



UNIVERSIDAD CATÓLICA DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL
FACULTAD DE ESPECIALIDADES EMPRESARIALES
CARRERA DE COMERCIO Y FINANZAS INTERNACIONALES BILINGÜE

**“TITULARIZACIÓN DE FLUJOS FINANCIEROS COMO FUENTE DE
FINANCIAMIENTO PARA LAS PYMES ECUATORIANAS”**

**PROYECTO DE TITULACIÓN FINAL PREVIO A LA OBTENCIÓN DEL TÍTULO DE
INGENIERÍA EN COMERCIO Y FINANZAS INTERNACIONALES BILINGÜE**

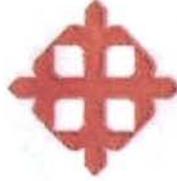
AUTORAS

YANELLA TRINIDAD ENCALADA LÓPEZ
MARÍA FERNANDA MORA CÁRDENAS

TUTOR

MSC. ING. NÉSTOR MORÁN MURILLO

JUNIO DEL 2012



Universidad Católica de Santiago de Guayaquil
Facultad de Especialidades Empresariales
Carrera de Comercio y Finanzas Internacionales Bilingüe

**“Titularización de Flujos Financieros como fuente de financiamiento
para las PYMES ecuatorianas”**

**Proyecto de Titulación final previo a la obtención del título de
Ingeniería en Comercio y Finanzas Internacionales Bilingüe**

Autoras:

Yanella Trinidad Encalada López
María Fernanda Mora Cárdenas

Tutor:

Msc. Ing. Néstor Morán Murillo

Junio del 2012

INFORMACIÓN PERSONAL: Yanella Trinidad Encalada López

Dirección: Calle 17ava 1609 entre la I y la J

Teléfono: 043-092319

Celulares: 086913630 (claro) / 098248934 (movistar)

Correo: y_encalada_8190@hotmail.com

INFORMACIÓN PERSONAL: María Fernanda Mora Cárdenas

Dirección: Malecón 2209 y Av. Olmedo

Teléfono: 042-532626

Celular: 093162493 (claro) / 084202034 (movistar)

Correo: mafermorac_0789@hotmail.com

Guayaquil - Ecuador

AGRADECIMIENTO

Después de todo el esfuerzo y dedicación empleados en la elaboración de esta tesis, es grato para mí el poder contar con estas cuantas líneas y redactar mis más sinceros sentimientos por las personas que aportaron para este feliz y a la vez ameno desenlace.

Cómo no enaltecer a Dios, mi Padre y Creador, quien me otorgó la valiosa presencia de mi angelito fortaleza; el mismo que estuvo en todo momento conmigo para ayudarme a salir de las dificultades por las que atravesaba. Gracias por darme aquella capacidad de discernimiento y la sabiduría necesaria para poder culminar exitosamente este proyecto de tesis. Padre amado, tengo muy claro que sin ti ni la hoja de un árbol se cae y sé que los tropiezos que tuve durante el período universitario no fueron problemas sino oportunidades que me dabas para crecer y fruto de ello hoy por hoy estoy a un paso de llegar a la meta.

A mis progenitores Vicente y Jenny por apoyarme incondicionalmente y ser parte fundamental en cada reto, proyecto, meta o sueño que tengo; por sus sabios consejos y el ejemplo que han plasmado en mí al ser responsables, honrados, luchadores y nobles. Mejores padres no pude haber tenido.

A mi hermano Richard; a la hermana que nunca tuve y a su vez compañera de tesis, Mafer por ser personas importantes en mi vida. Gracias por compartir y formar parte de mi vida personal y profesional.

A mis tíos Willy, Hellen y Edgar que son como mis padres cuando de formar parte del apoyo incondicional para mi éxito personal se trata y a mi abuelita Sofía por ayudarme con la parte material y económica.

Por último y no menos importante, gracias a nuestro ex profesor y a su vez tutor el Msc. Ing. Néstor Morán Murillo quien con su guía, correcciones, paciencia y apreciables consejos supo orientarnos en la elección, elaboración y culminación del presente proyecto.

En fin muchas gracias a todas aquellas personas que directa e indirectamente formaron parte del desarrollo y resultado de este arduo trabajo.

Yanella Encalada López

DEDICATORIA

Dedico este trabajo a Dios por ser el promotor y dador de todo lo que tengo y todo con lo que cuento y a mis padres quienes han estado a mi lado guiándome y sembrando buenas bases y principios durante toda mi vida, con el ánimo de ser su orgullo y que cosechen sus propios frutos; el presente trabajo va para ustedes.

Yanella Encalada López

AGRADECIMIENTO

Al finalizar un trabajo tan arduo como el desarrollo de una tesis, te demuestra que la magnitud del mismo hubiese sido imposible sin la participación de personas e instituciones que han facilitado las cosas para que este trabajo llegue a un feliz término. Por ello, es para mí un verdadero placer utilizar este espacio para ser justa y consecuente con ellas, expresándoles mi gratitud.

En primer lugar mi agradecimiento más profundo es para Dios por darme la fortaleza, inteligencia y coraje para cumplir con esta meta anhelada; por iluminarme y ser mi guía durante todo este tiempo en la universidad; porque sin Él no hubiera podido salir adelante en los momentos difíciles y de prueba. Sin su presencia divina sencillamente esto no habría sido posible.

A mis padres, Flavio y Enriqueta por su ejemplo de lucha y honestidad; por no escatimar esfuerzos por brindarme lo mejor; por sus consejos, apoyo y gran amor.
Los amo con mi vida.

A mis hermanas, Carmen y Lorena; mis sobrinas, Michelle y Cami; y a mi hermana del alma y compañera de tesis, Yanella. Son seres extremadamente importantes en mi vida, cómo también no serlo en mi etapa de estudiante y ahora la de profesional. Muchas gracias por estar siempre allí, en el momento y tiempo exactos.

Asimismo, quiero expresar un especial agradecimiento al excelente equipo humano de Trust Fiduciaria S.A. Gracias porque además de ser grandes compañeros de trabajo, hicieron un inestimable aporte a esta tesis al proporcionarme las facilidades necesarias para completar la investigación.

Finalmente, gracias a nuestro profesor tutor, Ing. Néstor Morán, quien aportó con criterios, consejos y conocimiento valiosos para la culminación de este trabajo.

De corazón muchas gracias.

Ma. Fernanda Mora Cárdenas

DEDICATORIA

Dedico el presente trabajo a mis padres por creer en mí en todo momento. A pesar de no ser la mejor hija del mundo, cada día me esfuerzo más por llenarlos de orgullo y recompensar todo su sacrificio.

Cada logro, cada meta alcanzada es por y para ustedes.

Ma. Fernanda Mora Cárdenas

INDICE

INTRODUCCIÓN	13
ANTECEDENTES	16
JUSTIFICACIÓN	18
Capítulo 1: La Fuente de Financiamiento	19
1.1 Antecedentes de la titularización	19
1.2 Definición y características generales de la titularización	23
1.3 Esquema del Proceso de Titularización	25
1.4 Participantes	26
1.5 Tipos de activos que se pueden titularizar	29
1.6 Títulos valores que pueden emitirse	30
1.7 Transferencia de dominio	31
1.8 Patrimonio Autónomo	32
1.9 Valor Premium en el proceso de Titularización	32
1.9.1 Teoría del Financiamiento Estructurado	34
1.10 Mecanismos de garantías	35
1.11 Calificación de riesgo	37
1.12 Ventajas de un proceso de titularización	40
1.13 Riesgos en un proceso de titularización	45
1.14 Impacto de las Titularizaciones en el Mercado Ecuatoriano	47
1.15 Aspectos contables	48
Capítulo 2: El Nicho de Mercado	52
2.1 Antecedentes de las pequeñas y medianas empresas en Ecuador	52
2.2 Definiciones de las PYMES según los países	53
2.2.1 Definición de las PYMES en Ecuador	54
2.2.1.1 Características de las PYMES en Ecuador	56
2.2.1.2 Marco legal de las PYMES	57
2.2.1.3 Potencialidades	58
2.3 Situación problemática de las PYMES	61
2.3.1 La Globalización y su impacto en las PYMES	62
2.3.2 Entidades de apoyo al sector	63
2.3.3 Mercados Externos	66
2.3.4 Informalidad del Sector	67
2.3.4.1 Estructura Organizacional	69
2.3.4.2 Asociatividad en las PYMES	71
2.3.4.3 Competitividad	74
2.4 Importancia de las PYMES	77
2.4.1 Generación de empleo	77
2.5 Acceso a Financiamiento	80
2.5.1 Tipos de financiamiento	83
2.6 La Demanda Potencial	87

2.7 La Demanda Real _____	89
Capítulo 3: La organización _____	90
3.1 Identificación de Trust Fiduciaria S.A. _____	90
3.2 Breve descripción de Trust Fiduciaria S.A. _____	90
3.3 Relaciones comerciales internacionales _____	92
3.4 Posicionamiento de Trust Fiduciaria S.A. en el mercado _____	93
3.5 Análisis FODA de Trust Fiduciaria S.A. _____	94
3.6 Diagnóstico de Trust Fiduciaria S.A. _____	96
Capítulo 4: El servicio a ofrecer _____	98
4.1 Descripción del nuevo servicio _____	98
4.1.1 Procedimientos para dar inicio a un proceso de titularización de flujos para PYMES _____	98
4.2 Análisis FODA de la Titularización de Flujos Futuros de PYMES. _____	100
4.3 Costos asociados a un proceso de Titularización de Flujos para PYMES _____	102
4.4 Factibilidad para la Entidad Titularizadora _____	105
Capítulo 5: Evaluación Financiera de Crédito Bancario Vs. Titularización aplicada a PYMES ecuatorianas. _____	107
5.1 Tasa Interna de Retorno de un proceso de Titularización _____	108
5.2 Tasa Interna de Retorno de un Crédito Bancario _____	111
5.3 Resumen _____	115
CONCLUSIONES _____	118
RECOMENDACIONES _____	119
BIBLIOGRAFÍA _____	121
ANEXOS _____	126
ANEXO I: Propuesta de Titularización de Flujos - Capital Ventura _____	127
ANEXO II: Listado de Empresas ecuatorianas que participan en un proceso de titularización _____	133
ANEXO III: Formulario de Registro de Aprobación del Negocio _____	134
ANEXO IV: Formulario Due Dilligence _____	136
ANEXO V: Cuestionario realizado para las entrevistas _____	140

INTRODUCCIÓN

Todas las empresas, sean estas grandes, medianas o pequeñas, tienen la necesidad de obtener recursos financieros ya sea para reestructuración de pasivos, capital de trabajo, compra de activos fijos e incluso para obtención de liquidez que les permita continuar con las actividades propias del giro del negocio. Las empresas ecuatorianas no son la excepción.

Para muchos, el tener acceso a condiciones favorables de financiamiento es verdaderamente un dilema. En la sociedad ecuatoriana, las pequeñas y medianas empresas (PYMES) son aquellas instituciones que por su propia estructura, principalmente familiar, no son lo suficientemente formales y por lo general sufren al momento de conseguir financiamiento. Suena paradójico que aun cuando son las PYMES el motor de la economía, son ellas quienes muchas veces tienen que enfrentar grandes obstáculos a la hora de buscar recursos financieros para realizar sus proyectos, proyectos que a fin de cuentas, logran reactivar la producción de los sectores y del país en general.

Las PYMES tienen escaso acceso al crédito productivo, puesto que los bancos facilitan financiamiento a aquellas empresas que pueden otorgar garantías superiores y hasta hipotecarias, razón por la cual la mayor parte de las pequeñas y medianas empresas se encuentran marginadas del crédito bancario, considerado además como el crédito más caro para este tipo de actividades de estos pequeños empresarios. Esta realidad obliga a buscar su capital de trabajo en fuentes externas al sector financiero formal. Frente a esta situación resulta difícil mejorar sus sistemas de producción, su tecnificación, resignándose a puestos muy rezagados dentro de la competitividad.

Se considera que la titularización es una herramienta financiera que impulsa el ahorro, amplía el mercado de valores y es una forma alternativa y atractiva de financiamiento puesto que se la realiza vía activos y no vía deuda. La titularización ofrece un gran potencial para el desarrollo de diversos proyectos en los distintos

sectores de la economía. Este mecanismo hace posible que estos activos totalmente distintos y con poca liquidez se conviertan en activos que generarán importantes flujos de recursos para el financiamiento de las actividades propias de la sociedad originadora del proceso.

Considerada como un esquema para grandes montos, la titularización puede ganar terreno como opción de financiamiento para las pequeñas empresas que carecen del acceso al sistema bancario. Dentro del mercado bursátil, la titularización de activos o flujos futuros constituye una poderosa herramienta para obtener financiamiento, principalmente para aquellos sectores que no pueden acceder a créditos de la banca por falta de garantías o porque su naturaleza jurídica no lo permite.

El proceso es sencillo y se financia con lo que la empresa recién va a generar en el futuro. Por ejemplo: Un ejecutivo gana \$1000 mensuales, ello representa \$12 mil al año y \$120 mil en 10 años. Con esto va donde el inversionista y le dice "No tengo activos que le interesen, pero sí un patrimonio muy pequeño y las ventas que voy a ganar por los \$100 mil que me dé ahora". El inversionista le da los \$100 mil y es dueño de su salario en los próximos 10 años, pero el ejecutivo ha ganado este dinero para mejorar la situación de la empresa. En otras palabras tiene la posibilidad de crecer, usando su futuro.

A lo largo de esta tesis se propone la Titularización de los flujos futuros de las PYME'S como fuente de financiación a través de la administración de una entidad especializada para lo cual se ha escogido la pericia de Trust Fiduciaria Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A.

El primer capítulo trata propiamente de la titularización de activos como la alternativa de financiamiento que puede ofrecer el mercado de valores a las pequeñas y medianas empresas y que es propuesto en este trabajo. En este capítulo también se explica brevemente en qué consiste un proceso de titularización de activos así como

el tipo de activos que son susceptibles de titularización, los participantes, el proceso de la obtención de títulos valores, los tipos de títulos valores, ventajas así como el registro contable para las partes.

El segundo capítulo se enfoca en el nicho de mercado que abarca este tema de investigación: Las PYMES. Se describe su situación en Ecuador, importancia, características generales y todo el panorama concerniente a los tipos de financiamiento a los que recurren al momento de expandirse.

El tercer capítulo profundiza en el perfil, servicios brindados, importancia en el mercado, entre otros aspectos destacados de Trust Fiduciaria Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A. En este caso se propone a la mencionada fiduciaria como la administradora de la titularización de los flujos futuros para las PYMES.

El cuarto capítulo explica en detalle el servicio a ofrecer, cuál es el procedimiento que se debe seguir para titularizar, los costos asociados con la emisión y se realiza un análisis de factibilidad del negocio para la fiduciaria.

Por último, en el quinto capítulo se plantea un supuesto de inversión a fin de realizar un análisis financiero aplicado a las PYMES ecuatorianas para demostrar cuán conveniente resulta la titularización de activos como fuente de financiamiento.

ANTECEDENTES

En Ecuador los empresarios sostienen que es muy difícil cumplir con los requisitos de las entidades bancarias y muchas veces encuentran dificultades para identificarlos con claridad. Por otro lado, las entidades bancarias alegan que los empresarios no brindan la suficiente información sobre sus empresas y sobre todo no cuentan con las garantías requeridas; y es que lamentablemente parece existir un tema que tiene que ver con los obstáculos que hay para que las PYMES puedan tener algún financiamiento a largo plazo, siendo el principal su informalidad, puesto que la mayoría no son empresas legalmente constituidas y esto está relacionado con problemas con sus directorios, más allá de que tengan o no un inmueble.

Es un hecho que los bancos en la sociedad ecuatoriana, como en muchas otras, representan una de las principales fuentes de financiamiento para las PYMES, pero no siempre es la más indicada. Muchas veces las empresas están limitadas en su capacidad de obtener préstamos porque el valor de sus activos y/o el monto de su capital social no cubren los requisitos de patrimonio contable en relación al crédito solicitado.

Por muchos años las PYMES han estado alejadas del entorno bursátil. Si les era imposible financiarse con recursos propios, su esperanza pendía de que un banco subiera o bajara el dedo para otorgarle créditos. Sin embargo, esa práctica ha sido ilógica para el desarrollo de los chicos, puesto que los bancos sólo desembolsan dinero hasta estar seguros de obtener un activo a cambio, lo cual es viable para una gran empresa, pero representa un verdadero problema para las pequeñas carentes de garantías significativas.

Es así que se cree que el mercado de valores es una herramienta que sólo pueden usar las empresas grandes. A escala internacional ha habido un desarrollo muy importante, pero generalmente no existen los suficientes mecanismos para unir a las empresas que necesitan los recursos y a quienes los tienen disponibles y buscan

invertir. A más de ello, los instrumentos siempre están orientados para las grandes empresas, se colocan muchos requisitos, costos y exigencias de transparencia, por lo que generalmente las empresas no califican para las emisiones de bonos, por ejemplo. Sin embargo, existe otra alternativa que implica generar liquidez por la vía del activo, la titularización.

Se considera que la titularización es una herramienta financiera que impulsa el ahorro, amplía el mercado de valores y es una forma alternativa y atractiva de financiamiento puesto que se la realiza vía activos y no vía deuda.

Es así que la titularización ofrece un gran potencial para el desarrollo de diversos proyectos en los distintos sectores de la economía. Este mecanismo hace posible que estos activos totalmente distintos y con poca liquidez se conviertan en activos que generarán importantes flujos de recursos para el financiamiento de las actividades propias de la sociedad originadora del proceso.

JUSTIFICACIÓN

En Latinoamérica la mayoría de las PYMES, son de origen doméstico, y su debilidad más grande está en la poca aplicación del manejo de información, desarrollo organizacional, estandarización en los procedimientos de los flujos administrativos de la empresa, peor aún, tener la habilidad para manejar los niveles de planificación, presupuestación y fuentes de financiamiento indicado.

Luigi Valdés Buratti, especialista en el ámbito estratégico empresarial, indica en la entrevista otorgada a Diario Hoy el 20 de enero del 2011: “De acuerdo a la experiencia que tengo en implementar más de 600 PYMES en el Ecuador encuentro un factor común en todas ellas, la falta de capacidad administrativa, salvo pocas excepciones de administradores jóvenes que traen consigo una preparación previa obtenida en alguna universidad del país”.

Se escogió el mencionado tema puesto que hoy en día las PYMES no cuentan con diversas fuentes para invertir y esta es una alternativa atractiva en la cual pueden confiar. Todo esto con el objetivo de que las PYMES puedan acceder a una fuente de financiamiento en los mercados de valores y puedan solventar la ejecución de sus proyectos. Con el presente trabajo de investigación lo que específicamente se busca:

- a) Vender servicios de titularizaciones y administración de fondos para PYMES;
- b) Incrementar las utilidades de Trust Fiduciaria mediante la creación de este nuevo nicho de mercado;
- c) Demostrar la factibilidad de este tipo de instrumento como fuente de financiamiento para las PYMES ecuatorianas.;
- d) Determinar la demanda potencial y real del sector productivo PYMES para esta fuente de financiamiento.

Capítulo 1: La Fuente de Financiamiento

1.1 Antecedentes de la titularización

Se considera que las ventas y participaciones sobre conjuntos de préstamos, como primeros esquemas de titularización de activos, tienen su origen en el siglo XVII, en el que se dieron los primeros procesos de división en fracciones ideales de participación en negocios determinados, representados en títulos-valores de naturaleza circulatoria eminentemente fungibles. Durante el siglo pasado y buena parte del presente siglo, los bancos comerciales y las instituciones dedicadas al ahorro gozaban de una especie de monopolio en las ofertas de tales servicios. En particular, el mercado hipotecario en los Estados Unidos, y que era administrado por estas instituciones de ahorro, se caracterizó por otorgar créditos a largo plazo con tasas de interés fijas, lo que hacía predecible los flujos de éstos, permitiendo de esa manera esquemas como la titularización.¹

Hoy en día la titularización es una herramienta moderna de financiamiento y uso masivo en economías desarrolladas. Tal es así que se estima que los costos en procesos de titularización para los emisores, son considerablemente menores que el costo que asumirían a través del financiamiento tradicional bancario en virtud de los márgenes de intermediación de las entidades financieras.

Por ejemplo, en el Ecuador, la diferencia entre la tasa de interés que paga el deudor del crédito hipotecario y la tasa de interés que recibe quien deposita sus ahorros en entidades financieras sobrepasa en muchos casos 120 puntos básicos. En países como Estados Unidos la diferencia entre la tasa que paga el deudor y la que recibe el tenedor de los títulos es de aproximadamente 30 puntos básicos. Esta ganancia en eficiencia tiene implicaciones macroeconómicas importantes, con un

¹ Larrea, M. (2004). Antecedentes de la Titularización . En L. Mario, *Régimen Jurídico de la Titularización de Activos* (pág. 43). Quito: Ediciones Legales S.A.

claro impacto sobre el crecimiento, lo que además explica en buena parte el bajo costo del financiamiento hipotecario en ese país.²

En el ámbito de Latinoamérica, países como Colombia son los que llevan la vanguardia en el desarrollo legislativo y en la utilización por parte del sector productivo de la titularización como mecanismo de financiamiento de sus actividades. En el Ecuador, la rigidez de su estructura legal, el atraso normativo, el escaso desarrollo del mercado de capitales y el sinnúmero de trámites ante los Entes de Control, han conspirado contra el desarrollo de la titularización.

Por tanto, desde la óptima estrictamente jurídica la instrumentación de la titularización depende del sistema legal de cada país. Las soluciones varían según se trate de países con raíz anglosajona, frente a los de inspiración continental, como es el caso del Ecuador. El concepto general de “titularización”, es fácil de entenderlo y asimilarlo, sin embargo su implementación no lo es tanto, ya que requiere de un cambio en la visión sobre el financiamiento tradicional de las empresas, el cumplimiento de una serie de procedimientos, costos y fórmulas jurídico-económicas previas, antes de llegar al mercado.

El objetivo fundamental de la titularización, como alternativa de financiamiento para las empresas, es dar liquidez, homogeneidad y acceso al mercado secundario de valores a instrumentos o activos que son por naturaleza generalmente ilíquidos, heterogéneos y de mercados restringidos (por ejemplo: cuentas por cobrar, contratos de leasing, créditos de consumo, créditos hipotecarios, entre otros); y consiste en valores con respaldo de activos; todo lo anterior, con la idea de financiar capital de trabajo³.

² Larrea, M. (2004). Antecedentes de la Titularización . En L. Mario, *Régimen Jurídico de la Titularización de Activos* (pág. 45). Quito: Ediciones Legales S.A.

³ Novoa, R. (1995). La titularización como alternativa de financiamiento. En R. Novoa, *Derecho de Mercado de Capitales* (pág. 54). Santiago de Chile: Edición Jurídica de Chile.

En otras palabras, titularización es dar la forma de instrumento transable a una obligación financiera específica (comúnmente deuda bancaria). Es decir, los valores que se emiten y que tienen como respaldo activos, posibilitan al originador reducir su dependencia en el endeudamiento tradicional bancario, convirtiéndose el inversionista en el nuevo agente de financiamiento, el momento que adquiere los valores que se emiten con cargo al vehículo legal que ha sido utilizado en el proceso de titularización. También permite al emisor reducir el riesgo de descalce entre plazos y tasas de interés.

Hace cinco años cuando el boliviano Jaime Dunn hablaba sobre utilizar la titularización para financiar las pequeñas y medianas empresas, sus colegas en el mercado bursátil decían que era sencillamente imposible. En la década de los ochenta se pensaba que el esquema estaba reservado a grandes montos, como \$300 millones; en los noventa se bajaron los estándares, hasta que por fin el modelo se adaptó a las realidades urgentes de las economías latinoamericanas. En agosto de 2007, Gas & Electricidad de Sucre, Bolivia, se embarcó en la aventura de convertirse en la primera PYME en titularizar, cuenta Jaime Dunn, gerente general de BDP Sociedad de Titularización.⁴

Gas & Electricidad, una empresa que se dedicaba a la provisión de gas natural para vehículos, ambicionaba expandirse al mercado de viviendas. La PYME necesitaba \$2.3 millones para la instalación de las redes domiciliarias. Al descartar el financiamiento bancario, optó por la titularización mediante la cesión de una parte de su futura facturación. Es así que esta PYME cedió a BDP Sociedad Titularizadora la administración total de sus ventas futuras para que con prelación retenga el 8.3% del 100% de las ventas mensuales, destinadas al pago de intereses y capital de los inversionistas. La emisión estaba dividida en cinco series de la "A" a la "E". Dos de

⁴ Morán, J. (16 de Febrero de 2011). Entrevista a Jaime Dunn "Alternativa para PYMES". *Diario Boliviano Nueva Economía*, pág. 8.

400.000 dólares y tres de 500.000. Las tasas no dejan de ser atractivas, pues la mínima está en 5,70% mientras la máxima en 8,70%.⁵

La titularización en Bolivia de la empresa Gas & Electricidad (G&E) por 2.3 millones de dólares estructuró títulos de \$1000 a fin de posibilitar el acceso de inversionistas individuales que buscan mejores rendimientos para sus recursos que la banca. “(Con la operación) no sólo logramos grandes inversionistas sino también pequeños que es a donde hay que llegar” dijo Jaime Dunn de BDP Sociedad Titularizadora, al advertir lo inclusivo que puede resultar este tipo de procesos.

Con los \$ 2.3 millones a cinco años, G&E obtuvo ventajas comparativas desde el plazo dado que en el sistema bancario en promedio, el plazo de un crédito no hubiera superado los 360 días. En términos de tasas de interés, las ganancias son igual de importantes, pues colocó sus valores bursátiles a un promedio de 7.3%, cuando en la banca hubiera encontrado tasas de dos dígitos (11% en promedio). “Ahora ya no es una PYME, puesto que gracias a la titularización pasó a ser mediana y gran empresa. Hoy en día está en Perú, se convirtió en una multinacional”, relató Dunn.

G&E realizó esta titularización con el objeto de recambiar pasivos por un monto aproximado de 1.355.455 dólares y el financiamiento de capital de inversiones por un monto aproximado de 844.555 dólares. Esto permitió a la empresa obtener mejores condiciones que las que obtenía con instituciones bancarias tradicionales, pudiendo liberar garantías reales y mejorando sus condiciones de negociación con este tipo de acreedores. Esta es la gran diferencia entre los valores de contenido crediticio (a través de una titularización) y la emisión de bonos corporativos tradicionales, ya que la titularización siempre logra calificaciones de riesgo y papeles de mejor calidad que los que conseguiría la empresa mediante una emisión de bonos⁶

⁵ Morán, J. (26 de Agosto de 2007). Entrevista a Jaime Dunn "Una PYME titularizadora". *Diario Boliviano Nueva Economía*, pág. 8.

⁶ Donoso, M. (3 de Septiembre de 2007). Entrevista a Jaime Dunn "Gas & Electricidad titulariza en la bolsa de valores". *Diario Boliviano La Época*, pág. 5.

Desde el éxito de la operación hasta la fecha, BDP ha titularizado \$30 millones en el mercado PYME. “La economía de Bolivia es de PYMES, pero el mercado de valores sólo se estaba concentrando en el corporativo. Con eso no abarcas más del 5% de emprendimiento. Eso no tiene ningún sentido”, plantea el experto.

El caso de El Salvador que el año antepasado tuvo su primera titularización (por \$2.5 millones) es ejemplar, porque esto dará confianza para que futuras empresas y organizaciones se atrevan a dar el paso, explica el experto. Es más, un mes después de la primera titularización salvadoreña, un gobierno municipal se lanzó a hacer una por más de \$20 millones; siendo ambas un éxito en el mercado. De hecho, las grandes empresas de El Salvador ya están acostumbradas a usar la figura en el extranjero. Por ejemplo, el sector financiero posee millones titularizados en remesas. Además, la aplicación de la ley en tan solo tres años ha sido notable en El Salvador, ya que normalmente los países tardan más de cinco años para activar el esquema.⁷

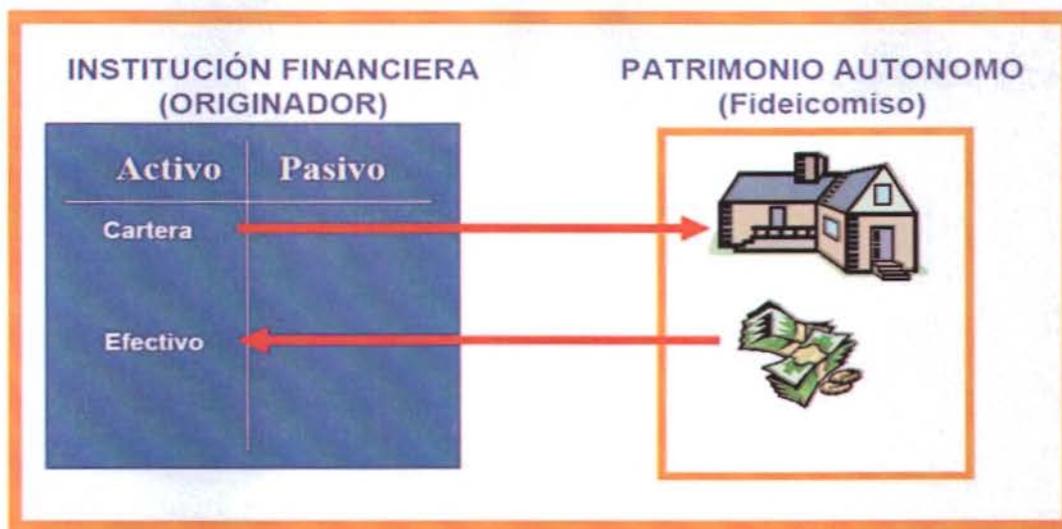
1.2 Definición y características generales de la titularización

La titularización es el proceso mediante el cual se transforman activos de una empresa con la finalidad de obtener liquidez y rentabilidad de forma segura. De esta forma activos que no tenían mucho valor dentro de la empresa se vuelven atractivos para los inversionistas en el mercado de valores. La transformación de los activos resulta en la emisión de títulos valores, con cargo a un patrimonio autónomo, que son colocados y negociados en el mercado de valores a través de la Bolsa de Valores de Guayaquil y Quito, permitiendo que empresas que no cotizaban en el mercado de valores obtengan financiamiento o recursos a través de éste. En el **Anexo No. I** se puede observar el modelo de una propuesta de titularización de cartera de flujos futuros de CAPITAL VENTURA.

⁷ Cuenca, C. (16 de Febrero de 2011). Entrevista a Jaime Dunn "Alternativa para PYMES". *Diario Boliviano El Economista*, pág. 2.

En la **Imagen No. 1** se puede observar como funciona el Proceso de Titularización a manera general, como se detalló en las líneas anteriores. Más adelante se profundizará en este tema.

Imagen No. 1: Proceso de Titularización



Fuente: Presentación Primer Encuentro de Expertos en Fiducia y Titularización. Guayaquil, ECUADOR, 13 de Septiembre de 2006.

Las principales características que tienen los procesos de titularización son: a) Los activos a titularizar pueden ser de distinta naturaleza; b) Se titularizan activos que existen o se esperan que existan; c) Incremento de activos, no de pasivos para el originador; d) Transferencia de dominio y e) Constitución de patrimonio autónomo.⁸

Cuando se habla de titularización se debe poner énfasis en cuatro cosas:⁹

⁸ Rodríguez, S. (2005). La Fiducia y el Mercado de Capitales. En S. Rodríguez, *Negocios Fiduciarios: Su significado en América Latina* (pág. 507). Bogotá: LEGIS Editores S.A.

⁹ Bolsa, V. (2010). *La Titularización como Mecanismo de Financiamiento a Largo Plazo*. Guayaquil: Presentación Power Point.

1. La titularización se basa en el principio de la desintermediación, lo que hace que los gastos financieros se reduzcan y que la tasa sea menor a la de los créditos bancarios, y también apunta a la búsqueda de financiamiento directo de las empresas por medio de la emisión de títulos valores.
2. Destaca la movilización del activo en el sentido de utilizar la riqueza acumulada como fuente de liquidez y de liberación de recursos para atender proyectos que serán productivos.
3. No existe monto máximo a emitir, puesto que éste depende de la calidad del activo y sobre ese monto se establece un porcentaje en función de la liquidez y calidad del mismo.

El plazo de la titularización será el más conveniente a la empresa y en función del mercado.

1.3 Esquema del Proceso de Titularización

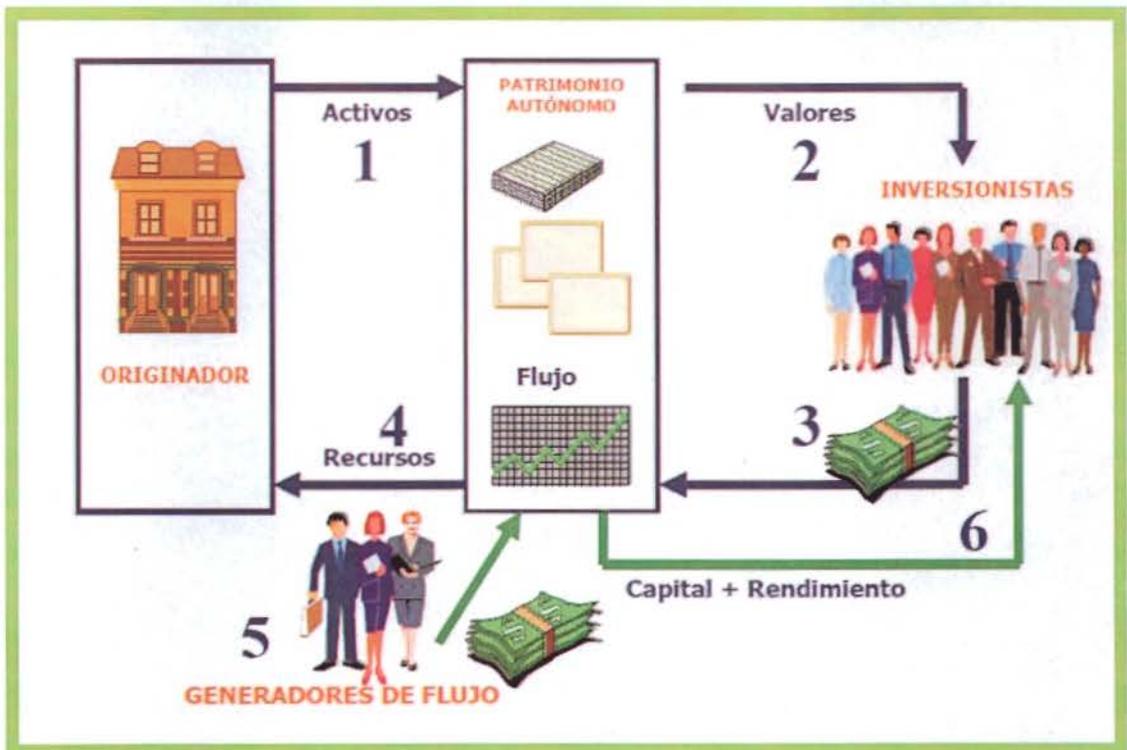
En un esquema de Titularización se maneja el siguiente proceso:

1. El originador transfiere a un patrimonio autónomo activos que existen o que se espera que existan.
2. Con cargo a este patrimonio autónomo se emiten valores de participación, contenido crediticio o mixtos para ser colocados entre inversionistas.
3. Los inversionistas adquieren estos valores en el mercado y entregan estos recursos al patrimonio autónomo.
4. El patrimonio autónomo cumple el propósito para el cual fue constituido y entrega los recursos levantados al originador o los mantiene en su poder, según sea el caso.
5. Los generadores de flujo, que constituyen la fuente de repago de la titularización entregan recursos al patrimonio autónomo.

6. El patrimonio autónomo con los recursos provenientes de las fuentes de repago devuelve a los inversionistas su capital invertido más un rendimiento.

En la **Imagen No. 2** se encuentra ilustrado el proceso de titularización:

Imagen No. 2: Esquema del Proceso de Titularización



Fuente: Folleto Divulgativo # 14, Superintendencia de Compañías, Año 2010

1.4 Participantes

Los participantes usuales en un proceso de titularización de acuerdo a la Ley de Mercado de Valores son:

- 1) El **Originador** es quien transfiere los bienes o activos base del proceso de titularización. Puede ser una o más personas naturales o jurídicas, de derecho

público o privado, nacionales o extranjeras propietarios de activos o derechos sobre flujos que pueden ser titularizados.

- 2) El *Agente de Manejo* será una sociedad administradora de fondos y fideicomisos. El agente de manejo es el vocero del patrimonio autónomo, es él quien vela por la seguridad y eficiencia en el manejo de los recursos que entren al patrimonio. Cuando el originador y el agente se encuentren vinculados, una tercera persona será el representante de los tenedores de los títulos valores para evitar un posible conflicto de intereses.¹⁰

Además de las obligaciones que se estipulen en el contrato de fideicomiso mercantil, tiene las siguientes:

- ✓ Obtener las autorizaciones necesarias para realizar un proceso de titularización, en los cuales los valores a emitirse vayan a ser colocados mediante oferta pública.
- ✓ Recibir del originador y en su representación del patrimonio autónomo, los activos a ser titularizados.
- ✓ Emitir valores respaldados con el patrimonio de propósito autónomo.
- ✓ Colocar los valores emitidos mediante oferta pública. Esta función puede ser delegada, pero aun así el agente de manejo será responsable por las actuaciones de terceros.
- ✓ Administrar los activos que integran el patrimonio autónomo, tendiendo a la obtención de flujos futuros, sea de fondos, de derechos o de contenido económico.
- ✓ Distribuir entre los inversionistas los resultados obtenidos.

¹⁰ Bolsa, V. (2011). *Título XVI de la Titularización*. Guayaquil: Ley de Mercado de Valores.

- 3) La **Calificadora de Riesgo** es la institución que analiza y evalúa el activo que se desea titularizar para determinar el nivel de riesgo, y por ende de seguridad, para el inversionista.
- 4) El **Agente de Colocación** es la institución que realiza la venta de los títulos valores en el mercado. Son quienes van en busca tanto de personas naturales como jurídicas para que inviertan en los títulos valores que el fideicomiso ha emitido.
- 5) El **Comité de Vigilancia** estará formado mínimo por 3 miembros elegidos por los tenedores de los títulos y no estarán relacionados con el agente de manejo. El comité de vigilancia debe comprobar que el agente de manejo cumpla en relación al respectivo patrimonio lo dispuesto en la Ley de Mercado de Valores, normas complementarias y en su reglamento interno. Cuando descubra incumplimiento de alguna de las normas debe notificarlo dentro de 5 días a la Superintendencia de Compañías como hecho relevante.
- 6) El **Agente Pagador** puede ser la misma fiduciaria o una institución financiera sujeta al control de la Superintendencia de Bancos y Seguros, esta debe realizar los pagos a medida que van llegando los vencimientos, sin embargo en la práctica quien ejecuta esta acción es el Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores (DECEVALE)¹¹. El agente pagador no podrá formar parte del Comité de Vigilancia.
- 7) El **Patrimonio Autónomo** es un patrimonio independiente formado, en primera instancia por los activos que el originador transfiere y, posteriormente por los pasivos o contingentes que resulten del proceso de titularización. Este patrimonio no forma parte ni del patrimonio del originador ni de la fiduciaria.

¹¹ **Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores - DECEVALE S.A.** Es una Sociedad Anónima, constituida de acuerdo a las leyes vigentes en la República del Ecuador, regulada por la Codificación de la Ley de Mercado de Valores y autorizada y controlada por la Superintendencia de Compañías para, con base en su Reglamento Interno y Manual Operativo, prestar servicios de depósito, custodia física, anotación en cuenta, administración, compensación, liquidación, inmovilización, transferencias de valores, entre otros.

Dentro del patrimonio autónomo se registrará todos los movimientos contables que realice el fideicomiso. Registrará los recursos recibidos en la cuenta corriente que el fideicomiso haya aperturado para el efecto, adicionalmente se registra el activo que ha sido transferido por el originador así como los pasivos. El patrimonio autónomo respalda y responde por las obligaciones que se derivan de la emisión de valores realizada dentro del proceso de titularización.

- 8) Los *Inversionistas* son quienes invierten en valores emitidos como consecuencia del proceso de titularización.

En el **Anexo No. II** se puede observar un listado de empresas que participan en procesos de titularización en el Ecuador.

1.5 Tipos de activos que se pueden titularizar

Si bien es cierto que se pueden titularizar activos de distinta naturaleza, no es menos cierto que dichos activos deben tener ciertas características ideales.

Cuadro No. 1: Características de los Activos a Titularizar
Homogéneos
Diversificados
Numerosos
Con historia crediticia
Con flujos previsibles
Fuente: "Financiamiento Estructurado y Titularización" por Jorge Volio, enero 2009. Elaborado por: Las Autoras

Son activos susceptibles de titularización los siguientes.

Cuadro No. 2: Activos Susceptibles a la Titularización
Valores representativos de deuda pública
Valores inscritos en el registro de Mercado de Valores
Cartera de Crédito
Activos y proyectos inmobiliarios
Activos y proyectos susceptibles de generar flujos futuros determinables
Fuente: Artículo 143 de la LMV. Elaborado por: Las Autoras

1.6 Títulos valores que pueden emitirse

Un mismo patrimonio autónomo puede respaldar la emisión de distintos tipos de títulos valores. Los valores que corresponden a cada serie o tipo deberán reconocer iguales derechos a los inversionistas pudiendo establecer diferencias en derechos asignados a las distintas series.

Los valores que, según la Ley de Mercado de Valores, se emiten como consecuencia de un proceso de titularización pueden ser de tres tipos:

1. Títulos valores de contenido crediticio.
2. Títulos valores de participación.
3. Títulos valores mixtos.

Los títulos valores de contenido crediticio son también llamados de renta fija y son los que incorporan derechos al inversionista de percibir la cancelación del capital y de los intereses de acuerdo con las condiciones señaladas en el título. No pueden tener un plazo inferior a dos años para la redención del principal.

Los títulos valores de participación son los valores por los cuales los inversionistas reciben una alícuota en el patrimonio autónomo proporcional a la inversión que realizó, de tal manera que el inversionista es partícipe de los resultados ya sea utilidades o pérdidas. El plazo mínimo para la redención del capital es de un año.

Los títulos valores mixtos son la combinación de los dos anteriores. No pueden tener un plazo inferior a un año para la redención del principal.

Los títulos valores podrán ser redimidos antes del plazo estipulado anteriormente en forma total por parte del agente de manejo, en los casos expresamente contemplados en el Reglamento de Gestión del respectivo proceso de titularización, cuando se prevea la posibilidad de que se ponga en riesgo la generación proyectada del flujo futuro de fondos o de derechos de contenido económico.

De haberse producido situaciones que impidieron la generación proyectada de flujo de fondos o de derechos de contenido económico, y una vez agotados los recursos del patrimonio autónomo, los inversionistas deberán asumir las eventuales pérdidas producidas como consecuencia de tales situaciones.

Sin embargo, si el proceso de titularización arroja pérdidas causadas por dolo o culpa leve por parte del agente de manejo, declarados como tales por juez competente en sentencia ejecutoriada, los inversionistas podrán ejercer las acciones estipuladas en las acciones legales pertinentes, con el objeto de obtener las indemnizaciones debidas.

1.7 Transferencia de dominio

Para llevar a cabo el proceso de titularización se debe realizar una transferencia de dominio de activos desde el originador hacia el patrimonio

autónomo y puede ser realizada a título oneroso o a título de fideicomiso mercantil. Esta transferencia, cualquiera sea la naturaleza está libre de todo tipo de impuestos, tasas y contribuciones, como también lo está la restitución del dominio de los bienes que son aportados al originador, sean estos muebles o inmuebles.

1.8 Patrimonio Autónomo

La Ley de Mercado de Valores establece que los procesos de titularización deben ser realizados por sociedades administradoras de fondos y fideicomisos, ya sea a través de fondos colectivos de inversión o fideicomiso mercantil, y que el activo susceptible de titularización debe ser transferido a un patrimonio autónomo. Esta transferencia de dominio implica que el originador entrega al patrimonio autónomo el activo que será transformado *“a título oneroso o a título de fideicomiso mercantil, según los términos y condiciones de cada proceso de titularización”*¹²

Este patrimonio autónomo tiene estados financieros que son totalmente independientes de aquellos que tienen el originador, los inversionistas y la fiduciaria. De ahí que la emisión de títulos no se refleja en el balance del originador sino que se registra contablemente en el balance del patrimonio autónomo.

1.9 Valor Premium en el proceso de Titularización

Durante el Proceso de Titularización se genera un Valor Premium. En dicho proceso intervienen 2 partes: la Entidad Financiera u Originador y el Patrimonio Autónomo o Emisor. Según se puede visualizar en la **Imagen No. 3**, a lo largo de la titularización hay una transferencia total y absoluta de la propiedad del activo y no existe pasivo para el Originador, puesto que el pasivo pertenece al Patrimonio Autónomo, para ello ambas partes se someten a un arbitraje de riesgo.

¹² Bolsa, V. (2011). *Título XVI de la Titularización . Art. 144*. Guayaquil: Ley de Mercado de Valores.

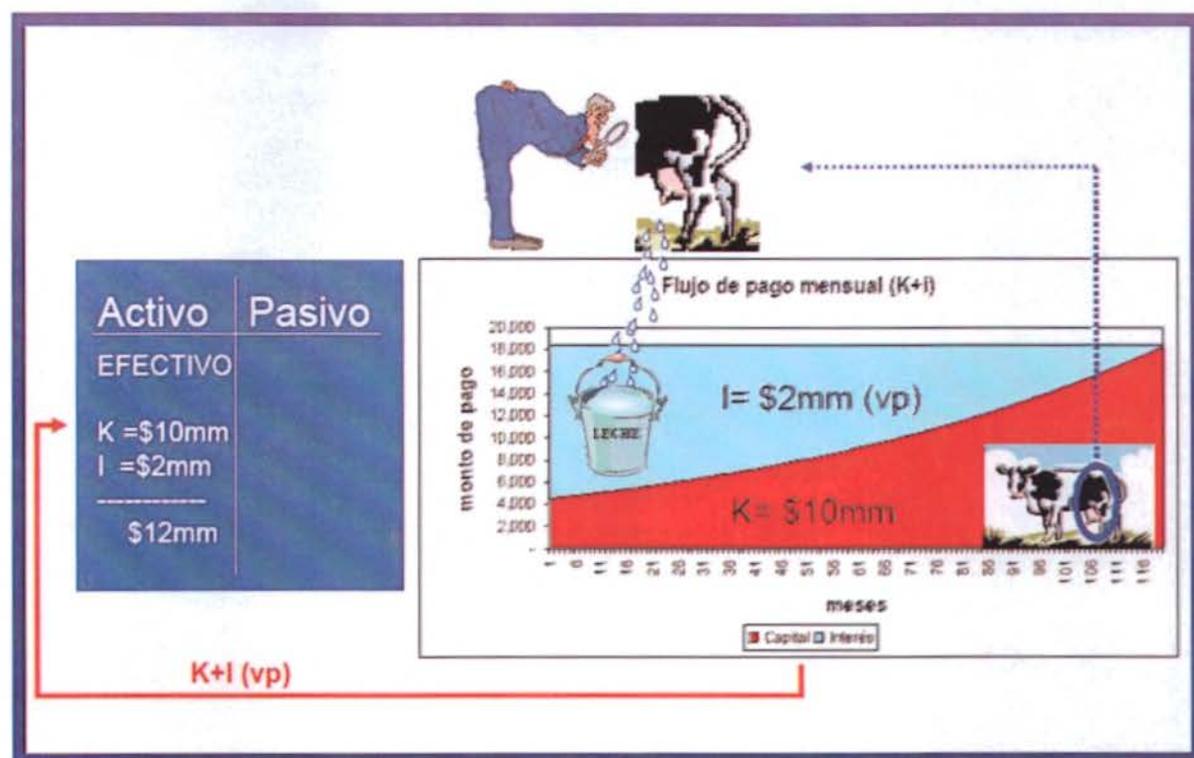
Imagen No. 3: Titularización fuera de Balance



Fuente: Presentación Primer Encuentro de Expertos en Fiducia y Titularización. Guayaquil, ECUADOR, 13 de Septiembre de 2006.

El valor Premium es el valor agregado que se le da al activo titularizado. Por ejemplo por cada US\$ 100 de capital titularizado, se recibe US\$ 102, lo que significa un Premium de US\$ 2, haciendo la titularización más rentable para el Originador. Se puede visualizar dicha explicación en el **Imagen No. 4**.

Imagen No. 4: Valor Premium

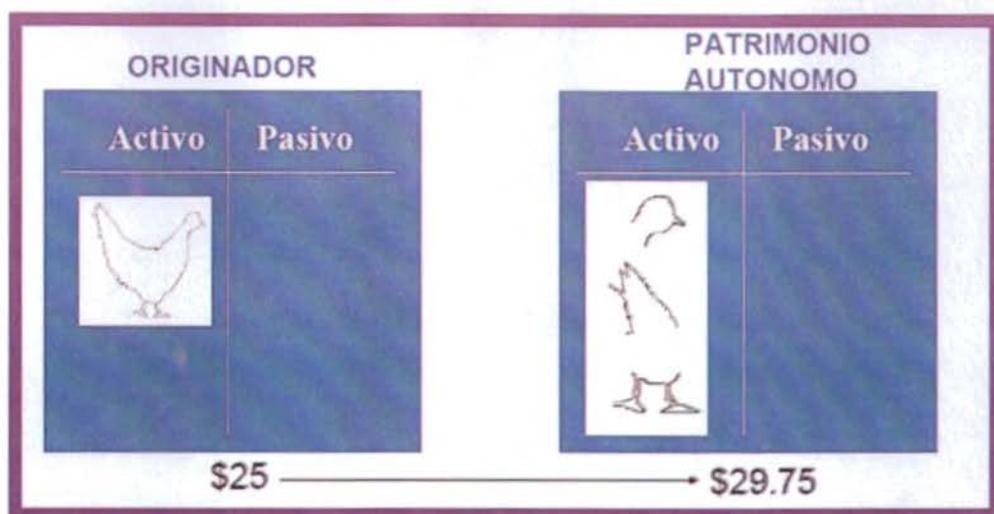


Fuente: Presentación Primer Encuentro de Expertos en Fiducia y Titularización. Guayaquil, ECUADOR, 13 de Septiembre de 2006.

1.9.1 Teoría del Financiamiento Estructurado

Según lo ilustra la **Imagen No. 5**, si se puede ganar más cortando el pollo en pedazos y vendiendo las partes. Si lo comparamos con la titularización, esto tiene sentido cuando los activos valen más fuera de la empresa que adentro, puesto que la suma de las partes es mayor al todo. En otras palabras **sí hay premium**.

Imagen No. 5: Teoría del Financiamiento Estructurado



Fuente: Presentación Primer Encuentro de Expertos en Fiducia y Titularización. Guayaquil, ECUADOR, 13 de Septiembre de 2006.

Es así que *desde el punto de vista del Inversionista*: a) Paga más por valores hechos a su medida; b) Recibe valores con menos riesgo que otras alternativas; y c) Obtiene ventajas impositivas.

En cambio *desde el punto de vista del Originador*: a) Transfiere riesgo de mora, incobrabilidad y tasa; b) Mejora su ROA y ROE; c) Incrementa las utilidades; d) Genera un Valor Premium por venta de la cartera (Por cada \$ 100 – \$ 105); y e) La utilidad adicional puede transferirse en una tasa más baja a nuevos clientes.

1.10 Mecanismos de garantías¹³

Debido a que el proceso de titularización es una forma de financiamiento que las compañías pueden utilizar se debe constituir al menos uno de los siguientes mecanismos de garantía:

¹³ Rodríguez, S. (2005). La Fiducia en Garantía. En S. Rodríguez, *Negocios Fiduciarios: Susignificación en América Latina* (pág. 474). Bogotá: LEGIS Editores S.A.

- **Subordinación de la emisión:** Implica que el originador o terceros debidamente informados, suscriban una porción de los valores emitidos. A dicha porción se imputarán hasta agotarla, los siniestros o faltantes de activos, mientras que a la porción colocada entre el público se cancelarán prioritariamente los intereses y el capital.
- **Sobrecolateralización:** Este mecanismo de garantía implica que el originador transfiere al fideicomiso activos adicionales a los que se van a titularizar con la finalidad de cubrir los faltantes. El monto en el cual excede al activo que se titulariza depende del índice de siniestralidad cuyo cálculo está determinado por el Consejo Nacional de Valores y consta en el informe de estructuración financiera.
- **Exceso de flujo de fondos:** Consiste en que los flujos que se reciben como consecuencia del activo titularizado sean mayores a los derechos reconocidos en los valores emitidos¹⁴, de tal forma que se constituya un fondo de garantía que servirá para realizar el pago de los dividendos en caso de que falten recursos.
- **Sustitución de activos:** Se refiere a la sustitución o canje de activos que producen desviaciones en el flujo esperado con la finalidad de aportar al patrimonio autónomo activos con mejores características.
- **Contratos de apertura de crédito:** Este mecanismo implica que el agente de manejo solicite una línea de crédito a favor del patrimonio autónomo para que se pueda tener la liquidez necesaria para realizar el pago de los dividendos.
- **Garantía o aval:** Se refiere a que el originador o un tercero otorgan garantías, ya sean generales o específicas, con la finalidad de cumplir total o parcialmente con los inversionistas.

¹⁴ Bolsa, V. (2011). *Título XVI de la Titularización. Art. 150*. Guayaquil: Ley de Mercado de Valores.

- **Garantía bancaria o póliza de seguro:** Como su nombre lo indica, este mecanismo de cobertura implica la contratación de una póliza de seguro o una garantía bancaria que será utilizada en el momento que se produzca la situación que ha sido asegurada.
- **Fideicomiso de garantía:** Consiste en la constitución de un patrimonio autónomo que tenga por objeto garantizar el cumplimiento de las obligaciones con los inversionistas.

1.11 Calificación de riesgo¹⁵

La titularización es una fuente de financiamiento para el originador pero una alternativa de inversión para los compradores de títulos valores. La calificación de riesgo es lo que determina qué tan buenos son los activos que se desean titularizar y por ende si será un título atractivo para inversionistas.

Todos los valores que se emiten producto de una titularización deben obtener la calificación por parte de una de las Calificadoras de Riesgo legalmente autorizadas para el efecto, además de auditorías externas durante el período de vigencia de la emisión de valores.

Los valores que se emitan deberán contar con mínimo una calificación emitida por una de las calificadoras de riesgo legalmente establecidas y autorizadas. Una vez emitida la calificación de riesgo, se debe indicar los factores que se tomaron en cuenta para otorgarla. En ningún caso la calificación de riesgo considerará la solvencia del originador, del agente de manejo o de cualquier tercero.

¹⁵ Ormaechea, C. (2007). Aspectos Registrales en la Titularización. En C. Ormaechea, *Contratos con Garantía Fiduciarias* (pág. 145). Buenos Aires: Fondo Editorial de Derecho y Economía .

Los factores y/o criterios que se utilizan para realizar la calificación de riesgo de un proceso de titularización van a variar en función del tipo de activo que se está analizando. Sin embargo existe una serie de factores que no pueden dejarse de lado y que deben ser analizados siempre:

1. **Análisis del patrimonio autónomo:** Esto implica realizar una revisión del contrato de fideicomiso, análisis de los activos transferidos, análisis general del originador, características de la cartera a titularizar.

La calificación de valores emitidos a un plazo mayor a 360 días, deberá ser revisada por lo menos 2 veces al año, y se constituirá como requisito para mantener su inscripción en el Registro de Mercado de Valores.

Igualmente, para continuar divulgando una calificación que no se requiera para inscribir un valor, ésta deberá ser revisada al menos una vez al año. En todo caso, cualquier calificación de riesgo caducará en el plazo de 1 año.

2. **Análisis de los flujos proyectados:** Se debe analizar si los flujos proyectados o esperados podrán cubrir los pagos de las obligaciones provenientes de la venta de los títulos valores.

Las revisiones deben hacerse siguiendo el procedimiento previsto en los reglamentos internos y procedimientos técnicos de las calificadoras.

3. **Análisis de sensibilidad con respecto a los flujos proyectados:** La revisión de la calificación podrá realizarse en cualquier momento, cuando la sociedad calificadora, de oficio o a pedido de la Superintendencia de Compañías, tenga conocimiento de hechos que por su naturaleza sean susceptibles de alterar la capacidad de pago oportuno del emisor, del capital o de los rendimientos del valor, o de cualquier otro hecho relevante que pudiera afectar significativamente la calificación. En el caso de que la sociedad calificadora

variase la calificación original, el emisor tendrá 3 días hábiles para solicitar la reconsideración de dicha calificación.

4. **Índice de desviación y siniestralidad:** Si el emisor no colabora con el proceso de revisión en cuanto a la entrega de la información necesaria y suficiente para que se realice dicha labor, la sociedad calificadora podrá solicitar el apoyo de la Superintendencia de Compañías, la misma que, en caso de renuncia del emisor, podrá ordenar la suspensión del registro del emisor o del valor en el Registro del Mercado de Valores, sin perjuicio de que pueda aplicar las prevenciones y sanciones establecidas en la LMV y en la Ley de Compañías y sus reformas.

5. **Análisis de mecanismos de garantías presentados y su idoneidad:** Tal como se ha mencionado anteriormente, la calificación de riesgo es una de las partes más sensibles e importantes dentro de un proceso de titularización ya que dependiendo de ésta los títulos valores a emitirse serán más o menos apetecidos por los inversionistas.

Cuando una sociedad calificadora, por decisión propia no realizare oportunamente la revisión periódica de las calificaciones que hubiere efectuado y sea requerida para mantener la inscripción en el Registro de Mercado de Valores, la Superintendencia de Compañías podrá suspender o cancelar la autorización para el funcionamiento de la calificadora.

Las categorías de calificación para los valores producto de un proceso de titularización son las siete que se muestran en la **Cuadro No 3**. Es importante indicar que en la práctica también encontramos las calificaciones que se mencionan a continuación acompañadas de un signo positivo (+) o negativo (-) lo que implica que la calificación otorgada a un determinado proceso de titularización puede pasar al escalón inmediatamente superior o inferior respectivamente; esta variación por

llamarlo de alguna manera, también es aceptada por el Consejo Nacional de Valores (C.N.V).¹⁶

1.12 Ventajas de un proceso de titularización¹⁷

Cuadro No. 3: Categorías de Calificación de Riesgo	
Categoría	Descripción
AAA	Corresponde al patrimonio autónomo que tiene excelente capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión.
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 la emisión.
A	Corresponde al patrimonio autónomo que tiene buena capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de la emisión.
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 la emisión.
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 la emisión.
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 la emisión.
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 la emisión. Se encuentra en estado de suspensión de pagos o no cuenta con activos suficientes para cubrir sus obligaciones, en caso de liquidación.

Fuente: Resolución N° CNV -008- 2006
Elaboración: Las autoras

¹⁶ Valores, C. N. (2008). *Codificación de las Resoluciones del Consejo Nacional de Valores No. CNV-08 2006*. Art. 26. Quito.

¹⁷ Larrea, M. (2004). Antecedentes de la Titularización. En M. Larrea, *Régimen Jurídico de la Titularización de Activos* (pág. 49). Quito: Ediciones Legales S.A.

La titularización ha sido y es un mecanismo que promueve e impulsa el desarrollo de los mercados de capitales, ya que se constituye en una alternativa de financiamiento para los sectores productivos a través de la venta de los activos no líquidos. Son múltiples los beneficios de la titularización, por lo que una enumeración taxativa se quedaría corta en mencionar todos los beneficios que trae consigo la titularización. Sin embargo, se enlistará las ventajas más sobresalientes de esta fuente de financiamiento:

1) Para el mercado

- El mercado de valores se constituye como un generador de valor agregado para la sociedad. En este aspecto se establece que las fuentes de valor agregado que vienen dadas gracias a la titularización contemplan:
 - La reducción de costos de transacción.
 - La reducción de "costos de agencia".
- Facilita el acceso a nuevos participantes en el mercado que encuentran beneficios al ser originadores del proceso sin verse en la obligación de cumplir con las exigencias que tendrían como emisores de títulos.
- Propicia mayor eficiencia en el mercado de valores, gracias a la mayor cantidad de títulos valores con los que contaría el mercado (valores de participación, de contenido crediticio, mixtos), ampliando de esa manera el espectro de valores en el mercado de capitales, en consecuencia habría una mejor asignación de los recursos y a una mayor competitividad en el mercado.
- Estimula el desarrollo del mercado de valores, no sólo por la colocación de valores en sí, sino porque estimula la participación de

todos los agentes y partícipes del mercado como son las Entidades de Control y Supervisión, las Bolsas de Valores, las Casas de Valores, las Calificadoras de Riesgo, los Inversionistas Institucionales, los Depósitos Centralizados de Valores.

- Se constituye en una nueva forma de financiamiento para las empresas.
- Da liquidez a una obligación que no era transable o era ilíquida en el mercado secundario, ya que es el nuevo valor emitido el que se transa y no la cartera de créditos que lo respalda.
- Facilita el proceso de globalización de los mercados de capitales, tanto nacionales como extranjeros. En épocas de integración económica entre países, la creación de nuevos instrumentos de bajo riesgo facilita la movilidad de capitales.

2) Para el originador

- Se constituye en una alternativa más económica y flexible de financiamiento a través del sistema financiero, ya que en el mediano plazo reduce el costo de financiamiento al eliminar el costo de los intermediarios financieros.
- Proporciona un instrumento de menos riesgo y en algunos casos de plazos mayores que los activos que lo respaldan, ya que a través de la estructuración de la emisión, se busca aislar el riesgo y capacidad de pago del originador. En otras palabras en caso en los que la credibilidad financiera del originador no sea tan bien percibida por el mercado, el valor que se emite producto de la titularización genera una percepción de riesgo propio.

- Promueve la desintermediación financiera a través de la diversificación de instrumentos de inversión, a los cuales tienen acceso un sinnúmero de inversionistas, incluidos los ahorristas, no necesariamente institucionales o inversionistas especializados, situación que trae consigo un cambio en el rol tradicional de las instituciones financieras, de agentes de financiamiento directo a agentes de originación de activos.
- Le permite en su balance sustituir activos de baja liquidez e inmovilizados por activos disponibles y líquidos. Es decir, aumenta la liquidez de su capital de trabajo para atender las obligaciones de la empresa, al hacer más líquido un activo que no lo era en su momento. Este mecanismo no afecta la relación deuda/ patrimonio, potencializa el balance de las empresas, no incide en los márgenes y límites de endeudamiento, por lo que permite a las empresas sacar de sus balances sus activos y su deuda asociada, mejorando esos balances y los ratios financieros. Se liberan márgenes y cupos de crédito con los bancos, puesto que no afecta la relación deuda/patrimonio.
- Libera los grados de endeudamiento, reduciendo los costos de capital.
- El riesgo es transferido al patrimonio autónomo.
- Lograr liquidez inmediata en base a sus activos sin crear ni aumentar pasivos.
- Aislar riesgos, pues los activos que salen del balance de las PYMES no forman parte del balance del fiduciario y permite confidencialidad de sus cifras relevantes.

3) Para el inversionista

- Contribuye a canalizar el ahorro de las unidades con superávit, emitiendo títulos valores dirigido hacia proyectos financieros o de inversión.
- Inversión en documentos menos riesgosos, mientras más alta es la calificación de riesgo más atractivo se vuelve el título valor.
- Amplía las alternativas de inversión y oferta ya que ofrecen mayores posibilidades al inversionista y fortalecen el mercado financiero bursátil.
- Facilita la diversificación del portafolio del inversionista, y permite a su vez reducir el riesgo diversificable inherente en cualquier decisión de inversión.
- Mayor transparencia en la emisión de títulos.

En resumen, la titularización es un mecanismo clave en el proceso de desintermediación bancaria y en la obtención de financiamiento de mediano y largo plazo; es una figura que debe incentivar instituciones financieras a convertirse en originadores netos de activos, sobre todo en el caso de cartera hipotecaria, para luego empaquetarla a través de esquemas de titularizaciones.

Sin que se deba hablar de desventajas, la titularización tiene algunos costos implícitos relacionados con el proceso en sí, y que por la importancia que adquieren todo agente originador de un proceso de titularización debe cuantificarlos previamente al iniciar un proceso. Dicho de otra forma, la reducción de los ingresos no operacionales del originador, ya que al transferir la cartera al patrimonio de propósito exclusivo, generalmente lo hace a una tasa menor de la que genera dicha

cartera, por lo que el originador no recibirá la totalidad de los intereses acordados durante la vida del crédito, sino únicamente la ganancia cuando realiza la negociación.

Otro de los costos en que incurre el originador son los costos de emisión, en los cuales se incluye, de escrituración, registro ante los Entes de Control y mantenimiento, honorarios y asesoría financiera y legal, costos de calificación de riesgo, costos de publicación de prospectos y títulos, honorarios del fideicomiso. Para algunas empresas, sobre todo aquellas con estructuras familiares, en virtud de la difusión de la información a los agentes del mercado se pierde privacidad, ya que le da al mercado la opción de conocer en detalle desde la estructura societaria hasta la estructura financiera.

1.13 Riesgos en un proceso de titularización¹⁸

Aun cuando la titularización resulta atractiva tanto para el originador como para el inversionista desde el punto de la transferencia y disminución del riesgo, esto no quiere decir que no existan riesgos dentro de un proceso de titularización que pueden ser considerados como desventajas de este mecanismo de financiamiento.

El principal riesgo que existe para el originador es el tiempo que toma la estructuración de un proceso de titularización. No debemos olvidar que no basta con tener identificado el activo que será utilizado sino que existen varios procesos que dependen de terceros que llevan tiempo como lo son la calificación de riesgo y las autorizaciones de la Superintendencia de Compañías.

Los riesgos más usuales asociados al proceso de titularización son los siguientes:

¹⁸ Larrea, M. (2004). Proceso de Titularización y sus Riesgos. En M. Larrea, *Régimen Jurídico de la Titularización de Activos* (pág. 177). Quito: Ediciones Legales S.A.

a) Riesgo de "Pre-pago"

Es el riesgo que surge debido a que el prestamista decide pagar sus deudas en un período inferior al pactado originalmente porque decide aprovechar una caída en las tasas de interés. Esto permitiría al prestatario refinanciar su deuda pero la entidad prestamista incurre en una pérdida ya que los fondos recibidos sólo podrían ser reinvertidos, en nuevas operaciones de crédito, a tasas de interés muy bajas, que son las que prevalecen en ese momento en el mercado.

b) Riesgo de No Pago

Este riesgo se presenta porque quien está endeudado no es capaz de atender sus obligaciones de principal o intereses de un activo que se ha adquirido a crédito. Este fenómeno obviamente hará incurrir en una pérdida al prestamista.

c) Riesgo de Liquidez

Esta clase de riesgo se presenta cuando el originador, al vender su cartera para recuperar sus fondos prestados, sufre una pérdida de valor en el principal, ya sea por los costos de transacción en los que puede incurrir al hacer dicha operación o debido al tiempo que tarda en hacerse efectiva la misma.

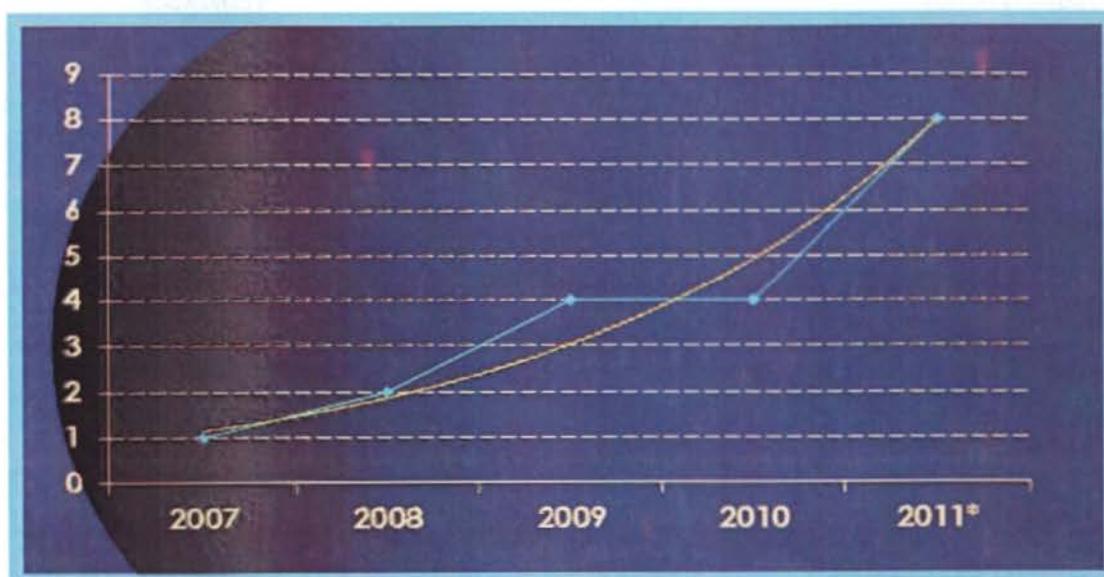
d) Riesgo de tasas de interés

Se puede mencionar el riesgo de cambio en las tasas de interés, el cual, en el caso de un préstamo se presenta cuando de forma inesperada las tasas de interés suben, lo que hace que el valor del préstamo se vea reducido.

1.14 Impacto de las Titularizaciones en el Mercado Ecuatoriano

Como se observa en el **Gráfico No. 1** el crecimiento es exponencial (Línea de tendencia - amarilla) (Línea de número de emisiones - celeste). Hasta octubre del 2011, el incremento en autorizaciones de oferta pública de titularizaciones con respecto al 2010 es de 42%. Lo cual demuestra el impacto positivo que ha tenido en el mercado financiero ecuatoriano.

Gráfico No. 1: Reacción del mercado en cuanto a Número de titularizaciones (a octubre de 2011)



Fuente: Presentación PowerPoint 2011 de la Superintendencia de Compañías: ROL DEL CONTROLADOR EN LA FIDUCIA.

Finalmente, la reacción global del mercado puede ser apreciada en el **Gráfico No. 2** en lo que a autorizaciones de Oferta Pública desde el año 2003 hasta octubre del año 2011 se refiere.

Gráfico No. 2: Reacción del Mercado Financiero Global... autorizaciones de Oferta Pública 03 – Octubre 11 (en millones de dólares)



Fuente: Presentación PowerPoint 2011 de la Superintendencia de Compañías: ROL DEL CONTROLADOR EN LA FIDUCIA.

1.15 Aspectos contables

Como el activo que va a ser titularizado es segregado del balance del originador y pasa a ser parte del balance del patrimonio autónomo, el riesgo no queda en la empresa sino que pasa a formar parte de un fideicomiso administrado por un tercero.¹⁹

La característica que distingue a la titularización de otras alternativas de financiamiento es que esta se realiza por la vía del activo. Es decir, que el Balance General del originador no se verá un incremento ni en los pasivos ni en el patrimonio, pero aún así obtendrá los recursos que necesita para el funcionamiento de la empresa. Al ser el fideicomiso quien emite los títulos, todas las transacciones se verán

¹⁹ Boada, Ú. (12 de Julio de 2011). Operatividad y Contabilización de un proceso de Titularización. (Y. Encalada, & M. F. Mora, Entrevistadores)

reflejadas en sus estados financieros y el originador incrementa su liquidez con el dinero producto de la venta de los títulos valores.

Para efectos de ilustración se analizará cómo cambia el balance general del originador al momento de realizar una titularización. A continuación en el **Cuadro No. 4** se muestra el Balance General inicial de la Compañía ABC.

Cuadro No. 4: Balance General antes de la Titularización

COMPAÑÍA ABC			
BALANCE GENERAL (en miles de dólares)			
ANTES DE LA TITULARIZACIÓN			
ACTIVOS		PASIVOS	
Caja	10	Obligaciones Bancarias	60
Cartera	75	Bonos	20
Inmuebles	200	Obligaciones de LP	65
		Total Pasivos	145
PATRIMONIO			
		Capital de Accionistas	140
Total Activos	285	Total P y P	285
Fuente y Elaboración: Las Autoras			

Suponiendo que la Compañía ABC decide titularizar la cartera, es decir que quiere anticipar los flujos que espera recibir en un futuro, producto del giro del negocio. Como se puede observar en el **Cuadro No. 5A** al momento de transferir el activo a titularizar al patrimonio autónomo, el originador debe registrar en su balance que aún tiene los derechos fiduciarios de esa cartera, de tal forma que el valor de la cartera disminuye, pero se compensa con el incremento en una cuenta del activo llamada Derechos Fiduciarios por el mismo monto que ha transferido, por ejemplo \$10 millones de dólares.

Cuadro No. 5A: Balance General después de la Titularización

COMPAÑÍA ABC			
BALANCE GENERAL (en miles de dólares)			
DESPUES DE LA TITULARIZACIÓN			
ACTIVOS		PASIVOS	
Caja	10	Obligaciones Bancarias	60
Cartera	65	Bonos	20
Inmuebles	200	Obligaciones de LP	65
Derechos	10	Total Pasivos	145
		PATRIMONIO	
		Capital de Accionistas	140
Total Activos	285	Total P y P	285

Fuente y Elaboración: Las Autoras

Lógicamente en este punto se pensaría ¿entonces cómo obtiene liquidez la empresa cuando lo único que hizo fue crear una nueva cuenta en el activo? La respuesta es que obtiene dinero para incrementar la cuenta de caja el momento en que los títulos valores son colocados en el mercado de valores según lo muestra el **Cuadro No. 5B**, quedando el Balance General de la siguiente manera:

Cuadro No. 5B: Balance General después de la Titularización

COMPAÑÍA ABC			
BALANCE GENERAL (en miles de dólares)			
DESPUES DE LA TITULARIZACIÓN			
ACTIVOS		PASIVOS	
Caja	20	Obligaciones Bancarias	60
Cartera	65	Bonos	20
Inmuebles	200	Obligaciones de LP	65
		Total Pasivos	145
		PATRIMONIO	
		Capital de Accionistas	140
Total Activos	285	Total P y P	285

Fuente y Elaboración: Las Autoras

La cuenta de Derechos Fiduciarios desaparece ya que esa cartera ha sido transformada en títulos valores negociables en bolsa que han permitido obtener liquidez.

Capítulo 2: El Nicho de Mercado

2.1 Antecedentes de las pequeñas y medianas empresas en Ecuador²⁰

Si nos remontamos al nacimiento de este núcleo de empresas denominadas PYMES, encontramos dos formas de surgimiento de las mismas:

- 1) Aquellas que se originan como empresas propiamente dichas, es decir, en las que se puede distinguir correctamente una organización y una estructura, donde existe una gestión empresarial. Estas, en su mayoría, son de capital y se desarrollan dentro del sector formal de la economía; y
- 2) Aquellas que tuvieron un origen familiar caracterizadas por una gestión a lo que sólo le preocupó su supervivencia sin prestar demasiada atención a temas tales como el costo y capital, o la inversión que permite el crecimiento.

Las PYMES en general y las dedicadas al sector industrial en particular, comenzaron a adquirir importancia dentro de la economía en la década de 1950 y 1960 con el desarrollo de la revolución industrial con el proceso de tejidos, madera, imprenta, metal, minas y alimentos.

Posteriormente, luego de la profunda crisis de 1999 y una época de inestabilidad política en el país, las empresas se preocuparon únicamente por su supervivencia y estabilidad económica interna, buscando obtener los niveles más altos de productividad e ingresos y mejores condiciones de trabajo. Esto parece indicar el comienzo de una segunda etapa en la historia de la evolución de las PYMES.

²⁰ Andrade, M. (13 de Febrero de 2007). *Ecuador está loco por importar*. Recuperado el 18 de Julio de 2011, de Sitio web Diario Hoy: <http://www.hoy.com.ec>

Es así que el origen de las pequeñas y medianas empresas en Ecuador no tiene la ruta de aparición en la economía que tiene en Europa o Estados Unidos, pues el origen es totalmente dentro de la crisis como una salida a la ausencia de ahorro y de acumulación patrimonial en los agentes económicos.

2.2 Definiciones de las PYMES según los países

Una clara definición de qué es una pequeña o mediana empresa es imprescindible para todos, incluso para los mismos empresarios. El significado literal de la sigla "PYME" es pequeña y mediana empresa, lo cual es un concepto muy difundido en todo el mundo. Este tipo de empresas puede ser caracterizado de diferente manera en cada país. No ha sido posible aún unificar criterios. Esto es en parte lógico dado los diferentes escenarios en cada país, región, economías, significación y dimensiones de empresas. Normalmente las empresas²¹ se dividen en microempresas, PYME y gran empresa. La importancia radica en que la PYME es una gran generadora de empleo.

En México, las PYMES pueden emplear hasta 499 trabajadores y aún ser consideradas PYMES; además representan el 94% de las empresas por lo cual es vital su permanencia. Al respecto la Secretaría de Economía ha creado diversos programas para apoyarlas. Uno de ellos es la "aceleración de negocios", que consiste en facilitar a las micro, pequeñas y medianas empresas la utilización de esquemas de negocio que integren canales comerciales, optimización de procesos, desarrollo de productos y capacidad experta, que las prepare para competir en el mercado global.

Por otro lado, en Puerto Rico, donde la economía está basada en dólares estadounidenses, la curva de definición de las PYMES (según la Compañía de Comercio y Exportación de Puerto Rico) se encuentra alrededor de los cinco millones. No obstante, al igual que en México, la cantidad de empleados no

²¹ Se considerará empresa a toda unidad que ejerza una actividad económica en forma regular, independientemente de su forma jurídica, pudiendo ser de producción, comercio y servicios.

determina la categoría.²² En Europa, según la Recomendación de la Comisión Europea de la Unión Europea de 6 de mayo de 2003, basándose en la Carta de la Pequeña Empresa emitida en el Consejo Europeo de Santa María da Feira en junio de 2000, con entrada en vigor el 1 de enero de 2005, es la unidad económica con personalidad jurídica o física que emplee a menos de 250 trabajadores, que tenga un volumen de negocios inferior a 50 millones de euros o un balance general inferior a 43 millones de euros, que no esté participada en un 25% o más de su capital por una empresa que no cumpla los requisitos anteriores.

2.2.1 Definición de las PYMES en Ecuador

La Superintendencia de Compañías mediante resolución N° SC-INPA-UA-G-10-005 acoge la clasificación de las PYMES, de acuerdo a la normativa implantada por la Comunidad Andina en su Resolución 1260 y la legislación interna vigente, considerando que el Sistema Estadístico Comunitario de la CAN establece que las PYMES son todas las empresas formales legalmente constituidas y/o registradas ante las autoridades competentes, que lleven registros contables y/o aporten a la seguridad social, comprendidas dentro de los umbrales establecidos en el artículo 3 de la Decisión 702 del 9 y 10 de diciembre del 2008.

Partiendo de esta premisa, el **Cuadro No. 6** detalla la clasificación de las PYMES según las siguientes variables:

²² Rosales, L. (14 de Abril de 2010). *PYMES en Latinoamérica*. Recuperado el 15 de Julio de 2011, de Sitio web de Diario Hoy: <http://www.hoy.com.ec>

Cuadro No. 6: Clasificación de las Empresas según variables

Variables	Micro Empresa	Pequeña Empresa	Mediana Empresa	Empresa Grande
Número de empleados efectivos	De 1 a 9	De 10 a 49	De 50 a 199	Mayor a 200
Valor Bruto de las Ventas Anuales (USDS)	Máximo 100.000	Desde 100.001 hasta 1000000	Desde 1.000.001 hasta 5.000.000	Superior a 5.000.001
Valor de Activos Totales (USDS)	Máximo 100.000	De 100.001 hasta 750.000	Desde 750.001 hasta 4.000.000	Mayor a 4.000.001

Fuente: Superintendencia de Compañías, Guayaquil-Ecuador, Base SENA E, Dirección de Estudios Económicos, MRECI.

Elaborado por: Las Autoras

Las variables seleccionadas serán entendidas de la siguiente manera:

- ⊕ Empleados efectivos: Se consideran empleados efectivos a aquellas personas que trabajan en la empresa en forma directa, dependiente de la misma y a tiempo completo según las modalidades del sector.
- ⊕ Valor bruto de las ventas: Se entiende por valor bruto de las ventas anuales a los ingresos totales percibidos por la empresa antes de las deducciones de impuestos y aportes.
- ⊕ Activos totales: Se entiende por activos productivos a toda maquinaria, equipo y herramientas incluyendo terrenos y edificios.

Las PYMES tienen las siguientes características:²³

1. De 50 a 99 empleados y su capital fijo no sobrepasa 120 mil dólares.
2. La mayor parte de las PYMES se concentran en las principales ciudades (en Quito y Guayaquil el 77%; en Azuay, Manabí y Tungurahua el 15%; y el 8% corresponde al resto de provincias).

²³ CAPIG, C. d. (2010). *Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC)*. Quito.

2.2.1.1 Características de las PYMES en Ecuador

Se conoce que no siempre es fácil acceder a una financiación adecuada, particularmente para las PYMES. Cuando se trata de financiar un negocio es bastante común que se necesite de más recursos que los propios del accionista. Se requieren garantías propias de la empresa que corresponden al 140% del total de la inversión según la ley, por lo cual se vuelven los accionistas y sus patrimonios los mismos garantes.²⁴ Por esta razón, antes de asumir compromisos financieros es importante evaluar cuidadosamente cuál es el monto necesario, la oportunidad de tomar el crédito, las condiciones que ofrecen las distintas fuentes de financiamiento y principalmente se debe analizar cómo quedará la composición del pasivo de la empresa. Esto último tiene relación con el perfil de las obligaciones de corto, mediano y largo plazo, y las posibilidades de cubrir las deudas contraídas.

Los fondos requeridos pueden ser aplicados para la compra de inmuebles, maquinarias o equipos para la producción de un bien, para adquirir materia prima o insumos de fabricación, o como capital de trabajo para cubrir el período de tiempo entre lo que se compra y los ingresos por la venta de los productos o servicios. Por eso es necesario ser muy cuidadosos en la elección de los instrumentos de financiamiento que resulten más apropiados para cada necesidad planteada.

Como principio básico, se entiende que las necesidades de la empresa que son a corto plazo deberán ser financiadas con fuentes de corto plazo y las de largo con fuentes de largo plazo. No sucede lo mismo cuando se tiene necesidades de largo plazo que requieren ser financiadas a corto plazo, ya que en este caso se incurrirían en problemas serios de iliquidez. Conforme muestra el **Cuadro No. 7**, Ecuador cuenta con más de 500.000 MIPYMES, de donde se puede deducir un importante nicho de mercado.

²⁴ CAPEIPI, C. d. (2002). *Proyecto de Creación de una empresa de Asesoría contable, tributaria y financiera para las PYMES*. Quito.

Cuadro No. 7: Clasificación de las Establecimientos

Cuadro No. 10: CLASIFICACIÓN ESTABLECIMIENTOS, NACIONAL, 2010			
		Recuento	%
MIPYMES	No informa	13.515	2,60%
	Micro (Personal Ocupado 1 - 9)	474.844	92,90%
	Pequeña (Personal Ocupado 10 - 49)	18.684	3,70%
	Mediana (Personal Ocupado 50 - 199)	3.180	0,60%
	Grande (Personal Ocupado >= 200)	907	0,20%
	Total	511.130	100,00%

Fuente: www.ecuadorencifras.com Censo Nacional Económico 2010 Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC).
Elaborado por: Unidad de Procesamiento de la Subdirección general del INEC, Luis Cañizares

2.2.1.2 Marco legal de las PYMES

Las pequeñas y medianas empresas deben cumplir con todas las leyes y reglamentos que rigen a las empresas que funcionan en el país, tales como: la Constitución, la Ley de Compañías, Código de Trabajo, Código de Comercio, Ley de Régimen Tributario, Ley de Propiedad Intelectual, Registro Mercantil, Leyes Municipales, entre otras, independientemente del sector económico en que se desarrollen.

Adicionalmente en relación al marco legal directamente vinculado al sector, desde que dejaron de ser efectivos los beneficios que establecía la Ley de Fomento de la Pequeña Industria (a partir de 1990 y cuyos últimos beneficiarios accedieron a ellos hasta 1994), las pequeñas industrias no han tenido una legislación específica, por lo que las Cámaras han propuesto a las diversas instancias del Estado ser beneficiarios

de una ley particular que promueva políticas e instrumentos de apoyo para el sector que todavía no se ha concretado.

Hasta la fecha, el Ministerio de Industrias y Productividad (MIPRO) sólo ha reformado el Art. 5 de la Ley de Fomento de la Pequeña Industria²⁵, donde el monto máximo de activos fijos se estableció en USD\$ 350.000, excluyendo terrenos y edificaciones de la pequeña industria.

Como apoyo al desarrollo de las PYMES, se tiene como una de las acciones primordiales para el fortalecimiento de la seguridad jurídica, la creación o reformas de una serie de leyes para mejorar la productividad como: Ley de Calidad, Ley PYMES, Ley de Microempresa y Artesanías, Ley Orgánica de Aduanas, Ley de Facilitación de Exportaciones, Ley Orgánica de Desarrollo Productivo, Ley de Competencia Económica y reformas al Código de Trabajo.²⁶

2.2.1.3 Potencialidades

La pequeña industria ecuatoriana cuenta con un sin número de potencialidades que son poco conocidas y aprovechadas. Principalmente se refieren a:

- ⊕ Son factores claves para generar riqueza y empleo.
- ⊕ Al dinamizar la economía, diluye los problemas y tensiones sociales, y mejora la gobernabilidad.
- ⊕ Requiere menores costos de inversión.
- ⊕ Es el factor clave para dinamizar la economía de regiones y provincias deprimidas.
- ⊕ Es el sector que mayormente utiliza insumos y materias primas nacionales.

²⁵ Acuerdo Ministerial 399, C. N. (2003). *Registro Oficial 151*. Quito.

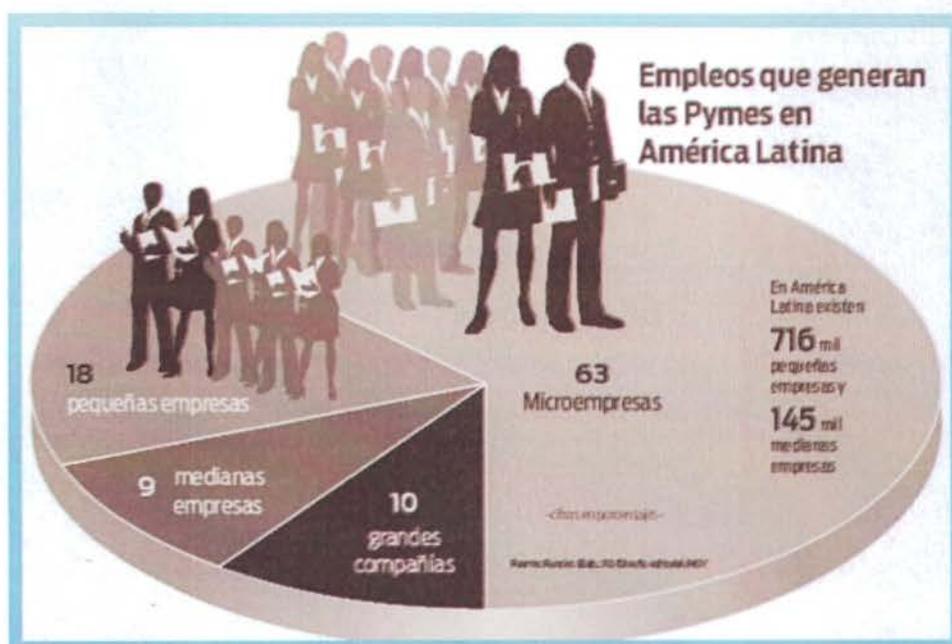
²⁶ Consejo Nacional de Competitividad, E. (2007). *Estrategias consensuadas para mejorar la competitividad y acciones priorizadas-Apoyo al desarrollo de las PYMES*. Quito.

- ⊕ Tiene posibilidades de obtener nichos de exportación para bienes no tradicionales generados en el sector.
- ⊕ El alto valor agregado de su producción contribuye al reparto más equitativo del ingreso.
- ⊕ Mantiene alta capacidad para proveer bienes y servicios a la gran industria (subcontratación).
- ⊕ Es flexible para asociarse y enfrentar exigencias del mercado.

Las PYMES constituyen una de las más importantes fuentes de empleo que generan recursos y permiten ser un medio en el mercado internacional. Se puede ver la presencia de PYMES en todos los sectores, desde el comercio y la industria, hasta los servicios, la salud y el sistema financiero; y según las estadísticas del Banco Mundial son el soporte del tejido social de todo el continente; catalogadas de esa manera porque se encuentran en grandes centros urbanos, ciudades intermedias, poblaciones pequeñas y los más remotos y apartados sitios rurales.

Las pequeñas y medianas industrias (PYMES) de la región se afianzan en Latinoamérica. Según muestra la **Imagen No. 6** en la región existen 716 mil pequeñas empresas y 145 mil medianas, las mismas que generan el 88% del total de empleos y siempre relacionado con el sector comercial. Todo ello frente a un 10% que avivan las grandes compañías.

Imagen No. 6: Las Pymes generan 88% de empleos en América Latina



Fuente: www.hoy.com.ec/las-empresas-pequenas-compiten-en-la-ue

Es así que las PYMES tienen un espacio importante en las relaciones comerciales del Ecuador, porque representan el 85% del total de sociedades inscritas.²⁷

Las exportaciones de las pequeñas y medianas empresas en el Ecuador representan más del 23% del total de ventas no petroleras, en el caso del bloque de la Unión Europea (UE) ese rubro asciende al 24%²⁸. Sin embargo, las PYMES padecen diversos problemas que reducen su eficiencia, productividad y competitividad. En la actualidad, no existen criterios oficiales que determinen lo que es una PYME en Ecuador. Hoy en día el crecimiento y la consolidación económica de las naciones están fuertemente ligados por la inversión y el intercambio de bienes y servicios

²⁷ Vinicio, R. (25 de Noviembre de 2011). *Las Empresas pequeñas compiten en la Unión Europea*. Recuperado el 12 de Enero de 2012, de Sitio web de Diario Hoy: <http://www.hoy.com.ec>

²⁸ Córdova, L. (6 de Mayo de 2011). Exportaciones de pequeñas y medianas empresas. Recuperado el 17 de Septiembre de 2011, de Sitio web de CEDATOS: <http://www.cedatos.com.ec>

razón por la cual el Ecuador debe prestar vital atención a los sucesos exportables. Los productores nacionales deben estar preparados para enfrentar el reto a la competitividad del nuevo mundo.

Las PYMES principalmente están llamadas a jugar un papel crucial en la recuperación de la senda del crecimiento económico del país debido a su actual aparición numerosa, acaparando el 25% del personal ocupado y el 10% de la producción total. Su permanencia va a depender de una buena administración que no se descuide de ningún área funcional ni el entorno de la empresa.

2.3 Situación problemática de las PYMES

Como se mencionó anteriormente para las PYMES resulta difícil conseguir financiamiento y en especial durante la fase de la puesta en marcha del negocio, además de todo su ciclo de vida. En un entorno que se mueve a una velocidad creciente, las empresas deben avanzar con mayor rapidez. Debido a su gran diversidad, las necesidades financieras varían de unas empresas a otras. Las características particulares de este tipo de empresas hacen que les sea muy difícil sobrevivir en un contexto de alta competencia, tanto a nivel interno como externo. Ecuador cuenta con una alta tasa de nacimiento de empresas, pero así mismo con la facilidad con la que se forman, la mayoría desaparecen antes de los primeros cinco años de vida.²⁹

Es así que entre los principales problemas que presentan las PYMES se enumeran los siguientes: Insuficiente y/o inadecuada tecnología y maquinaria para la fabricación de productos; insuficiente capacitación del personal; insuficiencia de Financiamiento; e insuficiente cantidad productiva.

²⁹ Mariela, I. (8 de Febrero de 2008). *Asociatividad en PYMES*. Recuperado el 1 de Abril de 2011, de Sitio web de Gestipolis: <http://www.gestipolis.com>

2.3.1 La Globalización y su impacto en las PYMES

La carencia generalizada de una cultura empresarial, característica de los pequeños y medianos empresarios, independientemente de la calidad de sus productos y/o servicios, les impide de manera significativa, ser más competitivos en el ámbito local, regional, nacional o internacional. Por lo general, las PYMES padecen los efectos de la globalización de la economía y las finanzas internacionales que imponen nuevas reglas para las que no están aún preparadas, además de las inadecuadas y parciales políticas gubernamentales que impiden la consolidación de empresas de los diferentes sectores.

Cada bloque comercial y los países que lo integran, establecen tratados comerciales y diplomáticos con otros países y/o bloques de países, precisando la naturaleza, características, cuantía, y los productos o servicios que están dispuestos a intercambiar, así como las formas de comercialización a las que se sujetarán, tanto como las condiciones en las que habrán de darse los intercambios comerciales.

En la globalización, las grandes y las multinacionales, al margen de estas estrategias, han venido desplegando las denominadas “alianzas estratégicas”, no sólo como medida precautoria para contrarrestar los efectos de la competencia de medianas y pequeñas empresas que son capaces de generar productos y servicios de gran calidad, sino como alternativa para predominar y ejercer influencia en los mecanismos internacionales de los mercados, así como en los gobiernos de los países menos poderosos, para aumentar su hegemonía.

Los pequeños y medianos empresarios de Ecuador, no tienen más alternativas que adoptar estrategias propias, tendientes a favorecer su desarrollo, imitando aquellas que les den ventajas comparativas con relación a los grandes y muy grandes emporios comerciales, especialmente alianzas estratégicas entre productores de materias primas, concretamente las relacionadas con la producción, distribución y comercialización colectivas. Este es el reto más importante en el país, en donde la

cultura empresarial en términos generales es individualista, no corporativa; y en donde los micro, pequeños y medianos empresarios deben enfrentarse a sus propias limitaciones y al carácter que los distingue, transformándose forzosamente para poder estar a la altura de las circunstancias actuales.

Las tres principales razones por las que PYMES no pueden acceder a créditos en América Latina son³⁰:

- La falta de información;
- Las garantías poco sólidas; y
- Su historial negativo.

Dentro del Programa de Mejoramiento de la Competitividad y en la preparación de una operación de crédito que adelanta el Ministerio Economía y Finanzas (MEF) con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), del cual el Consejo Nacional para la Reactivación de la Producción y la Competitividad (CNCP) es el coordinador y facilitador, se ha considerado prioritario mejorar las condiciones de entorno que frenan el desarrollo de los mercados financieros, especialmente a través de la promoción de la transparencia y del marco regulatorio para el financiamiento a la inversión privada.³¹

2.3.2 Entidades de apoyo al sector

Las organizaciones e instituciones públicas y privadas que se encuentran inmersas en el desarrollo del sector de las PYMES adquieren un protagonismo creciente en las estrategias de desarrollo social y en la aplicación de políticas sociales en el Ecuador y en toda América Latina.

³⁰ IROL, Firma D'alessio. (2010). *Tres principales razones por las que PYMES no pueden acceder a créditos en América Latina*. Rio de Janeiro.

³¹ Ecuador, B. C. (2011). *Índice de entorno competitivo; índice de esfuerzo empresarial; Competitividad y Productividad del Banco Central*. Guayaquil: Boletín Anual.

Estas entidades, como es el caso de las Cámaras y Federaciones de la Producción, como la Cámara de la Pequeña Industria del Guayas (CAPIG), la Cámara de la Pequeña Industria de Pichincha (CAPEIPI), Federación Nacional de Cámaras de la pequeña Industria (FENAPI), entre otras³², ocupan un lugar primordial en la satisfacción de necesidades básicas de este sector económico, a través de la prestación de servicios de desarrollo empresarial y servicios financieros especializados como el caso del tema crediticio a través de alianzas estratégicas con la banca privada, así como en la provisión de servicios vinculados a la capacitación, salud, promoción social y empleo.

A continuación, según muestra el **Cuadro No. 8** en el que se identifican los diversos organismos creada con la finalidad de apoyar y fortalecer el sector de la pequeña y mediana industria:

Cuadro No. 8: Entidades de apoyo a nivel nacional e internacional

ENTIDADES NACIONALES DE APOYO AL SECTOR	
Corporación Financiera Nacional (CFN)	Es una institución pública autónoma, con personería jurídica y duración indefinida. Estimula la inversión e impulsa el crecimiento económico sustentable y la competitividad de los sectores productivos y de servicios del Ecuador.
Cámara de la Pequeña Industria del Guayas (CAPIG)	Es una organización no gubernamental sin fines de lucro que agrupa y representa a las pequeñas y medianas empresas de la provincia del Guayas apoyando a la producción sostenible y sustentable de bienes y servicios.
Banco Nacional del Fomento (BNF)	Es una entidad financiera que promueve el desarrollo socio-económico a través de préstamos a las pequeñas y medianas empresas de los sectores agropecuario, industrial,

³² Espinoza, D. (10 de Enero de 2012). *PYMES en Ecuador*. (Y. Encalada, & M. F. Mora, Entrevistadores).

	comercial, entre otros.		
Instituto de Promoción de Exportaciones e inversiones (PROECUADOR)	Es una entidad encargada de ejecutar las políticas y normas de promoción, de exportaciones e inversiones del país, con el fin de promover la oferta de productos tradicionales y no tradicionales, los mercados y los actores del Ecuador, propiciando la inserción estratégica en el comercio Internacional.		
	para fortalecer los flujos de comercio y de inversión intra-regionales a la escala de la CAN.		
	ENTIDADES INTERNACIONALES DE APOYO AL SECTOR		
	Comunidad Andina de Naciones (CAN)	Tiene como fin contribuir al fortalecimiento de las PYMES andinas, incidiendo en las políticas, programas e instrumentos de apoyo que desarrollan los países de la subregión a través de una estrategia con visión y aplicación comunitaria. Ha planteado a los gobiernos y cámaras empresariales de PYMES, emprender varias acciones de forma conjunta y en plazos acelerados.	
		Comunidad Andina de Fomento (CAF)	Es una institución financiera multilateral que apoya el desarrollo sostenible de sus países accionistas y la integración regional. Ofrece financiamiento a sectores específicos para fortalecer las capacidades productivas y comerciales de las PYMES.
			Banco Interamericano de Desarrollo (BID)

Fuente: CNF, CAPIG, BNF, CAN, CAF, BID, EXPOECUADOR, F. ESQUEL

Elaborado por: Las autoras

Apoyan también a las PYMES la Oficina de Cooperación Técnica Internacional SWISSCONTACT, que promueve el desarrollo económico a través de instrumentos de formación profesional práctica; y el Instituto de Investigaciones Socioeconómicas y Tecnológicas INSOTEC, que tiene como misión principal contribuir al desarrollo industrial del Ecuador. Su propósito es la búsqueda de un entorno favorable al desarrollo de la competitividad de la industria ecuatoriana mediante la prestación de servicios no financieros, como la capacitación en gestión empresarial, la actualización y mejoramiento técnico de los empresarios y de los trabajadores.

2.3.3 Mercados Externos

Realmente la capacidad competitiva de las PYMES, no se limita exclusivamente a aspectos organizativos dentro de sus empresas ni a su participación solamente en el mercado local, sino que también influye en su desarrollo la capacidad exportadora que esta posea; cuestiones de dimensión regulatoria y/o macro económica, disponibilidad de financiamiento, el contexto sociocultural, ventajas ó desventajas sistémicas del ámbito en que la empresa actúa, etc.

El perfil de las PYMES exportadoras, es sustancialmente distinto al patrón de especialización que predomina en la oferta exportable de productos ecuatorianos. En el marco de una fuente de heterogeneidad de situaciones, la inserción externa alcanzada por el conjunto de las PYMES exportadoras ecuatorianas es reducida; lo que contrasta con las experiencias de empresas de similar tamaño de algunos países del Sudeste asiático que han implementado estrategias de exportación más agresivas.

Como obstáculos para incrementar las exportaciones se encuentran: financiamiento a tasas y plazos inadecuados, problemas con el mecanismo del drawback, entre otros. De forma general se puede señalar que los problemas actuales de las PYMES ecuatorianas exportadoras, son en mayor o menor grado comunes a los países latinoamericanos. Al valorar el potencial exportador de las PYMES en algunos países de América Latina, se pone de manifiesto que la mayoría de las PYMES no tienen experiencia exportadora y presentan dificultades de financiamiento y capacitación.

2.3.4 Informalidad del Sector

Muy a diferencia de lo que se suele pensar, las pequeñas y medianas empresas no son por definición informales, pero sí gran parte de ellas se encuentra en la informalidad; diferencia conceptual muy importante al momento de establecer los puntos de partida de las políticas de apoyo y fomento. No se habla de un sector que vive de dicha informalidad y que se transforma al salir de ella, sino de empresas que han encontrado, en ciertos casos, un nicho de desarrollo en la informalidad pero que no dejarían de ser PYMES si salieran de ella.

Desde el punto de vista macroeconómico, la explicación del fenómeno de la informalidad en la pequeña y mediana empresa se encuentra en la llamada “globalización” de los procesos económicos y lo que ello implica: la desregulación constante de los mercados, la reestructuración de la producción a través de la subcontratación y la tercerización y la de reglamentación del Estado.

Muchas PYMES se mantienen en la informalidad deliberadamente porque los gastos y la carga de trámites para entrar al sector formal no compensan los beneficios de permanecer en el sector informal. En muchos países en vías de desarrollo, la economía informal representa una parte significativa pero oculta del PIB (oscila entre

el 30% y el 70%).³³ Los sectores informales contribuyen ampliamente a las economías de las naciones; sin embargo, como son “invisibles” para las instituciones gubernamentales y compañías del sector formal, no se las alcanza fácilmente con planes de mejora del desarrollo de capacidades, y no pueden competir con compañías más grandes en los negocios. Los trabajadores en el sector informal no tienen protección laboral ni beneficios, como acceso a prestaciones de salud y seguridad, protección salarial, seguros, pensiones y sindicatos, etc.

La economía Informal en América Latina y su definición

En la década de 1980, la economía informal creció al ritmo de la crisis latinoamericana y en la década de 1990, la globalización, si bien posibilitó el acceso a nuevos mercados y el ingreso de nuevas inversiones, no significó mayores puestos de trabajo ni un mayor bienestar para la población. La economía informal en América Latina se caracteriza, según Tokman, como aquella que agrupa actividades que requieren poco capital, tecnologías simples y de salarios marginales. Esto supone que el ingreso de los individuos al mismo es relativamente fácil.³⁴ El empleo informal en el Ecuador representaba, en 1997, el 52,9% del empleo no agrícola. En ese mismo año, el 47,8% de las PYMES eran informales³⁵. Lamentablemente no se cuenta con estudios o cifras más recientes que podrían mostrar el impacto de las últimas medidas económicas tras la crisis económica que atravesó el país.

La mayoría de los trabajadores informales no agrícola son auto-empleados (63%), mientras que los asalariados informales no representan más del 26% de la PEA (población económicamente activa). La mayoría de los trabajadores informales

³³ Montesdeoca, B. (16 de Octubre de 2011). Alcance del desarrollo. Recuperado el 18 de Febrero de 2012, de Sitio web de World Bank: <http://www.worldbank.org>

³⁴ Vidal, A. (5 de Enero de 2009). *Entrevistas*. Recuperado el 16 de Julio de 2011, de Sitio web de Diario El Comercio: <http://www.elcomercio.com.ec>

³⁵ Chávez, K (15 de Enero de 2012). *El empleo en latinoamérica*. Recuperado el 23 de Marzo de 2012, de Sitio web de Organización Internacional de Trabajo: <http://www.ilo.org>

son mujeres (58,9%): la mayoría de éstas son auto-empleadas (65%) mientras que sólo el 22% son trabajadoras domésticas³⁶.

El crecimiento de la denominada economía informal en el país, no sólo tiene que ver con los vendedores informales en las calles, sino también con la tendencia a la “informalidad” de la estructura empresarial nacional, producto de la dinámica global y los cambios que ella ocasiona: reingeniería, reducción de personal, automatización de procesos, así como de la imposibilidad de asumir los costos de la “formalidad” (impuestos nacionales, municipales y estatales, registro, contribuciones parafiscales, costos laborales, decretos de establecimiento de salario mínimo, gastos de funcionamiento, servicios básicos, entre otros).

2.3.4.1 Estructura Organizacional

Cada empresa es diferente, y puede adoptar la estructura organizacional que más se adapte a esta. Esta estructura deberá reflejar la situación de la organización: visión comercial, sistema de producción, planeación, grado de participación en el entorno, entre otras. Para lograr la eficiencia, toda empresa debe estar consciente que el recurso humano, debidamente organizado y tecnificado, es la base para conseguir las metas deseadas. El éxito de cualquier institución está en su organización, su actitud y motivación constante.

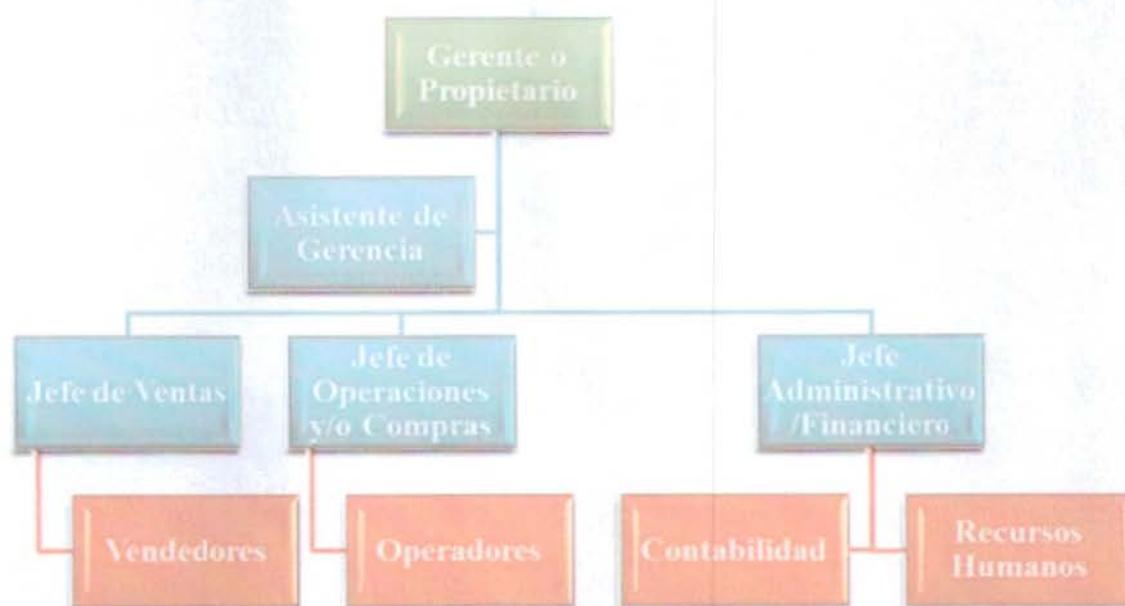
En la actualidad, la economía del país está formada en su mayoría por pequeñas y medianas empresas que en un gran porcentaje están constituidas por los miembros de una familia. Estas PYMES nacen con la idea de que sus fundadores tengan un ingreso que les alcance para vivir. Un porcentaje bajo de empresas pasa de ser de pequeña a mediana y de mediana a grande. Su formación es sin planeación y carece de una estructura organizacional.³⁷ Una misma persona hace varias funciones

³⁶ www.eclac.cl - Comisión Económica para América Latina (CEPAL)

³⁷ Rosales, L. (20 de Diciembre de 2011). Reseña sobre la economía informal y su organización en América Latina. Recuperado el 18 de Febrero de 2012, de Sitio web de Global Labour: <http://www.global-labour.org>

ya que en la mayoría de los casos no cuentan con suficiente personal y presupuesto para tener más recursos humanos que desempeñen esas actividades. En el **Gráfico No. 3** se muestra cómo está estructurado el organigrama básico de una PYME.

Gráfico No. 3: Estructura básica de una PYME en el Ecuador³⁸



Fuente: Apuntes de estudios de la materia de Fundamentos de Administración.

Elaborado por: Las autoras

2.3.4.2 Asociatividad en las PYMES³⁹

Se define como la cooperación entre empresas pequeñas y medianas, en donde cada empresa participante decide voluntariamente participar en un esfuerzo conjunto con los otros participantes para la búsqueda de un objetivo común. Los modelos asociativos no son nuevos. En muchos lugares del mundo, e incluso en algunos sectores del país, son desde hace años un paradigma para hacer negocios.

Ante la apertura de la economía a escala mundial, hoy en día, la asociatividad es una necesidad prioritaria porque permite al empresario presentarse dentro de un movimiento sólido y coherente, capaz de participar organizadamente en el desarrollo

³⁸ Farfán, R. (25 de Mayo de 2007). Organigrama funcional de una PYME ecuatoriana. Materia Fundamentos de Administración. Recuperado el 18 de Febrero de 2012, Apuntes de estudios UCSG.

³⁹ Morales, R. (2001). La asociatividad como estrategia de fortalecimiento de las PYMES. *Gestión*, 45-46.

del país y brindar a sus empresas la oportunidad de obtener una serie de beneficios y servicios de manera permanente. Para ir acorde a la situación actual, las PYMES pueden recurrir a modelos asociativos.

Las empresas se asocian para lograr algún objetivo en común. Para esto, lo ideal es buscar socios que tengan valores comunes y cuyas habilidades se complementen entre sí. De manera general, los objetivos suelen ser compartir riesgos y disminuir costos. En particular, algunos de los motivos por los cuales se recurre a este modelo son: financieros, organizacionales, y de comercialización.

La **importancia** de la asociatividad en las PYMES se basa en:

- Aporte al PIB y capacidad de contribuir en la generación de empleos.
- Capacidad de enfrentar mayores problemas que las empresas grandes en cuanto al acceso a mercados, financiamiento y tecnología.
- Flexibilidad o adaptabilidad, pueden más fácilmente identificar y apropiarse de nichos de mercados.

Así mismo los **problemas** para generar la asociatividad en las PYMES se caracteriza por:

- Falta de una cultura de cooperación entre empresas.
- La ausencia de un entorno institucional que estimule y soporte la existencia de mecanismos de cooperación.
- Falta de difusión de las experiencias que pueden ser tipificadas como práctica de asociatividad.

La cooperación entre empresas ha recibido un impulso solo en los últimos años, fundamentalmente a través de las alianzas estratégicas. La asociatividad tiende a confundirse como una asociación de empresas que enfrentan problemas comunes y

que requieren asociarse para presionar ante otra empresa o instancia gubernamental para una solución.

Para enfrentar las limitaciones a la viabilidad de la asociatividad y garantizar el éxito de la misma se requieren diferentes acciones por parte de los actores involucrados directa e indirectamente en el proceso. Es necesario también que los directivos de la empresa adopten una cultura de cooperación competitiva y busquen a sus aliados más importantes con necesidades similares de cooperación.

Las características de la asociatividad le otorgan a este mecanismo de cooperación entre empresas una alta flexibilidad de afiliación, operación y ámbito de acción que puede ser empleado tanto por empresas insertadas en redes verticales u horizontales, o incluso para aquellas que no pertenezcan a ninguna red. Constituye un mecanismo de agregación de intereses exclusivo para las PYMES.

Las grandes empresas apelan a la cooperación a través de alianzas estratégicas y aun cuando una misma empresa pueda mantener múltiples alianzas estratégicas siempre cada una de ellas es un acuerdo específico entre dos partes y no hay, en consecuencia, el carácter colectivo. La asociatividad debe ser una herramienta utilizada por las pequeñas y medianas empresas para afrontar la globalización.

Entre algunas de las principales características de los modelos asociativos figura la **incorporación voluntaria**, ya que ninguna empresa es forzada a integrar un grupo, sino que lo hace cuando tiene la convicción de que puede generarle oportunidades de crecer y mejorar; la **no exclusividad**, pues estos modelos son aplicables a cualquier tipo de empresa, sin importar a qué industria pertenecen y la **autonomía**, dado que cada empresa decide qué hacer con los beneficios que obtiene del proyecto.

2.3.4.3 Competitividad

La competitividad de las empresas es un concepto que hace referencia a la capacidad de las mismas de producir bienes y servicios en forma eficiente, con costos declinantes y calidad creciente, haciendo que sus productos sean atractivos, tanto dentro como fuera del país. Para ello, es necesario lograr niveles elevados de productividad que permitan aumentar la rentabilidad y generar ingresos crecientes. Productividad y competitividad son entonces la razón que lleva a que las decisiones gerenciales hagan una valoración del costo-beneficio.

Lamentablemente, el comportamiento del indicador productividad a nivel de la pequeña y mediana empresa muestra serias deficiencias, si se efectúa una comparación con la empresa grande ecuatoriana, se encuentra que la productividad laboral de la PYME, por ejemplo, equivale a aproximadamente la mitad de la productividad alcanzada por un trabajador de la empresa grande. Las PYMES competitivas y sostenibles marcan la diferencia entre los países desarrollados y subdesarrollados. Estas economías más robustas generan y mantienen fuentes de empleos con salarios competitivos, se preocupan por la constante preparación de su personal, haciéndolos más oportunos y con mejores niveles de educación, contribuyendo a mejorar el nivel de vida de la población.

Una condición necesaria para ello es la existencia, en cada país, de un ambiente institucional y macroeconómico estable, que transmita confianza, atraiga capitales y tecnología, y un ambiente productivo que permita a las empresas absorber, transformar y reproducir tecnología, adaptarse a los cambios en el contexto internacional y exportar productos con mayor agregado tecnológico. Tal condición necesaria ha caracterizado a los países que, a su vez, han demostrado ser los más dinámicos en los mercados mundiales.

Por otra parte, la competitividad de las PYMES ecuatorianas en relación al Grupo Andino es menor respecto a Colombia y Venezuela, y mayor sobre el resto de

países⁴⁰. En el Ecuador, se ha creado el Consejo Nacional de Competitividad (CNC) con la finalidad de concertar los esfuerzos para incrementar la competitividad en el país. Este organismo tiene como objetivo reactivar herramientas que faciliten el acceso al financiamiento en mejores condiciones de costo, plazo y garantías, especialmente para las PYMES. Por su parte, el Gobierno Ecuatoriano, a través de los organismos relacionados con la industria y empresas, debe apoyar a los empresarios para que alcancen un mayor nivel de competitividad.

Disponer y manejar información constituye una herramienta fundamental para llevar a los empresarios ecuatorianos a un nivel lo suficientemente competitivo como para evitar desfases con el resto de empresas de otros países. A través de sus organismos relacionados al sector, éste puede desempeñar un papel importante en el proceso de facilitar el acceso de las PYMES a la información. Un gobierno que incentive con políticas nacionales el surgimiento de nuevas unidades de producción y el fortalecimiento estructural de las que ya existen, garantiza no solo su éxito, sino una notable mejora en la balanza comercial del país. Medidas concretas para reducir al mínimo el índice de desaparición de las empresas ecuatorianas, en el marco de los acuerdos internacionales implementados, y en especial de las PYMES, son imprescindibles para garantizar un equilibrio económico en el Ecuador.

Debe considerarse dentro del proceso de identificación y selección de prioridades estratégicas de gobierno, la necesidad de contar con una estrategia participativa e integrada dirigida al mejoramiento competitivo del sector de la pequeña y mediana empresa con el propósito de construir un tejido empresarial con las fortalezas suficientes para enfrentar los desafíos del entorno económico global en que en los últimos años tiende a caracterizarse por una apertura productiva y de mercado basada en la conformación de bloques de intercambio comercial a través de la negociación y firma de tratados internacionales de carácter bilateral y multilateral.

⁴⁰ Pichincha-CAPEIPI, C. d. (2001). *Situación y desempeño de las PYMES de Ecuador en el Mercado Internacional*. Quito.

Adicionalmente, con el objetivo de identificar los niveles y factores determinantes de competitividad, el *World Economic Forum* (WEF) presenta en forma anual, a través de su publicación “*The Global Competitiveness Report*” (GCR), En el **Cuadro No. 9** se muestran los indicadores de competitividad a nivel mundial, generando un escalafón por países. Los componentes utilizados para calcular el Índice de Competitividad para el Crecimiento (ICC) fueron: el ambiente macroeconómico, la calidad de las instituciones públicas y la situación tecnológica.⁴¹

Cuadro No. 9: Ranking de Competitividad

Country/Economy	GCI 2011–2012		GCI 2011–2012 rank among 2010 countries	GCI 2010–2011 rank
	Rank/142	Score		
Switzerland	1	5.74	1	1
Singapore	2	5.63	2	3
Sweden	3	5.61	3	2
Finland	4	5.47	4	7
United States	5	5.43	5	4
Germany	6	5.41	6	5
Netherlands	7	5.41	7	8
Denmark	8	5.40	8	9
Japan	9	5.40	9	6
United Kingdom	10	5.39	10	12

Ecuador	101	3.82	101	105
Kenya	102	3.82	102	106
Bolivia	103	3.82	103	108
Benin	104	3.78	104	103
Tajikistan	105	3.77	105	116
Ethiopia	106	3.76	106	119
Jamaica	107	3.76	107	95
Bangladesh	108	3.73	108	107
Guyana	109	3.73	109	110
Dominican Republic	110	3.73	110	101

Fuente: World Economic Forum, “The Global Competitiveness report”

⁴¹ Forum, W. E. (10 de Diciembre de 2011). *Global Competitiveness Report*. Recuperado el 18 de Enero de 2011, de Sitio web de Global Competitiveness: <http://www.gcr.weforum.org>

Las principales desventajas competitivas de las PYMES son sus bajas calidad e innovación de sus productos, y el escaso acceso y uso de las nuevas tecnologías de la información y comunicación. También califican como insuficientes la capacitación y nivel de asociatividad. Sólo un 21% de las PYMES están en la clasificación de competitivas: 18% de competitividad media y 33% de competitividad insuficiente.⁴² Para mejorar este índice, primero las empresas deberán asegurarse de que su fuerza laboral se sienta motivada, por lo que deberá otorgarle a esta las condiciones adecuadas de trabajo en un ambiente positivo. La mayoría de las PYMES ecuatorianas utilizan apenas un solo turno de producción, a través de programas orientados a la transformación de aglomeraciones empresariales en “clusters”⁴³.

El nivel global de las pequeñas y medianas empresas colombianas es más competitivo que el nivel de las PYMES ecuatorianas en aproximadamente un 9%. Esta variación se debe al desempeño en factores de producción, mercadeo y gestión estratégica. En tanto las PYMES ecuatorianas, en las áreas de recursos humanos y de gestión financiera resultan más competitivas.⁴⁴

2.4 Importancia de las PYMES

2.4.1 Generación de empleo

Las PYMES bien administradas y saludables son fuentes de empleo y de creación de riqueza ya que éstas pueden contribuir a la estabilidad social y generar ingresos fiscales. Según la Corporación Financiera Internacional (CFI), existe una

⁴² University, H. John F. Kennedy School of Government. (19 de Octubre de 2010) *Mejorando la innovación y productividad*. Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales Recuperado el 25 de Noviembre de 2011, de Sitio web de Educate : <http://www.educate.org>

⁴³ Ramos, J. (15 de Abril de 1998). , los clusters están definidos como una concentración sectorial y/o geográfica de empresas en las mismas actividades o en actividades estrechamente relacionadas, con importantes y acumulativas economías externas . (CEPAL, Entrevistador)

⁴⁴ Pazmiño, E., & Ana, T. (2007). *Estudio de la competitividad de PYMES colombianas y ecuatorianas* . Quito: INSOTEC.

relación positiva entre el nivel de ingresos de un país y el número de PYMES por 1000 personas. Los informes “*Doing Business*” del Banco Mundial indican que un sector de PYMES vigoroso corresponde a un nivel reducido de actividades en el sector informal o “mercado negro”.

Las PYMES ocupan un lugar predominante en el desarrollo de una nación. La gran contribución que realizan es su capacidad para generar empleo, pero esa capacidad va acompañada de una arraigada creencia de que su condición de pequeña o mediana las coloca en inferioridad de condiciones para competir. Esta cultura de la “inferioridad de condiciones” no sólo es por la falta de políticas activas, lo que implica más impuestos, sino que tienen sus propias limitantes.

La principal dificultad para los países en desarrollo es pasar de una ventaja comparativa (ventaja natural) a una ventaja competitiva (ventaja autogenerada). Sin la posibilidad de desarrollar variedad de productos, servicios y/o métodos de producción las oportunidades de desarrollo estarán seriamente limitadas.⁴⁵

Entonces, el rol de las PYMES como motor generador de empleo, se vuelve aun más relevante en un país donde en promedio crean del 75 al 90% de empleos y sobreviven alrededor de 5 años. Un 95% de ellas quiebran en ese lapso, de los cuales el 65% en los primeros 2 años. Por lo tanto, las que no hayan crecido bajo la señal de compra (aceptación del producto y su precio por el mercado) tienden a eliminarse. En resumen, las PYMES cargan en realidad con los impuestos, las regulaciones, las trabas y esto mientras generan la mayoría de empleos en un país.⁴⁶

En los países en vías de desarrollo, más del 90% de las empresas fuera del sector agrícola son PYMES y microempresas que generan una porción significativa

⁴⁵ Botta, F. (11 de Mayo de 2010). *El crecimiento de las PYMES agrícolas depende menos del tamaño que de una nueva visión del negocio*. Recuperado el 20 de Agosto de 2011, de Sitio web de Agroecuador: <http://www.agroecuador.com>

⁴⁶ Torres, J. F. (4 de Septiembre de 2009). *Cómo generar desempleo y pobreza*. Recuperado el 20 de Agosto de 2011, de Sitio web de Cambiemos Ecuador: <http://www.cambiemosecuador.com>

del PIB. Por ejemplo en Marruecos, el 93% de las compañías industriales son PYMES y representan el 46% del empleo. En Bangladesh, las empresas con menos de 100 empleados representan el 99% de las compañías y el 58% del empleo.⁴⁷

Así mismo en Ecuador el 62% de los empleos son generados por las grandes empresas, las cuales representan el 16% de los establecimientos existentes. Por su parte, las PYMES generan el 38% restante de los empleos y representan el 84% de los establecimientos. Este segundo grupo de empresas se caracterizan por una flexibilidad tal que les permite asociarse y proveer bienes y servicios a las grandes empresas a través de la subcontratación.⁴⁸ No todas estas PYMES se encuentran en el sector formal; algunas ocupan en el mercado laboral informal, que varía de tamaño de aproximadamente 4% a 6% en países desarrollados hasta más del 50 % en naciones en vías de desarrollo.⁴⁹

En Ecuador existen 15000 PYMES que generan 330000 empleos, 200000 talleres artesanales que generan 600000 empleos y 252000 microempresas que generan 756000 empleos. Estas PYMES contribuyen con el 13% al PIB y generan fuentes de empleo directo a 500000 personas, e indirecto, a cerca de 1'000.000. Tomando en cuenta que cada PYME posee un promedio de 22 trabajadores, se puede decir sin duda alguna que son un empleador importante del país.⁵⁰

El fenómeno de la globalización y el extraordinario desarrollo de las tecnologías de información han dado paso a la economía del conocimiento, que

⁴⁷ Actors, A. B. (2010). *La creación de riqueza, una de las competencias claves del sector privado, es una parte vital en el proceso de alivio de la pobreza*. Guayaquil.

⁴⁸ Barrera, M. (2010). *Situación y desempeño de las PYMES de Ecuador en el Mercado Internacional*. Quito: CAPEIPI.

⁴⁹ Mundial, B. (12 de Agosto de 2010). Recuperado el 20 de Agosto de 2011, de Sitio web de Banco Mundial: <http://inweb18.worldbank.org>

⁵⁰ Barrera, M. (2011). *Situación y desempeño de las PYMES de Ecuador en el Mercado Internacional*. Quito: CAPEIPI.

presenta nuevos desafíos y oportunidades para el desarrollo de las PYMES. El acceso a los mercados internacionales y a nuevas tecnologías es posible cuando los empresarios de este tipo de empresas acceden a flujos de conocimientos, capacitación, información sobre oportunidades de negocios, acceso a mercados, entre otros, que permiten aumentar su capacidad innovadora, conectividad, productividad, e ingresos.

2.5 Acceso a Financiamiento

Aquellos gastos futuros que son intercambiados por ingresos inmediatos de liquidez para llevar a cabo una actividad económica se denominan financiamiento. El financiamiento en un tiempo corto implica decisiones de recursos temporales para la empresa que corresponden a la necesidad de recursos para cubrir la parte operativa de la actividad, mientras que en el largo plazo para inversiones (activos fijos, investigación y desarrollo, entre otros).

El acceso a financiamiento es el factor más determinante en el desempeño empresarial. Las instituciones en Latinoamérica que tradicionalmente han predominado en el financiamiento a PYMES son principalmente mutualistas y cooperativas, seguidas de fundaciones y ONGs especializadas en capacitación y micro créditos, pero siempre bajo la figura de crédito financiero.

Ciertamente el crédito es dirigido a un segmento con una escasa cultura financiera, y por tanto no tiene la capacidad de calcular su real costo financiero, el cual se eleva sustancialmente debido a que se le incluye generalmente el costo de seguros de desgravamen o incluso un seguro de cesantía, entre otros costos. Incluso, y aunque no resulta una regla, se ha visto en materia crediticia que a veces una inadecuada estructura de crédito otorgado (por plazos insuficientes, por amortizaciones anticipadas o sin período de gracia, por exigencia de sobre-garantías, por tasas elevadas, por preferir mantener sobregiros permanentes en lugar de ampliar la línea de crédito, etc.) ha sido una causa determinante para que el negocio enfrente

problemas financieros anticipadamente. Esto es particularmente cierto en el caso de nuevas empresas; el escudo fiscal que genera la carga financiera es relativamente nulo, debido a que durante los primeros años de funcionamiento de las empresas, generalmente no presentan utilidades gravables o suelen ser mínimas.

Las PYMES necesitan mayor acceso a servicios financieros y capital de inversión. A las grandes compañías no les cuesta conseguir considerables préstamos bancarios e inversiones privadas. Al mismo tiempo, el micro crédito, que consiste en préstamos muy pequeños, suele beneficiar a empresarios individuales. Las PYMES no pueden aprovecharse ni de lo uno ni de lo otro y muchas veces tienen dificultades para obtener crédito y préstamos. Aproximadamente el 90% de los empresarios en Latinoamérica se ve forzado a obtener su financiamiento de ahorros personales según los cálculos del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), un panorama real que corresponde a la mayor parte del mundo en vías de desarrollo.

Muchas instituciones financieras en países desarrollados y en vías de desarrollo se resisten a financiar a las PYMES por causa del riesgo que implican y los elevados costos de transacción. Las PYMES de los países en vía de desarrollo son consideradas como de alto riesgo, puesto que se cree que sus administradores no tienen capacidad gerencial, historial crediticio, y/o activos fijos tangibles para garantizar préstamos. Por eso, a los préstamos a las PYMES, en caso de que logren obtenerlos, se suele aplicar tasas de interés más altas y plazos de recuperación más cortos.

Como muestra el **Gráfico No. 4**, las personas necesitadas de crédito acudieron en un 20% a prestamistas o chulqueros; un 21% recurrió a un banco comercial regular; 25% a un banco de micro crédito; un 17% a familiares y amigos; 11% a “avances” de tarjetas de crédito; y un 6% a cooperativas, asociaciones u otras fuentes.⁵¹

⁵¹ Castillo, G. (1 de Abril de 2011). *Muestra tomada de 12 ciudades de 10 provincias de Sierra, Costa y Amazonía*. Recuperado el 8 de Enero de 2012, de Sitio web de CEDATOS: <http://www.cedatos.com.ec>

**Cuadro No. 4: Fuentes de Financiamiento en Ecuador
Año 2010**



Fuente: CEDATOS 2010.

Elaborado por: Las Autoras

A nivel mundial, el promedio de inversión en este tipo de empresas es de USD\$24.202; el tiempo de recuperación esperada es de 2 años y se espera recuperar el 100% del monto invertido. En Ecuador, la falta de apoyo financiero adecuado es una limitante importante al emprendimiento. El financiamiento para nuevas empresas está usualmente restringido al sector de la banca comercial y al mercado de valores. Esta situación se hace más crítica cuando los recursos se requieren en la etapa previa a la operación misma del negocio. La situación afecta más a los emprendedores jóvenes, que no tienen acceso al crédito de la banca comercial por las altas tasas de interés y las exigencias de garantías adecuadas, institucionalizados por la Ley General de Instituciones Financieras en el 140 % del crédito solicitado.⁵²

⁵² Córdova, Á. (10 de Diciembre de 2010). Crédito Informal: factor de injusticia social-GALLUP International. Recuperado el 15 de Julio de 2011, de Sitio web de CEDATOS: <http://www.cedatos.com.ec>

2.5.1 Tipos de financiamiento⁵³

A nivel general existen diversas fuentes de financiamiento al cual las PYMES pueden tener acceso. Muchas veces por su propia estructura y características, éstas se ven limitadas a acceder a aquellas que no necesariamente son las que más les favorecen. Dentro de los tipos de financiamiento podemos encontrar los siguientes:

A corto plazo

El crédito a corto plazo se define como cualquier pasivo que originalmente se haya programado para liquidarse en un plazo máximo de un año. Una tarea del administrador financiero consiste en encontrar la mezcla más adecuada de financiamiento de sus activos circulantes.

Por lo general la deuda a corto plazo es más riesgosa que la deuda a largo plazo pero a la vez es más barata. El administrador financiero deberá entonces analizar los diferentes tipos de créditos a corto plazo para ver cuál es el más conveniente para la empresa, entre ellos:

- **Financiamiento Espontáneo:** Se genera por la actividad de la empresa y se mantiene siempre y cuando ésta esté en funcionamiento. Ejemplo: crédito recibido por parte de proveedores y mercadería en consignación.
- **Gastos Diferidos:** Son aquellos impuestos y gastos que no se han pagado y se acumulan a lo largo del tiempo, tales como: impuestos, seguros, sueldos, rentas e intereses sobre documentos. Entre las principales características se encuentran: a) no pagan ningún interés, b) no tienen un vencimiento establecido, c) forman parte del financiamiento de tipo espontáneo.

⁵³ Chávez, J. (2003). Finanzas Teoría Aplicada para Empresa. En J. Chávez. Guayaquil.

- **Crédito Documentario:** Está relacionado con las operaciones de venta de una empresa. Se debe crear un documento que asegure el pago a los proveedores. Ejemplo: cheque posfechado, carta de crédito, pagaré, etc.
- **Factoring:** Es un mecanismo de financiación que consiste en la compra, por parte de la empresa de facturas, de los efectos a cobrar de sus clientes, sin reserva o recurso alguno dado el supuesto de que el deudor no pueda cancelar su deuda. El factoring contempla la compra de los créditos originados por la venta de mercancías a corto plazo. La institución financiera que realiza el factoring se ocupa de la cobranza y asume los riesgos; el costo de esta gestión está determinado por la tasa de descuento (comisión de dicha entidad).
- **Realización de Activos:** Se refiere a la venta de aquellos activos fijos que están siendo utilizados por la empresa para obtener liquidez. Los recursos se invierten en comprar algo que signifique creación de riqueza.
- **Préstamo Bancario:** Son parte del financiamiento no espontáneo y representa las deudas que la empresa tiene con instituciones de crédito, con plazo de vencimiento menor a un año. El costo de esta fuente de financiamiento es difícil de calcular en mercados como el de Ecuador donde hay “viveza criolla” (intereses, gastos, comisiones, etc.)
- **Crédito Comercial:** Representan las deudas que tiene la empresa por las compras a crédito de materia prima o mercancías. Entre las características principales de un crédito comercial se encuentran: a) Generalmente representan la mayor proporción de los pasivos a corto plazo, b) Son una fuente de financiamiento espontáneo (surgen de las operaciones normales del negocio).
- **Papeles Comerciales:** Es un pagaré negociable emitido por empresas inscritas en la bolsa de valores, donde se cotizan en términos de descuento y generalmente tienen un plazo de uno a tres meses.

A largo plazo

Un préstamo a largo plazo es usualmente un acuerdo formal para proveer fondos por más de un año y la mayoría es para alguna mejora que beneficiará a la compañía y aumentará las ganancias. Las empresas que no hayan alcanzado niveles de competitividad ó que pretendan desarrollarse en otros mercados, requerirán promover y financiar nuevos proyectos para realizar inversiones adicionales en sus plantas para mejorar sus niveles productivos y ser competitivos para lo cual requerirán soluciones de financiamiento con costos accesibles entre los cuales se destacan los siguientes:

- **Proceso de garantía:** Es el hecho de agrupar activos como bienes e hipotecas para vender valores respaldados por estos en los mercados de capital. Ejemplo: Fiducia, que es quien hace el compromiso de una deuda que existe hasta que se paga en su totalidad, es decir administra los bienes con un propósito.
- **Inversión de Capital:** Es una forma de financiamiento proporcionada por la mayor parte de las instituciones financieras que puede aplicarse a todas las situaciones donde exista un crecimiento potencial para evitar la pesada carga del costo financiero generado en su desarrollo empresarial. Ejemplo: Fondos de Capital de Riesgo.
- **Emisión de acciones:** Instrumentos de renta variable que representan un título de propiedad sobre una fracción del patrimonio de la empresa para los accionistas, o una alternativa de financiamiento para conseguir recursos para la compañía. Los empresarios buscan resultados y tienen control de la empresa.
- **Emisión de obligaciones:** Son títulos de renta fija emitidos por empresas privadas o públicas, su valor nominal varía en función de los establecidos por la entidad emisora y con plazo de vencimiento superior a 5 años. Su rendimiento viene dado por el pago periódico de los cupones a un tipo de

interés fijado para cada emisión. Los empresarios buscan renta y no resultados.

- **Instrumentos financieros:** Son los contratos de forwards, futuros, opciones, y swaps.

Adicionalmente, es importante identificar claramente cuáles son las partes involucradas en el proceso de financiamiento, tales como:

- ✓ **Empresario:** Para acceder a fuentes de financiación adecuadas a la realidad de cada tipo de empresa es necesario mejorar sus capacidades, a través de una mayor transparencia, mejor gestión financiera y más habilidades para preparar proyectos de inversión.
- ✓ **Instituciones Financieras:** Deben buscar mejorar sus capacidades para trabajar con el sector de las PYMES, por ejemplo, con metodologías para reducir los costos de transacción y la generación de innovaciones financieras que den lugar a productos cada vez más pertinentes a las necesidades de las pequeñas y medianas empresas.
- ✓ **Otras Instituciones de apoyo:** Por otro lado, trabajar en desarrollo de mercados de capitales para las pequeñas empresas basadas en la tecnología y alto crecimiento y facilitar mecanismos de conexión informal entre PYMES con oportunidades de negocios e inversionistas que puedan aportar alternativas al problema de la capitalización de estas empresas.

Según se puede observar en el **Cuadro No. 10**, las PYMES requieren de un monto de financiamiento para poder ser calificadas como tal.

Cuadro No. 10: Monto requerido de financiamiento según clasificación establecimientos, Nacional, 2010				
		Monto requerido de financiamiento		
		Media	Mínimo	Máximo
		S	S	S
MIPYMES	No informa	105.904,00	500,00	3.000.000,00
	Micro (Personal Ocupado 1 - 9)	19.252,00	5,00	411.766.743,00
	Pequeña (Personal Ocupado 10 - 49)	432.326,00	3,00	500.000.000,00
	Mediana (Personal Ocupado 50 - 199)	1.730.784,00	500,00	260.000.000,00
	Grande (Personal Ocupado >= 200)	8.293.462,00	5.000,00	283.070.907,00
	Total	43.182,00	3,00	500.000.000,00

Fuente: www.ecuadorencifras.com Censo Nacional Económico 2010 Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC).
Elaborado por: Unidad de Procesamiento de la subdirección general del INEC, Luis Cañizares.

2.6 La Demanda Potencial

Para establecer la demanda potencial que tiene Trust Fiduciaria S.A. en este segmento productivo, se tomó en consideración el número de PYMES que hay en las provincias de Guayas, Pichincha y Azuay, dado que Trust Fiduciaria S.A. tiene sus oficinas en las ciudades de Guayaquil, Quito y Cuenca. En el **Cuadro No.11** se puede observar este detalle del mercado:

Cuadro No. 11: ESTABLECIMIENTOS POR NATURALEZA JURÍDICA SEGÚN PROVINCIAS, 2010		
Provincias	Azuay	32709
	Guayas	109804
	Pichincha	101946
	Total	244459

Fuente: www.ecuadorencifras.com Censo Nacional Económico 2010 Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC).
Elaborado por: Unidad de Procesamiento de l

Sin embargo, considerando que la mayor cantidad de PYMES se encuentran en la provincia del Guayas y como se trata de un servicio nuevo en el mercado ecuatoriano se lanzará y promoverá en primera instancia en esta provincia.

El tamaño de la muestra fue calculado bajo la fórmula para poblaciones finitas que R. Sierra Bravo describe en su libro *Técnicas de Investigación Social*. La fórmula es:

$$N = n G^2 (P * Q) / E^2 (n - 1) + G^2 (P * Q)$$

En donde:

N: Al tamaño de la muestra

n: Población total (que en este caso corresponde a 109,804 PYMES Guayasenses)

G: Nivel de confianza (que en este caso es del 95% equivalente a 1.96)

E: Margen de error (que es de un 5% equivalente a un 0.05)

P: Valor esperado del universo (50% del universo equivalente a 0.5)

Q: Valor esperado del universo (50% del universo equivalente a 0.5)

Por lo tanto:

$$N = (109,804) (1.96)^2 (0.5 * 0.5) / (0.05)^2 (109,804 - 1) + (1.96)^2 (0.5 * 0.5)$$

$$N = (109,804) (3.8416) (0.25) / (0.0025) (109,803) + (3.8416) (0.25)$$

$$N = (109,804) (3.8416) (0.25) / (0.0025) (109,803) + (3.8416) (0.25)$$

$$N = (109,804) (0.9604) / 274.5075 + 0.9604$$

$$N = 105,455.7616 / 275.4679$$

$$N = 383$$

El resultado obtenido es de una demanda potencial de 383 PYMES considerando puntualmente a la provincia del Guayas.

2.7 La Demanda Real

Sin embargo, en una entrevista realizada al especialista en fideicomisos, Econ. Cicerón Tacle, Gerente General de Trust Fiduciaria Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A, en su experiencia como miembro activo del Directorio de la Cámara de la Pequeña Industria desde el año 2002 hasta la presente fecha y a su vez miembro del Comité de Vigilancia del Fideicomiso de Titularización de Flujos Futuros de Fondos en el Proyecto Zona Franca del Guayas, considera que la demanda real que puede explotar Trust Fiduciaria dada su capacidad administrativa es del 30% de la demanda potencial, esto es 115 pequeñas y medianas empresas.

Dados los costos, una pequeña empresa no podría titularizar por su cuenta por lo cual resulta factible que se agrupe un número determinado de pequeñas y medianas empresas a fin de reunir el monto requerido para poder incursionar en esta fuente de financiamiento. Es así que la demanda real se traduciría en que cada proceso de titularización comprenda la colocación de títulos de 10 empresas agrupadas en una misma emisión de \$100,000 cada una. Cabe recalcar que el número de empresas así como el monto del capital puede variar pero siempre en función a un monto total mínimo de \$1'000,000.

Capítulo 3: La organización

3.1 Identificación de Trust Fiduciaria S.A.

“Trust Fiduciaria Administradora de Fondos y Fideicomisos” S.A. es una sociedad ecuatoriana, independiente, constituida y debidamente autorizada por la Superintendencia de Compañías para administrar fideicomisos mercantiles y titularizaciones. Se encuentra inscrita en el Registro del Mercado de Valores y de la Información Pública. En tal virtud, la actividad de la fiduciaria está vigilada por la Intendencia de Mercado de Valores que forma parte de la Superintendencia de Compañías.⁵⁴

Su accionista principal es la compañía panameña Amaral Overseas S.A. la misma que pertenece al Grupo Mossack Fonseca & Co. En la actualidad maneja más de 300 negocios fiduciarios cuyos patrimonios administrados alcanzaron los 870 millones de dólares. Cabe destacar que el objetivo fundamental de Trust Fiduciaria es brindar a sus clientes una importante gama de servicios fiduciarios, manteniendo la agilidad y la prudencia como todo buen fiduciario, para lo cual cuenta con un equipo de profesionales que poseen amplia experiencia en el manejo y administración de fideicomisos mercantiles, encargos fiduciarios y procesos de titularización, lo que le permite brindar a sus clientes soluciones eficientes y oportunas a las necesidades planteadas con seguridad y transparencia⁵⁵.

3.2 Breve descripción de Trust Fiduciaria S.A.

Nombre: “Trust Fiduciaria Administradora de Fondos y Fideicomisos” S.A.

Ubicación: La oficina matriz de la Fiduciaria se encuentra situada en la ciudad

⁵⁴ S.A., T. F. (s.f.). *Quiénes Somos*. Recuperado el 25 de Junio de 2011, de Sitio web Trust Fiduciaria: <http://www.trustfiduciaria.com>

⁵⁵ July, H. G. (2010). *Planeación Estratégica de Trust Fiduciaria Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A.* Guayaquil.

de Guayaquil en Kennedy Norte, Av. Francisco de Orellana, Edificio World Trade Center, Torre A, Piso 12, Ofic. 1201. También se mantienen oficinas en Quito y Cuenca.

Actividad: Entre las principales líneas de servicios que brinda Trust Fiduciaria S.A. están las siguientes:

- ◆ Fideicomisos de Garantía
- ◆ Fideicomisos de Administración
- ◆ Fideicomisos Inmobiliarios
- ◆ Fideicomisos de Inversión
- ◆ Fideicomisos de Titularización
- ◆ Administración de Activos Productivos y de Proyectos

Importancia dentro del sector: Trust Fiduciaria Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A. tiene una participación muy importante en el Mercado de Valores, siendo los promotores y auspiciantes principales del evento anual “ENCUENTRO DE EXPERTOS EN TITULARIZACION, colaborando con la Superintendencia de Compañías; lo que ha dado como resultado que la Fiduciaria sea reconocida en el mercado como una institución que impulsa el desarrollo del sector Fiduciario. Durante los años 2010 y 2011 ha fortalecido su Alianza Estratégica con la fiduciaria Panameña Mossfon Trust para la administración conjunta de negocios fiduciarios. Ha suscrito alianzas estratégicas de negocios, con Nacional Financiera Bolivariana Sociedad de Titularización S.A. – Nafibo ST, una importante titularizadora Boliviana con quien se están estructurando titularizaciones cuyos títulos valores serán vendidos en el mercado boliviano. Con la compañía Profilegal, importante firma que en el país ha realizado la mayoría de las estructuraciones legales relativas a procesos de titularización⁵⁶”.

⁵⁶ Harb Georges, J. (12 de Julio de 2011). Importancia de Trust Fiduciaria dentro del sector. (M. F. Mora, Entrevistador)

3.3 Relaciones comerciales internacionales⁵⁷

MOSSACK FONSECA & CO.:

Mantiene una red bien estructurada de numerosas subsidiarias y oficinas representativas en las principales capitales financieras de Europa, Norteamérica, Latinoamérica, África y el Oriente. Son expertos en materia de compañías internacionales de negocios y ofrecen servicios de incorporación y administración de sociedades. Sus cinco puntos principales están ubicados en las Bahamas, Islas Vírgenes Británicas, Panamá, Samoa y Seychelles. Adicionalmente manejan oficinas en Uruguay, Hong Kong, Nevada y Ginebra.

MOSSFON TRUST:

Provee una amplia gama de servicios fiduciarios los cuales brindan a los clientes un sin número de paquetes para protección de activos. Dentro de los servicios que ofrecen, cuentan con: Manejo de Fundaciones de Interés Privado, Fideicomisos, Compañías y Servicios Financieros y Bancarios.

NAFIBO:

Compañía Boliviana especializada en la realización de Estudios de Factibilidad de Proyectos de Titularización; Estructuración de Proyectos de Titularización y Administración de Patrimonios Autónomos. Por su relación comercial, puede realizar Titularizaciones en el mercado nacional e internacional.

PROFILEGAL:

Firma de abogados especializada en derecho de mercado de capitales con experiencia en temas fiduciarios y de titularización. Los principales proyectos productivos que se han desarrollado en el Ecuador han sido estructurados por sus socios.

⁵⁷ July, H. G. (2011). *Planeación Estratégica de Trust Fiduciaria Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A.* Guayaquil.

3.4 Posicionamiento de Trust Fiduciaria S.A. en el mercado⁵⁸

“Trust Fiduciaria Administradora de Fondos y Fideicomisos” S.A. está en el mercado desde Mayo de 2002 y en la actualidad se encuentra entre los tres primeros lugares en posicionamiento del mercado, manejando, tal como muestra el **Cuadro No. 12**, un patrimonio de más de USD 870.000.000 en casi 300 Fideicomisos, convirtiéndose en una de las fiduciarias con mayor patrimonio administrado en el Ecuador.

Cuadro No. 12: Participación en el mercado – Fideicomisos Administrados

FIDEICOMISOS ADMINISTRADOS			
ADMINISTRADORAS DE FONDOS Y FIDEICOMISOS	VALOR	SHARE OF MARKET SIN CFN	SHARE OF MARKET CON CFN
CFN	1.285.373.378,60		22%
TRUST FIDUCIARIA	870.054.154,32	19%	15%
FIDUPACIFICO	488.193.845,25	11%	8%
FIDUCIA	450.648.967,53	10%	8%
MORGAN & MORGAN	416.445.299,15	9%	7%
FONDOS PICHINCHA	411.386.431,87	9%	7%
PRODUFONDOS	344.874.525,71	8%	6%
FIDEVAL	306.509.815,29	7%	5%
FODEVASA	299.655.917,27	7%	5%
ADMINISTRADORA BG	273.787.898,24	6%	5%
ENLACEFONDOS	169.498.539,83	4%	3%
INTEGRASA	157.569.932,54	3%	3%
UNION AFPV	130.713.354,80	3%	2%
STCAF	82.545.911,20	2%	1%
BOLIVARIANO	53.890.165,34	1%	1%
FIDES TRUST	36.860.866,51	1%	1%
PREVIFONDOS	33.361.776,49	1%	1%
FINVERFONDOS	32.382.206,53	1%	1%
INTERFONDOS	14.553.846,27	0%	0%
ANALYTICAFUNDS	969.737,33	0%	0%
ADMUNIFONDOS	467.583,50	0%	0%
AFP GENESIS	197.544,06	0%	0%
CTH	11.000,00	0%	0%
FILANFONDOS	-	0%	0%
EUROASSETS	-	0%	0%
TOTAL FIDEICOMISOS ADMINISTRADOS CON CFN	5.859.952.697,63		
TOTAL FIDEICOMISOS ADMINISTRADOS SIN CFN	4.574.579.319,03		

Fuente: Superintendencia de Compañías del Ecuador
Elaborado por: Las Autoras

⁵⁸ López Kalil, M. (12 de Julio de 2001). Negocios establecidos y posicionamiento de Trust Fiduciaria Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A. (Y. Encalada López, Entrevistador)

El crecimiento porcentual que ha tenido la ha llevado a convertirse en una de las fiduciarias más grandes del país, lo que conllevó un importante crecimiento no sólo en su estructura administrativa sino tecnológica, debiendo proceder a la adquisición de nuevos activos fijos así como la implementación y desarrollo de nuevos sistemas que soporten las necesidades de los diferentes usuarios con herramientas que brinden controles adecuados dependiendo del objeto y finalidad de cada uno de los negocios fiduciarios que se administren.

La compañía es líder en el mercado nacional en el manejo y administración de fideicomisos de garantía automotriz, el cual inició en el año 2002. Es así que el producto estrella de la empresa es el Fideicomiso de Garantía de Vehículos, logrando posicionarse como los primeros en el mercado en cuanto a número de vehículos administrados por un Fiduciario.

En los tres últimos años y de acuerdo a lo definido en su más reciente planeación estratégica, Trust Fiduciaria, incursionó con mayor fuerza en fideicomisos que administran proyectos inmobiliarios, fideicomisos de administración de cartera y fideicomisos que manejan flujos para emisión de obligaciones.

3.5 Análisis FODA de Trust Fiduciaria S.A.⁵⁹

Fortalezas:

- Mantiene una importante presencia en el mercado nacional a través del producto de Fideicomiso de Garantía de Vehículos.
- Desarrollo de nuevos proyectos inmobiliarios de alto éxito, lo cual los posiciona como una fiduciaria capacitada para la administración de fideicomisos inmobiliarios de mayor complejidad.

⁵⁹ S.A., T. F. (2011). *FODA de la empresa*. Guayaquil.

- Incorporación de nuevos profesionales en las diferentes áreas, lo que permite la formación de una estructura sólida y más ordenada.
- Mejora en la sistematización de la administración contable y de negocios a través de GESTOR y ONBASE.
- La fiduciaria no está comprometida con ningún grupo financiero, por lo tanto sus clientes tienen la apertura de decidir con qué instituciones desean trabajar.
- Posee instrumentos flexibles y adaptables a diversas actividades; además de tener conocimiento de los productos, formatos, procedimientos y esquemas, por lo cual la fiduciaria puede brindar mayor agilidad cuando se estructura un negocio fiduciario.
- El ser una de las fiduciarias con mayor patrimonio administrado les abre las puertas para atraer nuevos clientes.

Oportunidades:

- La explotación de nuevos negocios fiduciarios.
- Mayor complejidad en el otorgamiento de créditos por parte de instituciones financieras.
- Corte de la cadena de créditos institucional y disminución de la extra bancaria, producto de la desconfianza en el sector bancario.
- Alianzas estratégicas internacionales, permitiría a la fiduciaria realizar productos de nacionalidad mixta.
- Necesidad del mercado de titularización de una fiduciaria con conexiones internacionales.

Debilidades:

- Concentración de los fideicomisos administrados en dos clientes principales: Banco del Austro y CFC.
- Falta de experiencia en administración de Fideicomisos Inmobiliarios y que prevean procesos de Titularización.

- Falta de experiencia en la estructuración legal y financiera de procesos de titularización.
- Debe interactuar con varios actores, lo cual algunas veces dificulta el desarrollo de sus actividades.
- La organización suele demorarse por cuestiones burocráticas que en muchos casos dificultan la relación con los inversores.

Amenazas:

- Guerra de Precios, ya que la fiduciaria se ve obligada a bajar considerablemente sus honorarios para no perder el cliente.
- Nuevas leyes podrían afectar los volúmenes de operaciones de sus principales clientes, tal como las reformas tributarias y nuevos proyectos de ley de mercado de valores.
- Nivel de la tasa de interés.
- Congelamiento o descenso en el mercado automotriz.
- Tendencia a retomar la reserva de dominio por problemas de matriculación vehicular.
- Imagen de nuevos gobiernos puede afectar participación en mercados internacionales.

3.6 Diagnóstico de Trust Fiduciaria S.A.⁶⁰

“Trust Fiduciaria Administradora de Fondos y Fideicomisos” S.A. es una compañía construida sobre bases sólidas y con la experiencia suficiente para seguir creciendo, dado que cuenta con procedimientos específicos bien establecidos y estrategias enfocadas para fomentar el crecimiento de la misma. Adicionalmente, cuenta con capital humano ampliamente capacitado en sus áreas administrativa, operativa y legal, lo que hace que sea reconocida en el mercado de entre todos sus

⁶⁰ Mora, M. F. (2011). *Reporte de Pasantías Profesionales*. Guayaquil.

competidores públicos, como CFN, y privados, como Fiducia. Es así, que la fiduciaria cuenta con una infraestructura tecnológica, operativa, administrativa y humana suficiente y acorde con las obligaciones relacionadas con la administración de los recursos depositados.

De igual manera, ha implementado sistemas de administración de riesgos y reforzado la adopción de políticas de gobierno corporativo, consolidando y fortaleciendo aún más los estándares de calidad y transparencia en la prestación de servicios a sus clientes.

Se diferencia por trabajar junto a sus clientes corporativos y personales proporcionándoles asesoría efectiva, ofreciendo soluciones oportunas que optimizan los tiempos de estructuración y puesta en marcha de cada uno de los esquemas fiduciarios propuestos, logrando facilitar la gestión de negocios de sus clientes, siempre con seguridad y transparencia, manteniendo con la más estricta confidencialidad la información que le sea entregada.

En relación al diagnóstico interno, al ser ésta una empresa que se encuentra en crecimiento en nuevos ámbitos, ha requerido la contratación de personal nuevo, pues se notó que los procesos operativos se sobrecargaron lo cual les restaba agilidad de respuesta a los clientes.

Por este motivo, se han tomado las debidas medidas, contratando nuevo personal capacitado, para mantener los estándares de calidad de servicio acostumbrados. Sin embargo, dado que sus ingresos se deben principalmente a los fideicomisos de garantía, mayoritariamente del sector automotriz, en el momento en que este sector sufra cambios desfavorables, la fiduciaria se vería gravemente perjudicada también.

Capítulo 4: El servicio a ofrecer

4.1 Descripción del nuevo servicio

Trust Fiduciaria se encarga de armar figuras legales y venderlas al mercado, dichas figuras son los fideicomisos, entre los cuales consta la titularización que en la mayoría de los casos sirve para viabilizar proyectos a mediano y largo plazo. Sin embargo, actualmente este producto financiero no ha sido enfocado para el segmento productivo de las PYMES.

Es ahí donde Trust Fiduciaria encontraría una nueva oportunidad de negocio, ofreciendo esta fuente de financiamiento a PYMES ya establecidas y agrupadas en consorcios, puesto que dados los costos de la titularización, una pequeña o mediana empresa no podría participar en una titularización de flujos futuros.

4.1.1 Procedimientos para dar inicio a un proceso de titularización de flujos para PYMES⁶¹

1. Área Comercial

a) PYMES mercadeadas por la Fiduciaria

1. El área comercial a través de la CAPIG contactará a las PYMES y detectará la necesidad de financiamiento para lo cual debe fortalecerse la alianza ya existente con esta entidad;
2. Se elaborará el Registro de Aprobación del Negocio (Véase **Anexo No. III**) para que todas las áreas se pronuncien sobre la mejor estructura, riesgos y cómo mitigarlos;

⁶¹Chang, I. F. (9 de Abril de 2012). Procedimientos para dar inicio a un proceso de titularización de flujos para PYMES. (M. F. Mora, & Y. Encalada, Entrevistadores)

3. Con base a esto, se elaborará la propuesta y se hará el requerimiento de la documentación de acuerdo con los anexos proporcionados por el área legal, en función de la naturaleza del Fideicomitente y de los flujos futuros que se van a aportar.

b) PYMES que busquen a la Fiduciaria

1. El área comercial atenderá al cliente y detectará su necesidad;
2. Luego solicitará al cliente el formulario de "*Due Dilligence*" (Véase **Anexo No. IV**) así como la declaración jurada;
3. Se procederá a elaborar el Registro de Aprobación del Negocio para que las áreas se pronuncien sobre la mejor estructura, riesgos y cómo mitigarlos;
4. Se elaborará la propuesta y se la enviará al cliente, junto el requerimiento de la documentación, de acuerdo con los anexos proporcionados por el área legal, en función de la naturaleza del fideicomitente y de los flujos futuros que se van a aportar.

En ambos casos, una vez aceptada la propuesta por parte del cliente, el área comercial presentará al delegado de las PYMES asociadas a su oficial de negocios, y facturará el porcentaje respectivo por estructuración de contrato.

2. El área de negocios a partir de esa instancia se encargará de:

1. Recibir al cliente y solicitar la documentación respectiva para la elaboración del contrato;
2. Una vez recibida la documentación, el oficial de negocios en coordinación con el abogado asignado, realizarán la revisión de la misma; y
3. El oficial asignado manejará la relación con el cliente, y cualquier detalle que el área legal requiera para la estructuración del contrato.

3. El área legal se encargará de:

1. Con todo el soporte de la información, procederá a la elaboración del contrato del fideicomiso;
2. Una vez elaborado el contrato, el área legal lo circulará internamente, para revisión y aprobación de las áreas respectivas;
3. Luego de ser aprobado el contrato por parte de las áreas respectivas, el área legal lo entregará al oficial de negocios, para enviárselo al cliente y recibir sus comentarios y/o aprobación;
4. Luego de la aceptación del contrato por parte del cliente, el área legal coordinará con notaría todo el procedimiento para el cierre del contrato;
5. Una vez cerrado el contrato en notaría, el área legal procederá a la obtención del RUC, y de ser necesario, a inscribirlo en los registros correspondientes;
6. Luego de esto, se notificará al área financiera/contable que el RUC se encuentra activo para los respectivos registros;
7. Finalmente, el área legal entregará al oficial de negocios asignado, la documentación completa del cliente para su registro en el sistema y administración.

4.2 Análisis FODA de la Titularización de Flujos Futuros de PYMES.

Fortalezas:

- Flexibilidad financiera, ya que la titularización de flujos provee una nueva fuente de financiamiento para el originador.
- Calce de plazos, ya que se emiten títulos valores diseñados de acuerdo a los plazos de recuperación de los activos originales.
- Fuente de financiamiento a menor costo, pues los activos segregados tienen mejor calidad crediticia que los activos totales del originador
- Tasa inferior a la tasa activa del sistema financiero.

- Patrimonio independiente, pues los activos o derechos sobre flujos transferidos por el originador integrarán un patrimonio, que contará con su propio balance, distinto de los patrimonios individuales del originador, del agente de manejo o de los inversionistas.
- Inembargabilidad, dado que los activos que integren el patrimonio de propósito exclusivo no pueden ser embargados ni sujetos de ninguna medida precautelatoria o preventiva por los acreedores del originador, del agente de manejo o de los inversionistas.
- Ser miembro activo en el Mercado de Valores.
- Actualmente los fideicomisos de titularización están exentos del pago de impuesto a la renta.

Oportunidades:

- Mayor complejidad en el crédito por parte de instituciones bancarias.
- Incremento de las tasas de crédito de las entidades bancarias.
- Disminución de los plazos de los créditos bancarios.
- Disminución de otorgamiento de créditos bancarios de acuerdo a ley estatal, lo cual permitiría captar mayor segmento de mercado.

Debilidades:

- Ser un producto nuevo en el mercado.
- El tiempo de estructuración de un proceso de titularización es largo.
- Dados sus costos, la colocación de títulos en el mercado no es útil para montos inferiores a \$1'000,000.
- Complejidad al agrupar flujos futuros con características homogéneas para constituir los patrimonios autónomos para titularizar dada la diversidad de actividades económicas de PYMES ecuatorianas.

Amenazas:

- Demora en la calificación y autorización de la superintendencia de compañías.
- Falta de confianza por parte de los originadores en el producto, ya que los libros de las PYMES son conocidos por todo el mercado.
- Cambios en la legislación tributaria: Actualmente los fideicomisos de titularización están exentos del pago de impuesto a la renta, pero si se modifican las leyes tributarias y los fideicomisos deben pagar este impuesto, entonces esta figura mercantil sería menos atractiva, pues se reduciría el margen de utilidad.
- Baja en las tasas de financiamiento bancario.
- Transferencia fraudulenta de dinero al Patrimonio Autónomo.

4.3 Costos asociados a un proceso de Titularización de Flujos para PYMES

Los costos asociados al proceso de titularización son con cargo al originador del proceso. Se puede dividir estos costos en dos grandes grupos: (1) costos variables y (2) costos fijos.

Los costos variables son aquellos que varían en función del valor de la titularización considerando los siguientes rubros.⁶²

- Realización del Due Dilligence⁶³ y apoyo de la estructuración por parte de la Fiduciaria.
- Inscripción en el Registro de Mercado de Valores (tope de \$2,500.00)
- Colocación de los títulos
- Comisión de la Bolsa de Valores.
- Cuota de inscripción bursátil

⁶² López Kalil, M. (13 de Julio de 2011). Costos asociados a un proceso de Titularización. (M. M. Fernanda, Entrevistador)

⁶³ **Due Dilligence:** Es el formulario que llenan los clientes sobre: datos generales de la compañía (actividad, representante legal, objeto de la compañía); tipo de negocio fiduciario a solicitar; información financiera o contable; perfil transaccional; origen de los fondos; entre otra información que permita conocer al nuevo cliente.

- Mantenimiento anual de Inscripción Bursátil
- DECEVALE
- Agente Pagador
- Estructuración Legal
- Estructuración Financiera
- Gastos Notariales

En lo que respecta a los costos fijos del proceso de titularización, algunos de ellos con periodicidad distinta, tenemos los siguientes:

- Calificación de riesgo
- Estructuración de Fideicomiso
- Administración de Fideicomiso
- Impresión de Prospectos
- Publicaciones y Promoción

En el **Cuadro No. 13** se muestra el valor referencial de cada uno de los costos que se han detallado anteriormente.

Cuadro No. 13: Costos en una Titularización de Flujos para PYMES

COSTOS ESTIMADOS DE PROCESO DE TITULARIZACION				
COSTOS VARIABLES	% EMISION	PERIODICIDAD	RESPONSABLE	FORMA DE PAGO
Estructuración Legal	0,20%	Al inicio	ESTRUCTURADOR LEGAL	Sobre trabajo hecho
Estructuración Financiera	1,00%	Al inicio	ESTRUCTURADOR FINANCIERO	Sobre trabajo hecho
Due Diligence y apoyo en la Estructuración	0,01%	Al inicio	FIDUCIARIA	
Inscripción en el Registro de Mercado de Valores (tope de US\$ 2,500)	0,05%	Al aprobarse la emisión	SUPERINTENDENCIA DE CIAS	Al aprobarse la emisión
Colocación	0,25%	Sobre Colocación	CASA DE VALORES	Sobre Colocación
Comisión BVG por Negociación (0.10% sobre monto colocado)	0,10%	Sobre Colocación	BOLSA DE VALORES	Sobre Colocación
Cuota de Inscripción Bursátil (0.025% sobre patrimonio)	0,025%	Anual	BOLSA DE VALORES	Anualmente
Mantenimiento anual de Inscripción Bursátil (0.025% sobre patrimonio)	0,025%	Anual	BOLSA DE VALORES	Anualmente
DECEVALE	0,10%	Sobre Colocación	DECEVALE	Sobre Colocación
Agente Pagador	0,20%	Sobre Colocación	BANCO PAGADOR	Sobre pagos de capital e intereses
Gastos Notariales	0,02%	Al inicio	NOTARIO	Sobre trabajo hecho
COSTOS FIJOS (APROXIMADOS)			RESPONSABLE	FORMA DE PAGO
Fideicomiso (Estructuración)		Al inicio	FIDUCIARIA	Al inicio del fideicomiso
Fideicomiso (Administración)		Por 3 años, pagos mensuales.	FIDUCIARIA	Anual
Calificación de Riesgo		Al inicio	CALIFICADORA DE RIESGO	Informe inicial y 1era actualización semestral
Calificación de Riesgo		Anual	CALIFICADORA DE RIESGO	2 actualizaciones anuales
Impresión de Prospectos		Al inicio	IMPRESA	Sobre trabajo hecho
Publicaciones y Promoción		Al inicio		Sobre trabajo hecho

Fuente: Trust Fiduciaria S.A.
Elaboración: Las Autoras

4.4 Factibilidad para la Entidad Titularizadora

Así como para el originador esta fuente de financiamiento resulta favorable; para la entidad titularizadora, Trust Fiduciaria Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A., también representa un negocio rentable. Esto se refleja en el **Cuadro No. 14** donde se detallan los Ingresos que percibe la fiduciaria por la administración del fideicomiso durante el plazo de la emisión de títulos y a su vez se restan los Egresos por los sueldos del personal involucrado en un proceso de titularización de PYMES, para lo cual se tomó en consideración la contratación de un nuevo oficial de negocios que estará específicamente enfocado a la gestión de este nuevo producto fiduciario, mientras que en lo que respecta a funcionarios que se verán implicados únicamente al inicio del proceso, se realizó un análisis basado en la cantidad de horas requeridas por cada uno de ellos para luego obtener la fracción de sus sueldos que será empleada, dando como resultado un considerable saldo a favor por proceso.

Adicionalmente, es necesario recalcar que Trust Fiduciaria cuenta con la capacidad, infraestructura y experiencia para la explotación de esta nueva oportunidad de negocio, razón por la cual es viable lanzarse como pioneros en el mercado fiduciario.

Cuadro No. 14: Factibilidad del Proceso de Titularización para Trust Fiduciaria

FACTIBILIDAD DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN PARA TRUST FIDUCIARIA ADMINISTRADORA DE FONDOS Y FIDEICOMISOS S.A					
PLAZO: 5 AÑOS					
MONTO A LEVANTAR = PATRIMONIO DEL FIDEICOMISO		1.000.000			
INGRESOS		PERIODICIDAD			DOLARES
Due Diligence y apoyo en la Estructuración (0,01% del monto a emitir)		Al inicio			100
Honorarios Estructuración Fideicomiso		Al inicio			2.500
Honorarios Administración Fideicomiso		Por 5 años, pagos mensuales			60.000
TOTAL INGRESOS					62.600
EGRESOS		PERIODICIDAD	DOLARES	HORAS HOMBRE	FRACCIÓN SUELDO
Sueldo Gerente Comercial		Al inicio	1300	5	8,13
Sueldo Oficial de Negocios (Titularización de Flujos PYMES)		Por 5 años, pagos mensuales	800	-	-
Sueldo Gerente de Contratos		Al inicio	1500	20	9,38
Honorarios Tramitador		Al inicio	200	-	-
TOTAL EGRESOS					56428,13
RENTABILIDAD DEL NEGOCIO					6171,88
Fuente: Trust Fiduciaria S.A.					
Elaborado por: Las Autoras					

Capítulo 5: Evaluación Financiera de Crédito Bancario Vs. Titularización aplicada a PYMES ecuatorianas.

En el presente capítulo se realizará una evaluación financiera de los costos asociados tanto al proceso de titularización como el crédito bancario otorgado por las instituciones financieras.

Los créditos corporativos colocados por la banca privada han tenido un crecimiento constante y así se muestra en el **Gráfico No. 5**.

Gráfico No. 5: Evolución del Crédito Bancario



Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros

Elaborado por: Las Autoras

Si bien es cierto que los créditos colocados se han incrementado anualmente no es menos cierto que las condiciones son cada vez más exigentes.

La evaluación que se realiza a continuación es para determinar qué alternativa de financiamiento es la más idónea para las PYMES, y para ello se ha elaborado un flujo de caja considerando solo los costos de cada alternativa.

Se ha utilizado como método de evaluación la Tasa Interna de Retorno (TIR), por cuanto se están analizando egresos de efectivo, con la finalidad de determinar qué alternativa implica menores costos para la empresa y a la vez permite compararlas en diferentes periodos y horizontes de planeación.

Para efectos demostrativos se hace el supuesto de que la compañía requiere el monto de \$1'000,000.00. Para el análisis de la titularización se considerará que el activo subyacente que respalda la emisión de los títulos son los flujos futuros que se generen. Tanto para la evaluación de la Titularización como para el Crédito Bancario se ha considerado período de 5 años.

5.1 Tasa Interna de Retorno de un proceso de Titularización⁶⁴

Dependiendo del mercado, mismo que se ve afectado directamente por la situación económica y política por la que atraviesa el país donde se ha realizado la emisión, es el precio al que se vende el título valor. Normalmente se vende al 99,75% del valor nominal y es en base a este precio que se ha realizado el análisis.

De esta forma, en el Balance General de la empresa se verá un movimiento de las cuentas del Activo donde ingresa a Bancos el valor proveniente de la venta de los títulos por un total de \$ 997.500.

La comisión a la Bolsa de Valores es cancelada en función de los montos efectivamente colocados. Se han considerado desembolsos trimestrales durante el primer año, ya que lo ideal es que los títulos se vendan dentro del primer año.

⁶⁴ Uscocovich, T. (12 de Julio de 2011). Tasa Interna de Retorno en un Proceso de Titularización. (Y. Encalada, & M. F. Mora, Entrevistadores)

El rubro que se cancela al Agente Pagador por concepto de honorarios se lo ha colocado trimestralmente en función del monto de capital e intereses que cancele a los inversionistas. De ahí que empieza en el Trimestre 1 (T1).

Los honorarios de la fiduciaria son cancelados de forma mensual, pero para efectos de análisis se los ha considerado como desembolsos trimestrales. Debido a que el estado financiero que se afecta con la titularización es el del patrimonio autónomo, los gastos financieros en los que se incurren para el pago de los títulos a los inversionistas no pueden ser utilizados por el originador para la creación de un escudo tributario⁶⁵, pero el fideicomiso sí.

Normalmente, en el caso de las titularizaciones la operatividad implica realizar provisiones de la próxima cuota de capital e intereses y restituir el excedente al originador en caso de existir. El momento en que el fideicomiso crea escudo tributario, el pago del impuesto a la renta generado disminuye favoreciendo directamente al originador ya que existen más recursos para ser restituidos como excedentes.

En el **Cuadro No. 15** se puede observar que los flujos son negativos del año 1 en adelante, puesto que sólo hay ingresos en el año 0 en el cual se venden los títulos-valores en el mercado.

⁶⁵ Se refiere al impacto que tiene una deducción aceptable en el impuesto a la renta. Por ejemplo, la depreciación, gastos por intereses, un préstamo obtenido y todos aquellos gastos derivados de transacciones financieras.

Cuadro No. 15: Flujo de Caja de un Proceso de Titularización para PYMES

MONTOS A EMITIR																						
PLAZO	1.000.000																					
TASA DE INTERES TITULOS	5 AÑOS - 20 TRIMESTRES																					
PERIODICIDAD PAGOS TENEDORES DE TITULO TRIMESTRALES	4,00%																					
MONTOS A RECIBIR	997.500																					
PRECIO	99,75%																					
		AÑO 1				AÑO 2				AÑO 3				AÑO 4				AÑO 5				
	T0	T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9	T10	T11	T12	T13	T14	T15	T16	T17	T18	T19	T20	
INGRESOS																						
Colocación	997.500																					
EGRESOS																						
Extracción Legal	-2.000																					
Extracción Financiera	-10.000																					
Das Diligencia y gastos en la Extracción	-100																					
Inscripción en el RMV	-2.500																					
Colocación	-2.500																					
Comisión BVG por Negociación	-1.000																					
Costo de Inscripción Bursátil	-1.250																					
Mantenimiento anual de Inscripción Bursátil	-1.250																					
DECEVALE	-1.000																					
Agente Pagador		-260	-252	-244	-236	-228	-220	-212	-204	-196	-188	-180	-172	-164	-156	-148	-140	-132	-124	-116	-108	
Gastos Notariales	-150																					
Fideicomiso (Extracción)	-2.500																					
Impresión de Prospectos	-1.000																					
Publicaciones y Promoción	-3.500																					
Fideicomiso (Administración)		-3.000	-3.000	-3.000	-3.000	-3.000	-3.000	-3.000	-3.000	-3.000	-3.000	-3.000	-3.000	-3.000	-3.000	-3.000	-3.000	-3.000	-3.000	-3.000	-3.000	
Calificación de Riesgo	-7.000	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300	
Pago Capital Titulos		-50.000	-50.000	-50.000	-50.000	-50.000	-50.000	-50.000	-50.000	-50.000	-50.000	-50.000	-50.000	-50.000	-50.000	-50.000	-50.000	-50.000	-50.000	-50.000	-50.000	
Interes Titulos		-80.000	-78.000	-76.000	-74.000	-74.000	-72.000	-70.000	-68.000	-66.000	-64.000	-62.000	-60.000	-58.000	-56.000	-54.000	-52.000	-50.000	-48.000	-46.000	-44.000	
FLUJO NETO	961.750	-133.560	-129.552	-125.544	-121.536	-117.528	-113.520	-109.512	-105.504	-101.496	-97.488	-93.480	-89.472	-85.464	-81.456	-77.448	-73.440	-69.432	-65.424	-61.416	-57.408	
TASA INTERNA DE RETORNO (TIR)		9,17%																				
Fuente:	Trust Fideicaja S.A.																					
Elaborado por:	Los Autores																					

5.2 Tasa Interna de Retorno de un Crédito Bancario

En el caso de la alternativa de financiamiento planteada, el crédito bancario, se considera que al momento de que el crédito es aprobado, la empresa recibe el 97% del valor solicitado ya que los bancos retienen, en promedio, un 3% por concepto de comisión bancaria, y mensualmente se realiza el pago de capital e intereses.

Tomando como base el Balance General de la Compañía ABC que se muestra en el **Cuadro No. 4** del Capítulo 1 del presente documento, se asume que la empresa necesita \$10 millones. Tal como refleja el **Cuadro No. 16**, se incrementa el activo (Caja) y su contrapartida es un incremento en el pasivo (Obligaciones) y el Balance quedaría de la siguiente manera:

Cuadro No. 16: Balance General después del Crédito Bancario

COMPAÑÍA ABC			
BALANCE GENERAL (en miles de dólares)			
DESPUES DEL CREDITO BANCARIO			
ACTIVOS		PASIVOS	
Caja	20	Obligaciones	70
Cartera	75	Bonos	20
Inmuebles	200	Obligaciones de LP	65
		Total Pasivos	155
		PATRIMONIO	
		Capital de Accionistas	140
Total Activos	295	Total P y P	295

Fuente y Elaboración: Las Autoras

Por otra parte, los gastos financieros generados por el crédito bancario son deducibles del pago del impuesto a la renta creando así un escudo tributario considerado en el flujo de caja.

El **Cuadro No. 17** muestra el flujo de caja del préstamo que lo constituye la tabla de amortización, los flujos son mensuales y se obtuvo una tasa interna de retorno de **8,40%**.

Cuadro No. 17: Flujo de Caja de un Crédito Bancario

MONTO A EMITIR	1.000.000												
PLAZO	5 AÑOS - 60 MESES												
TASA DE INTERES TITULOS	11,20% (Tasa de interés activa efectiva vigente a Febrero del 2012 para el sector Productivo PYMES)												
PERIODICIDAD PAGOS TENEDORES DE TITULOS	MENSUALES												
	AÑO 1												
		T1			T2			T3			T4		
	MO	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	M9	M10	M11	M12
EGRESOS													
Pago Capital		-16.666,67	-16.666,67	-16.666,67	-16.666,67	-16.666,67	-16.666,67	-16.666,67	-16.666,67	-16.666,67	-16.666,67	-16.666,67	-16.666,67
Pago Intereses		-84.000,00	-82.600,00	-81.200,00	-79.800,00	-78.400,00	-77.000,00	-75.600,00	-74.200,00	-72.800,00	-71.400,00	-70.000,00	-68.600,00
FLUJO NETO	1.000.000	-100.666,67	-99.266,67	-97.866,67	-96.466,67	-95.066,67	-93.666,67	-92.266,67	-90.866,67	-89.466,67	-88.066,67	-86.666,67	-85.266,67

AÑO 2											
T1			T2			T3			T4		
M13	M14	M15	M16	M17	M18	M19	M20	M21	M22	M23	M24
-16.666,67	-16.666,67	-16.666,67	-16.666,67	-16.666,67	-16.666,67	-16.666,67	-16.666,67	-16.666,67	-16.666,67	-16.666,67	-16.666,67
-67.200,00	-65.800,00	-64.400,00	-63.000,00	-61.600,00	-60.200,00	-58.800,00	-57.400,00	-56.000,00	-54.600,00	-53.200,00	-51.800,00
-83.866,67	-82.466,67	-81.066,67	-79.666,67	-78.266,67	-76.866,67	-75.466,67	-74.066,67	-72.666,67	-71.266,67	-69.866,67	-68.466,67

AÑO 3											
T1			T2			T3			T4		
M25	M26	M27	M28	M29	M30	M31	M32	M33	M34	M35	M36
-16.666,67	-16.666,67	-16.666,67	-16.666,67	-16.666,67	-16.666,67	-16.666,67	-16.666,67	-16.666,67	-16.666,67	-16.666,67	-16.666,67
-50.400,00	-49.000,00	-47.600,00	-46.200,00	-44.800,00	-43.400,00	-42.000,00	-40.600,00	-39.200,00	-37.800,00	-36.400,00	-35.000,00
-67.066,67	-65.666,67	-64.266,67	-62.866,67	-61.466,67	-60.066,67	-58.666,67	-57.266,67	-55.866,67	-54.466,67	-53.066,67	-51.666,67

AÑO 4											
T1			T2			T3			T4		
M37	M38	M39	M40	M41	M42	M43	M44	M45	M46	M47	M48
-16.666,67	-16.666,67	-16.666,67	-16.666,67	-16.666,67	-16.666,67	-16.666,67	-16.666,67	-16.666,67	-16.666,67	-16.666,67	-16.666,67
-33.600,00	-32.200,00	-30.800,00	-29.400,00	-28.000,00	-26.600,00	-25.200,00	-23.800,00	-22.400,00	-21.000,00	-19.600,00	-18.200,00
-50.266,67	-48.866,67	-47.466,67	-46.066,67	-44.666,67	-43.266,67	-41.866,67	-40.466,67	-39.066,67	-37.666,67	-36.266,67	-34.866,67

AÑO 5											
T1			T2			T3			T4		
M49	M50	M51	M52	M53	M54	M55	M56	M57	M58	M59	M60
-16.666,67	-16.666,67	-16.666,67	-16.666,67	-16.666,67	-16.666,67	-16.666,67	-16.666,67	-16.666,67	-16.666,67	-16.666,67	-16.666,67
-16.800,00	-15.400,00	-14.000,00	-12.600,00	-11.200,00	-9.800,00	-8.400,00	-7.000,00	-5.600,00	-4.200,00	-2.800,00	-1.400,00
-33.466,67	-32.066,67	-30.666,67	-29.266,67	-27.866,67	-26.466,67	-25.066,67	-23.666,67	-22.266,67	-20.866,67	-19.466,67	-18.066,67

TASA INTERNA DE RETORNO (TIR)	8,40%
Fuente: Trust Fiduciaria S.A.	

5.3 Resumen

Como se puede notar en el **Cuadro No. 18**, se realizó una comparación la tasa interna de retorno entre las fuentes de financiamiento analizadas, para el cálculo de los mismos se utilizó el **Cuadro No. 5B** que refleja el efecto después de la titularización en el Balance General de la Compañía ABC, así como el **Cuadro No. 16** que demuestra el efecto que tendría un crédito bancario en el Balance de la misma compañía.

Asimismo se planteó un supuesto de una Utilidad Neta de \$ 30,000 para ambos casos. Obteniendo los resultados que se detallan en el **Cuadro No. 18**.

Cuadro No. 18 Comparación de Titularización Vs. Crédito Bancario		
Indicadores	Titularización	Crédito Bancario
TIR	9,17%	8,40%
ROE	21,43%	21,43%
ROA	10,53%	10,17%
Apalancamiento	1,04	1,11
Índice de Líquidez	1,97	1,90
Elaborado por: Las Autoras		

Desde la perspectiva de la **TIR** que es la tasa por medio de la cual se recupera la inversión, la alternativa de financiamiento que resultó más atractiva es la titularización con un **9,17%** en comparación al **8,40%** del crédito bancario, ya que a mayor TIR, mayor rentabilidad para el dueño del proyecto a titularizar.

Dado que se asumió la misma utilidad neta para ambos casos, el **ROE** es del **21,43%** tanto para la titularización como para el crédito bancario, el cual mide cuánta utilidad han generado los fondos de los accionistas a la compañía. Sin embargo, en el caso del **ROA** se puede notar una variación entre los resultados de ambas fuentes de

financiamiento puesto que en la titularización se incrementan los activos y disminuyen los pasivos en comparación al crédito bancario donde el efecto es contrario; de esta forma con la titularización se obtiene una utilidad mayor generada en base a los activos de la empresa.

Por otro lado al analizar el **Índice de Apalancamiento**, mismo que mide la capacidad que tiene la empresa para obtener financiamiento externo (Pasivos) por cada dólar que los accionistas aportan en la empresa, se obtuvo un apalancamiento más favorable para el proceso de titularización con una diferencia de **0,07%** con respecto al crédito bancario.

Finalmente se comparó el **Índice de Liquidez** el cual es la capacidad inmediata para pagar pasivos a partir de los activos de la compañía. En el proceso de titularización la ventaja de reflejar un mayor índice de liquidez se debe a que una vez que la compañía incurre en la emisión de títulos, los pasivos de la misma no se ven afectados debido a que el financiamiento es vía activo y no pasivo, lo que no ocurre en un crédito bancario donde se incrementa el nivel de endeudamiento de la compañía, en consecuencia reduce su liquidez.

Como se demostró, la titularización puede mejorar los índices financieros del originador permitiéndole seguir expandiendo su volumen de negocios, ya que al remover los activos de su balance (y a veces también pasivos), sus necesidades de capital para crecer se reducen. En muchos casos, activos segregados tienen mejor calidad crediticia que los activos totales del originador, lo que permite a la compañía acceder a fuentes de financiamiento con menor costo. Por otro lado desaparecen los riesgos de calce de plazos, ya que se emiten títulos valores diseñados de acuerdo a los plazos de recuperación de los activos originales.

Además por su naturaleza de constituir un patrimonio autónomo, la calificación de riesgo de una titularización puede ser superior a la que obtendría el originador por sí mismo, proporciona también un instrumento de menos riesgo y en

algunos casos de plazos mayores que los activos que lo respaldan, ya que a través de la estructuración de la emisión, se busca aislar el riesgo y capacidad de pago del originador. En otras palabras en la eventualidad en que la credibilidad financiera del originador no sea tan bien percibida por el mercado, el valor que se emite producto de la titularización genera una percepción de riesgo propio.

Es así que la titularización resulta ser la fuente de financiamiento más conveniente por todos los elementos anteriormente ya señalados.

CONCLUSIONES

Es importante mencionar que para las compañías el método de evaluación que prevalece es el cálculo del Valor Actual Neto y Tasa Interna de Retorno debido a que se considera todos los gastos e incluso para la titularización contempla la tasa exigida por los inversionistas. Sin embargo, por tratarse de la comparación entre dos fuentes de financiamiento y no de un proyecto, se realizó únicamente el análisis de la tasa interna de retorno en función de la nueva línea de servicios que pretende implementar Trust Fiduciaria S.A.

La titularización es una excelente herramienta para que las PYMES sean participantes activas en el mercado de valores.

Por otro lado la titularización no afecta la relación deuda / patrimonio, potencializa el balance de las empresas, no incide en los márgenes y límites de endeudamiento, por lo que permite a las empresas sacar de sus balances sus activos y su deuda asociada.

El riesgo es transferido al patrimonio autónomo, por lo que el patrimonio fideicomitado es inembargable y no es susceptible de decomiso ni está sujeto a quiebra o concurso.

Todos los beneficios ya expuestos reafirman a la titularización como una fuente atractiva a la que pueden recurrir las PYMES ecuatorianas para el crecimiento y desarrollo de sus actividades y proyectos futuros.

RECOMENDACIONES

Para que se aplique la fuente de financiamiento propuesta en el presente trabajo, es necesario lograr un cambio radical en las PYMES; es decir, conseguir por parte de ellas una pre disposición positiva al cambio. Por ejemplo, que tengan mayor apertura para que un tercero participe de su negocio, adoptar buenas prácticas de gobierno corporativo, responsabilidad social, entre otras. Para este fin, será necesaria también la participación del Estado, de asociaciones empresariales, y demás instituciones que pongan énfasis en el desarrollo de este tipo de financiamiento.

Se deberá promover el establecimiento de procesos organizados para atraer inversionistas y establecer nexos con empresarios y administradores de fondos. El empresario debe percibir que tiene ventajas para incursionar en un proceso de titularización, saber cuánto y a quién vende la empresa. Si no puede responder esa pregunta lo más probable es que no le interese.

Es necesario que los emisores analicen la cantidad de recursos y el tiempo para analizar el costo de oportunidad. Deben comparar lo que se invertiría en la estructuración del proceso, comparando si este costo es mayor a los ahorros, a las ventajas potenciales y a las economías de escala que se alcanzarían con futuras emisiones.⁶⁶

Los originadores, en este caso, las PYMES deben conocer las leyes y los reglamentos al momento de decidir ser partícipe de un proceso de titularización ya que éste requiere una adecuada coordinación de las distintas áreas de una empresa.

⁶⁶ Uscocovich, T. (12 de Julio de 2011). Recomendaciones antes de incurrir en un proceso de Titularización. (Y. Encalada, & M. F. Mora, Entrevistadores)

Para establecer la demanda de inversionistas por este tipo de instrumentos, hay que analizar los riesgos que conlleva la titularización de activos. La evaluación de dichos riesgos se verá reflejada en el precio de los títulos emitidos.

BIBLIOGRAFÍA

Libros

- CHÁVEZ, Jack. *Finanzas Teoría Aplicada para Empresa*. Guayaquil-Ecuador 2003. Primera Edición.
- MOLINA, Carlos. *El Fideicomiso en la dinámica mercantil*. Buenos Aires-Argentina 2004. Sexta Edición.
- LARREA, Mario. *Régimen Jurídico de la Titularización de Activos*. Quito-Ecuador 2004. Primera Edición.
- ORMAECHEA, Carolina. *Contratos con Garantía Fiduciarias*. Buenos Aires-Argentina 2007. Segunda Edición
- RODRIGUEZ, Sergio. *Negocios Fiduciarios-Su significación en América Latina*. Bogotá-Colombia 2005. Primera Edición.
- ROSALES, Ramón. *La Asociatividad como estrategia de fortalecimiento de las PYMES*. Texas-Estados Unidos 1997. Tercera Edición.

Sitios Webs

- Agroecuador, "El crecimiento de las PYMES agrícolas depende menos del tamaño que de una nueva visión del negocio", Autor: Ing. Botta Fernando – Argentina.
www.agroecuador.com
- Banco Central del Ecuador, Boletín Anual: *Índice de Entorno Competitivo / Índice de Esfuerzo Empresarial Ecuador: Competitividad y Productividad*
www.bce.fin.ec
- Banco Central del Ecuador, Ecuador: *Tasas de interés* Febrero 2012,
www.bce.fin.ec
- BID (Banco Interamericano de Desarrollo) y FELABAN (Federación Latina de Bancos). *Encuesta realizada por la Firma D'alessio IROL*. Publicada en Marzo del 2010.

- Cámara de la Pequeña Industria del Guayas (CAPIG),
www.capig.org.ec.
- CAPIG, Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC) Quito (2010).
- CEDATOS, “*Crédito Informal: factor de injusticia social*”, GALLUP International, Autor: CÓRDOVA, Ángel Polibio, Publicado: Lunes, 10 de diciembre de 2010.
www.cedatos.com.ec
- CEDATOS, *Muestra tomada en 12 ciudades de 10 provincias de Sierra, Costa y Amazonía*, Año 2010.
www.cedatos.com.ec
- CEDATOS, “*Exportaciones de pequeñas y medianas empresas*”, Año 2011.
www.cedatos.com.ec
- Diario El Comercio, *La economía en América Latina*, entrevista a Victor E. Tokman, publicado el 5 de enero del 2009.
www.elcomercio.com
- Diario El Comercio, “*El acceso al crédito se endurece*”, publicado el 25 de febrero del 2009.
www.hoy.com.ec
- Diario Hoy, “*Ecuador está loco por importar*”, publicado en 13 de febrero del 2007.
www.hoy.com.ec
- Diario Hoy, “*Las Empresas pequeñas compiten en la UE*”/Federación de Exportadores (FEDEXPOR), publicado en julio del 2011.
www.hoy.com.ec
- Diario Hoy, “*PYMES en Latinoamérica*”, publicado en 14 de abril del 2010.
www.hoy.com.ec
- Ecuador en Cifras, “*Proyecto de creación de una empresa de asesoría contable, tributaria y financiera para las PYMES*”, publicado en agosto del 2002
www.ecuadorencifras.com

- Ecuability S.A. Calificadora de Riesgos, *Artículo. 26 de la resolución No. CNV-008 2006*, Codificación de las Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, 19 de Diciembre del 2008.
www.ecuability.com
- Gestipolis, *“Asociatividad en PYMES”* Autor: Lic. IGUERA Mariela, febrero 2008
www.gestipolis.com
- Superintendencia de Compañías, *Ley de Mercado de Valores*, Título XVI – de la Titularización, Art. 139, 144 y 150.
www.supercias.gov.ec
- www.apps.congreso.gov.ec, *“Ley para la promoción de las pequeñas y medianas empresas-PYMES”* expedida por el Congreso Nacional Oficio No. I 3-MPM-CN-2006, Quito 21 de Marzo del 2006.
- www.cambiemosecuador.com , *“Cómo generar desempleo y pobreza”*, Autor: Juan Fernando Torres, publicado en el año 2009
- www.eclac.cl - Comisión Económica para América Latina (CEPAL)
- www.educate.org , *“Mejorando la innovación y productividad”*, Facultad latinoamericana de Ciencias Sociales. *Harvard University, John F. Kennedy School of Government.*
- www.ilo.org Organización Internacional de Trabajo.
- www.gcr.weforum.org , World Economic Forum, *“The Global Competitiveness report”* año 2011
- www.global-labour.org, *“Reseña sobre la economía informal y su organización en América Latina”*, Autor: ROSALES Lucía
- www.trustfiduciaria.com , *“Quiénes Somos”*
- www.worldbank.org , *“Alcance del desarrollo”* Banco Mundial

Entrevistas

- Econ. Cicerón Tacle- Gerente General, Trust Fiduciaria S.A.

- Ing. Daniel Espinoza - Supervisor del Departamento de Investigaciones, CAPIG.
- Ing. Félix Chang – Gerente de Sistemas/Oficial de Cumplimiento de Trust Fiduciaria, Trust Fiduciaria S.A
- Ing. July Harb - Gerente Comercial de Trust Fiduciaria, Trust Fiduciaria S.A
- M.B.A. Mónica López Kalil – Gerente Nacional de Negocios Fiduciarios, Trust Fiduciaria S.A.
- Ing. Tatiana Usocovich – Subgerente de Negocios Fiduciarios, Trust Fiduciaria S.A.
- C.P.A. Úrsula Boada – Gerente de Operaciones y Finanzas, Trust Fiduciaria S.A.

Otras Fuentes

- Agenda Ecuador Compite, sección 4.4 Apertura Comercial- Estrategias consensuadas para mejorar la Competitividad y Acciones Priorizadas, Acciones de la Estrategia 5: Apoyo al Desarrollo de las PYMES. Elaborada el 17 de abril de 2007 por el Consejo Nacional de Competitividad, Ecuador.
- Apuntes materia de Fundamentos de Administración, Primer Ciclo de la carrera Comercio y Finanzas Internacionales Bilingüe. Dictada por el Ing. Rolando Farfán (25 de Mayo de 2007). Organigrama funcional de una PYME ecuatoriana.
- Diario boliviano “La época”, “*Gas & Electricidad titulariza en la bolsa de valores*”, publicado el 16 de septiembre de 2007.
- Diario boliviano “El Economista”, “*Alternativa para PYMES*”, entrevista a Jaime Dunn, publicado el 16 de febrero del 2011
- Diario boliviano “Nueva Economía”, “*Una PYME titularizadora*”, publicado el 26 de agosto de 2007.
- Planeación estratégica de Trust Fiduciaria, año 2010. Elaborado por: Ing. July Harb.

- Presentación Planeación Estratégica de Trust Fiduciaria año 2011 Elaborado por: Nadia Chehab.
- Presentación PowerPoint 2010 de la Bolsa de Valores de Guayaquil: La Titularización como Mecanismo de Financiamiento a Largo Plazo.
- Reporte de Pasantías Profesionales realizado durante el periodo de enero a marzo del año 2011 – Elaborado por una de las autoras: Ma. Fernanda Mora C.

ANEXOS

ANEXO I: Propuesta de Titularización de Flujos - Capital Ventura



Guayaquil, Enero 18 de 2012

Señorita

Lilia Varas

CAPITAL VENTURA

Ciudad

De mi consideración:

A nombre de Trust Fiduciaria S. A., me es grato someter a su atención nuestra propuesta para la revisión de la Estructuración y Administración de un fideicomiso de titularización de flujos.

Cabe indicar que esta propuesta fue elaborada en base a los términos de referencia proporcionados por Usted, y está sujeta a los cambios que sean necesarios, con el fin de que la estructura del Fideicomiso se ajuste exactamente a sus necesidades.

Cualquier inquietud o comentario no dude en comunicarse con la suscrita.

En espera de una respuesta favorable de su parte, me suscribo de Usted.

Atentamente,

Ing. July Harb Georges

Gerente Comercial

Trust Fiduciaria Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A.



PROPUESTA DE TITULARIZACION

Tal y como le fuera ofrecido, le hago llegar la propuesta para la titularización de la de flujos, por un valor de dos millones quinientos mil dólares.

INTERVINIENTES DEL ESQUEMA

Participarían en el esquema propuesto los siguientes actores:

- Originador: Pendiente
- Monto a Titularizar: 2'500.000,00
- Bienes a titularizar: Flujos provenientes del arriendo de dos bodegas ubicadas en el Puerto Marítimo de Guayaquil
- Inversionista: Serán quienes adquirirán títulos valores emitidos como consecuencia del proceso de titularización.
- Agente de Manejo: Sociedad administradora de fondos y fideicomisos, esto es TRUST FIDUCIARIA S.A.
- Calificadora de Riesgo: por definir
- Tipos de títulos a emitir: Valores de Título Crediticio
- Plazo de la Titularización: 4 años
- Comité de vigilancia: Estará compuesto por lo menos por tres miembros, elegidos por los tenedores de los títulos.
- Agente de Pago: La fiduciaria a través del Depósito Centralizado de Valores.

PLANTEAMIENTO DEL ESQUEMA

La propuesta de negocios planteada ha sido considerando las siguientes actividades fundamentales:

EN LA ETAPA DE INSTRUMENTACIÓN DE LA FIGURA

- Reuniones preparatorias previas, revisión del contrato de fideicomiso y de toda la estructura legal, operativa, administrativa y contable.

EN LA ETAPA DE ADMINISTRACION DEL ESQUEMA

- Recibir del originador y en representación del patrimonio autónomo los activos a ser titularizados.
- Determinar el punto de equilibrio para iniciar el proceso de titularización.
- Participación y revisión en la elaboración del reglamento de gestión y actas de emisión por tramo.
- Coordinar las publicaciones que sean necesarias para obtener los respectivos permisos para titularizar.
- Coordinar la inscripción del proceso en el Registro de Mercado de Valores.
- Coordinar la inscripción de los títulos valores en la Bolsa de Valores.
- Colocar mediante el apoyo de una casa de valores los títulos mediante oferta pública rigiéndose estrictamente a las disposiciones de la Ley de Mercado de Valores.
- Recibir el flujo mensual correspondiente a los dos contratos de arriendos.
- Administrar los activos integrados en el patrimonio autónomo.
- Invertir de acuerdo a políticas de inversión previamente establecidas los valores obtenidos por los recursos que se reciban.
- Coordinar con el Depósito Centralizado de Valores el pago de los intereses y el capital a los inversionistas en las respectivas fechas de pago.
- Enviar mensualmente información a la calificadora de Riesgo para que puedan emitir sus informes semestrales.



PROPUESTA ECONÓMICA

POR LA REVISIÓN DE LA ESTRUCTURACIÓN LEGAL

Por la revisión de toda la documentación legal tales como contrato de fideicomiso Mercantil, Actas de Emisión, Reglamento de Gestión y cualquier otro documento que sea necesario para llevar adelante la estructuración del proceso de titularización la fiduciaria cobrará un honorario único equivalente a US\$ 1.500 dólares, los cuales serán pagados el 50% una vez aceptada la presente propuesta y el segundo 50% a la firma del contrato de fideicomiso mercantil.

POR LA ADMINISTRACIÓN

Trust Fiduciaria cobrará una comisión equivalente a US\$ 500,00 dólares mensuales hasta antes de la emisión de los valores.

Una vez que se hayan emitido los títulos valores, Trust Fiduciaria cobrará una comisión equivalente a US\$ 800,00 mensuales.

Estos valores deberán ser cancelados los cinco primeros días de cada mes.

POR TERMINACIÓN

Por la terminación del Fideicomiso Mercantil, Trust Fiduciaria cobrará una comisión equivalente a US\$ 1.200,00 dólares de los Estados Unidos de Norteamérica.



POR SUSTITUCION DE FIDUCIARIA

En caso de que se requiera una sustitución de Fiduciaria, Trust Fiduciaria cobrará una comisión equivalente a US\$ 1.000,00.

Estos costos no incluyen:

- Inscripción en el Registro de Mercado de Valores
- IVA
- Estructuración Legal
- Estructuración Financiera
- Comisiones de comercialización con la Casa de Valores
- Comisiones de la Bolsa de Valores
- Mantenimiento anual de la inscripción Bursátil
- Custodia
- Notaría
- Certificaciones
- Avalúos de los bienes
- DECEVALE
- Cualquier otro costo o gasto que deba incurrir la fiduciaria para el cumplimiento del objeto del contrato de Fideicomiso Mercantil.

Atentamente,

Ing. July Harb Georges

Gerente Comercial

Trust Fiduciaria Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A.

ANEXO II: Listado de Empresas ecuatorianas que participan en un proceso de titularización

EMISOR	COLOCADORA	CALIFICADORA	ESTRUCT. FINANCIERO	ESTRUCT. LEGAL
FIDEICOMISO MERCANTIL CTH	Produvalores	Bank Watch Ratings	CTH S.A.	CTH S. A.
FIDEICOMISO MUTUALISTA PICHINCHA	Inmovalores	Bank Watch Ratings	CTH S.A.	CTH S.A.
FIDEICOMISO MERCANTIL TITULARIZACIÓN OMNI HOSPITAL	Advinsa Casa de Valores	Ecuability	MERCHANBANSA	PROFILEGAL
TITULARIZACION CARTERA AUTOMOTRIZ- AMAZONAS (PRIMER TRAMO)	Viamazonas Casa de Valores	Ecuability	MERCHANBANSA	PROFILRGAL
TITULARIZACION CARTERA AUTOMOTRIZ- AMAZONAS (SEGUNDO TRAMO)	Viamazonas Casa de Valores	Ecuability	BACKUP CORP. (J. C. Plaza)	PROFILRGAL
TITULARIZACION CARTERA COMERCIAL AMAZONAS (PRIMER TRAMO)	Viamazonas Casa de Valores	Ecuability	BACKUP CORP. (J. C. Plaza)	PROFILRGAL
SEGUNDA TITULARIZACION CARTERA DE CONSUMO UNIBANCO	Produvalores	Pacific Credit Rating	PRODUVALORES S.A.	PROFILEGAL
FIDEICOMISO MERCANTIL PRODUBANCO	Produvalores	Pacific Credit Rating	CTH S.A.	CTH S.A.
TITULARIZACION DE CARTERA DE CONSUMO BANCO TERRITORIAL	Albion	Ecuability	PAUL PALACIOS	MORGAN & MORGAN
TITULARIZACION DE CARTERA AUTOMOTRIZ.CFC	Inmovalores	Ecuability	MERCHANBANSA	PROFILEGAL
FIDEICOMISO MERCANTIL DE TITULARIZACIÓN DE CARTERA VIVIENDA GUAYAQUIL #1 VIG 1	Viamazonas Casa de Valores	Humphreys S.A.	ADMUNIFONDOS	ADMUNIFONDOS
TITULARIZACION DE FLUJOS-CENTRAL HIDROELECTRICA MARCEL LANIADO DE WIND	Picaval	Bank Watch Ratings	PICAVAL	PROFILEGAL
TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS DE FONDOS DE BURGER KING-Restaurantes del norte "Resnorte"	Albion	Ecuability	M&P CONSULTING	PROFILEGAL
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE " TITULARIZACION DE FLUJOS-TASAS TERMINAL TERRESTRE DE GUAYAQUIL	Merchanbansa	Ecuability	MERCHANBANSA	PROFILEGAL
FIDEICOMISO MERCANTIL DE TITULARIZACIÓN DE CARTERA HIPOTECARIA " VOLARE"	Viamazonas Casa de Valores	Humphreys S.A.	ADMUNIFONDOS	ADMUNIFONDOS
FIDEICOMISO MERCANTIL DE TITULARIZACION DE CARTERA HIPOTECARIA VILLA MARINA	Valpacifico	Humphreys S.A.	BACKUP CORP. (J. C. Plaza)	MORGAN & MORGAN
PRIMERA TITULARIZACION CARTERA AUTOMOTRIZ- GMAC ECUADOR	Picaval	Bank Watch Ratings / Ecuability	PICAVAL	PROFILEGAL

Fuente: Investigación realizada por Ing. July Harb Gerente Comercial de Trust Fiduciaria, Trust Fiduciaria S.A

ANEXO III: Formulario de Registro de Aprobación del Negocio

REGISTRO DE APROBACION DEL NEGOCIO

Tipo de Negocio:	Oficial/Oficina:
Nombre del Proyecto:	Fecha:
Constituyentes:	Central de Riesgos:
Beneficiarios:	Consep:

Objeto:

	Evaluación del Riesgo	Recomendación (para mitigar riesgo)
Comercial		
Administración de Negocios		
Legal		
Finanzas		
Gerencia General		

RESUMEN

HONORARIOS

Estructuración:	
Administración:	
Terminación:	

ESTATUS O SEGUIMIENTO

EN OFERTA

APROBACIONES

Area	Responsable	Firma	Fecha
Gerencia General			
Comercial			
Admin. de Negocios			
Legal			
Finanzas			

ANEXO IV: Formulario Due Dilligence

TRUST FIDUCIARIA NEGOCIO FIDUCIARIO PERSONA JURIDICA

A. Datos Generales

RAZON SOCIAL		NOMBRE COMERCIAL				
TIPO DE ENTIDAD	PUBLICA <input type="checkbox"/> PRIVADA <input type="checkbox"/>	ONG <input type="checkbox"/>	OTROS <input type="checkbox"/>	RUC <input type="checkbox"/>		
DIRECCION DE LA EMPRESA						
PAIS	PROVINCIA	CANTON				
TELEFONO	FAX	CORREO ELECTRONICO				

NOMBRE DEL REPRESENTANTE LEGAL	
C.I.	DOMICILIO
TELEFONO/FAX	

Mencione dos accionistas principales y % acciones:	1.- _____	Nacionalidad	_____
	2.- _____	Nacionalidad	_____

En caso de ser compañías nombre del representante legal : _____

Existen accionistas bajo anonimato: SI _____ NO _____ QUIEN LOS REPRESENTA: _____

Indicar que ningún accionistas NO sea / NO este:

A) Persona Políticamente Expuesta SI _____ NO _____

B) Actuando en representación de terceras personas SI _____ NO _____

B. Información Financiera o Contable

Descripción y características de la actividad económica, incluir productos o servicios brindados. (En caso de no realizar actividades comerciales, indicarlo)

Actividad Económica	Local <input type="checkbox"/>	Internacional <input type="checkbox"/>	Exportadora <input type="checkbox"/>	Importadora <input type="checkbox"/>	_____
Ingresos mensuales	De \$1 a _____	De \$10.001 _____	De \$25.001 _____	De \$50.001 _____	Más de \$100.000 indique: _____
Promedio	\$10.000 _____	a \$25.000 _____	a \$50.000 _____	a \$100.000 _____	_____
Monto Estimado del Patrimonio:	\$: _____		Observaciones: _____		

C. Perfil Transaccional

Tipo de Negocio Fiduciario a Solicitar					
Fideicomiso Garantía	<input type="checkbox"/>	Fideic. Inmobiliario	<input type="checkbox"/>	Titularización	<input type="checkbox"/>
Fideic. Administración	<input type="checkbox"/>	Fideic. Inversión	<input type="checkbox"/>		
Encargo Fiduciario	<input type="checkbox"/>				

Servicios generales por utilizar relacionados con el Negocio Fiduciario

Cuenta Corriente Inversiones Transf. Al Exterior Otros _____

Nivel Estimado de Transacciones o de Inversión

De \$1 a \$10.000	<input type="checkbox"/>	De \$10.000 a \$25.000	<input type="checkbox"/>	De \$25.001 a \$50.000	<input type="checkbox"/>	De \$50.001 a \$100.000	<input type="checkbox"/>	Mayores de \$100.000	<input type="checkbox"/>	Indique estimado: _____
-------------------	--------------------------	------------------------	--------------------------	------------------------	--------------------------	-------------------------	--------------------------	----------------------	--------------------------	-------------------------

Observaciones: _____

Motivos para Establecer el Negocio Fiduciario: (Indicar el uso o finalidad del mismo), puede marcar más de una opción

Pago a Proveedores	<input type="checkbox"/>	Custodia de Acciones	<input type="checkbox"/>	Adm. Cartera Inv.	<input type="checkbox"/>
Adm. Cartera de Crédito	<input type="checkbox"/>	Flujo del negocio	<input type="checkbox"/>	Adm. Proyecto	<input type="checkbox"/>
Pago a Clientes	<input type="checkbox"/>	Garantía de Crédito	<input type="checkbox"/>	Inmobiliario	<input type="checkbox"/>
Otro	<input type="checkbox"/>	Especifique: _____			

D. Origen de los Fondos

Los fondos a transferir al fideicomiso son propios o de terceros?

Propios

Terceros

(En caso de personas sin ingresos o que manejan fondos de terceros, indicar los datos de la persona que aportará los fondos y su relación con la persona jurídica) _____

Observaciones Generales: _____

Declaro que este formulario ha sido completado por mi y/o en mi presencia y que la información provista en el mismo es fiel y verdadera, por tanto acepto cualquier omisión o falsedad en la información contenida en este formulario causaría la cancelación de esta solicitud o el servicio como tal.

Firma del Cliente o Representante

Fecha

Firma Recomendación del Ejecutivo

USO ADMINISTRATIVO

¿Es razonable la relación ocupación-origen de los recursos y nivel estimado de transacciones?

Verificación de datos:

DECLARACION JURADA

Yo, _____
con la gravedad del juramento por mis propios derechos y por los que represento (amos) en calidad de _____
de la compañía _____

efectuò (amos) las siguientes declaraciones y compromisos a los que se han de someter todas las actuaciones, operaciones y transacciones que realice (mos) con o a través de TRUST FIDUCIARIA ADMINISTRADORA DE FONDOS Y FIDEICOMISOS S.A., en adelante designada como la FIDUCIARIA, incluidas en la apertura, manejo de fideicomisos de garantía, inversión y demás operaciones permitidas, cualquiera sea la denominación, condición o modalidad de las mismas;

1. Todos los valores que entreguemos en inversión, en garantía, o en pago tendrán un origen y un destino que de ninguna manera estarán relacionados con el cultivo, producción, fabricación, almacenamiento o transporte, o tráfico ilícito de sustancias estupefacientes o psicotrópicas.
2. No admitiremos que terceros efectúen pagos, inversiones a nuestro nombre, provenientes de actividades de las indicadas en el numeral anterior ni efectuaremos transacciones destinadas a tales actividades o a favor de personas relacionadas con las mismas.
3. No otorgaremos a la FIDUCIARIA en garantía fondos y en general bienes que procedan de los mencionados en los numerales (1) y (2) de esta declaración.
4. Autorizamos a la FIDUCIARIA para que en caso de que me inicien investigaciones relacionadas con las actividades que se mencionan en el numeral 1 de este instrumento, pueda proporcionar a las autoridades judiciales competentes, así como a la Superintendencia de Compañías, las informaciones que estos demanden.
5. Autorizamos a la FIDUCIARIA para que, en el caso de infracción de cualquiera de las declaraciones o compromisos constantes de este instrumento, pueda iniciar el proceso de terminación y liquidación del negocio fiduciario respectivo, eximiendo a la FIDUCIARIA de toda responsabilidad que se derive por información errónea, falsa o inexacta que nosotros hubiéramos proporcionado en este documento, o de la violación el mismo.

.....
(f) Representante Legal o Apoderado

.....
(f) Representante Legal o Apoderado

PARA USO EXCLUSIVO DE LA FIDUCIARIA

Yo....., en calidad
de..... de TRUST Fiduciaria Administradora de Fondos y
Fideicomisos S.A.,

"He explicado al CLIENTE el contenido y gravedad de las declaraciones y compromisos mencionados en la cláusula precedente, suscritos por el CLIENTE con fecha.....".

.....
(f) Firma de Ejecutivo

.....
(f) Oficial de Cumplimiento

ANEXO V: Cuestionario realizado para las entrevistas

Entrevista a Ing. Daniel Espinoza

¿Cuáles son las entidades de apoyo al sector económico de las PYMES?

¿De qué manera brindan un soporte a las actividades de las PYMES?

¿Cuántas PYMES hay a nivel nacional?

¿Existen PYMES que no están registradas en la Cámara de la Pequeña y Mediana Industria del Guayas?

Entrevista a Econ. Cicerón Tacle

En su experiencia ¿En qué consiste un proceso de titularización?

¿Cuáles son los participantes de un proceso de titularización?

¿Cuándo comienza un proceso de titularización?

¿Cuál sería la ventaja del inversionista en este proceso?

De la demanda potencial calculada como segmento de mercado de este nuevo producto, ¿Cuál considera usted que sería la demanda real y por qué?

Entrevista a Ing. Félix Chang

En su experiencia ¿Cuál es el procedimiento para aperturar un nuevo negocio?

¿Qué estrategias emplean para dar a conocer los productos de Trust Fiduciaria?

¿Qué se analiza el Due Dilligence?

¿Qué aspectos se analizan antes de iniciar un proceso de titularización?

Entrevista a Ing. July Harb

En su experiencia ¿Cuál es la importancia de Trust Fiduciaria en el mercado?

¿Cuáles han sido las alianzas estratégicas en las que ha incursionado Trust?

¿Cuáles son las relaciones comerciales que tiene la empresa?

Entrevista a M.B.A. Mónica López Kalil

¿Cuál es la posición económica que tiene Trust Fiduciaria en el mercado?

¿Cuáles son los costos variables en que se incurren durante una titularización?

¿Cuáles son los costos fijos?

Entrevista a Ing. Tatiana Uscocovich

¿A qué precio se vende el título valor en el mercado?

¿Cuáles son los montos a cancelar a los agentes que intervienen en el proceso de titularización?

¿Qué recomendaciones le daría a las PYMES al momento de titularizar?

¿Para fines financieros el VAN se calcula en función del originador o del inversionista?

¿Quién asume los costos financieros?

¿Qué es atractivo para el inversionista?

¿Cuál es el papel que juega la calificadora de riesgo?

¿Cuál es el papel del estructurador financiero?

¿Qué es DECEVALE?

¿En qué consiste el Due Dilligence?

¿Quién fija la tasa de rendimiento?

Entrevista a C.P.A. Úrsula Boada

¿Cómo se contabiliza una titularización?

¿Las PYMES corren algún riesgo en el proceso de Titularización?

¿Qué diferencia a la titularización de las otras alternativas de financiamiento?

En su experiencia ¿Cómo se manejarían los estados financieros en la práctica de un proceso de Titularización?