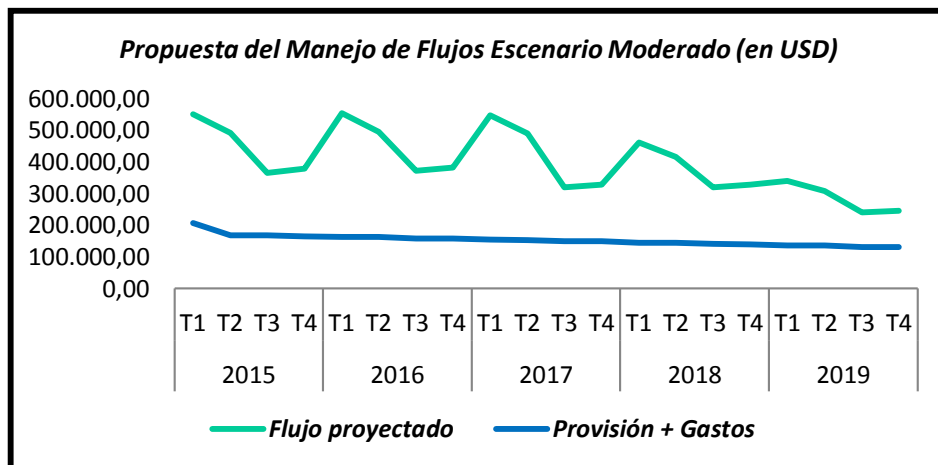
De acuerdo con los cálculos efectuados en nuestra estructuración financiera, el exceso de flujo de fondos que se proyecta ingresará al fideicomiso como consecuencia de la recaudación del derecho de cobro, en los porcentajes establecidos, será el siguiente:

En el escenario moderado, el total de los flujos que se proyecta ingresarán al fideicomiso asciende a la suma de siete millones novecientos cuarenta y un mil ochocientos ochenta y cuatro con 87/100 (USD 7.941.884,87), que comparado con el monto total de lo que el fideicomiso deberá pagar a inversionistas por concepto de capital más intereses de los valores, que es de dos millones novecientos setenta y dos mil quinientos con 00/100 (USD 2.972.500,00) y sumado los gastos del fideicomiso que ascienden a ochenta y nueve mil novecientos doce con 50/100 (USD 89.912,50), nos da un exceso de flujo de fondos de cuatro millones ochocientos setenta y nueve mil cuatrocientos setenta y dos con 37/100 (USD 4.879.472,37).

ESCENARIO MODERADO						
Año	Trimestre	Flujo proyectado	Provisión trimestral	Gastos totales fideicomiso	Exceso de flujo	Índice de cobertura
2015	T1	550.794,70	170.000,00	37.550,00	343.244,70	2,65
	T2	492.725,70	167.750,00	1.262,50	323.713,20	2,92
	T3	365.820,74	165.500,00	2.162,50	198.158,24	2,18
	T4	378.388,46	163.250,00	1.262,50	213.875,96	2,30
2016	T1	554.660,65	161.000,00	2.162,50	391.498,15	3,40
	T2	495.751,31	158.750,00	3.762,50	333.238,81	3,05
	T3	372.904,44	156.500,00	2.162,50	214.241,94	2,35
	T4	382.750,46	154.250,00	3.762,50	224.737,96	2,42
2017	T1	547.912,48	152.000,00	2.075,00	393.837,48	3,56
	T2	491.193,21	149.750,00	3.762,50	337.680,71	3,20
	T3	320.831,96	147.500,00	2.162,50	171.169,46	2,14
	T4	328.364,45	145.250,00	3.762,50	179.351,95	2,20
2018	T1	461.862,78	143.000,00	1.987,50	316.875,28	3,19
	T2	415.678,08	140.750,00	3.762,50	271.165,58	2,88
	T3	320.781,69	138.500,00	2.162,50	180.119,19	2,28
	T4	327.793,31	136.250,00	3.762,50	187.780,81	2,34
2019	T1	340.433,48	134.000,00	1.900,00	204.533,48	2,51

	T2	307.646,33	131.750,00	3.762,50	172.133,83	2,27
	T3	240.317,50	129.500,00	2.162,50	108.655,00	1,83
	T4	245.273,14	127.250,00	4.562,50	113.460,64	1,86
TOTAL/PROMEDIO		7.941.884,87	2.972.500,00	89.912,50	4.879.472,37	2,59

Tabla 74 Exceso de flujos: Escenario Moderado.
Elaborado por: Las autoras.



Gráfica 79 Propuesta manejo de flujos: Escenario moderado.
Elaborado por: Las autoras.

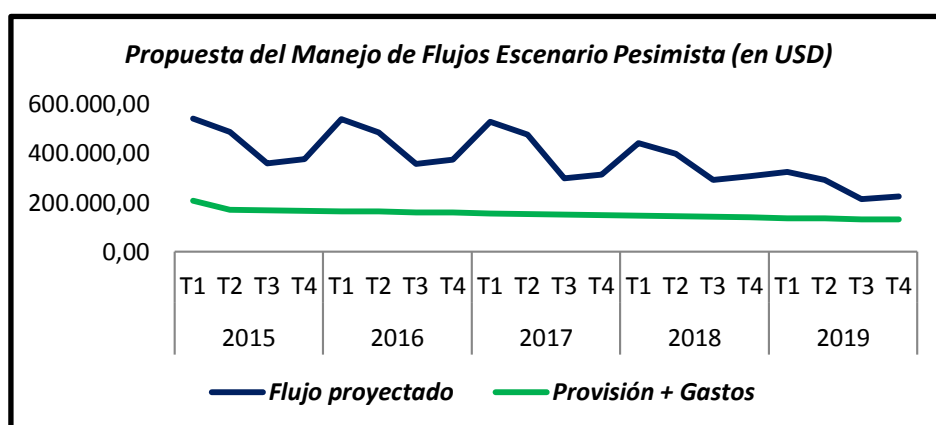
Adicionalmente, en el supuesto de que la relación de cobertura bajase de 1,7 veces en cualquiera de los trimestres; los porcentajes definidos en la tabla No. 74, podrían incrementarse hasta un máximo del 8%.

La existencia de los “flujos excedentarios” coadyuva a que el Fideicomiso disponga, en todo momento, de los recursos suficientes para el pago de los valores aún en el caso eventual de que las ventas de los productos que generan el derecho de cobro disminuyan considerablemente.

A su vez, en el escenario pesimista, el total de los flujos que se proyecta ingresarán al fideicomiso asciende a la suma de siete millones seiscientos veinte y dos mil trescientos noventa con 29/100 (USD 7.622.390,29), que comparado con el monto total de lo que el fideicomiso deberá pagar a inversionistas por concepto de capital más intereses de los valores, que es de dos millones novecientos setenta y dos mil quinientos con 00/100 (USD 2.972.500,00) y sumado los gastos del fideicomiso que ascienden a ochenta y nueve mil novecientos doce con 50/100 (USD 89.912,50), nos da un exceso de flujo de fondos de cuatro millones quinientos cincuenta y nueve mil novecientos setenta y siete con 79/100 (USD 4.559.977,79).

ESCENARIO PESIMISTA						
Año	Trimestre	Flujo proyectado	Provisión trimestral	Gastos totales fideicomiso	Exceso de flujo	Índice de cobertura
2015	T1	541.543,44	170.000,00	37.550,00	333.993,44	2,61
	T2	487.709,53	167.750,00	1.262,50	318.697,03	2,89
	T3	357.678,39	165.500,00	2.162,50	190.015,89	2,13
	T4	375.488,11	163.250,00	1.262,50	210.975,61	2,28
2016	T1	538.977,14	161.000,00	2.162,50	375.814,64	3,30
	T2	485.398,35	158.750,00	3.762,50	322.885,85	2,99
	T3	355.983,41	156.500,00	2.162,50	197.320,91	2,24
	T4	373.708,72	154.250,00	3.762,50	215.696,22	2,37
2017	T1	528.037,64	152.000,00	2.075,00	373.962,64	3,43
	T2	475.546,32	149.750,00	3.762,50	322.033,82	3,10
	T3	298.935,51	147.500,00	2.162,50	149.273,01	2,00
	T4	313.820,26	145.250,00	3.762,50	164.807,76	2,11
2018	T1	441.774,59	143.000,00	1.987,50	296.787,09	3,05
	T2	397.858,54	140.750,00	3.762,50	253.346,04	2,75
	T3	291.783,11	138.500,00	2.162,50	151.120,61	2,07
	T4	306.311,73	136.250,00	3.762,50	166.299,23	2,19
2019	T1	323.200,36	134.000,00	1.900,00	187.300,36	2,38
	T2	291.071,57	131.750,00	3.762,50	155.559,07	2,15
	T3	213.467,25	129.500,00	2.162,50	81.804,75	1,62
	T4	224.096,32	127.250,00	4.562,50	92.283,82	1,70
TOTAL/PROMEDIO		7.622.390,29	2.972.500,00	89.912,50	4.559.977,79	2,49

Tabla 75 Exceso de flujos: Escenario Pesimista.
Elaborado por: Las autoras.



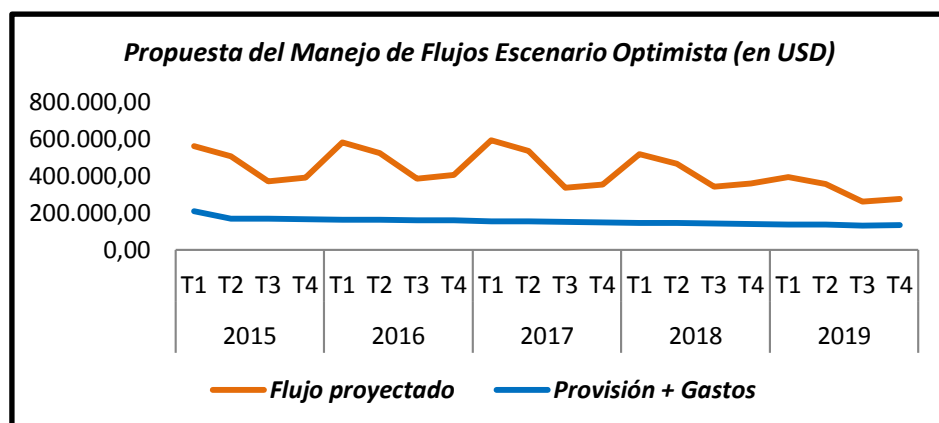
Gráfica 80 Propuesta manejo de flujos: Escenario pesimista.
Elaborado por: Las autoras.

Por último, en el escenario optimista, el total de los flujos que se proyecta ingresarán al fideicomiso asciende a la suma de ocho millones quinientos dieciséis mil quinientos noventa con 32/100 (USD 8.516.590,32), que comparado con el monto total de lo que el fideicomiso deberá pagar a inversionistas por concepto de capital más intereses de los valores, que es de dos millones novecientos setenta y dos mil quinientos con 00/100

(USD 2.972.500,00) y sumado los gastos del fideicomiso que ascienden a ochenta y nueve mil novecientos doce con 50/100 (USD 89.912,50), nos da un exceso de flujo de fondos de cinco millones cuatrocientos cincuenta y cuatro mil ciento setenta y siete con 82/100 (USD 5.454.177,82).

ESCENARIO OPTIMISTA						
Año	Trimestre	Flujo proyectado	Provisión trimestral	Gastos totales fideicomiso	Exceso de flujo	Índice de cobertura
2015	T1	562.541,65	170.000,00	37.550,00	354.991,65	2,71
	T2	506.620,35	167.750,00	1.262,50	337.607,85	3,00
	T3	371.547,28	165.500,00	2.162,50	203.884,78	2,22
	T4	390.047,56	163.250,00	1.262,50	225.535,06	2,37
2016	T1	582.653,05	161.000,00	2.162,50	419.490,55	3,57
	T2	524.732,51	158.750,00	3.762,50	362.220,01	3,23
	T3	384.830,46	156.500,00	2.162,50	226.167,96	2,43
	T4	403.992,14	154.250,00	3.762,50	245.979,64	2,56
2017	T1	594.425,36	152.000,00	2.075,00	440.350,36	3,86
	T2	535.334,55	149.750,00	3.762,50	381.822,05	3,49
	T3	336.519,28	147.500,00	2.162,50	186.856,78	2,25
	T4	353.275,42	145.250,00	3.762,50	204.262,92	2,37
2018	T1	517.954,14	143.000,00	1.987,50	372.966,64	3,57
	T2	466.465,21	140.750,00	3.762,50	321.952,71	3,23
	T3	342.098,14	138.500,00	2.162,50	201.435,64	2,43
	T4	359.132,08	136.250,00	3.762,50	219.119,58	2,57
2019	T1	394.667,59	134.000,00	1.900,00	258.767,59	2,90
	T2	355.434,36	131.750,00	3.762,50	219.921,86	2,62
	T3	260.669,89	129.500,00	2.162,50	129.007,39	1,98
	T4	273.649,30	127.250,00	4.562,50	141.836,80	2,08
TOTAL/PROMEDIO		8.516.590,32	2.972.500,00	89.912,50	5.454.177,82	2,78

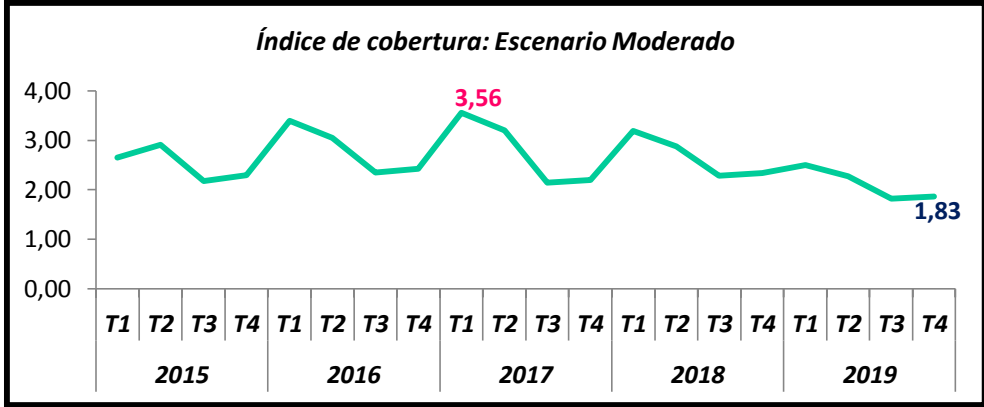
Tabla 76 Exceso de flujos: Escenario Optimista.
Elaborado por: Las autoras.



Gráfica 81 Propuesta manejo de flujos: Escenario optimista.
Elaborado por: Las autoras.

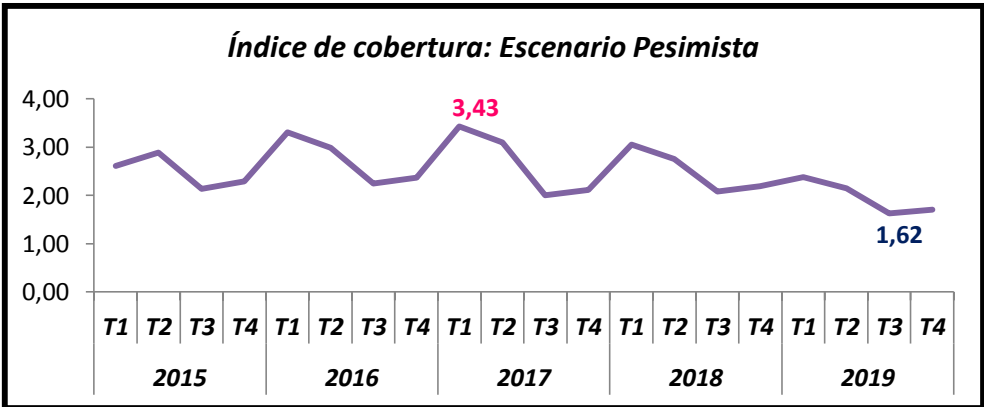
Por otra parte, es preciso resaltar que en el Escenario Moderado el flujo que se genera por la recaudación del derecho de cobro cubre en 2,59 veces la sumatoria de la provisión trimestral (capital más intereses), así como también el total de los gastos estimados del fideicomiso. El valor máximo de cobertura asciende a 3,56 veces, en tanto que el mínimo es de 1,83 veces.

A continuación se presenta una gráfica que incluye el índice de cobertura del Exceso de Flujo de Fondos en el escenario moderado, por cada trimestre.



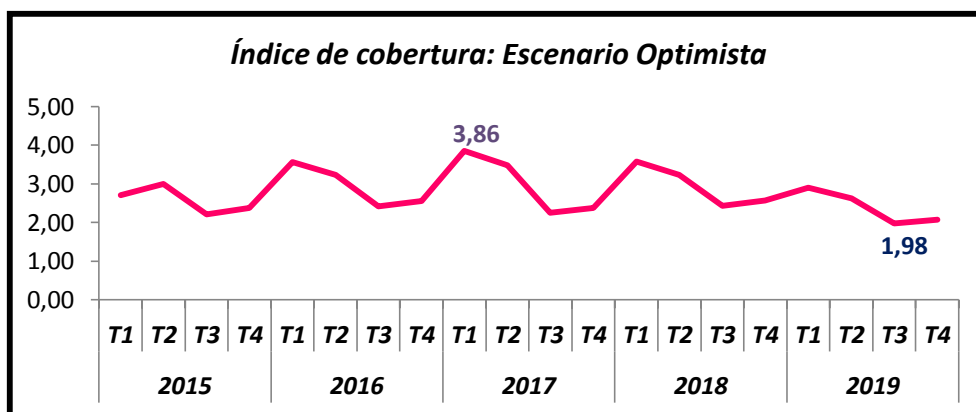
Gráfica 82 Índice de cobertura: Escenario moderado.
Elaborado por: Las autoras.

Por su parte, en el contexto pesimista, el flujo generado por la recaudación del derecho de cobro cubre en 2,49 veces la sumatoria de la provisión trimestral (capital más intereses) y el total de los gastos estimados del fideicomiso. El valor máximo de cobertura alcanzado es de 3,43 veces, mientras que el mínimo asciende a 1,62 veces.



Gráfica 83 Índice de cobertura: Escenario pesimista.
Elaborado por: Las autoras.

Finalmente, en el escenario optimista, el flujo generado por la recaudación del derecho de cobro cubre en 2,78 veces la sumatoria de la provisión trimestral (capital más intereses), así como también el total de los gastos estimados del fideicomiso. El valor máximo de cobertura asciende a 3,86 veces, en tanto que el mínimo es de 1,98 veces.



Gráfica 84 Índice de cobertura: Escenario optimista.
Elaborado por: Las autoras.

Según puede apreciarse en las gráficas No. 82, 83 y 84, el índice de cobertura para todos los escenarios se reduce en los trimestres de los últimos años. No obstante, es importante señalar que este comportamiento descendente, no es producto de una disminución en los ingresos globales de las organizaciones sindicadas; sino más bien es resultado de nuestra decisión de titularizar un menor porcentaje de ventas en los últimos periodos (24% y 18%).

Por otra lado, como parte de este colateral y dentro de los 30 días siguientes a la fecha de constitución del patrimonio autónomo se conformará un depósito de garantía, cuyo objetivo será mantener en el fideicomiso una reserva de dinero en efectivo o en documentos de alta liquidez, que podrá ser utilizada para el pago de los pasivos con inversionistas, en caso de que los flujos producto de la recaudación del derecho de cobro sean insuficientes.

Es necesario puntualizar que el Exceso de Flujo de Fondos se empleará durante la vigencia de los valores como medio de reposición del depósito de garantía, si éste en algún momento experimenta reducciones en su valor o no cubre en al menos 1,5 veces el índice de desviación. Sin embargo, previo a esta restitución, se deberá respetar el orden de prelación mencionado anteriormente.

En caso de que el fondo de garantía se encuentre conformado por un aval bancario, éste deberá ser incondicional, de cobro inmediato y emitido por una institución financiera que cuente con una calificación de riesgo no inferior a AA+. Empero, el originador en cualquier momento podrá reemplazarla por dinero en efectivo obtenido del exceso de flujo de fondos.

A continuación se calculan los montos trimestrales que se deberán mantener como consecuencia de este mecanismo, en el supuesto de establecer reservas monetarias. Para ello, se aplicarán los datos expuestos en nuestro caso práctico.

DEPÓSITO DE GARANTÍA		
Índice de desviación (% del total de la emisión)		1,46%
2,4	veces índice de desviación	3,50%
Depósito de garantía promedio		13.880,51

Tabla 77 Parámetros para el cálculo del depósito de garantía.
Elaborado por: Las autoras.

Año	Trimestre	Mes	Provisión mensual	Provisión trimestral	Flujo proyectado trimestral	Depósito de garantía	Cobertura depósito/provisión
2015	T1	1	56.666,67	170.000,00	550.794,70	19.253,15	11,33%
		2	56.666,67				
		3	56.666,67				
	T2	4	55.916,67	167.750,00	492.725,70	17.223,33	10,27%
		5	55.916,67				
		6	55.916,67				
	T3	7	55.166,67	165.500,00	365.820,74	12.787,34	7,73%
		8	55.166,67				
		9	55.166,67				
	T4	10	54.416,67	163.250,00	378.388,46	13.226,65	8,10%
		11	54.416,67				
		12	54.416,67				
2016	T1	13	53.666,67	161.000,00	554.660,65	19.388,28	12,04%
		14	53.666,67				
		15	53.666,67				
	T2	16	52.916,67	158.750,00	495.751,31	17.329,09	10,92%
		17	52.916,67				
		18	52.916,67				
	T3	19	52.166,67	156.500,00	372.904,44	13.034,95	8,33%
		20	52.166,67				
		21	52.166,67				
	T4	22	51.416,67	154.250,00	382.750,46	13.379,12	8,67%
		23	51.416,67				
		24	51.416,67				
2017	T1	25	50.666,67	152.000,00	547.912,48	19.152,40	12,60%
		26	50.666,67				
		27	50.666,67				
	T2	28	49.916,67	149.750,00	491.193,21	17.169,76	11,47%
		29	49.916,67				
		30	49.916,67				

	T3	31	49.166,67	147.500,00	320.831,96	11.214,75	7,60%
		32	49.166,67				
		33	49.166,67				
	T4	34	48.416,67	145.250,00	328.364,45	11.478,05	7,90%
		35	48.416,67				
		36	48.416,67				
2018	T1	37	47.666,67	143.000,00	461.862,78	16.144,51	11,29%
		38	47.666,67				
		39	47.666,67				
	T2	40	46.916,67	140.750,00	415.678,08	14.530,12	10,32%
		41	46.916,67				
		42	46.916,67				
	T3	43	46.166,67	138.500,00	320.781,69	11.212,99	8,10%
		44	46.166,67				
		45	46.166,67				
	T4	46	45.416,67	136.250,00	327.793,31	11.458,08	8,41%
		47	45.416,67				
		48	45.416,67				
2019	T1	49	44.666,67	134.000,00	340.433,48	11.899,92	8,88%
		50	44.666,67				
		51	44.666,67				
	T2	52	43.916,67	131.750,00	307.646,33	10.753,84	8,16%
		53	43.916,67				
		54	43.916,67				
	T3	55	43.166,67	129.500,00	240.317,50	8.400,35	6,49%
		56	43.166,67				
		57	43.166,67				
	T4	58	42.416,67	127.250,00	245.273,14	8.573,57	6,74%
		59	42.416,67				
		60	42.416,67				
TOTAL			2.972.500,00	2.972.500,00	7.941.884,87	277.610,27	9,34%

Tabla 78 Depósito de garantía y cobertura de la provisión.
Elaborado por: Las autoras.

Tal como se evidencia en la tabla No. 78, el valor inicial del depósito de garantía será de USD 19.253,15; mientras que el monto máximo trimestral al que podrá llegar, según los cálculos del índice de desviación por los flujos proyectados ascenderá a USD 19.388,28. La mayor cobertura de esta reserva frente a la provisión trimestral será del 12,60%.

Cabe indicar, que todas las cantidades expuestas cubren en al menos 1,5 veces el índice de desviación (2,4 veces).

Por otra parte, en el evento de constituir el depósito a través de una garantía bancaria, ésta deberá ser emitida en una institución financiera confiable por un monto global de USD 277.610,27 (Ver tabla No. 79).

Coeficiente	Índice de desviación	% Garantía	Flujo fideicomiso proyectado	Valor de la Garantía
2,4	1,46%	3,50%	7.941.884,87	277.610,27

Tabla 79 Depósito de garantía como aval bancario.
Elaborado por: Las autoras.

El mecanismo, en cualquiera de sus formas, se mantendrá vigente hasta que se terminen de cancelar los valores de la única serie emitida.

A su vez, este fondo podrá ser utilizado cuando faltando cuatro días hábiles para el vencimiento del próximo dividendo de los valores, no se haya podido completar la provisión para su pago oportuno.

El depósito de garantía se restituirá totalmente a los originadores si no es empleado por el fideicomiso para cancelar los pasivos con inversionistas; caso contrario se lo restablecerá de forma parcial.

Finalmente, es importante puntualizar que el aporte trimestral de cada originador para la conformación del fondo de garantía respetará los porcentajes de participación previamente establecidos (Ver tabla No. 80).

% de participación			54%	36%	10%
Año	Trimestre	Depósito de garantía total	BANJAE S.A.	CUDARANSA S.A.	DAVAXTEL S.A.
2015	T1	19.253,15	10.396,70	6.931,13	1.925,31
	T2	17.223,33	9.300,60	6.200,40	1.722,33
	T3	12.787,34	6.905,16	4.603,44	1.278,73
	T4	13.226,65	7.142,39	4.761,59	1.322,66
2016	T1	19.388,28	10.469,67	6.979,78	1.938,83
	T2	17.329,09	9.357,71	6.238,47	1.732,91
	T3	13.034,95	7.038,87	4.692,58	1.303,50
	T4	13.379,12	7.224,73	4.816,48	1.337,91
2017	T1	19.152,40	10.342,29	6.894,86	1.915,24
	T2	17.169,76	9.271,67	6.181,11	1.716,98
	T3	11.214,75	6.055,96	4.037,31	1.121,47
	T4	11.478,05	6.198,15	4.132,10	1.147,80
2018	T1	16.144,51	8.718,04	5.812,02	1.614,45
	T2	14.530,12	7.846,26	5.230,84	1.453,01

2019	T3	11.212,99	6.055,02	4.036,68	1.121,30
	T4	11.458,08	6.187,37	4.124,91	1.145,81
	T1	11.899,92	6.425,96	4.283,97	1.189,99
	T2	10.753,84	5.807,08	3.871,38	1.075,38
	T3	8.400,35	4.536,19	3.024,13	840,03
	T4	8.573,57	4.629,73	3.086,49	857,36
	TOTAL	277.610,27	149.909,54	99.939,70	27.761,03

Tabla 80 Depósito de garantía por empresa.
Elaborado por: Las autoras.

4.20.2 Fianza solidaria

En virtud de esta fianza, cada originador se obliga solidariamente con el fideicomiso para la cancelación total de los pasivos contraídos con los inversionistas, producto de la titularización.

En caso de que faltando cuatro días hábiles para el vencimiento de cualquiera de los dividendos de los títulos en circulación, y el fideicomiso, aun habiendo ejecutado el depósito de garantía no hubiera podido completar la provisión necesaria para el pago de tales obligaciones; los originadores deberán proveer al patrimonio autónomo de los recursos necesarios para completar el monto a pagar.

No obstante, previo a esta medida, es necesario que la entidad fiduciaria informe con al menos ocho días de anticipación, a la fecha de vencimiento de cualquiera de los dividendos, de la insuficiencia de recursos para efectivizar la liquidación y por ende, de la imposibilidad de completar la provisión.

Esta garantía se mantendrá vigente hasta la cancelación global de la deuda.

4.20.3 AgroSeguro

A través de la contratación de esta póliza de seguro, los originadores fortalecen aún más la emisión, ya que protegen a sus plantaciones de cualquier afectación causada por fenómenos climáticos, plagas u otras enfermedades incontrolables, que indudablemente inciden en la confiabilidad del proceso.

Hoy en día, este mecanismo de garantía es ofrecido por el Ministerio de Agricultura, Ganadería, Acuacultura y Pesca, por intermedio de la Unidad de Seguro Agrícola (UNISA). Su objetivo consiste en minimizar las graves pérdidas económicas que sufren sobre todo los pequeños y medianos productores cuando acaece algún siniestro sobre sus cultivos.

Actualmente los sembradíos favorecidos por esta póliza incluyen: arroz, banano, caña de azúcar, fréjol, maíz duro o suave, papa, soya, tomate de árbol y trigo (MAGAP, 2016).

Es preciso puntualizar, que la constitución de este colateral como parte de nuestra emisión, genera un alto valor agregado para los inversionistas interesados, dado que preserva en cierta medida, la actividad generadora de los flujos futuros, que en este caso constituyen el activo titularizado.

Por último, si bien es cierto que su contratación no garantiza la recuperación del 100% de los costos asignados, si permite que se puedan rescatar las erogaciones directas efectuadas por los productores; las cuales indudablemente tienen el peso más significativo en la inversión total (MAGAP, 2016).

4.20.4 Cobertura de los mecanismos de garantía

La cobertura de los mecanismos de garantía para la Titularización Sindicada de Flujos Futuros BANJAE S.A. - CUDARANSA S.A. - DAVAXTEL S.A., en los escenarios propuestos, considera el periodo total de vigencia de la emisión, así como también el flujo que se recaudará como consecuencia del derecho de cobro en estos años. El detalle se presenta en el siguiente cuadro:

Cobertura por escenario		Cobertura Escenario Moderado	Cobertura Escenario Pesimista
	Monto de recaudación del flujo a titularizar	7.941.884,87	7.622.390,29
(-)	Total de costos y gastos del fideicomiso	89.912,50	89.912,50
(-)	Pago de capital e intereses por la titularización	2.972.500,00	2.972.500,00
(=)	Total Exceso de flujos	4.879.472,37	4.559.977,79
	Índice de desviación	1,46%	1,51%
	Desviación del Exceso de Flujo	71.067,91	69.044,67
	Cobertura Desviación del Flujo	68,66	66,04
	Depósito de Garantía	13.880,51	13.880,51
	Depósito de Garantía + Exceso de Flujos	4.893.352,88	4.573.858,30
	Cobertura Desviación del Flujo Global	68,85	66,24

Tabla 81 Cobertura de los avales: Escenario Moderado y Pesimista.
Elaborado por: Las autoras.

Según puede observarse en la tabla No. 81, el Exceso de Flujo de Fondos originado como consecuencia del proceso de titularización, cubre el índice de desviación obtenido en los escenarios más relevantes y conservadores. Tal es el caso del contexto moderado en el que la cobertura asciende a 68,66 veces y del pesimista donde el respaldo equivale a 66,04 veces.

De ahí, que es posible afirmar que la Titularización Sindicada de Flujos Futuros BANJAE S.A. – CUDARANSA S.A. – DAVAXTEL S.A., cumple holgadamente con lo estipulado en el artículo 17 de la Sección IV del Capítulo V de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, dado que cubre en más de 1,5 veces el índice de desviación (Ver cuadros No. 81 y No. 82).

Índice de desviación (% del total de la emisión)	1,46%
1,5 veces índice	2,18%
Monto mínimo garantía (en USD)	54.617,52

Tabla 82 Monto mínimo de la garantía.
Elaborado por: Las autoras.

Asimismo, si agregamos al Exceso de Flujo de Fondos el valor promedio del depósito de garantía (USD 13.880,51), se genera una cobertura todavía mayor tanto en el escenario moderado (68,85 veces) como en el pesimista (66,24 veces).

Por otra parte, si cotejamos únicamente el derecho de cobro frente al pago de capital e intereses, es posible observar que el índice de respaldo asciende a 2,67 veces en el escenario moderado, 2,87 en el optimista y 2,56 veces en el contexto pesimista, tal como se evidencia en la tabla No. 83.

De igual forma, si incluimos los desembolsos generados por el fideicomiso (USD 89.912,50), el monto total a recaudar en cada uno de los escenarios propuestos cubre la titularización en 2,59, 2,78 y 2,49 veces (Ver tabla No. 83).

Si bien es cierto que estos índices de cobertura disminuyen ligeramente en relación a los detallados anteriormente, estas cifras continúan demostrando la superioridad de los flujos que se proyecta ingresarán al fideicomiso, sobre los costos originados como consecuencia del proceso sindicado. Esta situación se evidencia claramente al observar los cuantiosos y confiables valores que se obtienen como Exceso de Flujo de Fondos en todos los escenarios planteados (Ver tabla No. 81).

Cobertura por escenario	Cobertura Escenario Moderado	Cobertura Escenario Optimista	Cobertura Escenario Pesimista
Número de veces que el flujo recaudado de la titularización cubre el monto a titularizar en el periodo proyectado (capital + intereses)	2,67	2,87	2,56
Número de veces que el flujo recaudado de la titularización cubre el monto a titularizar en el periodo proyectado (capital + intereses), incluido los gastos del fideicomiso	2,59	2,78	2,49

Tabla 83 Cobertura por escenario.
Elaborado por: Las autoras.

4.21 Parámetros a considerar para la calificación de riesgos

Previo a la emisión y negociación de nuestros títulos en la Bolsa de Valores de Guayaquil, es indispensable que éstos cuenten con una calificación que estime su riesgo. Mientras mejor sea la evaluación obtenida en este punto, mayor será la confianza de los inversionistas y por ende, la posibilidad de que todos los valores sean colocados en el mercado.

De ahí, que con el fin de fortalecer la titularización y contribuir al éxito del proceso, decidimos constituir varias garantías que demuestren la seguridad de la emisión y que a la vez, mitiguen el riesgo asumido por los inversores.

A continuación señalaremos la cuantía y el alcance de cada una de ellas, a fin de analizar su solidez y posteriormente formular una calificación tentativa.

Resumen de los colaterales establecidos en la Titularización Sindicada de Flujos Futuros BANJAE S.A. - CUDARANSA S.A. - DAVAXTEL S.A, para una emisión total de USD 2.500.000,00:

- **Exceso de flujo de fondos:** En el escenario moderado este parámetro asciende a USD 4.879.472,37; descontando inclusive los gastos del fideicomiso, a fin de atender a un criterio más conservador.
- **Depósito de garantía:** Constituye una reserva de dinero en efectivo o en documentos de alta liquidez (garantía bancaria), que de forma global asciende a USD 277.610,27 y cubre en 2,4 veces el índice de desviación obtenido.
- **Fianza solidaria:** Por medio de este colateral cada uno de los originadores se obliga solidariamente con el fideicomiso para la cancelación de los pasivos contraídos con los inversionistas.
- **AgroSeguro:** Con el objetivo de prevenir cualquier siniestro que pueda afectar a las plantaciones, hemos resuelto contratar también la póliza de seguro que actualmente ofrece el MAGAP y que permite que los originadores recuperen los costos directos de producción invertidos, en caso de que sus cultivos se vean afectados por fenómenos climáticos, plagas u otras enfermedades incontrolables.

Como puede apreciarse, los instrumentos de respaldo planteados son diversos, rigurosos y cubren ampliamente la emisión (más de 1,5 veces el índice de desviación legalmente estipulado).

Además, el hecho de que únicamente se titularicen porcentajes minoritarios de los ingresos sindicados (28% - 24% - 18%) y que aun así se generen vastos flujos

excedentarios, demuestra la suficiencia de los originadores para afrontar los costos derivados del proceso, así como los generados por su operación.

Todas estas características son altamente valoradas tanto por los inversionistas como por la entidad encargada de suministrar la calificación de riesgos, ya que proporcionan un nivel de certeza razonable, respecto a la asignación del capital y su rendimiento futuro.

Por otra parte, ya que esta emisión se basa en la titularización de un activo por existir, es importante que también se considere el riesgo de los originadores en la evaluación.

En este sentido, podría decirse que el grado de inseguridad de las tres empresas sindicadas es mínimo o al menos relativamente normal, pues la tendencia de sus ventas y utilidades, a lo largo de los años, ha sido en su mayoría creciente. Este hecho pone de manifiesto su elevada probabilidad de continuidad en el mercado, así como también su estable situación financiera.

Asimismo, la agrupación de varios originadores que respondan solidariamente por un mismo proceso, constituye una fortaleza adicional que produce un efecto positivo e incremental en la confianza de los títulos.

4.21.1 Calificación de riesgos asignada

Como consecuencia de lo antes expuesto, estimamos que los valores emitidos a partir de la titularización sindicada, podrían recibir una calificación de riesgos equivalente a AA+.

<i>Serie</i>	<i>Calificación</i>
A	AA+

Esta valoración expresa que el patrimonio autónomo posee muy buena capacidad para generar los flujos esperados; y por ende, para responder por las obligaciones contraídas con los inversionistas. Asimismo, refleja el grado de confiabilidad de las garantías constituidas para fortalecer el proceso.

A nuestro criterio esta calificación es razonable, conservadora y considera las características específicas de la emisión propuesta.

4.22 Proyección del Flujo de Caja del Patrimonio Autónomo (Fideicomiso)

Gastos con terceros

Constituyen gastos con terceros, aquellas erogaciones distintas a los pasivos contraídos con los inversionistas, que deben ser pagadas por el Fideicomiso, con cargo al Fondo Rotativo, teniendo en cuenta el siguiente orden:

- 1.** Los honorarios de la Fiduciaria.
- 2.** Los costos y gastos necesarios para cumplir con el objeto del Fideicomiso y de la Titularización; así como con las funciones encomendadas a la Fiduciaria a través del Fideicomiso, del Prospecto y del Reglamento de gestión. Adicionalmente se considerarán parte de este punto, todos los desembolsos necesarios para cancelar los honorarios y demás rubros estipulados en los respectivos contratos de prestación de servicios suscritos con la Calificadora de Riesgos, el Auditor Externo, el Agente Pagador y otros, de ser el caso.

A continuación se detalla el flujo de caja estimado que tendrá el Fideicomiso, incluyendo los gastos citados previamente:

FLUJO DE CAJA DEL FIDEICOMISO	2015				2016				2017			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Flujos que ingresarán al fideicomiso	550.794,70	492.725,70	365.820,74	378.388,46	554.660,65	495.751,31	372.904,44	382.750,46	547.912,48	491.193,21	320.831,96	328.364,45
Fondo Rotativo												
Saldo inicial	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00
Usos:	37.550,00	1.262,50	2.162,50	1.262,50	2.162,50	3.762,50	2.162,50	3.762,50	2.075,00	3.762,50	2.162,50	3.762,50
Estructuración Financiera	4.250,00											
Estructuración Legal	5.500,00											
Gastos de colocación - Casa de Valores	8.750,00											
Calificadora de Riesgos	8.000,00					2.500,00		2.500,00		2.500,00		2.500,00
Agente de Manejo - Revisión fideicomiso	800,00											
Agente de Manejo – Administración	1.250,00	1.250,00	1.250,00	1.250,00	1.250,00	1.250,00	1.250,00	1.250,00	1.250,00	1.250,00	1.250,00	1.250,00
Agente de Manejo – Liquidación												
Agente Pagador	300,00				300,00				300,00			
Honorarios Notario	1.300,00											
DECEVALE - Banco Central	500,00											
Superintendencia de Compañías – Inscrip.	2.500,00											
Superintendencia de Compañías – Manten.					250,00				250,00			
Inscripción y Manten. de valores – BVG	437,50				350,00				262,50			
Negociación valores – BVG	2.250,00											
Publicación	500,00											
Difusión Prospecto de Oferta Pública MV	1.200,00											
Auditoría Externa del Fideicomiso			900,00				900,00				900,00	
Otros Gastos	12,50	12,50	12,50	12,50	12,50	12,50	12,50	12,50	12,50	12,50	12,50	12,50
Reposición	40.550,00	4.262,50	5.162,50	4.262,50	5.162,50	6.762,50	5.162,50	6.762,50	5.075,00	6.762,50	5.162,50	6.762,50
Flujo menos gastos operativos	510.244,70	488.463,20	360.658,24	374.125,96	549.498,15	488.988,81	367.741,94	375.987,96	542.837,48	484.430,71	315.669,46	321.601,95
Pago inversionistas	170.000,00	167.750,00	165.500,00	163.250,00	161.000,00	158.750,00	156.500,00	154.250,00	152.000,00	149.750,00	147.500,00	145.250,00
Excedente de flujos	340.244,70	320.713,20	195.158,24	210.875,96	388.498,15	330.238,81	211.241,94	221.737,96	390.837,48	334.680,71	168.169,46	176.351,95

FLUJO DE CAJA DEL FIDEICOMISO	2018				2019				Total
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	
Flujos que ingresarán al fideicomiso	461.862,78	415.678,08	320.781,69	327.793,31	340.433,48	307.646,33	240.317,50	245.273,14	7.941.884,87
Fondo Rotativo									
Saldo inicial	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	3.000,00	60.000,00
Usos:	1.987,50	3.762,50	2.162,50	3.762,50	1.900,00	3.762,50	2.162,50	4.562,50	89.912,50
Estructuración Financiera									4.250,00
Estructuración Legal									5.500,00
Gastos de colocación - Casa de Valores									8.750,00
Calificadora de Riesgos		2.500,00		2.500,00		2.500,00		2.500,00	28.000,00
Agente de Manejo - Revisión fideicomiso									800,00
Agente de Manejo – Administración	1.250,00	1.250,00	1.250,00	1.250,00	1.250,00	1.250,00	1.250,00	1.250,00	25.000,00
Agente de Manejo – Liquidación								800,00	800,00
Agente Pagador	300,00				300,00				1.500,00
Honorarios Notario									1.300,00
DECEVALE - Banco Central									500,00
Superintendencia de Compañías - Inscripción									2.500,00
Superintendencia de Compañías - Mantenimiento	250,00				250,00				1.000,00
Inscripción y Mantenimiento de valores - BVG	175,00				87,50				1.312,50
Negociación valores – BVG									2.250,00
Publicación									500,00
Difusión Prospecto de Oferta Pública en MV									1.200,00
Auditoría Externa del Fideicomiso			900,00				900,00		4.500,00
Otros Gastos	12,50	12,50	12,50	12,50	12,50	12,50	12,50	12,50	250,00
Reposición	4.987,50	6.762,50	5.162,50	6.762,50	4.900,00	6.762,50	5.162,50	7.562,50	149.912,50
Flujo menos gastos operativos	456.875,28	408.915,58	315.619,19	321.030,81	335.533,48	300.883,83	235.155,00	237.710,64	7.791.972,37
Pago inversionistas	143.000,00	140.750,00	138.500,00	136.250,00	134.000,00	131.750,00	129.500,00	127.250,00	2.972.500,00
Excedente de flujos	313.875,28	268.165,58	177.119,19	184.780,81	201.533,48	169.133,83	105.655,00	110.460,64	4.819.472,37

Tabla 84 Flujo de caja del fideicomiso.
Elaborado por: Las autoras.

4.23 Análisis costo/beneficio del proceso de titularización: Originadores

Para valorar el costo del proceso de titularización se efectuó una proyección del flujo de caja, considerando los pagos y erogaciones que conllevará la emisión sindicada durante su plazo de vigencia. El objetivo de este presupuesto fue estimar una TIR de costo global e individual (por cada originador) que permitiera expresar los desembolsos requeridos en términos de tasa.

En el anexo No. 19, puede observarse que la estimación de costos flotantes (f) ascendió a USD 89.912,50. La conversión porcentual de esta cifra representó el 1,39%.

Seguido se adjunta el concepto de cada erogación, así como también la periodicidad de pago considerada en cada una.

Monto de la emisión = 2.500.000,00
Plazo de la emisión (años) = 5 Años
Tasa cupón anual = 7,20%

1.800 días - Amortización de capital e interés Trimestral			Saldo por amortizar:		2.500.000,00	2.000.000,00	1.500.000,00	1.000.000,00	500.000,00	% en
Concepto	Valor Total	Tarifa (% - USD)	Periodicidad	% de f (total)	2015	2016	2017	2018	2019	función del monto y plazo
Honorarios de Estructuración Financiera	4.250,00	0,17%	Una sola vez al inicio del proceso.	4,73%	4.250,00	-	-	-	-	0,034%
Honorarios de Estructuración Legal	5.500,00	0,22%	Una sola vez al inicio del proceso.	6,12%	5.500,00	-	-	-	-	0,044%
Honorarios Agente Colocador - Casa de Valores	8.750,00	0,35%	Al momento de la colocación de los valores.	9,73%	8.750,00	-	-	-	-	0,070%
Honorarios Calificadora de Riesgos	28.000,00	8.000,00	Calificación Inicial	31,14%	8.000,00	5.000,00	5.000,00	5.000,00	5.000,00	0,224%
		2.500,00	Actualización semestral							
Honorarios por revisión del fideicomiso - Agente de Manejo	800,00	800,00	Una sola vez al inicio del proceso.	0,89%	800,00					0,006%
Honorarios del Agente de Manejo (Administración fideicomiso)	25.000,00	0,20%	Tarifa anual.	27,80%	5.000,00	5.000,00	5.000,00	5.000,00	5.000,00	0,200%
Liquidación del fideicomiso - Agente de Manejo	800,00	800,00	Una sola vez al final del proceso.	0,89%	-	-	-	-	800,00	0,006%
Honorarios Agente Pagador	1.500,00	0,06%	Valor total a pagar durante la vigencia de la emisión.	1,67%	300,00	300,00	300,00	300,00	300,00	0,012%
Honorarios Notario	1.300,00	0,05%	Una sola vez al inicio del proceso.	1,45%	1.300,00	-	-	-	-	0,010%
Depósito Centralizado de Comp y Liq de Valores del BCE	500,00	0,02%	Una sola vez al inicio del proceso.	0,56%	500,00	-	-	-	-	0,004%

Inscripción en la Superintendencia de Compañías	2.500,00	0,10%	Una sola vez al inicio del proceso.	2,78%	2.500,00	-	-	-	-	0,020%
Mantenimiento valores en la Superintendencia de Compañías	1.000,00	0,01%	Tarifa anual a partir del segundo año.	1,11%	-	250,00	250,00	250,00	250,00	0,008%
Inscripción y mantenimiento en la Bolsa de Valores de Guayaquil	1.312,50	0,0175%	Pago anual sobre el saldo por amortizar.	1,46%	437,50	350,00	262,50	175,00	87,50	0,011%
Negociación en la Bolsa de Valores de Guayaquil	2.250,00	0,09%	Una sola vez al inicio del proceso.	2,50%	2.250,00	-	-	-	-	0,018%
Publicación	500,00	0,02%	Una sola vez al inicio del proceso.	0,56%	500,00	-	-	-	-	0,004%
Difusión del prospecto de oferta pública al Mercado de Valores	1.200,00	0,05%	Una sola vez al inicio del proceso.	1,33%	1.200,00	-	-	-	-	0,010%
Auditoría Externa del Fideicomiso.	4.500,00	900,00	Tarifa anual.	5,00%	900,00	900,00	900,00	900,00	900,00	0,036%
Otros Gastos	250,00	0,01%	Durante la vigencia de la emisión.	0,28%	50,00	50,00	50,00	50,00	50,00	0,002%
TOTAL COSTOS f PARA LA EMISIÓN:	89.912,50			100,00%	42.237,50	11.850,00	11.762,50	11.675,00	12.387,50	0,72%

% de f en función del monto y plazo =	0,72%
% de f en función del flujo de caja =	1,39%

Tabla 85 Detalle de costos flotantes (f) y su periodicidad.
Elaborado por: Las autoras.

En síntesis, el costo promedio de titularizar el derecho de cobro sobre ventas futuras esperadas se fijó en el 7,20% (tasa cupón), asimismo los gastos de emisión y colocación expresados en términos de tasa alcanzaron el 1,39%, con lo cual se obtuvo un costo total por la emisión equivalente al 8,59%.

Si cotejamos esta cifra con las tasas de interés activas efectivas vigentes para el segmento empresarial y PYME³⁷, obtenemos un margen de ahorro del 1,62% y del 3,24% respectivamente. Lo expuesto se detalla a continuación:

Costo/Beneficio BANJAE (Mediana empresa)		Segmento Empresarial
Tasa cupón de los títulos	7,20%	
Costos flotantes (f)	1,39%	
Costo total de la emisión	8,59%	
Tasa de interés activa crédito empresarial	10,21%	
Margen de ahorro	1,62%	
Tabla 86 Análisis Costo/Beneficio BANJAE S.A. Elaborado por: Las autoras.		
Costo/Beneficio CUDARANSA (Mediana empresa)		Segmento PYME
Tasa cupón de los títulos	7,20%	
Costos flotantes (f)	1,39%	
Costo total de la emisión	8,59%	
Tasa de interés activa crédito empresarial	10,21%	
Margen de ahorro	1,62%	
Tabla 87 Análisis Costo/Beneficio CUDARANSA S.A. Elaborado por: Las autoras.		
Costo/Beneficio DAVAXTEL (Pequeña empresa)		Segmento PYME
Tasa cupón de los títulos	7,20%	
Costos flotantes (f)	1,39%	
Costo total de la emisión	8,59%	
Tasa de interés activa crédito PYMES	11,83%	
Margen de ahorro	3,24%	
Tabla 88 Análisis Costo/Beneficio DAVAXTEL S.A. Elaborado por: Las autoras.		

Es necesario puntualizar que la distribución de los costos flotantes totales (f), a fin de calcular la TIR de costo por originador, se realizó respetando la participación de cada uno en el proceso sindicado. No obstante, tal como puede observarse en los Anexos No. 20, 21 y 22 la tasa resultante a nivel individual fue la misma que la obtenida a escala global (Ver Anexo No. 19).

³⁷ A fin de efectuar un análisis costo/beneficio más real se tomarán como base las tasas de interés activas efectivas que se encuentran estipuladas en los tarifarios del Banco del Pichincha y del Banco de Guayaquil a septiembre del 2016.

A continuación se expone el siguiente cuadro, donde se presenta el valor monetario (en USD) que debe asumir cada empresa como consecuencia de los gastos del fideicomiso, al igual que una alternativa diferente para la obtención de la tasa de costos flotantes (f) considerando el monto y plazo de la emisión:

Costos por Originador	% Participación	f(originador)	Costo f (por originador)		Costo títulos emitidos (tasa cupón)
			Total	En función periodo emisión	
BANJAE S.A.	54,00%	48.552,75	1,94%	0,39%	7,20%
CUDARANSA S.A.	36,00%	32.368,50	1,29%	0,26%	7,20%
DAVAXTEL S.A.	10,00%	8.991,25	0,36%	0,07%	7,20%
COSTOS TOTAL:	100,00%	89.912,50	3,60%	0,72%	

Según puede observarse, la tasa global obtenida por este método es menor a la presentada anteriormente (0,72% < 1,39%). Este es el motivo principal por el que hemos decidido, atendiendo a un criterio más conservador, seleccionar la tasa de costos flotantes (f) generada mediante la determinación de la Tasa Interno de Retorno (TIR).

Por otra parte, con el fin de obtener el margen de ahorro real, procedimos a eliminar el efecto que representa la carga impositiva en las tasas presentadas anteriormente. No obstante, en este punto es preciso realizar un paréntesis, ya que este tipo de empresas al ser bananeras, cancelan un impuesto a la renta distinto del que normalmente asumen las organizaciones de nuestro medio (22%). Éste equivale al dos por ciento (2%) de sus ingresos operacionales.

Adicionalmente, es preciso señalar que al depender la tasa impositiva global del volumen de ventas que efectúa cada empresa, su proporción varía cada año.

Este comportamiento puede evidenciarse en el anexo No. 23, donde procedimos a calcular un promedio de la carga tributaria que posiblemente asumirán las organizaciones durante el horizonte de proyección planteado, dado que las tasas impositivas obtenidas fluctuaban en cada periodo.

Las cifras promedio utilizadas para el cálculo del costo de la deuda después de impuestos ascendieron al 25,85% para BANJAE S.A., 34,23% en el caso de CUDARANSA S.A., y 30,49% para DAVAXTEL S.A (Ver anexo No. 23).

Seguido se expone el ahorro real individual que generó el proceso de titularización sindicada para cada una de las sociedades objeto de estudio:

Tasa sin carga impositiva (Ki) - BANJAE S.A.	
Costo total de la emisión	6,37%
Tasa de Interés Activa Crédito Empresarial	7,57%
Margen de Ahorro	1,20%

Tabla 89 Margen de ahorro sin carga impositiva BANJAE S.A.
Elaborado por: Las autoras.

Tasa sin carga impositiva (Ki) - CUDARANSA S.A.	
Costo total de la emisión	5,65%
Tasa de Interés Activa Crédito Empresarial	6,72%
Margen de Ahorro	1,07%

Tabla 90 Margen de ahorro sin carga impositiva CUDARANSA S.A.
Elaborado por: Las autoras.

Tasa sin carga impositiva (Ki) - DAVAXTEL S.A.	
Costo total de la emisión	5,97%
Tasa de Interés Activa Crédito PYMES	8,22%
Margen de Ahorro	2,25%

Tabla 91 Margen de ahorro sin carga impositiva DAVAXTEL S.A.
Elaborado por: Las autoras.

**Mayor margen
de ahorro**

Es posible apreciar que los márgenes de ahorro disminuyeron en el 0,42% para BANJAE S.A., en el 0,55% para CUDARANSA S.A., y en el 0,99% para DAVAXTEL S.A., sin embargo es preciso resaltar también que éstos continúan siendo positivos y favorables para la optimización del costo del capital de cada organización.

Por otra parte, puede observarse además que la sociedad que se beneficia en mayor medida de la emisión sindicada, en términos de costos, es DAVAXTEL S.A. Esto sucede, ya que la tasa de interés que rige para las pequeñas empresas es la más alta del sistema bancario ecuatoriano, lo que origina que el porcentaje de ahorro fruto de la titularización sea, en este caso, mucho más representativo.³⁸

Finalmente, es importante puntualizar que la propuesta de una titularización sindicada nos ha permitido obtener una fuente de capital económicamente más asequible, así como también la posibilidad de alcanzar un mayor plazo de financiamiento, en comparación con las alternativas de crédito tradicionales.

4.24 Análisis Costo/Beneficio: Inversionista

Invertir en el Mercado de Valores presenta varias ventajas, tanto para originadores como inversionistas; sin embargo participar en un proceso de esta naturaleza, también implica

³⁸ Análisis comparativo entre las tasas de interés activas efectivas que rigen únicamente para los segmentos: Corporativo, Empresarial y PYME.

diversas erogaciones que deberán ser cubiertas por ambas partes, con el fin de acceder a los múltiples beneficios que ofrecen sus variadas alternativas de financiamiento.

Previamente, ya analizamos el alcance de estos conceptos desde el punto de vista de los originadores, logrando demostrar la efectividad de este mecanismo; ahora con el fin de complementar nuestra investigación, analizaremos también la factibilidad del proceso de titularización, evaluando la perspectiva del inversionista; el cual al final del día, debe asegurarse de que los títulos derivados de este instrumento, le brindan un estímulo suficiente que compense el riesgo superior asumido, y que además se destaque en comparación con las alternativas de ahorro tradicionales.

Para iniciar, los inversionistas deben incurrir en dos costos principales, los cuales eventualmente reducirán la rentabilidad inherente a los títulos ofertados como consecuencia del proceso de titularización. El primero surge debido a la necesidad del inversionista de contactar a una Casa de Valores, con el fin de obtener asesoramiento respecto a los títulos que se encuentran disponibles en el mercado, y que se adecúan a sus intereses, así como disponibilidad de capital. Estas entidades definen sus comisiones considerando tres criterios: tipo de valor, monto de inversión y clase de inversionista. Las tablas No. 92, 93 y 94, evidencian los porcentajes establecidos por METROVALORES CASA DE VALORES S.A., para títulos de renta fija, dependiendo si el cliente es personal, empresarial o institucional.

Renta Fija: Comisiones Corretaje de Valores - Clientes Personales		
Monto de Inversión	Máximo	Mínimo
De \$ 1,00 - \$ 100.000,00	1,00%	50,00
De \$ 100.001,00 - \$ 250.000,00	0,75%	50,00
De \$ 250.001,00 - \$ 500.000,00	0,50%	50,00
De \$ 500.001,00 en adelante	Negociable	50,00

Tabla 92 Comisión corretaje de valores renta fija: Clientes Personales.
Fuente: Metrovalores Casa de Valores S.A.
Elaborado por: Las autoras.

Renta Fija: Comisiones Corretaje de Valores - Clientes Empresariales		
Monto de Inversión	Máximo	Mínimo
De \$ 1,00 - \$ 100.000,00	1,00%	50,00
De \$ 100.001,00 - \$ 250.000,00	0,75%	50,00
De \$ 250.001,00 - \$ 500.000,00	0,50%	50,00
De \$ 500.001,00 en adelante	0,25%	50,00

Tabla 93 Comisión corretaje de valores renta fija: Clientes Empresariales.
Fuente: Metrovalores Casa de Valores S.A.
Elaborado por: Las autoras.

Renta Fija: Comisiones Corretaje de Valores - Clientes Institucionales		
Monto de Inversión	Máximo	Mínimo
De \$ 1,00 - \$ 1.000.000,00	0,20%	50,00
De \$ 1.000.001,00 - \$ 5.000.000,00	0,10%	50,00
De \$ 5.000.001,00 en adelante	0,05%	50,00

Tabla 94 Comisión corretaje de valores renta fija: Clientes Institucionales.
Elaborado por: Las autoras.

Una vez cubierta esta erogación, los inversores deben adicionalmente cancelar un canon a la bolsa de valores en la que se negociarán los títulos que pretenden adquirir. En este caso, los valores derivados del proceso de Titularización Sindicada de Flujos serán negociados, debido a la ubicación de las empresas asociadas en la Bolsa de Valores de Guayaquil (BVG). La comisión cobrada por esta institución de acuerdo a su tarifario de servicios, y que resulta aplicable a este caso práctico, se incluye en la tabla a continuación.

Tipo de operación	Periodo	Comisión	
Operaciones de Renta Fija	Largo Plazo (> 360)	0,09%	Flat

Tabla 95 Tarifa Bolsa de Valores aplicada al Caso Práctico.
Elaborada por: Las autoras.

Después de haber explicado detenidamente las erogaciones aplicables a los inversionistas que decidan adquirir estos títulos; hemos procedido a analizar el impacto de estos desembolsos en la tasa cupón establecida inicialmente (7,20%). Para ello, debido a la incidencia del monto de inversión en la rentabilidad total, hemos definido diversas cifras tentativas, en el evento de que los inversionistas adquieran: uno, diez, cincuenta o incluso la totalidad de los títulos emitidos. Esto nos permitirá conocer la rentabilidad real que las personas, empresas o instituciones interesadas en los valores, recibirán finalmente en cada caso, luego de solventar los costos derivados de este proceso.

Adicionalmente, hemos incluido a inversionistas institucionales, dado que consideramos que su aporte para el financiamiento de este tipo de procedimientos debería ser más activa; de ahí que, como se mencionó en capítulos anteriores, es un factor que también buscamos incentivar.

De acuerdo con los montos de inversión planteados en la tabla No. 96, la mayor rentabilidad para inversionistas personales o empresariales, luego de considerar el efecto de las comisiones de la casa y bolsa de valores, ascenderá al 6,86%; mientras que para los inversores institucionales este indicador alcanzará el 7,01%; esto se debe a que las Casas de Valores cobran una cuota inferior a este tipo de participantes debido a su capacidad adquisitiva, que en la mayoría de casos, les permite invertir una mayor suma en comparación con los otros dos tipos de inversionistas (ver tabla No. 94).

Cabe destacar que las simulaciones efectuadas, evidencian que existe una relación directa entre el monto invertido y el porcentaje de rentabilidad. Es así que, conforme se incrementa la cifra de inversión, el rendimiento también lo hace; mientras que si el número de títulos adquiridos es bajo, la rentabilidad también disminuye. Este comportamiento se manifiesta, debido a que la comisión de la casa de valores y el monto invertido presentan a su vez, una relación inversa; de ahí que conforme este último se incrementa, el canon retenido decrece.

												Banco de Guayaquil		Banco del Pichincha	
Monto de Inversión				Comisión Casa de Valores		Comisión Bolsa de Valores	Tasa cupón títulos BANCUDAX	Rentabilidad inversionistas P/E	Rentabilidad inversionistas Inst.	Rendimiento BGY	Rendimiento BPH	Margen titularización P/E	Margen titularización Inst.	Margen titularización P/E	Margen titularización Inst.
				Pers./Emp.	Institucional										
1	título	5.000,00	USD	1,00%	0,20%	0,09%	7,20%	▼ 6,11%	▼ 6,91%	3,50%	4,00%	2,61%	3,41%	2,11%	2,91%
3	títulos	15.000,00	USD	1,00%	0,20%	0,09%	7,20%	▼ 6,11%	▼ 6,91%	4,25%	4,25%	1,86%	2,66%	1,86%	2,66%
5	títulos	25.000,00	USD	1,00%	0,20%	0,09%	7,20%	▼ 6,11%	▼ 6,91%	4,25%	4,25%	1,86%	2,66%	1,86%	2,66%
10	títulos	50.000,00	USD	1,00%	0,20%	0,09%	7,20%	▼ 6,11%	▼ 6,91%	4,50%	4,75%	1,61%	2,41%	1,36%	2,16%
20	títulos	100.000,00	USD	1,00%	0,20%	0,09%	7,20%	▼ 6,11%	▼ 6,91%	5,00%	5,00%	1,11%	1,91%	1,11%	1,91%
30	títulos	150.000,00	USD	0,75%	0,20%	0,09%	7,20%	→ 6,36%	▼ 6,91%	5,25%	5,00%	1,11%	1,66%	1,36%	1,91%
50	títulos	250.000,00	USD	0,75%	0,20%	0,09%	7,20%	→ 6,36%	▼ 6,91%	5,25%	5,25%	1,11%	1,66%	1,11%	1,66%
100	títulos	500.000,00	USD	0,50%	0,20%	0,09%	7,20%	→ 6,61%	▼ 6,91%	5,25%	5,50%	1,36%	1,66%	1,11%	1,41%
200	títulos	1.000.000,00	USD	0,25%	0,20%	0,09%	7,20%	▲ 6,86%	▼ 6,91%	5,50%	5,50%	1,36%	1,41%	1,36%	1,41%
250	títulos	1.250.000,00	USD	0,25%	0,10%	0,09%	7,20%	▲ 6,86%	▲ 7,01%	6,00%	5,50%	0,86%	1,01%	1,36%	1,51%
500	títulos	2.500.000,00	USD	0,25%	0,10%	0,09%	7,20%	▲ 6,86%	▲ 7,01%	6,00%	5,50%	0,86%	1,01%	1,36%	1,51%

Tabla 96 Rentabilidad titularización vs. Rendimiento instituciones financieras.
Elaborado por: Las autoras.

Finalmente, con el propósito de efectuar un análisis integral, también hemos incluido el rendimiento que ofrecen los instrumentos de financiamiento de dos entidades de intermediación del país: Banco de Guayaquil y Banco del Pichincha, a fin de compararlos con el beneficio real que generan los títulos emitidos a través del proceso de titularización ejemplificado en este capítulo. En la tabla No. 96, se incluye la rentabilidad que ofertan estas dos instituciones bancarias dependiendo del monto colocado.

Adicionalmente, con el objeto de someter el eje de esta investigación a una nueva prueba y demostrar su indiscutible primacía en relación a otras fuentes de capital, tanto para originadores como inversionistas; hemos optado por seleccionar el porcentaje de rendimiento más alto³⁹ que brindan estas dos entidades financieras de acuerdo con sus tarifarios de servicios vigentes⁴⁰ (Ver Anexo No. 24), pese a que la amortización de los títulos evaluados en este caso práctico se efectúa de forma trimestral. De esta manera, es posible demostrar que para la totalidad de cifras de inversión tentativas existe un margen positivo al contrastar la titularización con respecto a los rendimientos bancarios; sin embargo estos varían dependiendo de la institución que se seleccione para efectuar el análisis comparativo. Es así, que si estudiamos el margen pertinente al Banco de Guayaquil podemos concluir que el más alto corresponde al 2,61% en el caso de los inversionistas personales y empresariales, mientras que para las instituciones este ratio alcanza el 3,41%. A su vez, si evaluamos la variación con respecto a las tasas ofertadas por el Banco del Pichincha, es posible inferir que la más significativa corresponde al 2,11% para el primer grupo; mientras que, debido a su rentabilidad superior, las instituciones alcanzaron el 2,91%.

Es importante destacar que, a diferencia del comportamiento evidenciado previamente en el rendimiento, los márgenes tal como se demuestra en la tabla anterior, experimentan una relación inversa con respecto al monto invertido. En este sentido, las variaciones positivas más altas se presentan cuando las cifras colocadas son inferiores; esto se debe a que las entidades del sistema financiero ofrecen mínimas rentabilidades cuando la inversión es baja, sin embargo éstas se incrementan conforme el capital crece; a pesar de ello el margen de la titularización sigue siendo positivo en todos los casos propuestos, por cerca o incluso más del 1%. Cabe resaltar, que si consideráramos las tasas de interés trimestrales ofertadas por las entidades bancarias, estas diferencias

³⁹ Capitalización mayor a 360 días.

⁴⁰ Tarifas corrientes a Septiembre de 2016.

crecerían aún más; por otra parte, las cuantiosas inversiones, que evidencian menores márgenes, presentan una escasa probabilidad de ocurrencia.

Queda demostrado así, que la titularización constituye un mecanismo con un alto potencial no solo para originadores, sino también para inversionistas; capaz de generar rendimientos superiores al que evidencian los instrumentos de ahorro convencionales. Sin duda alguna, ésta se convierte en una razón adicional para incentivar la dinamización del Mercado de Valores de nuestro país, y promover la introducción de nuevos mecanismos como la Titularización Sindicada, que permitan descongestionar, el ya altamente saturado, sistema financiero ecuatoriano.

4.25 Cuadro comparativo Titularización Sindicada de Flujos Futuros Vs. Crédito Público y Privado

<i>Titularización Sindicada de Flujos Futuros</i>	<i>Crédito Privado</i>	<i>Crédito Público</i>
VENTAJAS		
Permite aprovechar economías de escala, a través de la distribución de los gastos de emisión y colocación de los valores, entre todos los participantes del proceso.	Mayor agilidad en los trámites.	Financiamiento orientado a la atención de las necesidades de los sectores estratégicos y prioritarios del país.
Facilita el acceso de las PYMES al Mercado de Valores.	No requiere la intervención de un gran número de participantes.	Costo financiero menor que el de la Banca Privada, debido a la naturaleza no lucrativa de estas instituciones.
Costo inferior al de las alternativas de financiamiento tradicionales.	No existen gastos de emisión y colocación (costos flotantes).	Mayor diversificación de garantías (facturas, contratos, etc.)
Mayor flexibilidad en montos de financiamiento.	Constituye la alternativa de financiamiento más difundida y empresarialmente aceptada.	Mayor diversidad de programas para financiar inversiones de capital, sobre todo por parte de la CFN B.P.
Plazo de financiamiento superior.	La mayor parte de créditos otorgados por el Sistema Financiero proceden de fuentes privadas.	No requiere calificación de riesgos.
Los originadores definen las características de la emisión (monto, plazo, amortización), en función de sus necesidades y posibilidades.	El riesgo es asumido por la entidad financiera.	No existen gastos de emisión y colocación (costos flotantes).
Promueve el enfoque asociativo, como un mecanismo para superar las debilidades individuales.	Mayor difusión de las alternativas de crédito ofrecidas.	Mayor plazo de financiamiento en comparación con el crédito privado.
A través de la sinergia, permite que los originadores superen las complicaciones que implica la participación en este tipo de procesos, así como los costos adicionales derivados de su ejecución.	No requiere calificación de riesgos.	No requiere la intervención de un gran número de participantes.
Permite obtener financiamiento para inversiones de capital, lo cual incentiva el crecimiento del sector empresarial.	Alta concentración de instituciones financieras privadas en el país.	El riesgo es asumido por la entidad financiera.
Facilita la obtención de recursos directamente de los inversionistas (mecanismo desintermediado).	El sector privado concentra la mayor cantidad de recursos del Mercado Financiero.	Mayor difusión de las alternativas de crédito ofrecidas.

Rendimiento superior al que ofrecen las alternativas de ahorro tradicionales (inversionista).	Aunque porcentualmente la concesión de créditos del sector privado al segmento PYME es inferior en comparación con la Banca Pública; monetariamente esta relación se invierte.	Constituye la segunda fuente de financiamiento más importante del país.
Genera beneficios para originadores e inversionistas.		Mayor flexibilidad en los montos y plazos de financiamiento, en comparación con la Banca Privada.
Permite adelantar los ingresos que se percibirán en el futuro.		Mayor apoyo de la Banca Pública a las PYMES del sector agropecuario, desde el punto de vista de la concesión de créditos.
El deterioro de uno de los originadores puede ser contrarrestado inmediatamente por los demás participantes (responsabilidad solidaria).		
Las garantías constituidas respaldan el proceso e incentivan la inversión.		
Aunque se registra en el pasivo, no representa endeudamiento adicional, ya que constituye un ingreso diferido.		
Los riesgos son compensados a través de la constitución de garantías.		
Mínima influencia de factores macroeconómicos.		
Los costos flotantes (f) no recaen en un único periodo, sino que se distribuyen a lo largo de toda la emisión.		
Facilita a las PYMES alcanzar el volumen, la información y las garantías necesarias para participar en el Mercado de Valores.		
Diversifica el número de usuarios que pueden utilizar el mecanismo de titularización como forma de financiamiento.		
La sindicación contribuye a la inclusión de sectores marginados y vulnerables (agrícola).		
DESVENTAJAS		

Proceso extenso que requiere varias autorizaciones.	Financiamiento orientado prioritariamente al suministro de capital de trabajo.	Costo financiero superior, en comparación con las alternativas del Mercado de Valores (incluida la titularización).
A diferencia del crédito bancario, para su ejecución los originadores deben incurrir en gastos de emisión y colocación (f).	Costo del financiamiento superior, sobre todo para pequeños y medianos establecimientos (PYMES).	Financiamiento asociativo orientado mayoritariamente al Sector de la Economía Popular y Solidaria.
La complejidad del proceso puede desincentivar la participación del sector empresarial.	Menor flexibilidad en los plazos y montos de financiamiento.	Excesivo número de trámites y burocracia.
Previo a la emisión y negociación de los títulos, es necesaria su calificación de riesgos.	Clasifica al destinatario del crédito en función de sus ingresos (Corporativo, Empresarial y PYMES).	Falta de oportunidad en la concesión de créditos.
Requiere la intervención de numerosos participantes, que encarecen el proceso (costos flotantes).	Las oportunidades de acceso al financiamiento varían dependiendo del grado de consolidación del destinatario.	Los plazos y montos son definidos exclusivamente por la entidad financiera.
El límite de la emisión definido para este mecanismo es más exigente en comparación con otros tipos de titularización.	Los montos y plazos de crédito dependen del segmento empresarial al que pertenezca el destinatario.	No todos los sectores económicos del país tienen las mismas oportunidades para acceder al financiamiento público.
Riesgo superior en comparación con otras fuentes de financiamiento.	No permite la asociación de varios participantes.	La mayoría de créditos otorgados por este sector pertenecen al segmento Corporativo.
Escasa aplicación por parte del sector empresarial ecuatoriano, sobretodo de las PYMES.	La asignación del crédito depende de la situación financiera, así como del riesgo del originador.	Los empresarios ecuatorianos tienen una peor percepción del crédito público, en comparación con el privado.
Escasa difusión, debido a su ausencia en la normativa aplicable al Mercado de Valores.	Las garantías deben ser aportadas por un único participante.	Menor concentración de entidades financieras públicas en comparación con el sector privado.
Los productos que respaldan los flujos titularizados son altamente sensibles (en el caso de la titularización de activos agrícolas).	La concesión del crédito requiere de la evaluación de varios criterios cualitativos y cuantitativos, inherentes al prestatario, así como al proyecto a financiarse.	Los montos y plazos de crédito dependen del segmento empresarial al que pertenezca el destinatario.
	Requiere que la empresa tenga experiencia en el mercado (antigüedad).	La asignación del crédito depende de la situación financiera, así como del riesgo del originador
	Preferencia de garantías prendarias e hipotecarias.	Clasifica al destinatario del crédito en función de sus ingresos (Corporativo, Empresarial y PYMES).
	Falta de oportunidad en la concesión de créditos.	Las garantías son mayoritariamente aportadas por un único participante.

Los plazos y montos son definidos exclusivamente por la entidad financiera.	La concesión del crédito requiere de la evaluación de varios criterios cualitativos y cuantitativos, inherentes al prestatario, así como al proyecto a financiarse.
Al ser un mecanismo de financiamiento intermediado, las tasas de interés son superiores.	Los créditos otorgados por BANEQUADOR B.P son exclusivamente para PYMES, sin embargo su monto máximo asciende a USD 500.000,00.
La mayoría de créditos otorgados por este sector pertenecen al segmento Corporativo.	
Exigencia de mayores requisitos para las pequeñas empresas.	
Un importante número de PYMES tiene una percepción negativa respecto a sus posibilidades de acceso a este financiamiento.	
Escasa concesión de créditos a las PYMES sector agropecuario.	

Tabla 97 Titularización de Flujos Futuros vs. Sistema Financiero Privado y Público.
Elaborado por: Las autoras.

CONCLUSIÓN

La implementación del mecanismo de titularización sindicada constituye sin duda alguna un desafío, que demanda no solo la ejecución de numerosos y complejos procedimientos, sino también su correlación. Adicionalmente, la incorporación de varios participantes al proceso, eleva todavía más su nivel de dificultad; sin embargo, esta característica que en un principio puede considerarse como adversa en términos de estructuración, reporta también importantes e indiscutibles beneficios, dado que a través de un concepto sinérgico, permite que se alcancen economías de escala y que a la vez, se construya un sólido punto de conexión entre el Mercado de Valores y un segmento vulnerable, así como convencionalmente excluido en nuestro país: las PYMES.

Es así, que la ejecución de este capítulo nos ha permitido dilucidar el verdadero potencial de este instrumento, el cual constituye una alternativa de financiamiento que en la práctica, puede ser económicamente más asequible para el sector empresarial ecuatoriano y que a la vez, resulta conveniente y rentable para los agentes excedentarios de la economía; generando de esta forma un sistema recíproco, donde todos los involucrados tienen algo por ganar.

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

- Las pequeñas y medianas empresas, conocidas como PYMES en nuestro país, constituyen un importante segmento de la economía ecuatoriana, sin embargo en términos de distribución de ingresos continúan siendo ampliamente relegadas por las grandes organizaciones, que disponen de la infraestructura, así como de los activos de capital necesarios para expandir continuamente su operación y acaparar la mayor parte del mercado.

- Las PYMES representan un segmento en continua expansión, sin embargo sus niveles de crecimiento y evolución son escasos. Es por ello que la adaptación y creación de instrumentos financieros que promuevan su transformación tecnológica, así como su desarrollo holístico, constituye un eje central para reducir su desaparición y estancamiento.

- Pese a que las pequeñas y medianas empresas constituyen un sector económicamente desprovisto, numeroso y vulnerable; su mayor riesgo, así como su situación financiera menos consolidada, inciden negativamente en la cantidad de financiamiento e inversión que pueden conseguir. Esto se evidencia claramente al evaluar los montos de capital otorgados por la banca pública y privada al segmento corporativo, el cual dado su mayor afianzamiento, supera notable e indiscutiblemente al crédito repartido entre las categorías empresarial y PYMES. Este hecho no solo pone de manifiesto la gran disparidad que impera entre los elementos que conforman el sistema empresarial ecuatoriano; sino que también resalta el infranqueable vínculo que existe entre el acceso a fuentes de recursos flexibles y las posibilidades de inversión.

- Si bien es cierto que la inversión en maquinaria y equipo efectuada por la PYMES ha crecido en los últimos años, ésta continúa siendo poco significativa frente a la desplegada por la gran empresa; cuya considerable magnitud, opaca verdaderamente los arduos esfuerzos ejecutados por los pequeños y medianos negocios, a fin de tecnificar y modernizar sus actividades.

- Actualmente, gran parte de los pequeños y medianos establecimientos en nuestro país trabajan exclusivamente bajo un enfoque de corto plazo. Es así, que subsisten día a día orientando su escaso y particular capital fundamentalmente para solventar sus operaciones más relevantes: proveedores, remuneraciones, gastos de venta, etc.; dejando a un lado la ejecución de inversiones estratégicas que promuevan su desarrollo. Sin embargo, para ser justos, es preciso señalar que este comportamiento va de la mano también del restringido capital externo que pueden obtener de las fuentes

convencionales de crédito, sobretodo en épocas de crisis económica, donde los entes financieros tienden a ser más conservadores y selectivos.

- Es por ello, que en materia de financiamiento las PYMES requieren de forma apremiante el apoyo de organismos de crédito, tanto públicos como privados, que contribuyan desde su posición a minimizar el gran déficit de capital que arrastra históricamente este sector, sobretodo en el largo plazo.

- A lo largo de los años las PYMES han desempeñado un rol poco significativo en el comercio internacional, a diferencia de las grandes organizaciones que han comprendido que la clave del éxito se encuentra en la diversificación y expansión de sus operaciones. Aunque el segmento corporativo es el que dispone hoy en día de los recursos necesarios para afrontar los costos derivados de un proceso de esta índole, y por consiguiente, beneficiarse de economías de escala; las PYMES también podrían elevar su competitividad, a través de la explotación de mecanismos asociativos, que indudablemente facilitarían el cumplimiento de los estándares de calidad exigidos y a la vez, permitirían el ingreso de sus productos en el mercado mundial.

- El sector agrícola ecuatoriano se ha caracterizado a lo largo de los años por su naturaleza subdesarrollada y poco tecnificada. Estos atributos negativos se profundizan todavía más en el caso de sus micro, pequeñas y medianas empresas, cuyas labores concretas son desempeñadas mayoritariamente de forma tradicional o rústica. Pese a que las estadísticas del último Censo Nacional Económico evidencian que este segmento posee un saldo a favor en materia de financiamiento, la realidad es que este superávit no se ha visto reflejado en el crecimiento y expansión de la actividad agropecuaria. De ahí, que se deduce que el capital obtenido debe estar siendo asignado fundamentalmente para solventar erogaciones cotidianas; lo que si bien es cierto permite su subsistencia en el corto plazo, no promueve ni apoya el despegue de su competitividad a nivel local e internacional.

- El Mercado de Valores representa un océano azul de oportunidades para las empresas que requieren financiar sus operaciones en el corto, mediano y largo plazo, independientemente de su tamaño o naturaleza. De ahí, que la introducción de alternativas que promuevan su difusión y conocimiento, constituye sin duda alguna, un deber y un compromiso general, que contribuirá no solo a la dinamización de la economía ecuatoriana, sino que además facilitará el crecimiento del aparataje empresarial, así como el descongestionamiento del sistema financiero tradicional.

- La titularización es un instrumento con un alto potencial financiero; sin embargo, en nuestro medio, sus beneficios han sido experimentados únicamente por un reducido número de empresas, sobre todo pertenecientes al segmento corporativo. Es por ello, que figuras complementarias como la sindicación, podrían utilizarse para potenciar aún más sus efectos, así como promover la inclusión de un mayor número de usuarios, especialmente de sectores vulnerables y comúnmente marginados; lo cual no solo generaría impactos positivos en el crecimiento y desarrollo de las empresas, sino que además contribuiría a la dinamización de las operaciones bursátiles de nuestro incipiente Mercado de Valores.

- La titularización, es un instrumento ampliamente versátil, que permite a las empresas obtener financiamiento a la medida, ya que a diferencia del crédito bancario, sus características, tales como: monto, plazo, amortización y pago de intereses, se definen según la conveniencia de los participantes; y no de acuerdo a las políticas e intereses de agentes externos.

- La implementación de un proceso de titularización requiere que el originador incurra en varios costos y gastos adicionales (costos flotantes), que normalmente no existen cuando se contrae un crédito público o privado. De ahí, la necesidad de incorporar la figura de "sindicación", a fin de que varios pequeños o medianos empresarios puedan agruparse y afrontar proporcionalmente las erogaciones generadas. Es importante tener en cuenta que el acceso individual al Mercado de Valores no es una tarea sencilla, por lo que la construcción de una alianza es una decisión inteligente si lo que se persigue es obtener financiamiento con un costo y plazo más razonables.

- Para que la modalidad de financiamiento planteada en esta investigación sea factible, la asociatividad de las PYMES debe constituir el primer y más destacado paso, previo a la estructuración del proceso de titularización. Esto debido a las múltiples restricciones de ingreso que implica la participación en las operaciones bursátiles; así como los altos costos derivados de la emisión y colocación de los títulos en el mercado; obstáculos que resultarían infranqueables para este tipo de organizaciones de manera individual, pues reducirían, o incluso eliminarían la rentabilidad y ventajas derivadas de esta alternativa.

- Por medio de la sindicación las PYMES se fortalecen entre sí, siendo capaces de alcanzar el volumen, la información y las garantías necesarias para participar en un proceso de titularización; lo cual a su vez, las habilita para aprovechar los montos y plazos de financiamiento superiores, así como los costos más competitivos que ofrece este mecanismo en comparación con los instrumentos intermediados.

- A través de la sindicación no existe un límite de participantes, es más, conforme mayor sea el número de originadores que se asocien para incursionar en esta alternativa, más efectivas serán las economías de escala derivadas del proceso, ya que los gastos generados por la emisión y colocación de los títulos se distribuirán entre un mayor número de miembros; lo cual inmediatamente reducirá el costo a cubrir por cada originador.

- La agrupación de los activos de varios originadores, constituye un punto a favor en la oferta de los títulos, ya que éstos se vuelven más atractivos en comparación con los valores que podría ofertar una sola PYME. Adicionalmente, la sindicación permite a este segmento empresarial participar en el mercado principal, el cual goza de mayor confiabilidad y dispone de un número de inversionistas superior, en comparación con alternativas como el REB (Registro Especial Bursátil), que pese a sus buenas intenciones, dispone de poca aceptación por parte del mercado debido a sus escasas ruedas, así como por la elevada percepción de riesgo de los originadores, los cuales actúan de forma individual.

- La sindicación, así como presenta múltiples ventajas en criterios de eficiencia, eficacia y economía, también puede generar diversos conflictos entre sus integrantes. Es por ello, que durante el proceso de estructuración, y previo a la oferta de los títulos, deberán definirse claramente los derechos y obligaciones de cada originador; así como será necesario llegar a un conceso respecto al financiamiento que se destinará a cada uno, después de que se hayan colocado efectivamente los títulos entre los inversionistas. Además, será preciso que se determinen con exactitud los aportes individuales que efectuará cada uno al fideicomiso de acuerdo a su participación en la titularización; asegurándose en todo momento, que la totalidad de miembros muestren su aprobación, con el fin de evitar inconvenientes en la posteridad.

- No cualquier organización puede participar en un proceso de titularización. La legislación aplicable a las operaciones bursátiles de nuestro país, estipula claramente que los emisores deben cumplir con buenas prácticas de Gobierno Corporativo y divulgación de la información, entre otras restricciones que hacen imposible para segmentos más informales como la Microempresa, el incursionar en las alternativas financieras que ofrece este mercado. Ésta es la razón principal, por la que esta investigación se ha centrado específicamente en el grupo económico de las PYMES, las cuales a pesar de sus debilidades, constituyen un segmento más organizado, y con mayores posibilidades de tener éxito entre los inversionistas.

- En la titularización de activos agropecuarios, un factor destacado para la demanda de los títulos, es que los productos generadores de los flujos que ingresarán al fideicomiso, tengan diversas aplicaciones o usos, de esta forma existe la garantía adicional de que las entradas al patrimonio provendrán de diversas fuentes, y no dependerán de un destino exclusivo, lo cual, indudablemente, incrementará la seguridad de los inversionistas.
- La diversificación y solidaridad entre los originadores, constituye un factor importante de mitigación de riesgo, ya que en caso de presentarse cualquier deterioro en uno de ellos, éste puede ser contrarrestado inmediatamente por los otros participantes.
- La asociatividad, como medio para obtener financiamiento no es admitida actualmente en el Sistema Financiero Privado; no obstante su aprovechamiento, a través de la fusión con otros mecanismos, no es excluida en el Mercado de Valores. De ahí, la importancia de que los grupos empresariales más vulnerables y económicamente menos fuertes, conozcan y se interesen en la variedad de alternativas bursátiles, a fin de superar sus debilidades individuales por medio de la sinergia y el apoyo conjunto.
- La implementación de un proceso de titularización sindicada, dada su naturaleza compleja, requiere de la intervención de numerosos participantes, del consenso entre cada uno de los originadores, así como de la obtención de diversas autorizaciones; por lo que es preciso que los emisores comprendan que la estructuración puede tardar varios meses y conllevar erogaciones suplementarias. Asimismo, deben adquirir conciencia de que la colocación de los títulos entre los inversionistas puede no ser inmediata y alcanzar únicamente un porcentaje parcial de efectividad.
- Es importante que los originadores involucrados en el proceso, se comprometan con el fideicomiso y cooperen con el agente de manejo, a fin de alcanzar su propio beneficio y el de los inversores. Asimismo, es preciso que respeten la distribución de costos que cada uno debe asumir, y que a la vez, sean puntuales en la transferencia de sus flujos individuales al patrimonio autónomo, para así garantizar el éxito del proceso y mantener un ambiente de armonía entre los participantes.
- Al ser un proceso sindicado del que todos son solidariamente responsables, es necesario que las empresas a participar conozcan mutuamente su situación financiera, y más aún el grado de confiabilidad y seriedad de cada uno de sus líderes, a fin de evitar futuros inconvenientes que puedan enturbiar la seguridad de la titularización y perjudicar el retorno de los inversores. Además es indispensable que todos los originadores alcancen cierto nivel de comprensión respecto a su realidad particular, de modo que

puedan estructurar una propuesta objetiva, basada en sus posibilidades y necesidades específicas.

- La Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, conjuntamente con las Bolsas de Valores del país y la Subsecretaría de MIPYMES, deben unir sus esfuerzos en el desarrollo de programas dirigidos a brindar información respecto a las alternativas de financiamiento que ofrece el mercado de capitales a los pequeños y medianos empresarios. Si bien es cierto que recientemente se creó el Registro Especial Bursátil (REB), como un fragmento específico para negociar valores de las PYMES, éste no presenta las mismas ventajas que el mercado principal, dada la limitada duración de sus ruedas, así como la restricción de sus inversores. De ahí, la necesidad de que estos organismos también promuevan mecanismos asociativos como una ruta de ingreso al segmento principal.

- Respecto al caso práctico utilizado para ejemplificar el mecanismo de titularización sindicada en el capítulo IV, podemos concluir:

- Las ventajas de este instrumento se extienden tanto para originadores como inversionistas; permitiendo a los primeros obtener un importante margen de ahorro, mientras que los inversores se benefician de un mayor rendimiento de sus recursos.
- A pesar del indicador referencial que estipula la Ley, la aplicación de los elementos de garantía no tiene límite, ya que mientras mayor sea la cobertura del proceso, la demanda de los títulos en el mercado también será superior.
- A fin de no comprometer la operación de los originadores, es importante que se titularicen únicamente ciertos porcentajes de las ventas sindicadas y no su totalidad. Asimismo, es necesario que se respeten los tres parámetros establecidos por la Ley del Mercado de Valores para el cálculo del límite de la emisión, y que finalmente se tome como válido el que atiende a un criterio más conservador.
- A diferencia del crédito bancario, la titularización de flujos futuros no constituye endeudamiento en sí, sino un ingreso diferido o una entrada anticipada, que aunque se registra como un Pasivo, debido a que todavía no se ha entregado el bien o se ha prestado el servicio, no constituye una adición de capital externo.

- El Mercado de Valores ecuatoriano se encuentra ampliamente retrasado en comparación con sus homólogos latinoamericanos, sin embargo la introducción de figuras como la titularización sindicada, podría constituir un importante avance en sus operaciones, así como un destacado aporte para el segmento empresarial nacional.

- El manejo de instrumentos como la titularización por parte de PYMES, puede ser vista como una apuesta riesgosa, insegura, y condenada al fracaso. Sin embargo, si desde el momento de la estructuración se toman todas las precauciones necesarias para mitigar los riesgos inherentes a este proceso, así como se dispone del apoyo permanente de los originadores; es posible garantizar el éxito y la obtención de beneficios para todos sus participantes. Asimismo, la incorporación de colaterales que avalen la recuperación del capital aportado por los inversionistas, constituye un factor vital para generar confianza en el mercado, de ahí que estos instrumentos deben cumplir con criterios de solidez, calidad y suficiencia; sobre todo en este tipo de empresas, que dependen de factores adicionales para demostrar su fortaleza y capacidad de pago.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ANALYTICA SECURITIES C.A. CASA DE VALORES. (2016). *Tarifario Comisiones Corretaje*. Recuperado de http://analytica.ec/fileadmin/user_upload/uploads/clientes/Reportes/TARIFARIO_ANALYTICA_CASA_DE_VALORES.pdf
- Araque, W. (2013). Innovación, un espacio clave para mejorar la capacidad de competir de las Pymes. *EKOS Negocios*, 234, 44.
- Araque, W. (2015). Caracterización de la Pyme ecuatoriana. *Gestión*, 248, 64-67.
- Araque, W. (2016). Oportunidades y potencialidades de la Pyme. *Gestión Economía y Sociedad*, 262, 54-58.
- Asamblea Nacional de la República del Ecuador. (12 de septiembre de 2014). *Código Orgánico Monetario y Financiero – Segundo Suplemento*. RO: 332. Recuperado de http://www.asambleanacional.gob.ec/es/system/files/ro_codigo_organico_monetario_y_financiero.pdf
- Asamblea Nacional de la República del Ecuador. (20 de mayo de 2014). *Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil*. RO: 249. Recuperado de http://www.asambleanacional.gob.ec/es/system/files/ro_ley_fortalecimiento_sector_societario_y_bursatil.pdf
- Asamblea Nacional de la República del Ecuador. (2014). *Ley de Mercado de Valores*. Recuperado de http://www.bolsadequito.info/uploads/normativa/normativa-del-mercado-de-valores/ley-de-mercado-de-valores/141024195748-4df8d7eda00bdc4ba0e84cd4b59cbe50_leyMercadoValores.pdf
- Asamblea Nacional de la República del Ecuador. (29 de diciembre de 2010). *Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones*. RO: 351. Recuperado de http://www.asambleanacional.gob.ec/es/system/files/codigo_organico_de_la_produccion_comercio_e_inversiones-1.pdf
- Asamblea Nacional de la República del Ecuador. (29 de diciembre de 2010). *Reglamentos al Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones*. RO: 351. Recuperado de <http://www.produccion.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2013/01/ReglamentosCodigoProduccion.pdf>
- Banco Central del Ecuador. (2011). *Valores a cobrar por los productos y servicios del Depósito Centralizado de Valores DCV-BCE*. Recuperado de

https://www.bce.fin.ec/documents/pdf/deposito_centralizado_de_valores/tarifasServicioSDCV-BCE-noviembre2011.pdf

Banco Central del Ecuador. (2016). *Estadísticas Macroeconómicas Presentación Coyuntural*. Recuperado de <https://www.bce.fin.ec/index.php/estadisticas-economicas>

Banco Central del Ecuador. (2016). *Evolución de la Balanza Comercial*. Recuperado de <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/balanzaComercial/ebc201609.pdf>

Banco Central del Ecuador. (2016). *Tasas de interés activas efectivas vigentes*. Recuperado de <https://contenido.bce.fin.ec/docs.php?path=/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indice.htm>

Banco de Guayaquil S.A. (2016). *Tarifario de Servicios Financieros*. Recuperado de <http://www.bancoguayaquil.com/responsive/corporativo/transparenciadelainformacion.asp>

Banco del Austro S.A. (2016). *Características Crédito Empresarial*. Recuperado de <https://www.bancodelaustro.com/Banca-Empresas/Cr%C3%A9ditos/Empresarial>

Banco del Austro S.A. (2016). *Características Crédito PYMES*. Recuperado de <https://www.bancodelaustro.com/Banca-Empresas/Cr%C3%A9ditos/PYMES>

Banco del Austro S.A. (2016). *Tarifario de Servicios Financieros*. Recuperado de <https://www.bancodelaustro.com/Tu-Banco/Tarifarios/General>

Banco del Pichincha S.A. (2016). *Tarifario de Servicios Financieros*. Recuperado de <https://www.pichincha.com/portal/Soporte/Transparencia-de-Informacion>

Banco Internacional S.A. (2016). *Tarifario de Servicios Financieros*. Recuperado de <http://www.bancointernacional.com.ec/bcointernacional/tarifarios.html>

BanEcuador B.P. (2016). *Crédito a pequeñas y medianas empresas*. Recuperado de <http://www.banecuador.fin.ec/a-quien-financiara/credito-a-pequenas-y-medianas-empresas-pymes/>

BanEcuador B.P. (2016). *Tasas de Interés*. Recuperado de <http://www.banecuador.fin.ec/tasas-de-interes/>

Bolsa de Valores de Guayaquil. (2016). *Tarifario de Servicios*. Recuperado de <http://www.bolsadevaloresguayaquil.com/tarifaservi.asp>

Bolsa de Valores de Quito. (2014). *Boletín Mensual Obligaciones Diciembre 2014*. Recuperado de <http://www.bolsadequito.info/inicio/boletines-mensuales/obligaciones/>

Bolsa de Valores de Quito. (2016). *Boletín Mensual REVNI Enero 2008 a Mayo 2016*. Recuperado de <http://www.bolsadequito.info/inicio/boletines-mensuales/revni/>

Bolsa de Valores de Quito. (s.f.). *Manual de Inscripción de Obligaciones*. Recuperado de http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/manuales-de-inscripcion-de-valores/obligaciones/110517211450-0a932ed3e83f4deeb9a3b885de1b4717_comoemitirobligaciones.pdf

Bolsa de Valores de Quito. (s.f.). *Manual de Inscripción de Obligaciones Convertibles en Acciones*. Recuperado de http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/manuales-de-inscripcion-de-valores/ocas/110517211838-fb3691f9a5914d96a5756e2830a3689a_comoemitirocas.pdf

Bolsa de Valores de Quito. (s.f.). *Manual de Inscripción de Titularizaciones*. Recuperado de <http://www.bolsadequito.info/inicio/manuales-de-inscripcion-de-valores/titularizaciones/>

Bolsa de Valores de Quito. (s.f.). *Qué se negocia*. Recuperado de <http://www.bolsadequito.info/inicio/conozca-el-mercado/que-se-negocia/>

BRC Investor Services. (2007). Las Titularizaciones de Activos Agropecuarios: Una alternativa de financiamiento a la medida. *Notas del Mercado de Capitales*. Recuperado de <http://brc.com.co/notasyanalisis/Titularizaciones%20Agropecuarias.pdf>

Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A. (2016). *Tarifarios*. Recuperado de http://www.ratingspcr.com/uploads/2/5/8/5/25856651/tarifarios_de_honorarios.pdf

Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A. (2016). *Tarifas*. Recuperado de <http://classinternationalrating.com/index.php/tarifario>

Comunidad Andina. (2009). *Disposición Técnica para la Transmisión de Datos de las Estadísticas de MIPYME de los Países de la Comunidad Andina*. [Resolución 1260]. Recuperado de <http://www.comunidadandina.org/Seccion.aspx?id=79&>

Consejo Nacional de Valores. (2015). *Codificación de Resoluciones*. Recuperado de http://www.bolsadequito.info/uploads/normativa/normativa-del-mercado-de-valores/codificacion-de-resoluciones-del-consejo-nacional-de-valores/150807174159-0292c001831ea65f70dacb871f46d1a3_codificacion3.pdf

Cooperativa de Ahorro y Crédito 29 de Octubre. (2016). *Condiciones Crédito Productivo*. Recuperado de <https://www.29deoctubre.fin.ec/productivo/>

Cooperativa de Ahorro y Crédito 29 de Octubre. (2016). *Tarifario de Servicios Financieros*. Recuperado de <https://www.29deoctubre.fin.ec/transparencia-de-la-informacion/>

Cooperativa de Ahorro y Crédito Juventud Ecuatoriana Progresista. (2016). *Tarifario de Servicios Financieros*. Recuperado de <https://www.coopjep.fin.ec/la-jep/transparencia/costos-financieros>

Cooperativa de Ahorro y Crédito Juventud Ecuatoriana Progresista. (2016). *Condiciones Crédito Productivo PYMES*. Recuperado de <https://www.coopjep.fin.ec/productos-servicios/creditos/credipymes>

Corporación Financiera Nacional B.P. (s.f.). *Crédito directo activo fijo*. <http://www.cfn.fin.ec/credito-directo-activo-fijo/>

Corporación Financiera Nacional B.P. (s.f.). *Fondo Nacional de Garantía*. <http://www.cfn.fin.ec/fondo-nacional-de-garantia/>

Correa, A. & García, N. (2014). *La Titularización en el Mercado PYME Colombiano*. (Trabajo de grado). Universidad Autónoma de Occidente, Santiago de Cali. Recuperado de <http://bdigital.uao.edu.co/bitstream/10614/5832/1/T03845.pdf>

Departamento de Investigación y Desarrollo. (2006). *Guía Estudiantil de Mercado de Valores*. (1ra. Ed). Intendencia de Mercado de Valores.

Diario El Comercio. (09-05-2016). *BanEcuador abre al público con USD 1.500 millones en activos*. Recuperado de <http://www.elcomercio.com/actualidad/banecuador-ecuador-creditos-banconacional-fomento.html>

Diario Expreso. (25-09-2015). *Facturas y contratos serán garantías para BanEcuador*. Recuperado de http://expreso.ec/historico/facturas-y-contratos-seran-garantias-para-ban-MUGR_8447805

Dirección de Inteligencia Comercial e Inversiones. (2013). *Análisis del Sector Banano*. Instituto de Promoción de Exportaciones e Inversiones PROECUADOR. Recuperado de http://www.proecuador.gob.ec/wp-content/uploads/2013/09/PROEC_AS2013_BANANO.pdf

Dirección de Inteligencia Comercial e Inversiones. (2016). *Análisis Sectorial Banana*. Instituto de Promoción de Exportaciones e Inversiones PROECUADOR. Recuperado

de http://www.proecuador.gob.ec/wp-content/uploads/2016/09/PROEC_AS2016_BANANO.pdf

EKOS. (2012). Una Pyme madura y sólida: ¿Cómo no morir en el intento? Recuperado de <http://ekosnegocios.com/negocios/m/verArticulo.aspx?idart=1221&c=1>

EPM Information Development Team. (2013). Crystal Ball User's Guide. Recuperado de https://docs.oracle.com/cd/E40248_01/epm.1112/cb_user.pdf

Espiñeira et al. (2008). Titularización: Mecanismo de Financiamiento. *Boletín de Finanzas Corporativas y Recuperaciones*. 2, 1-11. Recuperado de <https://www.pwc.com/ve/es/finanzas-corporativas-y-recuperaciones/assets/boletin-cfr-edicion-02-2008.pdf>

García, S. & Muñoz, M. (2007). Las Titularizaciones de Activos Agropecuarios: Una alternativa de financiamiento a la medida. *Notas del Mercado de Capitales*. 16, 1-5. Recuperado de <http://brc.com.co/notasyanalisis/Titularizaciones%20Agropecuarias.pdf>

García, S. (2012). *Las Pymes tienen amplias opciones de exportación*. EKOS Negocios. Recuperado de <http://www.ekosnegocios.com/negocios/verArticuloContenido.aspx?idArt=1211>

Gitman, L. & Zutter, C. (2012). *Principios de Administración Financiera*. (12ava. Ed). México: Editorial Pearson Educación.

Gitman, L. (2007). *Principios de Administración Financiera*. (11ava. Ed). México: Editorial Pearson Educación.

HOLDUNTRUST Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A. (2016). *Tarifario*. Recuperado de http://www.holdun.com.ec/web/index.php?option=com_content&view=article&id=34&Itemid=25

Instituto de Promoción de Exportaciones e Inversiones. (2016). *Banano y plátano*. Recuperado de <http://www.proecuador.gob.ec/compradores/oferta-exportable/banano/>

Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2014). *Directorio de Empresas*. Recuperado de <http://www.ecuadorencifras.gob.ec/directoriodeempresas/>

Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. (2010). *Censo Nacional Económico*. Recuperado de <http://www.ecuadorencifras.gob.ec/censo-nacional-economico/>

Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. (2014). *Encuesta de Superficie y Producción Agropecuaria Continua 2014*. Recuperado de <http://www.ecuadorencifras.gob.ec/encuesta-de-produccion-agropecuaria-continua/>

Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. (2016). *Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo*. Recuperado de http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2016/Marzo-2016/Presentacion%20Empleo_0316.pdf

Investigación EKOS Negocios y la Unidad de Investigación Económica y de Mercado, UIEM, Corporación EKOS. (2013). PYMES: Contribución clave en la economía. *EKOS Ranking 2013 PYMES*, 234, 28–44.

Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. (2015). *Resolución No. 043-2015-F: Normas que regulan la segmentación de la cartera de crédito de las entidades del Sistema Financiero Nacional*. Recuperado de <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/RegTasas043.pdf>

Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. (2016). *Resolución No. 210-2016-V: Normas Aplicables al Registro Especial Bursátil - REB*. Recuperado de <http://www.juntamonetariafinanciera.gob.ec/PDF/Resolucion210v.pdf?dl=0>

Llisterri, J. & Angelelli, P. (2002). *Guía operativa para programas de competitividad para la pequeña y mediana empresa*. Banco Interamericano de Desarrollo. Recuperado de http://www.redmicrofinanzas.cl/index_files/33321guiaopyme.pdf

Llontop, C. (1997). Titularización de Activos. *Tratamiento tributario de las principales innovaciones financieras*, 33, 57-67.

Ministerio de Agricultura, Ganadería, Acuacultura y Pesca. (2016). *Seguro Agrícola*. Recuperado de <http://balcon.magap.gob.ec/servicios/index.php/seguro-agricola1>

Ministerio de Industrias y Productividad. (2012). *Alternativas de Financiamiento a través del Mercado de Valores para las PYMES*. Recuperado de http://www.industrias.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2012/08/2012_Alternativas_Financiamiento_PYMES_mercado_Valores.pdf

Navarrete, A. (2009). *La Titularización de Activos en el Ecuador*. (Trabajo de grado). Universidad Internacional SEK, Quito. Recuperado de

<http://repositorio.uisek.edu.ec/jspui/bitstream/123456789/287/1/La%20titularizaci%C3%B3n%20de%20activos%20en%20el%20Ecuador.pdf>

Observatorio PYME de la Universidad Andina Simón Bolívar. (2015). *Encuesta cuatrimestral de coyuntura de la PYME*. Recuperado de

http://portal.uasb.edu.ec/contenido_centro_programa.php?cd_centro=15

Ord, K. & Fildes, R. (2013). *Principles of Business Forecasting*. (1st. Ed). South Western: Publisher Cengage Learning.

Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura. (2015). *Cambio Climático y Sostenibilidad del Banano en el Ecuador: Evaluación de Impacto y Directrices de Política*. Recuperado de <http://www.fao.org/3/a-i5116s.pdf>

Rojas, E. (2004). *La Titularización Ganadera en Colombia*. Centro Latinoamericano para la Competitividad y el Desarrollo Sostenible: INCAE Business School. Recuperado de <http://www.microfinancegateway.org/sites/default/files/mfg-es-documento-titularizacion-ganadera-en-colombia-2003.pdf>

Sánchez, K. & Espinoza, D. (2008). *Proyecto de Titularización de cartera de crédito comercial como método para obtener recursos financieros en el sector bancario*. (Trabajo de grado). Escuela Superior Politécnica del Litoral, Guayaquil. Recuperado de <https://www.dspace.espol.edu.ec/bitstream/123456789/7159/4/TESIS%20TITULARIZACION%20CARTERA%20CREDITO%20COMERCIAL.pdf>

Segura, O. (2012). Los encadenamientos productivos una opción ganar-ganar para Pymes y grandes empresas. *EKOS Negocios*, 223, 64-65.

Servicio de Rentas Internas. (s.f.). *PYMES*. Recuperado de <http://www.sri.gob.ec/web/guest/pymes>

Sistema de Información Nacional del Agro MAGAP. (2013). *Catastro del Banano 2013*. Recuperado de <http://sinagap.agricultura.gob.ec/>

Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana. (2016). *Tarifas de Servicios*. Recuperado de <http://www.scrla.fin.ec/>

Superintendencia de Bancos. (2016). *Volumen de Crédito del Sistema Financiero Ecuatoriano de Enero a Abril del 2016*. Recuperado de http://www.sbs.gob.ec:7778/practg/sbs_index?vp_art_id=39&vp_tip=2&vp_buscr=41

Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. (2012). *Anuario Estadístico Societario 2012*. Recuperado de

<http://www.supercias.gob.ec/home1.php?blue=a00e5eb0973d24649a4a920fc53d9564&ubc=Sector%20Societario/%20Estad%C3%ADsticas/%20Anuarios%20Estad%C3%ADsticos>

Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. (2013). *Anuario Estadístico Societario 2013*. Recuperado de

<http://www.supercias.gob.ec/home1.php?blue=a00e5eb0973d24649a4a920fc53d9564&ubc=Sector%20Societario/%20Estad%C3%ADsticas/%20Anuarios%20Estad%C3%ADsticos>

Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. (2013). *Prospecto de Oferta Pública Fideicomiso de Titularización de Flujos El Ordeño*. Recuperado de

<http://www.bolsadequito.info/uploads/prosp/E-H/EL%20ORDE%20TITULARIZACIONES/EL%20ORDENO%20TIT%202013.pdf>

Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. (2015). *Listado de Compañías MIPYMES Activas de la Provincia del Guayas a Diciembre de 2015*. Recuperado de

http://appscvs.supercias.gob.ec/portallInformacion/sector_societario.zul

Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. (2015). *Ranking Empresarial: Por Tamaño*. Recuperado de <http://appscvs.supercias.gob.ec/rankingCias/>

Trust Fiduciaria Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A. (2016). *Tarifa de Servicios*. Recuperado de

http://www.trustfiduciaria.com/HONORARIOS_FIDEICOMISOS.pdf

Unidad de Análisis Económico e Investigación EKOS Negocios. (2012). PYMES: Contribución clave en la economía. *EKOS Ranking 2012 PYMES*, 223, 34–40.

Unión Europea. (2015). *Presupuesto*. Recuperado de https://europa.eu/european-union/topics/budget_es

BanEcuador B.P.

<http://www.banecuador.fin.ec/>

Corporación Financiera Nacional B.P.

<http://www.cfn.fin.ec/>

Casa de Valores ANALYTICA

<http://analytica.ec/servicios/casa-de-valores/>

Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores (DECEVALE)

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

ANEXOS

Anexo No. 1

Actividad Económica	Personal afiliado	Porcentaje %
Comercio	609.892	19,48%
Agricultura y Ganadería	207.380	6,62%
Transporte y Almacenamiento	171.204	5,47%
Industrias Manufactureras	408.069	13,04%
Alojamiento y servicio de comidas	129.576	4,14%
Otros servicios	74.067	2,37%
Actividades Profesionales, Científicas y Técnicas	170.770	5,45%
Construcción	170.362	5,44%
Servicios Administrativos y de Apoyo	171.708	5,48%
Actividades Inmobiliarias	47.697	1,52%
Atención de la Salud y asistencia social	135.828	4,34%
Enseñanza	207.868	6,64%
Información y Comunicación	57.564	1,84%
Artes, entretenimiento y recreación	16.611	0,53%
Explotación de minas y canteras	43.126	1,38%
Actividades financieras y de seguros	71.413	2,28%
Administración pública y defensa	399.023	12,75%
Agua, alcantarillado y saneamiento	17.051	0,54%
Suministro de electricidad, gas, vapor	21.316	0,68%
Total	3.130.525	100,00%

Actividad Económica	Valor ventas (miles de \$)	Porcentaje %
Comercio	64.867.238	38,22%
Industrias Manufactureras	34.342.036	20,24%
Explotación de minas y canteras	18.048.942	10,64%
Construcción	7.393.802	4,36%
Agricultura y Ganadería	7.150.818	4,21%
Transporte y Almacenamiento	6.062.858	3,57%
Actividades financieras y de seguros	5.806.497	3,42%
Información y Comunicación	5.493.559	3,24%
Actividades Profesionales, Científicas y Técnicas	4.961.987	2,92%
Suministro de electricidad, gas, vapor	3.232.571	1,90%
Servicios Administrativos y de Apoyo	2.663.102	1,57%
Alojamiento y servicio de comidas	2.045.602	1,21%
Actividades Inmobiliarias	1.642.957	0,97%
Atención de la Salud y asistencia social	1.629.352	0,96%
Enseñanza	1.555.993	0,92%
Otros servicios	1.282.270	0,76%
Agua, alcantarillado y saneamiento	1.282.270	0,76%
Artes, entretenimiento y recreación	234.397	0,14%
Administración pública y defensa	2.933	0,00%
Total	169.699.181	100,00%

Anexo No. 2

Análisis Horizontal y Vertical Estado de Situación Financiera BANJAE S.A.

BANJAE S.A.

Estado de Situación Financiera

Análisis Horizontal

	2011	2012	Análisis horizontal 2011-2012	2013	Análisis horizontal 2012-2013	2014	Análisis horizontal 2013-2014
Activo							
Activo Corriente							
Efectivo y equivalentes	404.989,00	47.952,94	-88,16%	381.310,73	695,18%	194.733,50	-48,93%
Cuentas por cobrar	1.290.846,00	2.533.928,99	96,30%	2.145.404,64	-15,33%	1.626.015,20	-24,21%
Inventarios	0,00	0,00	0,00%	0,00	0,00%	37.837,32	100,00%
Impuestos y pagos anticipados	0,00	54.417,00	100,00%	30.215,88	-44,47%	60.684,47	100,84%
Total Activo Corriente	1.695.835,00	2.636.298,93	55,46%	2.556.931,25	-3,01%	1.919.270,49	-24,94%
Activo No Corriente							
Propiedad, planta y equipo	3.449.637,00	3.422.417,47	-0,79%	3.576.916,86	4,51%	3.618.252,67	1,16%
Activos biológicos	280.618,00	281.817,60	0,43%	248.219,28	-11,92%	236.946,59	-4,54%
Activos intangibles (marcas, patentes, etc.)	0,00	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Otros activos intangibles	0,00	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Activos financieros no corrientes	0,00	0,00	0,00%	0,00	0,00%	574.936,10	100,00%
Total Activo No Corriente	3.730.255,00	3.704.235,07	-0,70%	3.825.136,14	3,26%	4.430.135,36	15,82%
Total Activo	5.426.090,00	6.340.534,00	16,85%	6.382.067,39	0,66%	6.349.405,85	-0,51%

Pasivo**Pasivo Corriente**

Proveedores y cuentas por pagar	2.130.788,00	652.266,00	-69,39%	761.658,21	16,77%	1.066.754,36	40,06%
Impuestos por pagar	6.226,00	48.778,00	683,46%	866,57	-98,22%	3.735,93	331,12%
Obligación bancaria	523.534,00	1.100.430,00	110,19%	831.968,21	-24,40%	0,00	-100,00%
Beneficios sociales corriente	0,00	0,00	0,00%	169.851,53	100,00%	221.872,60	30,63%
Otras obligaciones emitidas corriente	0,00	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Total Pasivo Corriente	2.660.548,00	1.801.474,00	-32,29%	1.764.344,52	-2,06%	1.292.362,89	-26,75%

Pasivo No Corriente

Préstamos Bancarios	386.009,00	646.006,00	67,36%	0,00	-100,00%	0,00	0,00%
Cuentas por pagar L/P relacionados	0,00	1.339.295,77	100,00%	1.460.176,89	9,03%	140.090,96	-90,41%
Beneficios sociales no corriente	22.342,00	35.975,89	61,02%	47.362,00	31,65%	64.856,86	36,94%
Otros pasivos no corrientes	0,00	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Total Pasivo No Corriente	408.351,00	2.021.277,66	394,99%	1.507.538,89	-25,42%	204.947,82	-86,41%

Total Pasivo

3.068.899,00	3.822.751,66	24,56%	3.271.883,41	-14,41%	1.497.310,71	-54,24%
	60,29%		51,27%		23,58%	

Patrimonio

Capital social	800,00	800,00	0,00%	800,00	0,00%	800,00	0,00%
Aportes para futuro aumento de capital	0,00	0,00	0,00%	0,00	0,00%	1.206.614,50	100,00%
Reserva facultativa y estatutaria	0,00	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Reserva de capital	0,00	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Resultados acumulados por adopción NIIF	2.130.235,00	2.130.235,69	0,00%	2.130.235,69	0,00%	2.130.235,69	0,00%
Resultados acumulados	149.914,00	226.155,65	50,86%	567.302,30	150,85%	952.636,25	67,92%
Resultado del ejercicio neto	76.242,00	160.591,00	110,63%	411.845,99	156,46%	561.808,70	36,41%

Total Patrimonio

2.357.191,00	2.517.782,34	6,81%	3.110.183,98	23,53%	4.852.095,14	56,01%

Total Pasivo y Patrimonio

5.426.090,00	6.340.534,00	16,85%	6.382.067,39	0,66%	6.349.405,85	-0,51%

BANJAE S.A.**Estado de Situación Financiera****Análisis Vertical**

	2011	Análisis vertical 2011	2012	Análisis vertical 2012	2013	Análisis vertical 2013	2014	Análisis vertical 2014
Activo								
Activo Corriente								
Efectivo y equivalentes	404.989,00	23,88% ^{*41}	47.952,94	1,82%*	381.310,73	14,91%*	194.733,50	10,15%*
Cuentas por cobrar	1.290.846,00	76,12%*	2.533.928,99	96,12%*	2.145.404,64	83,91%*	1.626.015,20	84,72%*
Inventarios	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	37.837,32	1,97%*
Impuestos y pagos anticipados	0,00	0,00%*	54.417,00	2,06%*	30.215,88	1,18%*	60.684,47	3,16%*
Total Activo Corriente (a)	1.695.835,00	31,25%	2.636.298,93	41,58%	2.556.931,25	40,06%	1.919.270,49	30,23%
Activo No Corriente								
Propiedad, planta y equipo	3.449.637,00	92,48%*	3.422.417,47	92,39%*	3.576.916,86	93,51%*	3.618.252,67	81,67%*
Activos biológicos	280.618,00	7,52%*	281.817,60	7,61%*	248.219,28	6,49%*	236.946,59	5,35%*
Activos intangibles (marcas, patentes, etc.)	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*
Otros activos intangibles	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*
Activos financieros no corrientes	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	574.936,10	12,98%*
Total Activo No Corriente (b)	3.730.255,00	68,75%	3.704.235,07	58,42%	3.825.136,14	59,94%	4.430.135,36	69,77%
Total Activo	5.426.090,00	100,00%	6.340.534,00	100,00%	6.382.067,39	100,00%	6.349.405,85	100,00%
Pasivo								
Pasivo Corriente								
Proveedores y cuentas por pagar	2.130.788,00	80,09%*	652.266,00	36,21%*	761.658,21	43,17%*	1.066.754,36	82,54%*

⁴¹ * Porcentajes calculados a partir del total de cada subgrupo (a, b, c, d).

Impuestos por pagar	6.226,00	0,23%*	48.778,00	2,71%*	866,57	0,05%*	3.735,93	0,29%*
Obligación bancaria	523.534,00	19,68%*	1.100.430,00	61,08%*	831.968,21	47,15%*	0,00	0,00%*
Beneficios sociales corriente	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	169.851,53	9,63%*	221.872,60	17,17%*
Otras obligaciones emitidas corriente	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*
Total Pasivo Corriente (c)	2.660.548,00	86,69%	1.801.474,00	47,13%	1.764.344,52	53,92%	1.292.362,89	86,31%
Pasivo No Corriente								
Préstamos Bancarios	386.009,00	94,53%*	646.006,00	31,96%*	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*
Cuentas por pagar L/P relacionados	0,00	0,00%*	1.339.295,77	66,26%*	1.460.176,89	96,86%*	140.090,96	68,35%*
Beneficios sociales no corriente	22.342,00	5,47%*	35.975,89	1,78%*	47.362,00	3,14%*	64.856,86	31,65%*
Otros pasivos no corrientes	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*
Total Pasivo No Corriente (d)	408.351,00	13,31%	2.021.277,66	52,87%	1.507.538,89	46,08%	204.947,82	13,69%
Total Pasivo	3.068.899,00	100,00%	3.822.751,66	100,00%	3.271.883,41	100,00%	1.497.310,71	100,00%
	56,56%		60,29%		51,27%		23,58%	
Patrimonio								
Capital social	800,00	0,03%	800,00	0,03%	800,00	0,03%	800,00	0,02%
Aportes para futuro aumento de capital	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	1.206.614,50	24,87%
Reserva facultativa y estatutaria	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Reserva de capital	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Resultados acumulados por adopción NIIF	2.130.235,00	90,37%	2.130.235,69	84,61%	2.130.235,69	68,49%	2.130.235,69	43,90%
Resultados acumulados	149.914,00	6,36%	226.155,65	8,98%	567.302,30	18,24%	952.636,25	19,63%
Resultado del ejercicio neto	76.242,00	3,23%	160.591,00	6,38%	411.845,99	13,24%	561.808,70	11,58%
Total Patrimonio	2.357.191,00	43,44%	2.517.782,34	39,71%	3.110.183,98	48,73%	4.852.095,14	76,42%
Total Pasivo y Patrimonio	5.426.090,00	100,00%	6.340.534,00	100,00%	6.382.067,39	100,00%	6.349.405,85	100,00%

Anexo No. 3

Análisis Horizontal y Vertical Estado de Situación Financiera CUDARANSA S.A.

CUDARANSA S.A.

Estado de Situación Financiera

Análisis Horizontal

	2011	2012	Análisis horizontal 2011-2012	2013	Análisis horizontal 2012-2013	2014	Análisis horizontal 2013-2014
Activo							
Activo Corriente							
Efectivo y equivalentes	19.599,00	34.105,00	74,01%	34.364,76	0,76%	171.169,83	398,10%
Cuentas por cobrar	366.191,00	402.518,59	9,92%	408.418,60	1,47%	506.095,40	23,92%
Inventarios	0,00	0,00	0,00%	0,00	0,00%	37.782,27	100,00%
Impuestos y pagos anticipados	16.371,00	24.969,00	52,52%	54.302,36	117,48%	78.082,43	43,79%
Total Activo Corriente	402.161,00	461.592,59	14,78%	497.085,72	7,69%	793.129,93	59,56%
Activo No Corriente							
Propiedad, planta y equipo	1.986.871,00	2.973.499,11	49,66%	2.985.772,48	0,41%	2.967.526,25	-0,61%
Activos biológicos	233.491,00	234.211,20	0,31%	200.027,52	-14,60%	187.123,32	-6,45%
Activos intangibles (marcas, patentes, etc.)	0,00	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Otros activos intangibles	0,00	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Activos financieros no corrientes	0,00	0,00	0,00%	0,00	0,00%	22.167,38	100,00%
Total Activo No Corriente	2.220.362,00	3.207.710,31	44,47%	3.185.800,00	-0,68%	3.176.816,95	-0,28%
Total Activo	2.622.523,00	3.669.302,90	39,91%	3.682.885,72	0,37%	3.969.946,88	7,79%

Pasivo**Pasivo Corriente**

Proveedores y cuentas por pagar	1.380.386,00	450.758,00	-67,35%	850.705,94	88,73%	798.519,44	-6,13%
Impuestos por pagar	5.330,00	1.049,00	-80,32%	1.393,67	32,86%	1.941,49	39,31%
Obligación bancaria	51.747,00	0,00	-100,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Beneficios sociales corriente	0,00	0,00	0,00%	59.904,17	100,00%	140.994,14	135,37%
Otras obligaciones emitidas corriente	0,00	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Total Pasivo Corriente	1.437.463,00	451.807,00	-68,57%	912.003,78	101,86%	941.455,07	3,23%

Pasivo No Corriente

Préstamos Bancarios	0,00	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Cuentas por pagar L/P relacionados	0,00	1.905.012,00	0,00%	1.576.961,23	-17,22%	425.336,43	-73,03%
Beneficios sociales no corriente	13.073,00	18.578,55	42,11%	28.809,25	55,07%	41.420,57	43,78%
Otros pasivos no corrientes	0,00	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Total Pasivo No Corriente	13.073,00	1.923.590,55	14614,22%	1.605.770,48	-16,52%	466.757,00	-70,93%

Total Pasivo

1.450.536,00	2.375.397,55	63,76%	2.517.774,26	5,99%	1.408.212,07	-44,07%

Patrimonio

Capital social	800,00	800,00	0,00%	800,00	0,00%	800,00	0,00%
Aportes para futuro aumento de capital	0,00	0,00	0,00%	0,00	0,00%	1.126.962,57	100,00%
Reserva facultativa y estatutaria	0,00	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Reserva de capital	0,00	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Resultados acumulados por adopción NIIF	904.666,00	904.665,87	0,00%	904.665,87	0,00%	904.665,87	0,00%
Resultados acumulados	205.125,00	262.889,48	28,16%	192.530,43	-26,76%	237.388,39	23,30%
Resultado del ejercicio neto	61.396,00	125.550,00	104,49%	67.115,16	-46,54%	291.917,98	334,95%

Total Patrimonio

1.171.987,00	1.293.905,35	10,40%	1.165.111,46	-9,95%	2.561.734,81	119,87%

Total Pasivo y Patrimonio

2.622.523,00	3.669.302,90	39,91%	3.682.885,72	0,37%	3.969.946,88	7,79%

CUDARANSA S.A.

Estado de Situación Financiera

Análisis Vertical

	2011	Análisis vertical 2011	2012	Análisis vertical 2012	2013	Análisis vertical 2013	2014	Análisis vertical 2014
Activo								
Activo Corriente								
Efectivo y equivalentes	19.599,00	4,87%* ⁴²	34.105,00	7,39%*	34.364,76	6,91%*	171.169,83	21,58%*
Cuentas por cobrar	366.191,00	91,06%*	402.518,59	87,20%*	408.418,60	82,16%*	506.095,40	63,81%*
Inventarios	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	37.782,27	4,76%*
Impuestos y pagos anticipados	16.371,00	4,07%*	24.969,00	5,41%*	54.302,36	10,92%*	78.082,43	9,84%*
Total Activo Corriente (a)	402.161,00	15,33%	461.592,59	12,58%	497.085,72	13,50%	793.129,93	19,98%
Activo No Corriente								
Propiedad, planta y equipo	1.986.871,00	89,48%*	2.973.499,11	92,70%*	2.985.772,48	93,72%*	2.967.526,25	93,41%*
Activos biológicos	233.491,00	10,52%*	234.211,20	7,30%*	200.027,52	6,28%*	187.123,32	5,89%*
Activos intangibles (marcas, patentes, etc.)	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*
Otros activos intangibles	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*
Activos financieros no corrientes	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	22.167,38	0,70%*
Total Activo No Corriente (b)	2.220.362,00	84,67%	3.207.710,31	87,42%	3.185.800,00	86,50%	3.176.816,95	80,02%
Total Activo	2.622.523,00	100,00%	3.669.302,90	100,00%	3.682.885,72	100,00%	3.969.946,88	100,00%
Pasivo								
Pasivo Corriente								
Proveedores y cuentas por pagar	1.380.386,00	96,03%*	450.758,00	99,77%*	850.705,94	93,28%*	798.519,44	84,82%*
Impuestos por pagar	5.330,00	0,37%*	1.049,00	0,23%*	1.393,67	0,15%*	1.941,49	0,21%*

⁴² * Porcentajes calculados a partir del total de cada subgrupo (a, b, c, d).

Obligación bancaria	51.747,00	3,60%*	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*
Beneficios sociales corriente	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	59.904,17	6,57%*	140.994,14	14,98%*
Otras obligaciones emitidas corriente	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*
Total Pasivo Corriente (c)	1.437.463,00	99,10%	451.807,00	19,02%	912.003,78	36,22%	941.455,07	66,85%
Pasivo No Corriente								
Préstamos Bancarios	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*
Cuentas por pagar L/P relacionados	0,00	0,00%*	1.905.012,00	99,03%*	1.576.961,23	98,21%*	425.336,43	91,13%*
Beneficios sociales no corriente	13.073,00	100,00%*	18.578,55	0,97%*	28.809,25	1,79%*	41.420,57	8,87%*
Otros pasivos no corrientes	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*
Total Pasivo No Corriente (d)	13.073,00	0,90%	1.923.590,55	80,98%	1.605.770,48	63,78%	466.757,00	33,15%
Total Pasivo	1.450.536,00	100,00%	2.375.397,55	100,00%	2.517.774,26	100,00%	1.408.212,07	100,00%
	55,31%		64,74%		68,36%		35,47%	
Patrimonio								
Capital social	800,00	0,07%	800,00	0,06%	800,00	0,07%	800,00	0,03%
Aportes para futuro aumento de capital	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	1.126.962,57	43,99%
Reserva facultativa y estatutaria	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Reserva de capital	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Resultados acumulados por adopción NIIF	904.666,00	77,19%	904.665,87	69,92%	904.665,87	77,65%	904.665,87	35,31%
Resultados acumulados	205.125,00	17,50%	262.889,48	20,32%	192.530,43	16,52%	237.388,39	9,27%
Resultado del ejercicio neto	61.396,00	5,24%	125.550,00	9,70%	67.115,16	5,76%	291.917,98	11,40%
Total Patrimonio	1.171.987,00	44,69%	1.293.905,35	35,26%	1.165.111,46	31,64%	2.561.734,81	64,53%
Total Pasivo y Patrimonio	2.622.523,00	100,00%	3.669.302,90	100,00%	3.682.885,72	100,00%	3.969.946,88	100,00%

Anexo No. 4

Análisis Horizontal y Vertical Estado de Situación Financiera DAVAXTEL S.A.

DAVAXTEL S.A.

Estado de Situación Financiera

Análisis Horizontal

	2011	2012	Análisis horizontal 2011-2012	2013	Análisis horizontal 2012-2013	2014	Análisis horizontal 2013-2014
Activo							
Activo Corriente							
Efectivo y equivalentes	11.377,34	12.452,60	9,45%	4.782,43	-61,59%	13.927,62	191,22%
Cuentas y documentos por cobrar	17.511,67	0,00	-100,00%	49.128,22	100,00%	135.514,86	175,84%
Inventarios	0,00	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Impuestos y pagos anticipados	16.581,25	20.077,95	21,09%	23.184,74	15,47%	27.450,75	18,40%
Otros activos corrientes	0,00	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Total Activo Corriente	45.470,26	32.530,55	-28,46%	77.095,39	136,99%	176.893,23	129,45%
Activo No Corriente							
Propiedad, planta y equipo	667.545,75	694.691,17	4,07%	679.836,59	-2,14%	664.982,01	-2,19%
Activos biológicos	0,00	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Activos intangibles (marcas, patentes, etc.)	0,00	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Otros activos intangibles	0,00	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Activos financieros no corrientes	0,00	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Total Activo No Corriente	667.545,75	694.691,17	4,07%	679.836,59	-2,14%	664.982,01	-2,19%
Total Activo	713.016,01	727.221,72	1,99%	756.931,98	4,09%	841.875,24	11,22%

Pasivo

Pasivo Corriente

Proveedores y cuentas por pagar	0,00	0,00	0,00%	22.548,59	100,00%	3.676,31	-83,70%
Impuestos por pagar	11.717,04	14.779,52	26,14%	18.893,43	27,84%	26.982,46	42,81%
Obligación bancaria	0,00	0,00	0,00%	1.500,00	100,00%	14.546,67	869,78%
Beneficios sociales corriente	0,00	0,00	0,00%	0,00	0,00%	12.213,40	100,00%
Otras obligaciones emitidas corriente	1.000,00	2.465,02	146,50%	9.619,79	290,25%	40.670,17	322,78%

Total Pasivo Corriente	12.717,04	17.244,54	35,60%	52.561,81	204,80%	98.089,01	86,62%

Pasivo No Corriente

Préstamos Bancarios	0,00	0,00	0,00%	0,00	0,00%	1.212,22	100,00%
Cuentas por pagar L/P relacionados	0,00	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Beneficios sociales no corriente	0,00	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Otros pasivos no corrientes	0,00	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%

Total Pasivo No Corriente	0,00	0,00	0,00%	0,00	0,00%	1.212,22	100,00%

Total Pasivo	12.717,04	17.244,54	35,60%	52.561,81	204,80%	99.301,23	88,92%

Patrimonio

Capital social	800,00	800,00	0,00%	800,00	0,00%	800,00	0,00%
Aportes para futuro aumento de capital	0,00	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Reserva facultativa y estatutaria	666.000,00	666.000,00	0,00%	666.000,00	0,00%	666.000,00	0,00%
Reserva de capital	400,00	400,00	0,00%	400,00	0,00%	400,00	0,00%
Resultados acumulados por adopción NIIF	0,00	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Resultados acumulados	0,00	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Resultado del ejercicio neto	33.098,97	42.777,18	29,24%	37.170,17	-13,11%	75.374,01	102,78%

Total Patrimonio	700.298,97	709.977,18	1,38%	704.370,17	-0,79%	742.574,01	5,42%

Total Pasivo y Patrimonio	713.016,01	727.221,72	1,99%	756.931,98	4,09%	841.875,24	11,22%

DAVAXTEL S.A.

Estado de Situación Financiera

Análisis Vertical

	2011	Análisis vertical 2011	2012	Análisis vertical 2012	2013	Análisis vertical 2013	2014	Análisis vertical 2014
Activo								
Activo Corriente								
Efectivo y equivalentes	11.377,34	25,02%* ⁴³	12.452,60	38,28%*	4.782,43	6,20%*	13.927,62	7,87%*
Cuentas y documentos por cobrar	17.511,67	38,51%*	0,00	0,00%*	49.128,22	63,72%*	135.514,86	76,61%*
Inventarios	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*
Impuestos y pagos anticipados	16.581,25	36,47%*	20.077,95	61,72%*	23.184,74	30,07%*	27.450,75	15,52%*
Otros activos corrientes	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*
Total Activo Corriente	45.470,26	6,38%	32.530,55	4,47%	77.095,39	10,19%	176.893,23	21,01%
Activo No Corriente								
Propiedad, planta y equipo	667.545,75	100,00%*	694.691,17	100,00%*	679.836,59	100,00%*	664.982,01	100,00%*
Activos biológicos	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*
Activos intangibles (marcas, patentes, etc.)	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*
Otros activos intangibles	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*
Activos financieros no corrientes	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*
Total Activo No Corriente	667.545,75	93,62%	694.691,17	95,53%	679.836,59	89,81%	664.982,01	78,99%
Total Activo	713.016,01	100,00%	727.221,72	100,00%	756.931,98	100,00%	841.875,24	100,00%
Pasivo								
Pasivo Corriente								
Proveedores y cuentas por pagar	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	22.548,59	42,90%*	3.676,31	3,75%*

⁴³ * Porcentajes calculados a partir del total de cada subgrupo (a, b, c, d).

Impuestos por pagar	11.717,04	92,14%*	14.779,52	85,71%*	18.893,43	35,95%*	26.982,46	27,51%*
Obligación bancaria	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	1.500,00	2,85%*	14.546,67	14,83%*
Beneficios sociales corriente	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	12.213,40	12,45%*
Otras obligaciones emitidas corriente	1.000,00	7,86%*	2.465,02	14,29%*	9.619,79	18,30%*	40.670,17	41,46%*
Total Pasivo Corriente	12.717,04	100,00%	17.244,54	100,00%	52.561,81	100,00%	98.089,01	98,78%
Pasivo No Corriente								
Préstamos Bancarios	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	1.212,22	100,00%*
Cuentas por pagar L/P relacionados	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*
Beneficios sociales no corriente	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*
Otros pasivos no corrientes	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*	0,00	0,00%*
Total Pasivo No Corriente	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	1.212,22	1,22%
Total Pasivo	12.717,04	100,00%	17.244,54	100,00%	52.561,81	100,00%	99.301,23	100,00%
	1,78%		2,37%		6,94%		11,80%	
Patrimonio								
Capital social	800,00	0,11%	800,00	0,11%	800,00	0,11%	800,00	0,11%
Aportes para futuro aumento de capital	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Reserva facultativa y estatutaria	666.000,00	95,10%	666.000,00	93,81%	666.000,00	94,55%	666.000,00	89,69%
Reserva de capital	400,00	0,06%	400,00	0,06%	400,00	0,06%	400,00	0,05%
Resultados acumulados por adopción NIIF	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Resultados acumulados	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Resultado del ejercicio neto	33.098,97	4,73%	42.777,18	6,03%	37.170,17	5,28%	75.374,01	10,15%
Total Patrimonio	700.298,97	98,22%	709.977,18	97,63%	704.370,17	93,06%	742.574,01	88,20%
Total Pasivo y Patrimonio	713.016,01	100,00%	727.221,72	100,00%	756.931,98	100,00%	841.875,24	100,00%

Anexo No. 5

Análisis Horizontal y Vertical Estado de Resultados Integral BANJAE S.A.

BANJAE S.A.

Análisis Horizontal Estado de Resultados Integral

	2011	2012	Análisis Horizontal 2011-2012	2013	Análisis Horizontal 2012-2013	2014	Análisis Horizontal 2013-2014
Ingresos por ventas	2.559.802,13	2.400.412,00	-6,23%	2.814.660,15	17,26%	3.075.969,37	9,28%
(-) Costo de ventas	1.957.128,58	1.676.630,05	-14,33%	1.795.825,29	7,11%	2.099.193,27	16,89%
(=) Utilidad bruta	602.673,55	723.781,95	20,10%	1.018.834,86	40,77%	976.776,10	-4,13%
(-) Gastos de venta	222.368,58	291.958,19	31,29%	269.538,46	-7,68%	141.383,71	-47,55%
(-) Gastos de administración	136.290,42	16.683,44	-87,76%	67.384,61	303,90%	31.797,26	-52,81%
(=) Utilidad antes de depreciación, intereses e impuestos	244.014,55	415.140,32	70,13%	681.911,79	64,26%	803.595,13	17,84%
(-) Depreciaciones	63.357,24	85.221,30	34,51%	32.919,04	-61,37%	39.616,32	20,34%
(-) Gastos financieros	13.499,00	84.508,18	526,03%	98.428,92	16,47%	33.515,36	-65,95%
(+) Otros ingresos	0,00	0,00	0,00%	432,87	100,00%	3.809,30	780,01%
(=) Utilidad antes de impuestos	167.158,31	245.410,84	46,81%	550.996,70	124,52%	734.272,75	33,26%
(-) 15% Participación trabajadores	25.073,75	36.811,63	46,81%	82.649,51	124,52%	110.140,91	33,26%
(=) Utilidad antes de impuesto a la renta	142.084,56	208.599,21	46,81%	468.347,20	124,52%	624.131,84	33,26%
(-) Impuesto a la renta	34.239,50	48.008,24	40,21%	56.501,20	17,69%	62.323,15	10,30%
(-) Ajuste adopción NIIF por primera vez	31.603,00	0,00	-100,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
(=) Utilidad neta	76.242,07	160.590,97	110,63%	411.845,99	156,46%	561.808,69	36,41%

BANJAE S.A.

Análisis Vertical Estado de Resultados Integral

	2011	Análisis vertical 2011	2012	Análisis vertical 2012	2013	Análisis vertical 2013	2014	Análisis vertical 2014
Ingresos por ventas	2.559.802,13	100,00%	2.400.412,00	100,00%	2.814.660,15	100,00%	3.075.969,37	100,00%
(-) Costo de ventas	1.957.128,58	76,46%	1.676.630,05	69,85%	1.795.825,29	63,80%	2.099.193,27	68,24%
(=) Utilidad bruta	602.673,55	23,54%	723.781,95	30,15%	1.018.834,86	36,20%	976.776,10	31,76%
(-) Gastos de venta	222.368,58	8,69%	291.958,19	12,16%	269.538,46	9,58%	141.383,71	4,60%
(-) Gastos de administración	136.290,42	5,32%	16.683,44	0,70%	67.384,61	2,39%	31.797,26	1,03%
(=) Utilidad antes de depreciación, intereses e impuestos	244.014,55	9,53%	415.140,32	17,29%	681.911,79	24,23%	803.595,13	26,12%
(-) Depreciaciones	63.357,24	2,48%	85.221,30	3,55%	32.919,04	1,17%	39.616,32	1,29%
(-) Gastos financieros	13.499,00	0,53%	84.508,18	3,52%	98.428,92	3,50%	33.515,36	1,09%
(+) Otros ingresos	0,00	0,00%	0,00	0,00%	432,87	0,02%	3.809,30	0,12%
(=) Utilidad antes de impuestos	167.158,31	6,53%	245.410,84	10,22%	550.996,70	19,58%	734.272,75	23,87%
(-) 15% Participación trabajadores	25.073,75	0,98%	36.811,63	1,53%	82.649,51	2,94%	110.140,91	3,58%
(=) Utilidad antes de impuesto a la renta	142.084,56	5,55%	208.599,21	8,69%	468.347,20	16,64%	624.131,84	20,29%
(-) Impuesto a la renta	34.239,50	1,34%	48.008,24	2,00%	56.501,20	2,01%	62.323,15	2,03%
(-) Ajuste adopción NIIF por primera vez	31.603,00	1,23%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
(=) Utilidad neta	76.242,07	2,98%	160.590,97	6,69%	411.845,99	14,63%	561.808,69	18,26%

Anexo No. 6

Análisis Horizontal y Vertical Estado de Resultados Integral CUDARANSA S.A.

CUDARANSA S.A.

Análisis Horizontal Estado de Resultados Integral

	2011	2012	Análisis Horizontal 2011-2012	2013	Análisis Horizontal 2012-2013	2014	Análisis Horizontal 2013-2014
Ingresos por ventas	1.970.578,19	1.836.862,00	-6,79%	2.025.106,48	10,25%	2.424.060,42	19,70%
(-) Costo de ventas	1.640.866,80	1.386.253,52	-15,52%	1.731.734,57	24,92%	1.836.797,73	6,07%
(=) Utilidad bruta	329.711,39	450.608,48	36,67%	293.371,91	-34,89%	587.262,69	100,18%
(-) Gastos de venta	176.084,32	233.636,91	32,68%	123.596,81	-47,10%	133.621,53	8,11%
(-) Gastos de administración	15.311,68	8.710,12	-43,11%	15.778,98	81,16%	23.030,81	45,96%
(=) Utilidad antes de intereses e impuestos	138.315,39	208.261,45	50,57%	153.996,12	-26,06%	430.610,35	179,62%
(-) Depreciaciones	29.428,48	9.228,55	-68,64%	24.479,98	165,26%	30.060,71	22,80%
(-) Gastos financieros	2.522,00	8.106,71	221,44%	3.354,30	-58,62%	42,83	-98,72%
(+) Otros ingresos	0,00	0,00	0,00%	976,16	100,00%	0,00	-100,00%
(=) Utilidad antes de impuestos	106.364,91	190.926,19	79,50%	127.138,00	-33,41%	400.506,81	215,02%
(-) 15% Participación trabajadores	15.954,74	28.638,93	79,50%	19.070,70	-33,41%	60.076,02	215,02%
(=) Utilidad antes de impuesto a la renta	90.410,17	162.287,26	79,50%	108.067,30	-33,41%	340.430,79	215,02%
(-) Impuesto a la renta	22.046,44	36.737,24	66,64%	40.952,13	11,47%	48.512,75	18,46%
(-) Ajuste adopción NIIF por primera vez	6.967,73	0,00	-100,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
(=) Utilidad neta	61.396,00	125.550,02	104,49%	67.115,17	-46,54%	291.918,04	334,95%

CUDARANSA S.A.

Análisis Vertical Estado de Resultados Integral

	2011	Análisis vertical 2011	2012	Análisis vertical 2012	2013	Análisis vertical 2013	2014	Análisis vertical 2014
Ingresos por ventas	1.970.578,19	100,00%	1.836.862,00	100,00%	2.025.106,48	100,00%	2.424.060,42	100,00%
(-) Costo de ventas	1.640.866,80	83,27%	1.386.253,52	75,47%	1.731.734,57	85,51%	1.836.797,73	75,77%
(=) Utilidad bruta	329.711,39	16,73%	450.608,48	24,53%	293.371,91	14,49%	587.262,69	24,23%
(-) Gastos de venta	176.084,32	8,94%	233.636,91	12,72%	123.596,81	6,10%	133.621,53	5,51%
(-) Gastos de administración	15.311,68	0,78%	8.710,12	0,47%	15.778,98	0,78%	23.030,81	0,95%
(=) Utilidad antes de intereses e impuestos	138.315,39	7,02%	208.261,45	11,34%	153.996,12	7,60%	430.610,35	17,76%
(-) Depreciaciones	29.428,48	1,49%	9.228,55	0,50%	24.479,98	1,21%	30.060,71	1,24%
(-) Gastos financieros	2.522,00	0,13%	8.106,71	0,44%	3.354,30	0,17%	42,83	0,00%
(+) Otros ingresos	0,00	0,00%	0,00	0,00%	976,16	0,05%	0,00	0,00%
(=) Utilidad antes de impuestos	106.364,91	5,40%	190.926,19	10,39%	127.138,00	6,28%	400.506,81	16,52%
(-) 15% Participación trabajadores	15.954,74	0,81%	28.638,93	1,56%	19.070,70	0,94%	60.076,02	2,48%
(=) Utilidad antes de impuesto a la renta	90.410,17	4,59%	162.287,26	8,84%	108.067,30	5,34%	340.430,79	14,04%
(-) Impuesto a la renta	22.046,44	1,12%	36.737,24	2,00%	40.952,13	2,02%	48.512,75	2,00%
(-) Ajuste adopción NIIF por primera vez	6.967,73	0,35%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
(=) Utilidad neta	61.396,00	3,12%	125.550,02	6,84%	67.115,17	3,31%	291.918,04	12,04%

Anexo No. 7

Análisis Horizontal y Vertical Estado de Resultados Integral DAVAXTEL S.A.

DAVAXTEL S.A.

Análisis Horizontal Estado de Resultados Integral

		2011	2012	Análisis horizontal 2011 - 2012	2013	Análisis horizontal 2012- 2013	2014	Análisis horizontal 2013- 2014
	Ingresos por ventas	438.268,35	421.558,29	-3,81%	425.571,70	0,95%	526.192,46	23,64%
(-)	Costo de ventas	317.688,49	363.926,53	14,55%	346.435,12	-4,81%	332.660,17	-3,98%
(=)	Utilidad bruta	120.579,86	57.631,76	-52,20%	79.136,58	37,31%	193.532,29	144,55%
(-)	Gastos de venta	70.902,91	0,00	-100,00%	368,00	100,00%	47.756,48	12877,30%
(-)	Gastos de administración	1.645,00	0,00	-100,00%	7.278,40	100,00%	27.728,05	280,96%
(=)	Utilidad antes de intereses e impuestos	48.031,95	57.631,76	19,99%	71.490,18	24,05%	118.047,76	65,12%
(-)	Depreciaciones	14.854,58	14.854,58	0,00%	14.854,58	0,00%	14.854,58	0,00%
(-)	Gastos financieros	78,40	0,00	-100,00%	572,00	100,00%	836,71	46,28%
(+)	Otros ingresos	0,00	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
(=)	Utilidad/Pérdida antes de impuestos	33.098,97	42.777,18	29,24%	56.063,60	31,06%	102.356,47	82,57%
(-)	15% Participación trabajadores	4.964,85	6.416,58	29,24%	8.409,54	31,06%	15.353,47	82,57%
(=)	Utilidad/Pérdida antes de impuesto a la renta	28.134,12	36.360,60	29,24%	47.654,06	31,06%	87.003,00	82,57%
(-)	Impuesto a la renta	6.752,19	8.362,94	23,86%	10.483,89	25,36%	11.628,99	10,92%
(-)	Ajuste adopción NIIF por primera vez	0,00	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
(=)	Utilidad/Pérdida neta	21.381,93	27.997,66	30,94%	37.170,17	32,76%	75.374,01	102,78%

DAVAXTEL S.A.

Análisis Vertical Estado de Resultados Integral

		2011	Análisis vertical 2011	2012	Análisis vertical 2012	2013	Análisis vertical 2013	2014	Análisis vertical 2014
	Ingresos por ventas	438.268,35	100,00%	421.558,29	100,00%	425.571,70	100,00%	526.192,46	100,00%
(-)	Costo de ventas	317.688,49	72,49%	363.926,53	86,33%	346.435,12	81,40%	332.660,17	63,22%
(=)	Utilidad bruta	120.579,86	27,51%	57.631,76	13,67%	79.136,58	18,60%	193.532,29	36,78%
(-)	Gastos de venta	70.902,91	16,18%	0,00	0,00%	368,00	0,09%	47.756,48	9,08%
(-)	Gastos de administración	1.645,00	0,38%	0,00	0,00%	7.278,40	1,71%	27.728,05	5,27%
(=)	Utilidad antes de intereses e impuestos	48.031,95	10,96%	57.631,76	13,67%	71.490,18	16,80%	118.047,76	22,43%
(-)	Depreciaciones	14.854,58	3,39%	14.854,58	3,52%	14.854,58	3,49%	14.854,58	2,82%
(-)	Gastos financieros	78,40	0,02%	0,00	0,00%	572,00	0,13%	836,71	0,16%
(+)	Otros ingresos	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
(=)	Utilidad/Pérdida antes de impuestos	33.098,97	7,55%	42.777,18	10,15%	56.063,60	13,17%	102.356,47	19,45%
(-)	15% Participación trabajadores	4.964,85	1,13%	6.416,58	1,52%	8.409,54	1,98%	15.353,47	2,92%
(=)	Utilidad/Pérdida antes de impuesto a la renta	28.134,12	6,42%	36.360,60	8,63%	47.654,06	11,20%	87.003,00	16,53%
(-)	Impuesto a la renta	6.752,19	1,54%	8.362,94	1,98%	10.483,89	2,46%	11.628,99	2,21%
(-)	Ajuste adopción NIIF por primera vez	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
(=)	Utilidad/Pérdida neta	21.381,93	4,88%	27.997,66	6,64%	37.170,17	8,73%	75.374,01	14,32%

Anexo No. 8

Premisas de proyección BANJAE S.A.

PREMISAS DE PROYECCIÓN	Histórico				Proyectado					PROMEDIO PONDERADO	PROMEDIO
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019		
Ponderación	1,00	1,00	2,00	5,00							
Tasa de crecimiento en ventas	16,94%	-6,23%	17,26%	9,28%	2,64%	0,18%	-0,46%	-0,61%	-0,63%	10,18%	9,31%
Costo de ventas variable/ventas	58,11%	53,08%	48,49%	51,87%	51,94%	51,94%	51,94%	51,94%	51,94%	51,94%	52,89%
Costo de ventas fijo (TCA)	469.710,86	402.391,21	430.998,07	503.806,38	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	432.570,01	451.726,63
Gastos operacionales variables/ventas	5,32%	4,89%	4,55%	2,14%	3,33%	3,33%	3,33%	3,33%	3,33%	3,33%	4,22%
Gastos operacionales fijos (TCA)	222.368,58	191.357,81	208.892,30	107.372,20	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	122.041,33	182.497,72
Efectivo y equivalentes/ventas	15,82%	2,00%	13,55%	6,33%	8,51%	8,51%	8,51%	8,51%	8,51%	8,51%	9,42%
Rotación cuentas por cobrar	184,06	385,30	278,21	192,95	232,28	232,28	232,28	232,28	232,28	232,28	260,13
Inventarios/ventas	0,00%	0,00%	0,00%	1,23%	1,23%	0,00%	0,00%	0,00%	1,23%	0,68%	0,31%
Impuestos y pagos anticipados/ventas	0,00%	2,27%	1,07%	1,97%	1,59%	1,59%	1,59%	1,59%	1,59%	1,59%	1,33%
Cuentas por cobrar L/P	0,00%	0,00%	0,00%	18,69%	10,38%	10,38%	4,67%	4,67%	4,67%	10,38%	4,67%
ROE	3,23%	6,38%	13,24%	11,58%	10,44%	10,44%	10,44%	10,44%	10,44%	10,44%	8,61%
ROA	1,41%	2,53%	6,45%	8,85%	6,79%	6,79%	6,79%	6,79%	6,79%	6,79%	4,81%
Proveedores y cuentas por pagar	83,24%	27,17%	27,06%	34,68%	37,55%	37,55%	37,55%	37,55%	37,55%	37,55%	43,04%
Impuestos por pagar/ventas	0,24%	2,03%	0,03%	0,12%	0,33%	0,33%	0,33%	0,33%	0,33%	0,33%	0,61%
Beneficios sociales corriente	0,00%	0,00%	6,03%	7,21%	5,35%	5,35%	5,35%	5,35%	5,35%	5,35%	3,31%
Cuentas por pagar L/P relacionados	0,00%	55,79%	51,88%	4,55%	8,26%	8,26%	8,26%	8,26%	8,26%	8,26%	28,06%
Beneficios sociales no corriente	0,87%	1,50%	1,68%	2,11%	1,81%	1,81%	1,81%	1,81%	1,81%	1,81%	1,54%

Supuestos adicionales:

- Se asume que a los activos actuales les quedan dos años de depreciación, y el cargo por este concepto es equivalente al registrado durante el último año de información histórica.
- A partir del tercer año el monto por depreciación corresponderá únicamente a los activos adicionales:

	2015	2016	2017	2018	2019
Adiciones de Activo Fijo	1.350.000,00	200.000,00	85.000,00	85.000,00	85.000,00
Adiciones de Activos Biológicos Brutos	30.000,00	15.000,00	15.000,00	15.000,00	15.000,00
	1.380.000,00	215.000,00	100.000,00	100.000,00	100.000,00

- Los costos y gastos fijos no varían en función del nivel de ventas, sin embargo se estima que su tasa de crecimiento anual será del 2,50%.
- Con el fin de definir con mayor certeza, así como con un mejor criterio las proyecciones, se han establecido ponderaciones para los periodos históricos, a fin de aplicar el concepto de la media ponderada.
- A partir del 2015 los inventarios se renovarán cada tres años de acuerdo con la relación establecida en la primera tabla de este anexo.
- Se estima que los activos biológicos no sufrirán ningún deterioro, de acuerdo con el patrón histórico evidenciado durante los últimos cuatro años.
- A partir del 2015, se asume que los ingresos percibidos por cada empresa corresponderán exclusivamente a la operación del negocio.
- Se proyecta que los costos y gastos fijos se reducirán en 70.000,00 USD debido a la implementación de los sistemas de drenaje, los cuales permitirán aminorar las erogaciones derivadas del mantenimiento de las plantaciones.
- El 75% de las utilidades se repartirán como dividendo.

Anexo No. 9

Premisas de proyección CUDARANSA S.A.

PREMISAS DE PROYECCIÓN	Histórico				Proyectado					PROMEDIO PONDERADO	PROMEDIO
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019		
Ponderación	1,00	1,00	2,00	5,00							
Tasa de crecimiento en ventas	43,37%	-6,79%	10,25%	19,70%	9,77%	1,87%	-0,71%	-1,27%	-1,35%	17,29%	16,63%
Costo de ventas variable/ventas	63,28%	57,36%	64,99%	57,59%	59,84%	59,84%	59,84%	59,84%	59,84%	59,84%	60,80%
Costo de ventas fijo (TCA)	393.808,03	332.700,84	415.616,30	440.831,46	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	402.988,75	395.739,16
Gastos operacionales variables/ventas	4,08%	5,54%	2,89%	2,71%	3,22%	3,22%	3,22%	3,22%	3,22%	3,22%	3,81%
Gastos operacionales fijos (TCA)	111.009,68	140.561,28	80.837,96	90.858,36	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	84.393,18	105.816,82
Efectivo y equivalentes/ventas	0,99%	1,86%	1,70%	7,06%	4,62%	4,62%	4,62%	4,62%	4,62%	4,62%	2,90%
Rotación cuentas por cobrar	67,83	79,98	73,61	76,20	75,12	75,12	75,12	75,12	75,12	75,12	7440,71%
Inventarios/ventas	0,00%	0,00%	0,00%	1,56%	1,56%	0,00%	0,00%	0,00%	1,56%	0,87%	0,39%
Impuestos y pagos anticipados/ventas	0,83%	1,36%	2,68%	3,22%	2,63%	2,63%	2,63%	2,63%	2,63%	2,63%	2,02%
Cuentas por cobrar L/P	0,00%	0,00%	0,00%	0,91%	0,51%	0,51%	0,23%	0,23%	0,23%	0,51%	0,23%
ROE	5,24%	9,70%	5,76%	11,40%	9,27%	9,27%	9,27%	9,27%	9,27%	9,27%	8,02%
ROA	2,34%	3,42%	1,82%	7,35%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	3,73%
Proveedores y cuentas por pagar	70,05%	24,54%	42,01%	32,94%	38,15%	38,15%	38,15%	38,15%	38,15%	38,15%	42,38%
Impuestos por pagar/ventas	0,27%	0,06%	0,07%	0,08%	0,10%	0,10%	0,10%	0,10%	0,10%	0,10%	0,12%
Beneficios sociales corriente	0,00%	0,00%	2,96%	5,82%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	2,19%
Cuentas por pagar L/P relacionados	0,00%	103,71%	77,87%	17,55%	16,58%	16,58%	16,58%	16,58%	16,58%	16,58%	49,78%
Beneficios sociales no corriente	0,66%	1,01%	1,42%	1,71%	1,45%	1,45%	1,45%	1,45%	1,45%	1,45%	1,20%

Supuestos adicionales:

- Se asume que a los activos actuales les quedan dos años de depreciación, y el cargo por este concepto es equivalente al registrado durante el último periodo de información histórica.
- A partir del tercer año el monto por depreciación corresponderá únicamente a los activos adicionales:

	2015	2016	2017	2018	2019	Total
Adiciones de Activo Fijo	900.000,00	108.000,00	72.000,00	72.000,00	72.000,00	1.224.000,00
Adiciones de Activos Biológicos Brutos	20.000,00	5.000,00	5.000,00	5.000,00	5.000,00	40.000,00
	920.000,00	113.000,00	77.000,00	77.000,00	77.000,00	1.264.000,00

- Los costos y gastos fijos no varían en función del nivel de ventas, sin embargo se estima que su tasa de crecimiento anual será del 2,50%.
- Con el fin de definir con mayor certeza, así como con un mejor criterio las proyecciones, se han establecido ponderaciones para los periodos históricos, a fin de aplicar el concepto de la media ponderada.
- A partir del 2015 los inventarios se renovarán cada tres años de acuerdo con la relación establecida en la primera tabla de este anexo.
- Se estima que los activos biológicos no sufrirán ningún deterioro, de acuerdo con el patrón histórico evidenciado durante los últimos cuatro años.
- A partir del 2015, se asume que los ingresos percibidos por cada empresa corresponderán exclusivamente a la operación del negocio.
- Se estima que los costos y gastos fijos se reducirán en 27.000,00 USD debido a la implementación de los sistemas de drenaje, los cuales permitirán reducir las erogaciones derivadas del mantenimiento de las plantaciones.
- El 75% de las utilidades se repartirán como dividendo.

Anexo No. 10

Premisas de proyección DAVAXTEL S.A.

PREMISAS DE PROYECCIÓN	Histórico				Proyectado					PROMEDIO PONDERADO	PROMEDIO
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019		
Ponderación	1,00	1,00	2,00	5,00							
Tasa de crecimiento en ventas	215,97%	-3,81%	0,95%	23,64%	7,72%	1,76%	-0,09%	-0,69%	-0,88%	36,92%	59,19%
Costo de ventas variable/ventas	55,09%	65,61%	61,87%	48,05%	53,85%	53,85%	53,85%	53,85%	53,85%	53,85%	57,65%
Costo de ventas fijo (TCA)	76.245,24	87.342,37	83.144,43	79.838,44	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	81.007,63	81.642,62
Gastos operacionales variables/ventas	6,95%	0,00%	0,75%	6,03%	4,29%	4,29%	4,29%	4,29%	4,29%	4,29%	3,43%
Gastos operacionales fijos (TCA)	42.077,79	0,00	4.434,91	43.781,03	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	29.983,64	22.573,43
Efectivo y equivalentes/ventas	2,60%	2,95%	1,12%	2,65%	2,34%	2,34%	2,34%	2,34%	2,34%	2,34%	2,33%
Rotación cuentas por cobrar	14,58	0,00	42,14	94,00	63,21	63,21	63,21	63,21	63,21	63,21	3768,04%
Impuestos y pagos anticipados/ventas	3,78%	4,76%	5,45%	5,22%	5,06%	5,06%	5,06%	5,06%	5,06%	5,06%	4,80%
Propiedad Planta y Equipo neto/ventas	152,31%	164,79%	159,75%	126,38%	140,94%	140,94%	140,94%	140,94%	140,94%	140,94%	150,81%
ROE	3,05%	3,94%	5,28%	10,81%	7,95%	7,95%	7,95%	7,95%	7,95%	7,95%	5,77%
ROA	3,00%	3,85%	4,91%	8,95%	6,83%	6,83%	6,83%	6,83%	6,83%	6,83%	5,18%
Cuentas por cobrar/ventas	4,00%	0,00%	11,54%	25,75%	17,32%	17,32%	17,32%	17,32%	17,32%	17,32%	10,32%
Proveedores y cuentas por pagar	0,00%	0,00%	5,30%	6,14%	4,59%	4,59%	4,59%	4,59%	4,59%	4,59%	2,86%
Beneficios sociales corriente	0,00%	0,00%	0,00%	5,48%	3,04%	3,04%	3,04%	3,04%	3,04%	3,04%	1,37%
Otros pasivos corrientes	0,23%	0,58%	2,26%	7,73%	4,89%	4,89%	4,89%	4,89%	4,89%	4,89%	2,70%

Supuestos adicionales:

- Se asume que a los activos actuales les quedan dos años de depreciación, y el cargo por este concepto es equivalente al registrado durante el último año de información histórica.
- A partir del tercer año el monto por depreciación corresponderá únicamente a los activos adicionales:

	2015	2016	2017	2018	2019	Total
Adiciones de Activo Fijo	250.000,00	38.000,00	17.000,00	17.000,00	17.000,00	339.000,00

- Los costos y gastos fijos no varían en función del nivel de ventas, sin embargo se estima que su tasa de crecimiento anual será del 2,50%.
- A partir del 2015, se asume que los ingresos percibidos por cada empresa corresponderán exclusivamente a la operación del negocio.
- Con el fin de definir con mayor certeza, así como con un mejor criterio las proyecciones, se han establecido ponderaciones para los periodos históricos, a fin de aplicar el concepto de la media ponderada.
- El 60% de las utilidades se repartirán como dividendo.

Anexo No. 11

Estados Financieros Proyectados BANJAE S.A.

Estado de Resultados Proyectado BANJAE S.A.	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos por ventas	3.157.164,37	3.162.799,27	3.148.348,51	3.129.123,13	3.109.321,74
(-) Costo de ventas variable	1.639.976,97	1.642.904,00	1.635.397,61	1.625.411,06	1.615.125,30
(-) Costo de ventas fijo	443.384,27	454.468,87	465.830,59	477.476,36	489.413,27
(=) Utilidad bruta	1.073.803,13	1.065.426,40	1.047.120,31	1.026.235,71	1.004.783,17
(-) Gasto operacional variable	105.256,02	105.443,88	104.962,11	104.321,16	103.661,01
(-) Gasto operacional fijo	125.092,37	128.219,68	131.425,17	134.710,80	138.078,57
(=) EBITDA	843.454,74	831.762,84	810.733,03	787.203,75	763.043,60
(-) Depreciaciones	174.616,32	194.616,32	163.500,00	172.000,00	180.500,00
(-) Gastos financieros	89.910,00	70.470,00	51.030,00	31.590,00	12.150,00
(+) Otros ingresos	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
(=) Utilidad/Pérdida antes de impuestos	578.928,42	566.676,52	596.203,03	583.613,75	570.393,60
(-) 15% Participación trabajadores	86.839,26	85.001,48	89.430,45	87.542,06	85.559,04
(=) Utilidad/Pérdida antes de impuesto a la renta	492.089,16	481.675,04	506.772,57	496.071,69	484.834,56
(-) Impuesto a la renta	63.143,29	63.255,99	62.966,97	62.582,46	62.186,43
(=) Utilidad/Pérdida neta	428.945,87	418.419,05	443.805,60	433.489,23	422.648,12

Estado de Situación Financiera Proyectado BANJAE S.A.

Activo	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Activo Corriente						
Efectivo y equivalentes	194.733,50	268.595,50	269.074,89	267.845,49	266.209,89	264.525,29
Cuentas y documentos por cobrar	1.626.015,20	2.009.164,11	2.012.750,06	2.003.553,86	1.991.319,16	1.978.717,90
Inventarios	37.837,32	38.836,09	0,00	0,00	0,00	38.247,59
Impuestos y pagos anticipados	60.684,47	50.087,73	50.177,13	49.947,87	49.642,86	49.328,72
Total Activo Corriente	1.919.270,49	2.366.683,44	2.332.002,08	2.321.347,22	2.307.171,91	2.330.819,49
Activo No Corriente						
Activo fijo neto	3.618.252,67	4.793.636,35	4.799.020,03	4.720.520,03	4.633.520,03	4.538.020,03
Activos biológicos neto	236.946,59	266.946,59	281.946,59	296.946,59	311.946,59	326.946,59
Cuentas por cobrar L/P	574.936,10	327.840,24	328.425,37	147.116,16	146.217,80	145.292,52
Total Activo No Corriente	4.430.135,36	5.388.423,18	5.409.391,99	5.164.582,78	5.091.684,42	5.010.259,14
Total Activo	6.349.405,85	7.755.106,62	7.741.394,08	7.485.930,00	7.398.856,33	7.341.078,64
Pasivo						
Pasivo Corriente						
Proveedores y cuentas por pagar	1.066.754,36	1.185.464,53	1.187.580,34	1.182.154,32	1.174.935,49	1.167.500,39
Impuestos por pagar	3.735,93	10.327,93	10.346,37	10.299,09	10.236,20	10.171,43
Obligación bancaria	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Beneficios sociales corriente	221.872,60	168.854,05	169.155,42	168.382,56	167.354,33	166.295,29
Titularización corto plazo	0,00	270.000,00	270.000,00	270.000,00	270.000,00	270.000,00
Total Pasivo Corriente	1.292.362,89	1.634.646,51	1.637.082,13	1.630.835,97	1.622.526,02	1.613.967,11
Pasivo No Corriente						
Préstamos Bancarios	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Titularización largo plazo	0,00	1.080.000,00	810.000,00	540.000,00	270.000,00	0,00
Cuentas por pagar L/P relacionados	140.090,96	24.020,91	173.166,07	83.258,13	166.469,85	274.392,73
Beneficios sociales no corriente	64.856,86	57.107,59	57.209,51	56.948,12	56.600,37	63.796,69
Total Pasivo No Corriente	204.947,82	1.161.128,50	1.040.375,58	680.206,26	493.070,22	338.189,42
Total Pasivo	1.497.310,71	2.795.775,01	2.677.457,71	2.311.042,22	2.115.596,25	1.952.156,53
Patrimonio						
Capital social	800,00	800,00	800,00	800,00	800,00	800,00
Aportes para futuro aumento de capital	1.206.614,50	1.206.614,50	1.206.614,50	1.206.614,50	1.206.614,50	1.206.614,50
Resultados acumulados por adopción NIIF	2.130.235,69	2.130.235,69	2.130.235,69	2.130.235,69	2.130.235,69	2.130.235,69
Resultados acumulados	952.636,25	1.192.735,55	1.307.867,13	1.393.431,98	1.512.120,66	1.628.623,80
Resultado del ejercicio neto	561.808,70	428.945,87	418.419,05	443.805,60	433.489,23	422.648,12
Total Patrimonio	4.852.095,14	4.959.331,61	5.063.936,37	5.174.887,77	5.283.260,08	5.388.922,11
Total Pasivo y Patrimonio	6.349.405,85	7.755.106,62	7.741.394,08	7.485.930,00	7.398.856,33	7.341.078,64

Anexo No. 12

Estado de Flujo de Efectivo BANJAE S.A.

Estado de Flujo de Efectivo Proyectado BANJAE S.A.

Flujo de efectivo de actividades operativas		2015	2016	2017	2018	2019
	Utilidad neta después de impuestos	428.945,87	418.419,05	443.805,60	433.489,23	422.648,12
(+)	Depreciación	174.616,32	194.616,32	163.500,00	172.000,00	180.500,00
(+/-)	Variación cuentas por cobrar	-383.148,91	-3.585,95	9.196,21	12.234,70	12.601,26
(+/-)	Variación Inventarios	-998,77	38.836,09	0,00	0,00	-38.247,59
(+/-)	Variación Impuestos y pagos anticipados	10.596,74	-89,40	229,26	305,01	314,14
(+/-)	Variación proveedores y cuentas por pagar	118.710,17	2.115,81	-5.426,03	-7.218,82	-7.435,10
(+/-)	Variación Impuestos por pagar	6.592,00	18,43	-47,27	-62,89	-64,78
(+/-)	Variación Beneficios sociales corriente	-53.018,55	301,37	-772,87	-1.028,23	-1.059,03
(=)	Efectivo proveniente de actividades operativas	302.294,87	650.631,74	610.484,90	609.718,99	569.257,02
Flujo de efectivo de actividades de inversión						
(+/-)	Variación de los activos fijos brutos	-1.350.000,00	-200.000,00	-85.000,00	-85.000,00	-85.000,00
(+/-)	Variación de los activos biológicos brutos	-30.000,00	-15.000,00	-15.000,00	-15.000,00	-15.000,00
(+/-)	Variación en las Cuentas por Cobrar a L/P	247.095,86	-585,13	181.309,21	898,36	925,28
(=)	Efectivo proveniente de las actividades de inversión	-1.132.904,14	-215.585,13	81.309,21	-99.101,64	-99.074,72
Flujo de efectivo de las actividades de financiamiento						
(+/-)	Variación en las Cuentas por Pagar L/P relacionados	-116.070,05	149.145,16	-89.907,93	83.211,72	107.922,88
(+/-)	Variación Beneficios sociales no corriente	-7.749,27	101,93	-261,39	-347,75	7.196,32
(-)	Dividendos pagados	-321.709,40	-313.814,29	-332.854,20	-325.116,92	-316.986,09
(+/-)	Titularización corto plazo	270.000,00	0,00	0,00	0,00	0,00
(+/-)	Titularización largo plazo	1.080.000,00	-270.000,00	-270.000,00	-270.000,00	-270.000,00
(=)	Efectivo proveniente de las actividades de financiamiento	904.471,27	-434.567,21	-693.023,53	-512.252,95	-471.866,90
(=)	Incremento o disminución neta del efectivo	73.862,00	479,40	-1.229,41	-1.635,60	-1.684,59
(+)	Caja inicial	194.733,50	268.595,50	269.074,90	267.845,49	266.209,89
(=)	Caja acumulada	268.595,50	269.074,90	267.845,49	266.209,89	264.525,29

Anexo No. 13

Estados Financieros Projectados CUDARANSA S.A.

Estado de Resultados Projectado CUDARANSA S.A.	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos por ventas	2.660.788,74	2.710.640,16	2.691.423,59	2.657.363,68	2.621.529,83
(-) Costo de ventas variable	1.592.215,49	1.622.046,57	1.610.547,38	1.590.165,93	1.568.722,97
(-) Costo de ventas fijo	413.063,47	423.390,06	433.974,81	444.824,18	455.944,78
(=) Utilidad bruta	655.509,78	665.203,54	646.901,40	622.373,57	596.862,08
(-) Gastos operacionales variables	85.656,26	87.261,08	86.642,46	85.546,00	84.392,43
(-) Gastos operacionales fijos	86.503,01	88.665,59	90.882,23	93.154,28	95.483,14
(=) EBITDA	483.350,51	489.276,87	469.376,72	443.673,29	416.986,51
(-) Depreciaciones	120.060,71	130.860,71	108.000,00	115.200,00	122.400,00
(-) Gastos financieros	59.940,00	46.980,00	34.020,00	21.060,00	8.100,00
(+) Otros ingresos	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
(=) Utilidad/Pérdida antes de impuestos	303.349,80	311.436,16	327.356,72	307.413,29	286.486,51
(-) 15% Participación trabajadores	45.502,47	46.715,42	49.103,51	46.111,99	42.972,98
(=) Utilidad/Pérdida antes de impuesto a la renta	257.847,33	264.720,74	278.253,21	261.301,29	243.513,53
(-) Impuesto a la renta	53.215,77	54.212,80	53.828,47	53.147,27	52.430,60
(=) Utilidad/Pérdida neta	204.631,56	210.507,93	224.424,74	208.154,02	191.082,94

Estado de Situación Financiera Proyectado CUDARANSA S.A.**Activo**

Activo Corriente					
Efectivo y equivalentes	122.844,42	125.145,98	124.258,78	122.686,29	121.031,90
Cuentas y documentos por cobrar	547.595,75	557.855,27	553.900,46	546.890,87	539.516,19
Inventarios	41.472,00	0,00	0,00	0,00	40.860,10
Impuestos y pagos anticipados	69.945,41	71.255,88	70.750,72	69.855,37	68.913,39
Total Activo Corriente	781.857,58	754.257,13	748.909,97	739.432,53	770.321,58
Activo No Corriente					
Propiedad, planta y equipo neto	3.747.465,54	3.724.604,83	3.688.604,83	3.645.404,83	3.595.004,83
Activos biológicos netos	207.123,32	212.123,32	217.123,32	222.123,32	227.123,32
Cuentas por cobrar L/P	13.517,89	13.771,15	6.153,09	6.075,22	5.993,30
Total Activo No Corriente	3.968.106,75	3.950.499,30	3.911.881,24	3.873.603,37	3.828.121,45
Total Activo	4.749.964,33	4.704.756,44	4.660.791,21	4.613.035,90	4.598.443,03

Pasivo

Pasivo Corriente					
Proveedores y cuentas por pagar	1.014.979,41	1.033.995,63	1.026.665,32	1.013.672,89	1.000.003,78
Impuestos por pagar	2.559,35	2.607,30	2.588,82	2.556,06	2.521,59
Obligación bancaria	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Beneficios sociales corriente	103.470,31	105.408,89	104.661,61	103.337,12	101.943,65
Titularización C/P	180.000,00	180.000,00	180.000,00	180.000,00	180.000,00
Total Pasivo Corriente	1.301.009,07	1.322.011,82	1.313.915,75	1.299.566,07	1.284.469,01
Pasivo No Corriente					
Préstamos Bancarios	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Cuentas por pagar L/P relacionados	77.440,68	137.879,44	226.183,03	321.233,30	444.315,69
Beneficios sociales no corriente	38.621,88	39.345,49	39.066,55	38.572,17	48.223,21
Titularización L/P	720.000,00	540.000,00	360.000,00	180.000,00	0,00
Total Pasivo No Corriente	836.062,56	717.224,93	625.249,59	539.805,46	492.538,90
Total Pasivo	2.137.071,63	2.039.236,75	1.939.165,33	1.839.371,53	1.777.007,92

Patrimonio

Capital social	800,00	800,00	800,00	800,00	800,00
Aportes para futuro aumento de capital	1.126.962,57	1.126.962,57	1.126.962,57	1.126.962,57	1.126.962,57
Resultados acumulados por adopción NIIF	904.665,87	904.665,87	904.665,87	904.665,87	904.665,87
Resultados acumulados	375.832,70	422.583,31	464.772,69	533.081,91	597.923,73
Resultado del ejercicio neto	204.631,56	210.507,93	224.424,74	208.154,02	191.082,94
Total Patrimonio	2.612.892,70	2.665.519,68	2.721.625,87	2.773.664,37	2.821.435,11
Total Pasivo y Patrimonio	4.749.964,33	4.704.756,44	4.660.791,21	4.613.035,90	4.598.443,03

Anexo No. 14

Estado de Flujo de Efectivo CUDARANSA S.A.

Estado de Flujo de Efectivo Proyectado CUDARANSA S.A.

Flujo de efectivo de actividades operativas		2015	2016	2017	2018	2019
	Utilidad neta después de impuestos	204.631,56	210.507,93	224.424,74	208.154,02	191.082,94
(+)	Depreciación	120.060,71	130.860,71	108.000,00	115.200,00	122.400,00
(+/-)	Variación cuentas por cobrar	-41.500,35	-10.259,52	3.954,81	7.009,60	7.374,68
(+/-)	Variación Inventarios	-3.689,73	41.472,00	0,00	0,00	-40.860,10
(+/-)	Variación Impuestos y pagos anticipados	8.137,02	-1.310,47	505,16	895,35	941,98
(+/-)	Variación proveedores y cuentas por pagar	216.459,97	19.016,23	-7.330,32	-12.992,43	-13.669,11
(+/-)	Variación Impuestos por pagar	617,86	47,95	-18,48	-32,76	-34,47
(+/-)	Variación Beneficios sociales corriente	-37.523,83	1.938,58	-747,28	-1.324,49	-1.393,47
(=)	Efectivo proveniente de actividades operativas	467.193,20	392.273,41	328.788,63	316.909,29	265.842,45
Flujo de efectivo de actividades de inversión						
(+/-)	Variación de los activos fijos brutos	-900.000,00	-108.000,00	-72.000,00	-72.000,00	-72.000,00
(+/-)	Variación de los activos biológicos brutos	-20.000,00	-5.000,00	-5.000,00	-5.000,00	-5.000,00
(+/-)	Variación en las Cuentas por Cobrar a L/P	8.649,49	-253,27	7.618,07	77,87	81,92
(=)	Efectivo proveniente de las actividades de inversión	-911.350,51	-113.253,27	-69.381,93	-76.922,13	-76.918,08
Flujo de efectivo de las actividades de financiamiento						
(+/-)	Variación en las Cuentas por Pagar L/P relacionados	-347.895,75	60.438,76	88.303,59	95.050,26	123.082,40
(+/-)	Variación Beneficios sociales no corriente	-2.798,69	723,60	-278,93	-494,39	9.651,04
(-)	Dividendos pagados	-153.473,67	-157.880,95	-168.318,55	-156.115,51	-143.312,20
(+/-)	Titularización corto plazo	180.000,00	0,00	0,00	0,00	0,00
(+/-)	Titularización largo plazo	720.000,00	-180.000,00	-180.000,00	-180.000,00	-180.000,00
(=)	Efectivo proveniente de las actividades de financiamiento	395.831,90	-276.718,59	-260.293,89	-241.559,64	-190.578,76
(=)	Incremento o disminución neta del efectivo	-48.325,41	2.301,56	-887,20	-1.572,49	-1.654,39
(+)	Caja inicial	171.169,83	122.844,42	125.145,98	124.258,78	122.686,29
(=)	Caja acumulada	122.844,42	125.145,98	124.258,78	122.686,29	121.031,90
		122.844,42	125.145,98	124.258,78	122.686,29	121.031,90
		CUADRA	CUADRA	CUADRA	CUADRA	CUADRA

Anexo No. 15

Estados Financieros Proyectados DAVAXTEL S.A.

Estado de Resultados Proyectado DAVAXTEL S.A.	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos por ventas	566.795,49	576.799,33	576.304,68	572.329,30	567.317,58
(-) Costo de ventas variable	305.233,37	310.620,68	310.354,30	308.213,45	305.514,52
(-) Costo de ventas fijo	83.032,82	85.108,64	87.236,36	89.417,27	91.652,70
(=) Utilidad bruta	178.529,31	181.070,01	178.714,03	174.698,58	170.150,36
(-) Gastos operacionales variables	24.301,06	24.729,97	24.708,76	24.538,32	24.323,45
(-) Gastos operacionales fijos	30.733,23	31.501,56	32.289,10	33.096,33	33.923,73
(=) EBITDA	123.495,02	124.838,48	121.716,16	117.063,93	111.903,18
(-) Depreciaciones	39.854,58	43.654,58	30.500,00	32.200,00	33.900,00
(-) Gastos financieros	16.650,00	13.050,00	9.450,00	5.850,00	2.430,20
(+) Otros ingresos	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
(=) Utilidad/Pérdida antes de impuestos	66.990,44	68.133,90	81.766,16	79.013,93	75.572,98
(-) 15% Participación trabajadores	10.048,57	10.220,08	12.264,92	11.852,09	11.335,95
(=) Utilidad/Pérdida antes de impuesto a la renta	56.941,87	57.913,81	69.501,24	67.161,84	64.237,03
(-) Impuesto a la renta	11.335,91	11.535,99	11.526,09	11.446,59	11.346,35
(=) Utilidad/Pérdida neta	45.605,96	46.377,83	57.975,14	55.715,25	52.890,68

Estado de Situación Financiera Proyectado DAVAXTEL S.A.

Activo	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Activo Corriente						
Efectivo y equivalentes	13.927,62	13.245,25	13.479,03	13.467,47	13.374,57	13.257,45
Cuentas y documentos por cobrar	135.514,86	98.152,00	99.884,37	99.798,71	99.110,29	98.242,41
Inventarios	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Impuestos y pagos anticipados	27.450,75	28.671,21	29.177,25	29.152,23	28.951,14	28.697,62
Total Activo Corriente	176.893,23	140.068,47	142.540,65	142.418,41	141.436,00	140.197,49
Activo No Corriente						
Activo fijo neto	664.982,01	875.127,43	869.472,85	855.972,85	840.772,85	823.872,85
Total Activo No Corriente	664.982,01	875.127,43	869.472,85	855.972,85	840.772,85	823.872,85
Total Activo	841.875,24	1.015.195,90	1.012.013,51	998.391,27	982.208,86	964.070,34
Pasivo						
Pasivo Corriente						
Proveedores y cuentas por pagar	32.288,51	22.995,84	23.454,66	26.431,97	26.249,64	26.019,78
Impuestos por pagar	26.982,46	21.384,48	21.756,07	23.791,02	23.298,67	22.682,30
Obligación bancaria	14.546,67	0,00	0,00	0,00	6.443,17	14.546,67
Beneficios sociales corriente	28.825,61	5.223,60	4.473,72	12.673,33	17.418,36	17.265,84
Otros pasivos corrientes	40.670,17	0,00	28.185,94	28.161,77	27.967,51	27.722,61
Titularización C/P	0,00	50.000,00	50.000,00	50.000,00	50.000,00	50.000,00
Total Pasivo Corriente	143.313,42	99.603,90	127.870,39	141.058,09	151.377,36	158.237,19
Pasivo No Corriente						
Préstamos Bancarios	1.212,22	0,00	0,00	0,00	1.212,22	5.057,59
Titularización L/P	0,00	200.000,00	150.000,00	100.000,00	50.000,00	0,00
Total Pasivo No Corriente	1.212,22	200.000,00	150.000,00	100.000,00	51.212,22	5.057,59
Total Pasivo	144.525,64	299.603,90	277.870,39	241.058,09	202.589,58	163.294,78
Patrimonio						
Capital social	800,00	800,00	800,00	800,00	800,00	800,00
Reserva facultativa y estatutaria	666.000,00	666.000,00	666.000,00	666.000,00	666.000,00	666.000,00
Reserva de capital	400,00	400,00	400,00	400,00	400,00	400,00
Resultados acumulados	30.149,60	48.391,99	66.943,12	90.133,18	112.419,28	133.575,55
Total Patrimonio	697.349,60	715.591,99	734.143,12	757.333,18	779.619,28	800.775,55
Total Pasivo y Patrimonio	841.875,24	1.015.195,90	1.012.013,51	998.391,27	982.208,86	964.070,34
	CUADRA	CUADRA	CUADRA	CUADRA	CUADRA	CUADRA

Anexo No. 16

Estado de Flujo de Efectivo DAVAXTEL S.A.

Estado de Flujo de Efectivo

Flujo de efectivo de actividades operativas		2015	2016	2017	2018	2019
	Utilidad neta después de impuestos	45.605,96	46.377,83	57.975,14	55.715,25	52.890,68
(+)	Depreciación	39.854,58	43.654,58	30.500,00	32.200,00	33.900,00
(+/-)	Variación cuentas por cobrar	37.362,86	-1.732,36	85,66	688,42	867,88
(+/-)	Variación Inventarios	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
(+/-)	Variación Impuestos y pagos anticipados	-1.220,46	-506,04	25,02	201,09	253,52
(+/-)	Variación proveedores y cuentas por pagar	-9.292,67	458,82	2.977,31	-182,33	-229,86
(+/-)	Variación Impuestos por pagar	-5.597,98	371,60	2.034,95	-492,34	-616,38
(+/-)	Variación Beneficios sociales corriente	-23.602,01	-749,88	8.199,62	4.745,03	-152,53
(+/-)	Variación Otros pasivos corrientes	-40.670,17	28.185,95	-24,17	-194,26	-244,90
(=)	Efectivo proveniente de actividades operativas	42.440,09	116.060,49	101.773,53	92.680,86	86.668,41
Flujo de efectivo de actividades de inversión						
(+/-)	Variación de los activos fijos brutos	-250.000,00	-38.000,00	-17.000,00	-17.000,00	-17.000,00
(=)	Efectivo proveniente de las actividades de inversión	-250.000,00	-38.000,00	-17.000,00	-17.000,00	-17.000,00
Flujo de efectivo de las actividades de financiamiento						
(+/-)	Variación Obligación Bancaria	-14.546,67	0,00	0,00	6.443,17	8.103,50
(+/-)	Variación Préstamos Bancarios	-1.212,22	0,00	0,00	1.212,22	3.845,37
(-)	Dividendos pagados	-27.363,58	-27.826,70	-34.785,09	-33.429,15	-31.734,41
(+/-)	Titularización corto plazo	50.000,00	0,00	0,00	0,00	0,00
(+/-)	Titularización largo plazo	200.000,00	-50.000,00	-50.000,00	-50.000,00	-50.000,00
(=)	Efectivo proveniente de las actividades de financiamiento	206.877,53	-77.826,70	-84.785,09	-75.773,76	-69.785,54
(=)	Incremento o disminución neta del efectivo	-682,38	233,79	-11,56	-92,90	-117,13
(+)	Caja inicial	13.927,62	13.245,24	13.479,03	13.467,47	13.374,57
(=)	Caja acumulada	13.245,24	13.479,03	13.467,47	13.374,57	13.257,45

Anexo No. 17

EBITDAS proyectadas por escenario

EBITDA 2B (en USD)	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
BANJAE S.A.	843.454,74	831.762,84	810.733,03	787.203,75	763.043,60
CUDARANSA S.A.	483.350,51	489.276,87	469.376,72	443.673,29	416.986,51
DAVAXTEL S.A.	123.495,02	124.838,48	121.716,16	117.063,93	111.903,18
EBITDA TOTAL	1.450.300,27	1.445.878,18	1.401.825,91	1.347.940,96	1.291.933,28

EBITDA 1A (en USD)	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
BANJAE S.A.	755.933,41	724.219,15	684.077,09	642.101,24	600.044,98
CUDARANSA S.A.	413.493,30	404.414,94	371.369,35	333.462,80	295.190,57
DAVAXTEL S.A.	108.174,64	105.918,59	99.474,57	91.690,76	83.539,13
EBITDA TOTAL	1.277.601,35	1.234.552,68	1.154.921,01	1.067.254,80	978.774,68

EBITDA 2A (en USD)	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
BANJAE S.A.	822.820,44	790.222,26	748.788,58	705.446,91	662.039,60
CUDARANSA S.A.	469.918,50	461.050,92	426.754,28	387.316,06	347.509,83
DAVAXTEL S.A.	120.191,05	117.966,84	111.331,76	103.288,30	94.861,15
EBITDA TOTAL	1.412.929,99	1.369.240,02	1.286.874,62	1.196.051,26	1.104.410,58

EBITDA 3A (en USD)	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
BANJAE S.A.	889.707,48	856.225,36	813.500,08	768.792,57	724.034,22
CUDARANSA S.A.	526.343,69	517.686,90	482.139,21	441.169,32	399.829,09
DAVAXTEL S.A.	132.207,45	130.015,09	123.188,95	114.885,84	106.183,17
EBITDA TOTAL	1.548.258,63	1.503.927,35	1.418.828,24	1.324.847,73	1.230.046,49

Escenario 1B (en USD)	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
BANJAE S.A.	775.575,71	763.762,65	743.043,54	719.927,61	696.193,18
CUDARANSA S.A.	426.143,55	430.998,11	411.511,11	386.539,97	360.623,62
DAVAXTEL S.A.	111.308,91	112.437,29	109.325,61	104.758,85	99.705,85
EBITDA TOTAL	1.313.028,17	1.307.198,05	1.263.880,26	1.211.226,42	1.156.522,65

Escenario 3B (en USD)	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
BANJAE S.A.	911.333,77	899.763,02	878.422,52	854.479,90	829.894,01
CUDARANSA S.A.	540.557,47	547.555,63	527.242,33	500.806,60	473.349,40
DAVAXTEL S.A.	135.681,12	137.239,66	134.106,71	129.369,01	124.100,51
EBITDA TOTAL	1.587.572,36	1.584.558,32	1.539.771,56	1.484.655,51	1.427.343,92

Escenario 1C (en USD)	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
BANJAE S.A.	808.967,61	832.338,98	847.389,74	860.475,08	873.404,15

CUDARANSA S.A.	447.648,99	477.060,45	482.469,37	482.287,07	481.096,37
DAVAXTEL S.A.	116.637,18	123.734,88	126.742,31	128.335,23	129.472,43
EBITDA TOTAL	1.373.253,77	1.433.134,31	1.456.601,42	1.471.097,38	1.483.972,94

Escenario 2C (en USD)	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
BANJAE S.A.	878.533,04	903.802,49	920.349,06	934.849,34	949.204,30
CUDARANSA S.A.	506.184,94	538.185,77	544.720,05	545.337,36	544.904,23
DAVAXTEL S.A.	129.111,76	136.747,74	140.075,84	141.916,79	143.281,39
EBITDA TOTAL	1.513.829,74	1.578.736,01	1.605.144,95	1.622.103,49	1.637.389,91

Escenario 3C (en USD)	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
BANJAE S.A.	948.098,48	975.266,01	993.308,38	1.009.223,59	1.025.004,45
CUDARANSA S.A.	564.720,88	599.311,09	606.970,73	608.387,65	608.712,08
DAVAXTEL S.A.	141.586,35	149.760,61	153.409,38	155.498,36	157.090,35
EBITDA TOTAL	1.654.405,71	1.724.337,71	1.753.688,48	1.773.109,60	1.790.806,88

Anexo No. 18

Límite de la emisión Escenario Optimista

Tasas de Interés Activas Efectivas Vigentes Agosto 2016	
Tasa Activa Efectiva Referencial para el segmento:	% anual
Productivo Corporativo	9,02%
Productivo Empresarial	10,03%
Productivo PYMES	11,66%

Trimestres	Ventas a ser transferidas al Fideicomiso (%)
Trimestre 1 - Trimestre 10	28%
Trimestre 11 - Trimestre 16	24%
Trimestre 17 - Trimestre 20	18%

Tasa de descuento de los flujos = **12,00%**

Año	Trimestre	Ventas proyectadas trimestrales			Ventas sindicadas	Flujos que ingresarán al fideicomiso	Flujos descontados
		BANJAE	CUDARANSA	DAVAXTEL			
2015	1	994.212,12	836.581,43	178.283,75	2.009.077,31	562.541,65	546.156,94
	2	895.379,20	753.418,30	160.560,87	1.809.358,38	506.620,35	477.538,27
	3	656.656,83	552.544,97	117.752,78	1.326.954,58	371.547,28	340.018,40
	4	689.353,43	580.057,58	123.615,99	1.393.027,01	390.047,56	346.552,21
2016	5	1.021.339,00	873.588,09	185.976,66	2.080.903,76	582.653,05	502.601,64
	6	919.809,44	786.746,20	167.489,04	1.874.044,69	524.732,51	439.455,22
	7	674.573,58	576.987,12	122.833,79	1.374.394,49	384.830,46	312.902,38
	8	708.162,30	605.716,76	128.950,00	1.442.829,07	403.992,14	318.915,12
2017	9	1.042.716,67	889.671,45	190.559,58	2.122.947,70	594.425,36	455.577,54
	10	939.062,00	801.230,74	171.616,38	1.911.909,12	535.334,55	398.339,18
	11	688.693,09	587.609,85	125.860,72	1.402.163,65	336.519,28	243.108,69
	12	722.984,86	616.868,43	132.127,64	1.471.980,93	353.275,42	247.780,27
2018	13	1.062.938,60	901.099,30	194.104,36	2.158.142,26	517.954,14	352.701,57
	14	957.273,70	811.522,56	174.808,78	1.943.605,04	466.465,21	308.388,46
	15	702.049,26	595.157,71	128.201,97	1.425.408,94	342.098,14	219.579,78
	16	737.006,07	624.792,11	134.585,47	1.496.383,66	359.132,08	223.799,24
2019	17	1.083.317,16	911.926,25	197.354,31	2.192.597,71	394.667,59	238.780,38
	18	975.626,46	821.273,22	177.735,65	1.974.635,33	355.434,36	208.780,23
	19	715.508,88	602.308,68	130.348,49	1.448.166,06	260.669,89	148.656,40
	20	751.135,88	632.299,16	136.838,87	1.520.273,91	273.649,30	151.512,99
Total		16.937.798,54	14.361.399,91	3.079.605,12	34.378.803,57	8.516.590,32	6.481.144,88
50% de los flujos descontados							3.240.572,44

Anexo No. 19

Costo de la emisión calculado como flujo de caja

Serie A

Monto de la emisión = 2.500.000,00
Plazo de la emisión = 5 años
Pago de capital e intereses = 4 Trimestral
Tasa cupón = 7,20%

Flujo de Caja	Inicio	2015				2016			
		TI	TII	TIII	TIV	TI	TII	TIII	TIV
Saldo en circulación - Serie A	2.500.000,00	2.500.000,00	2.375.000,00	2.250.000,00	2.125.000,00	2.000.000,00	1.875.000,00	1.750.000,00	1.625.000,00
Pago de capital		125.000,00	125.000,00	125.000,00	125.000,00	125.000,00	125.000,00	125.000,00	125.000,00
Pago de interés		45.000,00	42.750,00	40.500,00	38.250,00	36.000,00	33.750,00	31.500,00	29.250,00
Total Pagos	2.500.000,00	170.000,00	167.750,00	165.500,00	163.250,00	161.000,00	158.750,00	156.500,00	154.250,00
Estructuración Financiera	4.250,00								
Liquidación del fideicomiso - Agente de Manejo	5.500,00								
Agente Colocador - Casa de Valores	8.750,00								
Calificación de Riesgos	8.000,00						2.500,00		2.500,00
Agente de Manejo - Revisión del fideicomiso	800,00								
Agente de Manejo - Administración del fideicomiso		1.250,00	1.250,00	1.250,00	1.250,00	1.250,00	1.250,00	1.250,00	1.250,00
Agente de Manejo - Liquidación del fideicomiso									

Agente Pagador		300,00				300,00			
Gastos notariales	1.300,00								
DECEVALE - Banco Central	500,00								
Inscripción en la Superintendencia de Compañías	2.500,00								
Mantenimiento de los valores en la Sup. de Compañías.						250,00			
Inscripción y mantenimiento en la BVG.	437,50					350,00			
Negociación en la Bolsa de Valores de Guayaquil	2.250,00								
Publicación	500,00								
Difusión del Prospecto de Oferta Pública al MV.	1.200,00								
Auditoría Externa del Fideicomiso				900,00				900,00	
Otros gastos		12,50	12,50	12,50	12,50	12,50	12,50	12,50	12,50
Total costos flotantes (f)	35.987,50	1.562,50	1.262,50	2.162,50	1.262,50	2.162,50	3.762,50	2.162,50	3.762,50
Flujo Neto Trimestral	2.464.012,50	171.562,50	169.012,50	167.662,50	164.512,50	163.162,50	162.512,50	158.662,50	158.012,50

2017				2018				2019				
TI	TII	TIII	TIV	TI	TII	TIII	TIV	TI	TII	TIII	TIV	
1.500.000,00	1.375.000,00	1.250.000,00	1.125.000,00	1.000.000,00	875.000,00	750.000,00	625.000,00	500.000,00	375.000,00	250.000,00	125.000,00	
125.000,00	125.000,00	125.000,00	125.000,00	125.000,00	125.000,00	125.000,00	125.000,00	125.000,00	125.000,00	125.000,00	125.000,00	2.500.000,00
27.000,00	24.750,00	22.500,00	20.250,00	18.000,00	15.750,00	13.500,00	11.250,00	9.000,00	6.750,00	4.500,00	2.250,00	472.500,00
152.000,00	149.750,00	147.500,00	145.250,00	143.000,00	140.750,00	138.500,00	136.250,00	134.000,00	131.750,00	129.500,00	127.250,00	2.972.500,00
												TOTAL
												4.250,00
												5.500,00
												8.750,00

	2.500,00		2.500,00		2.500,00		2.500,00		2.500,00		2.500,00	28.000,00
												800,00
1.250,00	1.250,00	1.250,00	1.250,00	1.250,00	1.250,00	1.250,00	1.250,00	1.250,00	1.250,00	1.250,00	1.250,00	25.000,00
											800,00	800,00
300,00				300,00				300,00				1.500,00
												1.300,00
												500,00
												2.500,00
250,00				250,00				250,00				1.000,00
262,50				175,00				87,50				1.312,50
												2.250,00
												500,00
												1.200,00
		900,00				900,00				900,00		4.500,00
12,50	12,50	12,50	12,50	12,50	12,50	12,50	12,50	12,50	12,50	12,50	12,50	250,00
2.075,00	3.762,50	2.162,50	3.762,50	1.987,50	3.762,50	2.162,50	3.762,50	1.900,00	3.762,50	2.162,50	4.562,50	89.912,50
154.075,00	153.512,50	149.662,50	149.012,50	144.987,50	144.512,50	140.662,50	140.012,50	135.900,00	135.512,50	131.662,50	131.812,50	

Tasa costo total =	8,59%
Tasa de costos flotantes (f) =	1,39%

Anexo No. 20

Costo de la emisión calculado como flujo de caja: BANJAE S.A.

Serie A

Monto de la emisión = 1.350.000,00
Plazo de la emisión = 5 años
Pago de capital e intereses = 4 Trimestral
Tasa cupón = 7,20%

Flujo de Caja		2015				2016			
		TI	TII	TIII	TIV	TI	TII	TIII	TIV
Saldo en circulación - Serie A	1.350.000,00	1.350.000,00	1.282.500,00	1.215.000,00	1.147.500,00	1.080.000,00	1.012.500,00	945.000,00	877.500,00
Pago de capital		67.500,00	67.500,00	67.500,00	67.500,00	67.500,00	67.500,00	67.500,00	67.500,00
Pago de interés		24.300,00	23.085,00	21.870,00	20.655,00	19.440,00	18.225,00	17.010,00	15.795,00
Total Pagos	1.350.000,00	91.800,00	90.585,00	89.370,00	88.155,00	86.940,00	85.725,00	84.510,00	83.295,00
Liquidación del fideicomiso - Agente de Manejo	2.295,00								
Estructuración Legal	2.970,00								
Agente Colocador - Casa de Valores	4.725,00								
Calificación de Riesgos	4.320,00						1.350,00		1.350,00
Agente de Manejo - Revisión del fideicomiso	432,00								
Agente de Manejo - Administración del fideicomiso		675,00	675,00	675,00	675,00	675,00	675,00	675,00	675,00
Agente de Manejo - Liquidación del fideicomiso									

Agente Pagador		162,00				162,00			
Gastos notariales	702,00								
DECEVALE - Banco Central	270,00								
Inscripción en la Superintendencia de Compañías	1.350,00								
Mantenimiento de los valores en la Sup. de Compañías.						135,00			
Inscripción y mantenimiento en la BVG	236,25					189,00			
Negociación en la Bolsa de Valores de Guayaquil	1.215,00								
Publicación	270,00								
Difusión del Prospecto de Oferta Pública al MV.	648,00								
Auditoría Externa del Fideicomiso				486,00				486,00	
Otros gastos		6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75
Total costos flotantes (f)	19.433,25	843,75	681,75	1.167,75	681,75	1.167,75	2.031,75	1.167,75	2.031,75
Flujo Neto Trimestral	1.330.566,75	92.643,75	91.266,75	90.537,75	88.836,75	88.107,75	87.756,75	85.677,75	85.326,75

2017				2018				2019				
TI	TII	TIII	TIV	TI	TII	TIII	TIV	TI	TII	TIII	TIV	
810.000,00	742.500,00	675.000,00	607.500,00	540.000,00	472.500,00	405.000,00	337.500,00	270.000,00	202.500,00	135.000,00	67.500,00	
67.500,00	67.500,00	67.500,00	67.500,00	67.500,00	67.500,00	67.500,00	67.500,00	67.500,00	67.500,00	67.500,00	67.500,00	1.350.000,00
14.580,00	13.365,00	12.150,00	10.935,00	9.720,00	8.505,00	7.290,00	6.075,00	4.860,00	3.645,00	2.430,00	1.215,00	255.150,00
82.080,00	80.865,00	79.650,00	78.435,00	77.220,00	76.005,00	74.790,00	73.575,00	72.360,00	71.145,00	69.930,00	68.715,00	1.605.150,00
												TOTAL
												2.295,00
												2.970,00
												4.725,00
	1.350,00		1.350,00		1.350,00		1.350,00		1.350,00		1.350,00	15.120,00

												432,00
675,00	675,00	675,00	675,00	675,00	675,00	675,00	675,00	675,00	675,00	675,00	675,00	13.500,00
											432,00	432,00
162,00				162,00				162,00				810,00
												702,00
												270,00
												1.350,00
135,00				135,00				135,00				540,00
141,75				94,50				47,25				708,75
												1.215,00
												270,00
												648,00
		486,00				486,00				486,00		2.430,00
6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	135,00
1.120,50	2.031,75	1.167,75	2.031,75	1.073,25	2.031,75	1.167,75	2.031,75	1.026,00	2.031,75	1.167,75	2.463,75	48.552,75
83.200,50	82.896,75	80.817,75	80.466,75	78.293,25	78.036,75	75.957,75	75.606,75	73.386,00	73.176,75	71.097,75	71.178,75	

Tasa costo total =	8,59%
Tasa de costos flotantes (f) =	1,39%

Anexo No. 21

Costo de la emisión calculado como flujo de caja: CUDARANSA S.A.

Serie A

Monto de la emisión = 900.000,00
Plazo de la emisión = 5 años
Pago de capital e intereses = 4 Trimestral
Tasa cupón = 7,20%

Flujo de Caja		2015				2016			
		TI	TII	TIII	TIV	TI	TII	TIII	TIV
Saldo en circulación - Serie A	900.000,00	900.000,00	855.000,00	810.000,00	765.000,00	720.000,00	675.000,00	630.000,00	585.000,00
Pago de capital		45.000,00	45.000,00	45.000,00	45.000,00	45.000,00	45.000,00	45.000,00	45.000,00
Pago de interés		16.200,00	15.390,00	14.580,00	13.770,00	12.960,00	12.150,00	11.340,00	10.530,00
Total Pagos	900.000,00	61.200,00	60.390,00	59.580,00	58.770,00	57.960,00	57.150,00	56.340,00	55.530,00
Liquidación del fideicomiso - Agente de Manejo	1.530,00								
Estructuración Legal	1.980,00								
Agente Colocador - Casa de Valores	3.150,00								
Calificación de Riesgos	2.880,00						900,00		900,00
Agente de Manejo - Revisión del fideicomiso	288,00								
Agente de Manejo - Administración del fideicomiso		450,00	450,00	450,00	450,00	450,00	450,00	450,00	450,00
Agente de Manejo - Liquidación del fideicomiso									

Agente Pagador		108,00				108,00			
Gastos notariales	468,00								
DECEVALE - Banco Central	180,00								
Inscripción en la Superintendencia de Compañías	900,00								
Mantenimiento de los valores en la Sup. de Compañías.						90,00			
Inscripción y mantenimiento en la BVG	157,50					126,00			
Negociación en la Bolsa de Valores de Guayaquil	810,00								
Publicación	180,00								
Difusión del Prospecto de Oferta Pública al MV.	432,00								
Auditoría Externa del Fideicomiso				324,00				324,00	
Otros gastos		4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Total costos flotantes (f)	12.955,50	562,50	454,50	778,50	454,50	778,50	1.354,50	778,50	1.354,50
Flujo Neto Trimestral	887.044,50	61.762,50	60.844,50	60.358,50	59.224,50	58.738,50	58.504,50	57.118,50	56.884,50

2017				2018				2019				
TI	TII	TIII	TIV	TI	TII	TIII	TIV	TI	TII	TIII	TIV	
540.000,00	495.000,00	450.000,00	405.000,00	360.000,00	315.000,00	270.000,00	225.000,00	180.000,00	135.000,00	90.000,00	45.000,00	
45.000,00	45.000,00	45.000,00	45.000,00	45.000,00	45.000,00	45.000,00	45.000,00	45.000,00	45.000,00	45.000,00	45.000,00	900.000,00
9.720,00	8.910,00	8.100,00	7.290,00	6.480,00	5.670,00	4.860,00	4.050,00	3.240,00	2.430,00	1.620,00	810,00	170.100,00
54.720,00	53.910,00	53.100,00	52.290,00	51.480,00	50.670,00	49.860,00	49.050,00	48.240,00	47.430,00	46.620,00	45.810,00	1.070.100,00
												TOTAL
												1.530,00
												1.980,00
												3.150,00
	900,00		900,00		900,00		900,00		900,00		900,00	10.080,00

												288,00
450,00	450,00	450,00	450,00	450,00	450,00	450,00	450,00	450,00	450,00	450,00	450,00	9.000,00
											288,00	288,00
108,00				108,00				108,00				540,00
												468,00
												180,00
												900,00
90,00				90,00				90,00				360,00
94,50				63,00				31,50				472,50
												810,00
												180,00
												432,00
		324,00				324,00				324,00		1.620,00
4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	90,00
747,00	1.354,50	778,50	1.354,50	715,50	1.354,50	778,50	1.354,50	684,00	1.354,50	778,50	1.642,50	32.368,50
55.467,00	55.264,50	53.878,50	53.644,50	52.195,50	52.024,50	50.638,50	50.404,50	48.924,00	48.784,50	47.398,50	47.452,50	

Tasa costo total =	8,59%
Tasa de costos flotantes (f) =	1,39%

Anexo No. 22

Costo de la emisión calculado como flujo de caja: DAVAXTEL S.A.

Serie A

Monto de la emisión = 250.000,00
Plazo de la emisión = 5 años
Pago de capital e intereses = 4 Trimestral
Tasa cupón = 7,20%

Flujo de Caja		2015				2016			
		TI	TII	TIII	TIV	TI	TII	TIII	TIV
Saldo en circulación - Serie A	250.000,00	250.000,00	237.500,00	225.000,00	212.500,00	200.000,00	187.500,00	175.000,00	162.500,00
Pago de capital		12.500,00	12.500,00	12.500,00	12.500,00	12.500,00	12.500,00	12.500,00	12.500,00
Pago de interés		4.500,00	4.275,00	4.050,00	3.825,00	3.600,00	3.375,00	3.150,00	2.925,00
Total Pagos	250.000,00	17.000,00	16.775,00	16.550,00	16.325,00	16.100,00	15.875,00	15.650,00	15.425,00
Liquidación del fideicomiso - Agente de Manejo	425,00								
Estructuración Legal	550,00								
Agente Colocador - Casa de Valores	875,00								
Calificación de Riesgos	800,00						250,00		250,00
Agente de Manejo - Revisión del fideicomiso	80,00								
Agente de Manejo - Administración del fideicomiso		125,00	125,00	125,00	125,00	125,00	125,00	125,00	125,00
Agente de Manejo - Liquidación del fideicomiso									

Agente Pagador		30,00				30,00			
Gastos notariales	130,00								
DECEVALE - Banco Central	50,00								
Inscripción en la Superintendencia de Compañías	250,00								
Mantenimiento de los valores en la Sup. de Compañías.						25,00			
Inscripción y mantenimiento en la BVG.	43,75					35,00			
Negociación en la Bolsa de Valores de Guayaquil	225,00								
Publicación	50,00								
Difusión del Prospecto de Oferta Pública al MV.	120,00								
Auditoría Externa del Fideicomiso				90,00				90,00	
Otros gastos		1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25
Total costos flotantes (f)	3.598,75	156,25	126,25	216,25	126,25	216,25	376,25	216,25	376,25
Flujo Neto Trimestral	246.401,25	17.156,25	16.901,25	16.766,25	16.451,25	16.316,25	16.251,25	15.866,25	15.801,25

2017				2018				2019				
TI	TII	TIII	TIV	TI	TII	TIII	TIV	TI	TII	TIII	TIV	
150.000,00	137.500,00	125.000,00	112.500,00	100.000,00	87.500,00	75.000,00	62.500,00	50.000,00	37.500,00	25.000,00	12.500,00	
12.500,00	12.500,00	12.500,00	12.500,00	12.500,00	12.500,00	12.500,00	12.500,00	12.500,00	12.500,00	12.500,00	12.500,00	250.000,00
2.700,00	2.475,00	2.250,00	2.025,00	1.800,00	1.575,00	1.350,00	1.125,00	900,00	675,00	450,00	225,00	47.250,00
15.200,00	14.975,00	14.750,00	14.525,00	14.300,00	14.075,00	13.850,00	13.625,00	13.400,00	13.175,00	12.950,00	12.725,00	297.250,00
												TOTAL
												425,00
												550,00
												875,00
	250,00		250,00		250,00		250,00		250,00		250,00	2.800,00

												80,00
125,00	125,00	125,00	125,00	125,00	125,00	125,00	125,00	125,00	125,00	125,00	125,00	2.500,00
											80,00	80,00
30,00				30,00				30,00				150,00
												130,00
												50,00
												250,00
25,00				25,00				25,00				100,00
26,25				17,50				8,75				131,25
												225,00
												50,00
												120,00
		90,00				90,00				90,00		450,00
1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	25,00
207,50	376,25	216,25	376,25	198,75	376,25	216,25	376,25	190,00	376,25	216,25	456,25	8.991,25
15.407,50	15.351,25	14.966,25	14.901,25	14.498,75	14.451,25	14.066,25	14.001,25	13.590,00	13.551,25	13.166,25	13.181,25	

Tasa costo total =	8,59%
Tasa de costos flotantes (f) =	1,39%

Anexo No. 23

Tasa efectiva de impuestos promedio

<u>Tasa Efectiva Impuestos</u>	2015	2016	2017	2018	2019
Impuestos (15% Particip. trabajadores e Imp. a la Renta)	149.982,55	148.257,46	152.397,42	150.124,53	147.745,47
(/) Utilidad antes de impuestos	578.928,42	566.676,52	596.203,03	583.613,75	570.393,60
(=) Tasa efectiva de Impuestos	25,91%	26,16%	25,56%	25,72%	25,90%
Tasa efectiva de impuestos promedio =	25,85%				

Tasa Efectiva Impuestos

Impuestos (15% Particip. trabajadores e Imp. a la Renta)	94.566,99	96.673,20	98.570,57	94.788,82	90.821,37
(/) Utilidad antes de impuestos	275.674,80	283.069,28	298.280,67	277.610,34	255.938,49
(=) Tasa efectiva de Impuestos	34,30%	34,15%	33,05%	34,14%	35,49%
Tasa efectiva de impuestos promedio =	34,23%				

Tasa Efectiva Impuestos

Impuestos (15% Particip. trabajadores e Imp. a la Renta)	21.384,48	21.756,07	23.791,02	23.298,67	22.682,30
(/) Utilidad antes de impuestos	66.990,44	68.133,90	81.766,16	79.013,93	75.572,98
(=) Tasa efectiva de Impuestos	31,92%	31,93%	29,10%	29,49%	30,01%
Tasa efectiva de impuestos promedio =	30,49%				

Anexo No. 24

Tarifarios de servicios vigentes a Septiembre de 2016: Inversiones

Monto de Inversión	Pólizas Banco de Guayaquil	
	90 - 119 días	>360 días
De \$ 1.000,00 - \$ 5.000,00	2,50%	3,50%
De \$ 5.001,00 - \$ 25.000,00	3,25%	4,25%
De \$ 25.001,00 - \$ 50.000,00	3,25%	4,50%
De \$ 50.001,00 - \$ 100.000,00	3,50%	5,00%
De \$ 100.001,00 - \$ 500.000,00	3,50%	5,25%
De \$ 500.001,00 - \$ 1.000.000,00	4,00%	5,50%
De \$ 1.000.001,00 - \$ 6.000.000,00	4,00%	6,00%

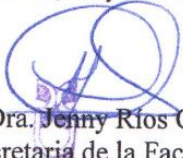
Monto de Inversión	Pólizas Banco del Pichincha		
	90 - 119 días	270 - 364 días	365 días o +
De \$ 5.000,00 - \$ 9.999,99	2,50%	3,75%	4,00%
De \$ 10.000,00 - \$ 49.999,99	2,50%	4,00%	4,25%
De \$ 50.000,00 - \$ 99.999,99	2,75%	4,50%	4,75%
De \$ 100.000,00 - \$ 199.999,99	3,00%	4,75%	5,00%
De \$ 200.000,00 - \$ 499.999,99	3,25%	5,00%	5,25%
De \$ 500.000,00 en adelante	3,50%	5,25%	5,50%

Doctora Jenny Ríos Coello, Secretaria de la Facultad de Ciencias de la Administración
de la Universidad del Azuay

CERTIFICA:

Que, el Consejo de Facultad en sesión del 30 de mayo de 2016, conoció la petición de los estudiantes **MARIA GABRIELA MOLINEROS VALLADAREZ Y MARIA DANIELA MOLINEROS VALLADAREZ**, con códigos 64419 y 64417 respectivamente, quienes presentan su trabajo de titulación denominado: **"TITULARIZACION SINDICADA DE ACTIVOS COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO PARA LA PYMES ECUATORIANAS EN EL MERCADO DE VALORES"**, previa a la obtención del título de Ingeniera en Contabilidad y Auditoría. El Consejo de Facultad acoge el informe de la Junta Académica y aprueba el diseño. Designa como *Director a la ingeniera Ximena Moscoso Serrano y como miembros del Tribunal Examinador a los economistas María Eugenia Elizalde Raad y Bladimir Proaño Rivera*. De acuerdo al cronograma de la Unidad de Titulación Especial, las peticionarias para desarrollar y presentar su trabajo de titulación tienen un plazo **hasta el 14 de octubre de 2016**, debiendo realizar dos sustentaciones parciales del trabajo de titulación: la semana entre el 04 al 08 de julio de 2016 y la semana entre el 29 de agosto al 02 de septiembre de 2016 en su orden.

Cuenca, mayo 31 de 2016

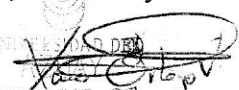

Dra. Jenny Ríos Coello
Secretaria de la Facultad de
Ciencias de la Administración

UNIDAD DE
TITULACION
SECRETARIA

CONVOCATORIA

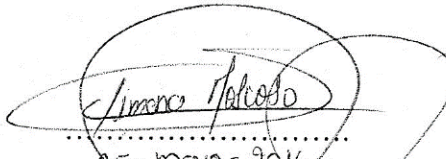
En mi calidad de Decano de la Facultad de Ciencias de la Administración, convoco a los Miembros del Tribunal Examinador, a la sustentación del Protocolo del Trabajo de Titulación: **“TITULARIZACION SINDICADA DE ACTIVOS COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO PARA LAS PYMES ECUATORIANAS EN EL MERCADO DE VALORES”**, presentado por las estudiantes María Gabriela Molineros Valladarez y María Daniela Molineros Valladarez con códigos 64419 y 64417 respectivamente, previa a la obtención del grado de Ingenieras en Contabilidad y Auditoría, para el Miércoles, 11 de mayo de 2016 a las 18h00.

Cuenca, 05 de mayo de 2016



Ing. Xavier Ortega Vásquez
Decano de la Facultad

Ing. Ximena Moscoso Serrano



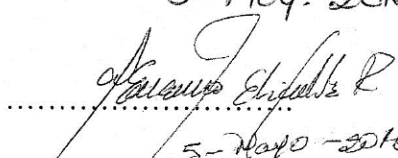
05- mayo - 2016

Econ. Bladimir Proaño Rivera



5- May - 2016

Econ. María Eugenia Elizalde Raad



5- Mayo - 2016

Comunicado
Srta. M. Gabriela
05/05/2016
18h00

04-05-2016.

ESCUELA DE CONTABILIDAD SUPERIOR

Diseño de Tesis

Escuela de Contabilidad Superior

Estudiante: María Gabriela Molineros Valladarez y María Daniela Molineros Valladarez.

Tema: "TITULARIZACION SINDICADA DE ACTIVOS COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO PARA LAS PYMES ECUATORIANAS EN EL MERCADO DE VALORES"

Director: Ing. Ximena Moscoso S.

Tribunal: Econ. Bladimir Proaño.

Tribunal: Econ. María Eugenia Elizalde.

DIA: Miércoles

FECHA: 11 de mayo de 2016

HORA: 18h00

UNIVERSIDAD DEL AZUAY
FACULTAD DE CIENCIAS DE LA ADMINISTRACIÓN
DIRECCIÓN ESCUELA DE CONTABILIDAD SUPERIOR

OFICIO: No. 638- ECA
ASUNTO: Reunión Junta Académica de Contabilidad Superior
Conocimiento de trabajo de Titulación
FECHA: Cuenca, 2 de Mayo del 2016.

Señor Ingeniero
Xavier Ortega Vásquez

DECANO DE LA FACULTAD DE CIENCIAS DE LA ADMINISTRACIÓN
En su despacho:

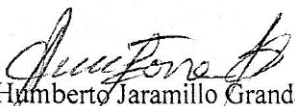
Señor Decano:

La Junta Académica de la Escuela de Contabilidad Superior, reunida el día 2 de mayo del año en curso, conoció la propuesta del Proyecto de trabajo de titulación, denominado: "TITULARIZACIÓN SINDICADA DE ACTIVOS COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO PARA LAS PYMES ECUATORIANAS EN EL MERCADO DE VALORES", presentado por los estudiantes María Gabriela Molineros Valladarez y María Daniela Molineros Valladarez, estudiante de la Escuela de Contabilidad Superior, previo a la obtención del título de Ingeniera en Contabilidad y Auditoría.

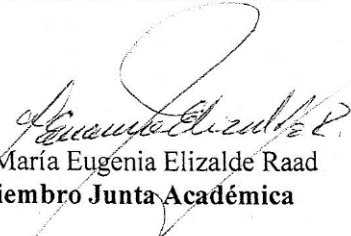
A fin de aplicar la guía de elaboración y presentación de la denuncia/protocolo de trabajo de titulación, la Junta Académica de Contabilidad Superior, considera que la propuesta presentada por el estudiante, debe ser analizada y evaluada por el Tribunal que estará integrado por el Ing. Ximena Moscoso S., como Directora, y como miembros del tribunal los economistas Bladimir Proaño R. y María Eugenia Elizalde R. quienes deberán verificar que el diseño contenga una estructura teórica, metodológica, técnica, objetiva y coherente, y cumpla con los requisitos establecidos en la guía antes mencionada. El Tribunal designado recibirá la sustentación del diseño del Trabajo de Titulación, previo al desarrollo del mismo.

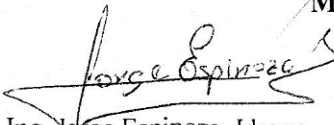
En caso de existir la aprobación con modificaciones, la Junta Académica resuelve que el Director del Trabajo de Titulación, sea quién realice el seguimiento a las modificaciones recomendadas.

Por lo expuesto solicitamos se realice el trámite correspondiente, y el tribunal suscriba el acta de sustentación de la denuncia de trabajo de titulación.


Ing. Humberto Jaramillo Granda
Miembro Junta Académica

Atentamente,


Econ. María Eugenia Elizalde Raad
Miembro Junta Académica


Ing. Jorge Espinoza Idrovo
Director de la Junta Académica

03. 05. 2016





1.



ACTA

SUSTENTACIÓN DE PROTOCOLO/DENUNCIA DEL TRABAJO DE TITULACIÓN

- 1.1 Nombre del estudiante: María Gabriela Molineros Valladarez y María Daniela Molineros Valladarez
- 1.2 Códigos: 64419 y 64417 respectivamente
Director sugerido: Ing. Ximena Moscoso Serrano
Codirector (opcional): _____
- 1.3 Tribunal: Econ. Bladimir Proaño Rivera e Econ. María Eugenia Elizalde Raad
- 1.4 Título propuesto: *"Titularización sindicada de Activos como alternativa de financiamiento para las Pymes ecuatorianas en el mercado de valores"*
- 1.5 Resolución:

1.5.1 Aceptado sin modificaciones ☒

1.5.2 Aceptado con las siguientes modificaciones:

1.5.3 No aceptado
• Justificación:

Tribunal

Ing. Ximena Moscoso Serrano

Econ. Bladimir Proaño Rivera

Econ. María Eugenia Elizalde Raad

María Gabriela Molineros Valladarez

María Daniela Molineros Valladarez

Dra. Jenny Ríos Coello
Secretaria de Facultad

Fecha de sustentación: Miércoles, 11 de mayo de 2016 a las 18h00



RÚBRICA PARA LA EVALUACIÓN DEL PROTOCOLO DE TRABAJO DE TITULACIÓN

- 1.1 Nombre del estudiante: María Gabriela Molineros Valladarez y María Daniela Molineros Valladarez
- 1.2 Códigos: 64419 y 64417 respectivamente
- 1.2 Director sugerido: Ing. Ximena Moscoso Serrano
Codirector (opcional):
- 1.3 Título propuesto *“Titularización sindicada de Activos como alternativa de financiamiento para las Pymes ecuatorianas en el mercado de valores”*
- 1.4 Revisores (tribunal): Econ. Bladimir Proaño Rivera y Econ. María Eugenia Elizalde Raad
- 1.5 Recomendaciones generales de la revisión:

	Cumple totalmente	Cumple parcialmente	No cumple	Observaciones (*)
Línea de investigación				
1. ¿El contenido se enmarca en la línea de investigación seleccionada?	✓			
Título Propuesto				
2. ¿Es informativo?	✓			
3. ¿Es conciso?	✓			
Estado del arte				
4. ¿Identifica claramente el contexto histórico, científico, global y regional del tema del trabajo?	✓			
5. ¿Describe la teoría en la que se enmarca el trabajo	✓			
6. ¿Describe los trabajos relacionados más relevantes?	✓			
7. ¿Utiliza citas bibliográficas?	✓			
Problemática y/o pregunta de investigación				
8. ¿Presenta una descripción precisa y clara?	✓			
9. ¿Tiene relevancia profesional y social?	✓			
Hipótesis (opcional)				
10. ¿Se expresa de forma clara?	N/A			
11. ¿Es factible de verificación?	N/A			
Objetivo general				
12. ¿Concuerda con el problema formulado?	✓			
13. ¿Se encuentra redactado en tiempo verbal infinitivo?	✓			

14.¿Se encuentra redactado en tiempo verbal infinitivo?				
Objetivos específicos				
15.¿Concuerdan con el objetivo general?	✓			
16.¿Son comprobables cualitativa o cuantitativamente?	✓			
Metodología				
17.¿Se encuentran disponibles los datos y materiales mencionados?	✓			
18.¿Las actividades se presentan siguiendo una secuencia lógica?	✓			
19.¿Las actividades permitirán la consecución de los objetivos específicos planteados?	✓			
20.¿Los datos, materiales y actividades mencionadas son adecuados para resolver el problema formulado?	✓			
Resultados esperados				
21.¿Son relevantes para resolver o contribuir con el problema formulado?	✓			
22.¿Concuerdan con los objetivos específicos?	✓			
23.¿Se detalla la forma de presentación de los resultados?	✓			
24.¿Los resultados esperados son consecuencia, en todos los casos, de las actividades mencionadas?	✓			
Supuestos y riesgos				
25.¿Se mencionan los supuestos y riesgos más relevantes?	✓			
26.¿Es conveniente llevar a cabo el trabajo dado los supuestos y riesgos mencionados?	✓			
Presupuesto				
27.¿El presupuesto es razonable?	✓			
28.¿Se consideran los rubros más relevantes?	✓			
Cronograma				
29.¿Los plazos para las actividades son realistas?	✓			
Referencias				
30.¿Se siguen las recomendaciones de normas internacionales para citar?	✓			
Expresión escrita				
31.¿La redacción es clara y fácilmente comprensible?	✓			
32.¿El texto se encuentra libre de faltas ortográficas?	✓			

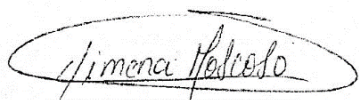
(*) Breve justificación, explicación o recomendación.

- Opcional cuando cumple totalmente,
- Obligatorio cuando cumple parcialmente y NO cumple.

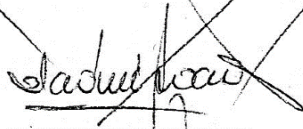
.....

.....

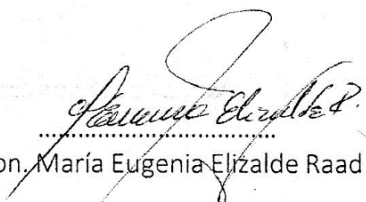
.....



Ing. Ximena Moscoso Serrano



Econ. Bladimir Proaño Rivera



Econ. María Eugenia Elizalde Raad



Cuenca, 28 de abril de 2016

Ingeniero

Xavier Ortega Vázquez

DECANO DE LA FACULTAD DE CIENCIAS DE LA ADMINISTRACIÓN

Ciudad -

De nuestra consideración:

Nosotras, María Daniela Molineros Valladarez y María Gabriela Molineros Valladarez, con códigos 64417 y 64419, estudiantes de la escuela de Contabilidad Superior, solicitamos a usted comedidamente y por su intermedio al Honorable Consejo de Facultad, la aprobación del diseño de tesis con el tema "TITULARIZACIÓN SINDICADA DE ACTIVOS COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO PARA LAS PYMES ECUATORIANAS EN EL MERCADO DE VALORES", previo a la obtención del título de Ingenieras en Contabilidad y Auditoría.

Nos permitimos sugerir el nombre de la Ing. María Ximena Moscoso Serrano como directora de tesis, puesto que hemos recibido su asesoramiento y contamos con su aprobación.

Atentamente,

María Daniela Molineros Valladarez

C.I. 0107401382

María Gabriela Molineros Valladarez

C.I. 0107401374

Cuenca, 28 de abril del 2016

Ingeniero,

Xavier Ortega Vásquez

DECANO DE LA FACULTAD DE CIENCIAS DE LA ADMINISTRACIÓN

Ciudad

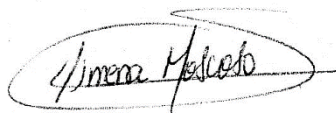
De mi consideración:

Por medio de la presente informo a Usted que procedí a la revisión del protocolo de trabajo de titulación denominado "TITULARIZACIÓN SINDICADA DE ACTIVOS COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO PARA LAS PYMES ECUATORIANAS EN EL MERCADO DE VALORES", elaborado por las estudiantes María Gabriela Molineros Valladarez y María Daniela Molineros Valladarez, como requisito previo a la obtención de su título de Ingeniería en Contabilidad y Auditoría.

Según mi criterio este diseño cumple con los requerimientos teóricos y metodológicos para ser aprobado, así como incorpora nuevos e importantes elementos de aplicación práctica en el ámbito financiero.

Por lo expuesto anteriormente emito informe favorable y solicito se le dé el trámite respectivo.

Atentamente,

A handwritten signature in black ink, enclosed within an oval-shaped stamp. The signature appears to read 'Ximena Moscoso'.

Ing. Ximena Moscoso

DOCENTE UNIVERSIDAD DEL AZUAY



DOCTORA JENNY RIOS COELLO SECRE-
TARIA DE LA FACULTAD DE CIENCIAS
DE LA ADMINISTRACION DE LA UNI-
VERSIDAD DEL AZUAY.

CERTIFICA:

Que, la señorita **María Gabriela Molineros Valladarez**, registrada con código 64419, una vez
que aprobó todas las asignaturas del plan de estudios de la carrera de Contabilidad Superior,
egresó de la Facultad el 19 de Febrero de 2016.

Cuenca, Febrero 23 de 2016

UNIVERSIDAD DEL AZUAY
FACULTAD DE
ADMINISTRACION
SECRETARIA

No. Derecho 0136176

rgp.-



DOCTORA JENNY RIOS COELLO SECRE-
TARIA DE LA FACULTAD DE CIENCIAS
DE LA ADMINISTRACION DE LA UNI-
VERSIDAD DEL AZUAY.

CERTIFICA:

Que, la señorita **María Daniela Molineros Valladarez**, registrada con código 64417, una vez que aprobó todas las asignaturas del plan de estudios de la carrera de Contabilidad Superior, egresó de la Facultad el 19 de Febrero de 2016

Cuenca, Febrero 23 de 2016

UNIVERSIDAD DEL
AZUAY
FACULTAD DE
ADMINISTRACION
SECRETARIA

No. Derecho 0136177

rgp.-



UNIVERSIDAD DEL AZUAY



Facultad de Ciencias de la Administración

Escuela de Contabilidad y Auditoría

Protocolo de trabajo de titulación

Título:

**Titularización sindicada de activos como alternativa de financiamiento para las PYMES
ecuatorianas en el Mercado de Valores.**

Nombre del estudiante:

Molineros Valladarez María Gabriela.

Molineros Valladarez María Daniela.

Director sugerido:

Ing. Ximena Moscoso Serrano.

Cuenca – Ecuador

2016



PROTOCOLO DE TRABAJO DE TITULACIÓN

1. DATOS GENERALES

1.1 Nombre de los estudiantes: Molineros Valladarez María Daniela, Molineros Valladarez María Gabriela.

1.1.1 Códigos: 64417 y 64419.

1.1.2 Contactos:

Convencional: 2-898-151, Celular: 0990023641, Email: danimoli2725@gmail.com

Convencional: 2.898.151, Celular: 0994397930, Email: gabymoli1768@hotmail.com

1.2 Director sugerido: Moscoso Serrano María Ximena - Ing. Comercial, Magister

1.2.1 Contacto:

Convencional: 2 827 514, Celular: 0998433027, Email: xmoscoso@uazuay.edu.ec

1.3 Co-director sugerido: No aplica

1.4 Asesor metodológico: No aplica

1.5 Tribunal designado:

1.6 Aprobación:

1.7 Línea de Investigación de la carrera: Organización y Dirección de Empresas – Gestión

Financiera

1.7.1 Código UNESCO: 5311.02

1.7.2 Tipo de trabajo: El presente trabajo se trata de:

a) Investigación formativa

b) Proyectos integradores

1.8 Área de estudio: Administración Financiera, Mercado de Valores, PYMES, Producción Agrícola, Derecho Societario.

1.9 Título propuesto: "Titularización sindicada de activos como alternativa de financiamiento para las PYMES ecuatorianas en el Mercado de Valores."

1.10 Subtítulo: No aplica

1.11 Estado del proyecto: La presente investigación es nueva e integradora, puesto que relaciona la titularización de activos con el mecanismo de sindicación; a fin de ofrecer una alternativa de financiamiento viable para las PYMES en el Ecuador.

2. CONTENIDO

2.1 Motivación de la investigación:

En la actualidad, las Pequeñas y Medianas Empresas (PYMES) desempeñan un rol protagónico en la estabilidad y crecimiento de la economía ecuatoriana. Es por ello que, con el fin de reconocer y apoyar su potencial en el ámbito productivo, así como laboral; resulta imperativo que se planteen nuevas alternativas de financiamiento más rentables y viables; que contribuyan no solo a resolver su subsistencia en el corto plazo, sino también a promover su permanente evolución en el mercado.

Por otra parte, la apremiante exigencia del país de contar con empresas que generen valor agregado y que se encuentren en capacidad de enfrentar los retos que impone el cambio de la matriz productiva hoy en día, pone de manifiesto la necesidad de que las PYMES intensifiquen sus inversiones de capital, con el fin de contribuir a la modernización, diversificación y expansión del aparataje empresarial ecuatoriano. No obstante, para ello se torna indispensable la generación de mecanismos de financiamiento innovadores que ofrezcan mayor flexibilidad y competitividad para este sector.

Asimismo, dado que en los últimos años el Gobierno Nacional ha impulsado el ingreso de las PYMES al mercado de valores, a través de la formulación de la Ley Orgánica para el



Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil; constituye una oportunidad vital el
plantear nuevas propuestas que aprovechen las ventajas introducidas con esta reforma.

2.2 Problemática

Las PYMES ecuatorianas a diferencia de las grandes corporaciones han enfrentado históricamente una realidad adversa en materia de financiamiento. Es así, que tanto las alternativas como las condiciones a las que pueden acceder difieren drásticamente; siendo para las primeras mucho más limitadas y estrictas debido a los riesgos superiores a los que se encuentran expuestas. Es por ello que, aunque desempeñan un papel fundamental en la dinamización de la economía nacional, han sido relegadas; lo que ha interferido negativamente en su crecimiento sostenido y modernización.

Adicionalmente, dadas las particularidades de este segmento, así como debido a la desinformación por parte de sus representantes; los mecanismos destinados a solventar sus necesidades de capital en el mercado financiero se han reducido fundamentalmente a los créditos bancarios; los cuales por lo general, presentan altos costos y contemplan escasos plazos; sobre todo en épocas de inestabilidad económica como la experimentada por el Ecuador hoy en día; descuidando así, opciones potenciales y casi inexploradas en nuestro medio, como el Mercado de Valores; el cual a pesar de constituir una fuente de financiamiento ideal para proyectos de capital; debido a su desconocimiento, así como a sus restricciones de ingreso; ocasiona que de forma individual, resulte sumamente oneroso y complejo para las PYMES, cumplir con los requisitos reglamentarios para participar en estos procesos; sin comprometer sus niveles de competitividad y rentabilidad.

2.3 Pregunta de investigación

- ¿Constituye la titularización sindicada de activos una alternativa de financiamiento viable para las PYMES ecuatorianas?

2.4 Resumen

Las PYMES del país a pesar de representar uno de los principales motores de la economía nacional, constantemente se han caracterizado por su vulnerabilidad en materia de acceso a oportunidades de financiamiento. Es así, que la presente investigación tiene como finalidad ofrecer a este segmento un nuevo recurso derivado del mercado de valores; el cual, debido a su escasa difusión, así como ausente consideración en la legislación ecuatoriana, ha sido poco explorado en el sector empresarial emergente. Este mecanismo denominado titularización sindicada de activos, tiene como ventaja principal el permitir la asociación de varios originadores, lo cual facilita que puedan cumplir con el volumen, información y garantías necesarias para la participación en estos procesos. Adicionalmente, sus costos son inferiores, ya que el valor total del financiamiento no recae sobre un único emisor; convirtiendo a esta alternativa en una oportunidad valiosa para mejorar la competitividad y rentabilidad de las PYMES.

2.5 Estado del arte y marco teórico

Sin duda alguna, uno de los más importantes retos que el Ecuador enfrenta hoy en día, consiste en desarrollar y promover mecanismos viables dentro de su mercado de valores, que proporcionen a las PYMES oportunidades de financiamiento accesibles; destinadas no solo a solventar sus operaciones diarias, sino también a generar alternativas para su crecimiento.

En este sentido, la titularización constituye un mecanismo de financiamiento poco explorado y difundido en nuestro país, a pesar de su enorme potencial como fuente generadora de recursos a largo plazo; que brinda a las organizaciones de cualquier tipo o sector, la posibilidad de obtener liquidez inmediata, a costos más económicos y asequibles que los procurados convencionalmente.

García y Muñoz (2007) establecen al respecto, que la titularización es el proceso de emisión de valores en el mercado de capitales, que se genera a partir de la transferencia a un patrimonio autónomo, de uno o varios activos subyacentes, capaces de producir un flujo de caja suficiente para el pago de las obligaciones financieras derivadas de los títulos emitidos (capital e intereses).

Este Patrimonio Autónomo o Fideicomiso mercantil, supone que los activos entregados dejan de ser parte del capital específico de los originadores, con lo cual su función principal es la de servir de mecanismo de garantía y pago de las obligaciones adquiridas con los inversionistas (Rojas,



2004). Adicionalmente, los bienes transferidos tienen la característica de ser inembargables; lo cual brinda a esta figura una mayor fortaleza crediticia.

Por su parte, la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil (2014), señala que los activos susceptibles de titularizar mencionados previamente, se limitan únicamente a dos posibilidades: "bienes y derechos existentes generadores de flujos determinables o derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas" (p.18). Sin embargo, expresa que la condición para que estos activos puedan ser admitidos en el proceso, es que no pese sobre ellos ninguna clase de gravamen, limitación al dominio, prohibición de enajenar, así como cualquier otra condición suspensiva o resolutoria. De igual forma, no deben estar pendientes de pago de cualquier impuesto, tasa o contribución (LOFOSSB, 2014).

Entre los principales podemos citar: cartera de crédito, inmuebles, derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas, proyectos susceptibles de generar flujos futuros, etc. (LOFOSSB, 2014).

Incluso varios países latinoamericanos han agregado a los productos agropecuarios; incorporando una nueva alternativa para este segmento.

Es así, que el objetivo central de un proceso de esta índole es el de otorgarle liquidez a aquellos activos que por sus características específicas no ofrecen alta rotación; o el de convertir en dinero, flujos de caja esperados. De esta forma la entidad originadora obtiene recursos de forma rápida, cediendo riesgos y derechos que hacen parte de su negocio (Correa & García, 2014).

Por otra parte, dado que nuestro estudio se centra en facilitar el acceso de las PYMES al mercado de valores; complementaremos la figura inicial e introduciremos un nuevo concepto, conocido como emisiones o titularizaciones sindicadas, el cual facilita a las PYMES de todos los sectores, asociarse con el fin de formalizar un proceso de titularización; de manera que puedan alcanzar el volumen, la información y las garantías necesarias para participar en este mercado (MIPRO, 2012).

Cabe resaltar, que la correcta utilización de este mecanismo, constituye sin duda alguna, una oportunidad trascendental para este sector, ya que al permitir que los activos de diversos originadores se agrupen en un mismo fideicomiso; les brinda la posibilidad de lograr economías de escala; así como múltiples beneficios sumamente importantes.

Adicionalmente, facilita la obtención de recursos directamente de los inversionistas; lo cual representa una gran ventaja, ya que al no intervenir ninguna entidad financiera; las tasas de

interés son inferiores a las de un crédito bancario y los plazos de financiamiento superiores; lo cual fomenta la inversión en proyectos de capital y mejora la estructura financiera de los originadores. Del otro lado, los inversionistas también experimentan beneficios, ya que tienen la posibilidad de obtener un rendimiento superior al ofrecido por las alternativas de ahorro tradicional, así como pueden diversificar sus oportunidades de inversión (Espíñeira et al., 2008).

Es preciso destacar que los actores de esta figura no difieren del mecanismo principal, siendo su aporte particular, esencial para el desarrollo de esta alternativa de financiamiento. Entre ellos podemos incluir: el o los originadores, el agente de manejo, el comité de vigilancia, las casas de valores, la calificadora de riesgos, las bolsas de valores, la Superintendencia de Compañías, así como los inversionistas y sus representantes (Navarrete, 2009).

Finalmente, pese a que en la actualidad la titularización sindicada no presenta un marco normativo específico en el Ecuador; sino que se encuentra inmersa en la Ley y su codificación; resulta fundamental que esta propuesta, poco explorada en nuestro país, sea promovida adecuadamente, ya que su correcto empleo contribuirá a generar nuevas alternativas de financiamiento que permitan la expansión y modernización del segmento de las Pequeñas y Medianas Empresas (MIPRO, 2012).

2.6 Hipótesis: No aplica

2.7 Objetivo general

Analizar la titularización sindicada de activos como una alternativa de financiamiento potencial para las PYMES ecuatorianas en el mercado de valores.

2.8 Objetivos específicos

- Evaluar la situación actual de las PYMES ecuatorianas, y su importancia en la economía del país.
- Conocer los mecanismos de financiamiento disponibles para las PYMES, tanto en el Mercado de Valores como en el Sistema Financiero Tradicional.



UNIVERSIDAD DEL
AZUAY

- Estudiar la titularización sindicada de activos como alternativa de financiamiento potencial para las PYMES en el Ecuador.

- Estructurar un ejemplo práctico de financiamiento a largo plazo, empleando el mecanismo de titularización sindicada de activos, con el fin de evaluar su factibilidad (aplicado a PYMES del sector agrícola).

2.9 Metodología

En la presente investigación se empleará principalmente la indagación bibliográfica, puesto que a través de libros, artículos académicos, revistas especializadas, boletines estadísticos, documentos publicados en sitios web oficiales, entre otras fuentes de información disponibles; se obtendrán conocimientos respecto a la situación actual de las PYMES en el Ecuador, las alternativas de financiamiento a las que pueden acceder tanto en el sistema financiero como en el mercado de valores, al igual que información referente al mecanismo de titularización sindicada de activos.

Asimismo, se revisarán las principales leyes, códigos y reglamentos aplicables, con el fin de conocer y comprender la normativa vinculada a los instrumentos de financiamiento que ofrece el mercado de valores ecuatoriano para las PYMES, enfatizando de manera especial el marco legal que rige el proceso de titularización.

Adicionalmente, es probable que resulte necesario aplicar técnicas de investigación de campo; tales como entrevistas presenciales, telefónicas o vía e-mail a instituciones estatales o particulares vinculadas con la investigación; a fin de obtener información complementaria y relevante que nos permita conocer percepciones, opiniones, estadísticas, requisitos, trámites, u otro tipo de datos adicionales.

Las técnicas de investigación a emplear incluirán las siguientes:

TÉCNICAS DE INVESTIGACIÓN		
Técnica	¿A quién se aplica?	¿Para qué se aplica?
Revisión bibliográfica	Libros, artículos académicos, revistas especializadas, boletines estadísticos, documentos publicados en sitios web oficiales, leyes, códigos y reglamentos.	• Para conocer la situación actual, así como la importancia de las PYMES en el Ecuador.
		• Con el fin de evaluar las alternativas de financiamiento a su alcance, tanto en el mercado de valores como en el sistema financiero ecuatoriano. • Para obtener el marco teórico referente al proceso de titularización en general; y de manera específica a la sindicación de activos.
Consultas (telefónicas o vía e-mail)	• Funcionarios de entidades públicas o particulares vinculados con la investigación. • Representantes de PYMES del sector.	• Para obtener información complementaria que contribuya al desarrollo de la investigación.
		• Para profundizar respecto a los requisitos, trámites y otros aspectos legales que rigen la participación en el sistema financiero y en el mercado de valores ecuatoriano. • Para conocer las percepciones y opiniones de los líderes empresariales.

Entrevistas	A profesionales expertos en áreas vinculadas con las finanzas, el mercado de valores ecuatoriano y las PYMES en general.	• Con el fin de obtener información adicional y relevante para el estudio. • Para solventar dudas relacionadas con la investigación.

Por otra parte, el procesamiento estadístico de los datos se efectuará a través de Microsoft Excel, herramienta por medio de la cual se generarán gráficas; así como se aplicarán técnicas financieras para el desarrollo y evaluación de la propuesta.

2.10 Alcances y resultados esperados

Al concluir la presente investigación se espera obtener los siguientes resultados:

Resumen de la situación actual de las PYMES en el Ecuador y su importancia en la economía nacional; síntesis de las alternativas de financiamiento disponibles en el sistema financiero tradicional y en el mercado de valores para este segmento; resumen explicativo del proceso de titularización de acuerdo a la normativa nacional; estudio de las emisiones sindicadas como una nueva alternativa de financiamiento para inversiones de capital en el sector; estructuración de un ejemplo práctico de financiamiento a L/P bajo el mecanismo planteado, aplicado a las PYMES del sector agrícola; análisis costo/beneficio de la iniciativa; cuadro comparativo de las ventajas y desventajas del modelo propuesto frente a otras opciones del mercado.

2.11 Supuestos y Riesgos

Los riesgos a los que se encuentra expuesto el presente trabajo de investigación pueden incluir: información publicada insuficiente o desactualizada y la existencia de fuentes de consulta o artículos académicos publicados en otros idiomas.

2.12 Presupuesto

Rubro - Denominación	Costo unitario	Costo Total	Justificación
Suministros y materiales (esferos, CDs, carpetas, anillados, fotocopias, etc.)		40,00	Apuntes y desarrollo de la investigación.
Transporte	55,00	220,00	Movilización hacia bibliotecas y otras instituciones con el fin de recabar información.
Material bibliográfico y libros		50,00	Elaboración del marco teórico y consultas varias.
Derechos de graduación y otros trámites		80,00	Adquisición de derechos de graduación o de certificación.
Papel universitario		12,00	Solicitudes dirigidas a las autoridades universitarias
Memoria USB		20,00	Respaldo digital de la información
Servicios básicos (Internet, energía eléctrica, telefonía móvil y fija)	35,00	140,00	Desarrollo del trabajo de investigación y consultas varias
Encuadernación		8,00	Investigación final
Resmas de papel bond	5,00	15,00	Impresión de tesis y borradores.
Cartuchos de tinta negra y a colores	15,00	30,00	Impresión de tesis y borradores.
Imprevistos		90,00	Gastos varios
Total		705,00	

2.13 Financiamiento

La inversión necesaria para el desarrollo del presente trabajo de investigación será autofinanciada por las autoras.

2.14 Esquema tentativo

Introducción

CAPÍTULO I

ANÁLISIS DE LAS PYMES EN EL ECUADOR

Introducción

1.1. Importancia en la economía ecuatoriana

1.2. Características

1.3. Composición sectorial

1.4. Necesidades de financiamiento

1.5. Inversión en activos fijos

1.6. Problemas y restricciones para su crecimiento

1.7. Rol de entes públicos y privados

1.8. PYMES agrícolas

1.8.1. Justificación

1.8.2. Importancia

1.8.3. Principales necesidades y riesgos

Conclusiones

CAPÍTULO II

MECANISMOS DE FINANCIAMIENTO DISPONIBLES PARA LAS PYMES ECUATORIANAS

Introducción

2.1 Sistema Financiero Tradicional

2.1.1 Sector Público

2.1.2 Sector Privado

2.2 Mercado de Valores

2.2.1 Registro Especial de Valores No Inscritos (REVNI)

2.2.2 Registro Especial Bursátil (REB)

2.2.3 Bolsa de Valores

Conclusiones

CAPÍTULO III

LA TITULARIZACIÓN SINDICADA DE ACTIVOS COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO A LARGO PLAZO

Introducción

3.1 Generalidades de la Titularización

3.1.1 Definición

3.1.2 Participantes

3.1.3 Proceso

3.1.4 Activos susceptibles de titularizar

3.1.5 Modalidades

3.1.6 Patrimonio Autónomo

3.1.7 Clases de títulos a emitir

3.1.8 Mecanismos de Garantía

3.1.9 Impacto en los estados financieros

3.1.10 Ventajas

3.2 Emisiones o Titularizaciones Sindicadas

3.2.1 Generalidades

3.2.2 Beneficios

3.3 Titularización de Activos Agropecuarios para PYMES agrícolas

3.3.1 Definición

3.3.2 Objetivo

3.3.3 Activos subyacentes

3.3.4 Sindicación

3.3.5 Análisis de Riesgos

3.3.6 Experiencia en Latinoamérica

3.3.7 Ventajas

Conclusiones

CAPÍTULO IV

ESTRUCTURACIÓN DEL EJEMPLO PRÁCTICO Y ANÁLISIS COSTO/ BENEFICIO (Aplicado a PYMES del sector agrícola)

Introducción

5.1 Selección del subsector

5.1.1 Generalidades

5.1.2 Definición del número de empresas a syndicar

5.2 Objetivos de la titularización sindicada

5.3 Información del patrimonio autónomo

5.4 Activos a titularizar

5.5 Características de la emisión

5.6 Parámetros a considerar para la calificación de riesgos

5.7 Mecanismos de cobertura a seleccionar

5.8 Proyección del flujo de caja del patrimonio autónomo

5.8.1 Establecimiento de supuestos

5.8.2 Determinación del límite autorizado para la emisión

5.8.3 Aplicación de técnicas de evaluación

5.9 Análisis Costo/Beneficio de la Emisión Sindicada

5.9.1 Costos referenciales del proceso

5.9.2 Costos del Sistema Financiero Tradicional

5.9.3 Comparación y Evaluación

Conclusiones

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANEXOS

2:15 Cronograma

Objetivo específico	Actividad	Resultados esperados	Tiempo
Evaluar la situación actual de las PYMES ecuatorianas, y su importancia en la economía del país.	Recopilar información acerca de las PYMES, analizarla y resumirla.	Resumen de la situación actual de las PYMES en el Ecuador y su importancia en la economía nacional.	4 semanas
Conocer los mecanismos de financiamiento disponibles para las PYMES, tanto en el Mercado de Valores como en el Sistema Financiero Tradicional.	Recopilar información sobre las fuentes de financiamiento disponibles y sintetizarla en función de su relevancia para el estudio.	Síntesis de las alternativas de financiamiento existentes en el sistema financiero tradicional y en el mercado de valores para este segmento.	3 semanas
Estudiar la titularización sindicada de activos como alternativa de financiamiento potencial para las PYMES en el Ecuador.	Recopilar información, con el fin de comprender el proceso de titularización.	Resumen explicativo del proceso de titularización de acuerdo a la normativa nacional.	3 semanas
Estudiar la titularización sindicada de activos como alternativa de financiamiento potencial para las PYMES en el Ecuador.	Estudiar las características y requisitos de la sindicación de activos.	Estudio de las emisiones sindicadas como una nueva alternativa de financiamiento para inversiones de capital en el sector.	2 semanas
	Analizar las ventajas de complementar ambos mecanismos.		2 semanas



UNIVERSIDAD DEL
AZUAY

	Seleccionar el subsector y el número de empresas a syndicar.	Estructuración de un ejemplo práctico de financiamiento a L/P bajo el mecanismo planteado,	1 semana
Estructurar un ejemplo práctico de financiamiento a largo plazo, empleando el mecanismo de titularización	Definir los parámetros necesarios para la ejecución de la propuesta y evaluar su viabilidad.	aplicado a las PYMES del sector agrícola.	5 semanas
syndicada de activos, con el fin de evaluar su factibilidad (aplicado a PYMES del sector agrícola).	Efectuar un análisis costo/beneficio de la alternativa propuesta.	Análisis costo/beneficio de la iniciativa. Cuadro comparativo de las ventajas y desventajas del modelo propuesto frente a otras opciones del mercado.	3 semanas
Total semanas:			23 semanas

2.16 Referencias

Asamblea Nacional de la República del Ecuador. (20 de mayo de 2014). *Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil*. [Ley 17 del 2014]. RO: 249.

Recuperado de

http://www.asambleanacional.gob.ec/es/system/files/ro_ley_fortalecimiento_sector_societario_y_bursatil.pdf

Ministerio de Industrias y Productividad. (2012). *Alternativas de Financiamiento a través del*

Mercado de Valores para las PYMES. Recuperado de [http://www.industrias.gob.ec/wp-](http://www.industrias.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2012/08/2012-Alternativas-Financiamiento-PYMES-mercado-Valor-es.pdf)

[content/uploads/downloads/2012/08/2012-Alternativas-Financiamiento-PYMES-mercado-Valor-es.pdf](http://www.industrias.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2012/08/2012-Alternativas-Financiamiento-PYMES-mercado-Valor-es.pdf)

Espiñeira et al. (2008). Titularización: Mecanismo de Financiamiento. *Boletín de Finanzas Corporativas y Recuperaciones*. 2, 1-11. Recuperado de <https://www.pwc.com/ve/es/finanzas-corporativas-y-recuperaciones/assets/boletin-cfr-edicion-02-2008.pdf>

Navarrete, A. (2009). *La Titularización de Activos en el Ecuador*. (Trabajo de grado). Universidad Internacional SEK, Quito. Recuperado de <http://repositorio.uisek.edu.ec/jspui/bitstream/123456789/287/1/La%20titularizaci%C3%B3n%20de%20activos%20en%20el%20Ecuador.pdf>

García, S. & Muñoz, M. (2007). Las Titularizaciones de Activos Agropecuarios: Una alternativa de financiamiento a la medida. *Notas del Mercado de Capitales*. 16, 1-5. Recuperado de <http://brc.com.co/notasyanalisis/Titularizaciones%20Agropecuarias.pdf>

Rojas, E. (2004). *La Titularización Ganadera en Colombia*. Centro Latinoamericano para la Competitividad y el Desarrollo Sostenible: INCAE Business School. Recuperado de <http://www.microfinancegateway.org/sites/default/files/mfg-es-documento-titularizacion-ganadera-en-colombia-2003.pdf>

Correa, A. & García, N. (2014). *La Titularización en el Mercado PYME Colombiano*. (Trabajo de grado). Universidad Autónoma de Occidente, Santiago de Cali. Recuperado de <http://bdigital.uao.edu.co/bitstream/10614/5832/1/T03845.pdf>

2.17 Anexos: No aplica

2.18 Firma del estudiante

2.19 Firma del estudiante

2.20 Firma del director

28 de abril de 2016

2.21 Fecha de entrega