

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL ECUADOR – MATRIZ

FACULTAD DE CIENCIAS ADMINISTRATIVAS Y CONTABLES

**TRABAJO DE TITULACIÓN PREVIO A LA OBTENCIÓN DEL TÍTULO DE
MBA – MASTER OF BUSINESS ADMINISTRATION**

**FIDEICOMISOS DE TITULARIZACIÓN COMO INSTRUMENTO PARA LA
OBTENCIÓN DE FINANCIAMIENTO EN EMPRESAS MEDIANAS Y
GRANDES DEL ECUADOR**

**IBETH ESTEFANÍA GÓMEZ MEJÍA
DIRECTOR: PhD. CARLOS MANOSALVAS VACA**

**LÍNEA DE INVESTIGACIÓN: ESTRATEGIA Y ARQUITECTURA
EMPRESARIAL**

QUITO, SEPTIEMBRE – 2022

Tabla de contenido

RESUMEN	III
ABSTRACT.....	IV
INTRODUCCIÓN	1
MARCO TEÓRICO	4
METODOLOGÍA Y DATOS.....	13
RESULTADOS Y DISCUSIÓN	15
CONCLUSIÓN.....	31
REFERENCIAS.....	32

RESUMEN

Los fideicomisos de titularización pueden considerarse como un método de financiamiento, el propósito principal de la investigación es determinar las ventajas de los fideicomisos de titularización como fuente alterna para el financiamiento empresarial a través del Mercado de Valores, para empresas medianas y grandes del Ecuador. En un primer momento, se establece la importancia de la gestión financiera y el sistema financiero en las organizaciones; posteriormente haciendo referencia a la Ley de Mercado de Valores del Ecuador, se dan a conocer las titularizaciones como herramienta financiera y el proceso para llevar a cabo la emisión de las mismas. Finalmente, a través de un análisis comparativo en medianas y grandes empresas del Ecuador se estudia el impacto de los fideicomisos de titularización en el nivel de financiamiento, para determinar los beneficios de diversificar el financiamiento a través de herramientas financieras ofrecidas en el Mercado de Valores del Ecuador.

PALABRAS CLAVES

Fideicomisos

Titularización

Financiamiento

Mercado de valores

ABSTRACT

Securitization trusts can be considered as a financing method, the main purpose of the research is to determine the advantages of securitization trusts as an alternative source of corporate financing through the Stock Market for medium and large companies in Ecuador. At first, the importance of financial management and the financial system in organizations is established; then, making reference to the Stock Market Law of Ecuador, securitizations as a financial tool and the process to carry out the issuance of the same are presented. Finally, through a comparative analysis of medium and large companies in Ecuador, the impact of securitization trusts on the level of financing is studied to determine the benefits of diversifying financing through financial tools offered in the Ecuadorian Stock Market.

KEY WORDS

Trusts

Securitization

Financing

Securities market

1. INTRODUCCIÓN

La educación financiera es un tema de gran importancia a nivel mundial, más aún en la actualidad, tiempos en los que la crisis económica es una realidad principalmente en los países del primer mundo. Un mercado financiero eficiente se relaciona con el crecimiento y desarrollo económico de los países, en los cuales se observa principalmente lo siguiente: i) impulsa el crecimiento económico; ii) permite la creación de nuevas empresas y posibilita la expansión de las ya existentes al tener acceso a servicios de ahorro y crédito; y, iii) contribuye a disminuir la pobreza a través de la intermediación financiera, con la implementación de medidas macroeconómicas y sectoriales coherentes. En ese sentido, es importante que las empresas conozcan las fuentes alternativas de financiamiento e inversión, entre ellas las ofertadas en el mercado de valores (Fuentes & Gutiérrez, 2006).

El mercado de valores canaliza los recursos financieros hacia las actividades productivas, mediante la emisión, colocación y negociación de valores en los mercados bursátil y extrabursátil a mediano, corto y largo plazo. Por esta razón, se ha convertido en una alternativa para el sector real de la economía en condiciones más favorables a las que brinda el sector financiero tradicional (Jimenez, 2017). Desde la óptica empresarial, las titularizaciones se pueden considerar una alternativa de financiamiento, que facilita la obtención de recursos a través de la transformación de los propios activos del originador.

En primer lugar, debe considerarse que la declaratoria de emergencia sanitaria en Ecuador, en virtud de la pandemia provocada por el COVID19, aceleró el deterioro de la situación económica del país y de sus habitantes, acentuándose la recesión económica hacia una contracción (Gestión Digital, 2020). La paralización de muchos agentes económicos determinó una ruptura de la cadena de pagos y reducción del empleo. Esto, sumado a otros factores, causó que muchos empresarios reduzcan sus ingresos, por lo cual su capacidad de financiar sus operaciones se vio afectada considerablemente, provocando que dichas instituciones se vean en la obligación de acceder a fuentes de financiamiento para el desarrollo de sus operaciones.

En ese sentido, es importante que las empresas cuenten con la información y herramientas necesarias para evaluar instrumentos financieros, propendiendo a la administración y

gestión efectiva y eficiente de los recursos financieros, a fin de mitigar riesgos, mantener estabilidad en el tiempo y minimizar el coste financiero (Oliete, 2016).

El método de investigación descriptiva, permite brindar la información necesaria sobre la importancia de la gestión financiera y el sistema financiero en las organizaciones. A través del análisis de información documental obtenida de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, Ley de Mercado de Valores, y Bolsas de Valores, se dan a conocer los fideicomisos de titularización como instrumentos financieros para generar fuentes de financiamiento, y a la vez se identifican los beneficios de este instrumento financiero. Adicionalmente mediante un análisis comparativo de 6 empresas ecuatorianas detalladas en la **Tabla 2**, se determina el impacto de los fideicomisos de titularización en el financiamiento de las empresas del mercado ecuatoriano.

Tabla 1. Empresas seleccionadas

Nombre	Actividad Económica	Tamaño	Provincia	Originador Procesos Titularización
EDESA S.A.	Fabricación productos minerales no metálicos	Grande	Pichincha	Si
ENCHAPES DECORATIVOS S.A.	Producción madera y fabricación productos de madera	Grande	Pichincha	No
ENDESA				
INTEROC S.A.	Fabricación de sustancias y productos químicos	Grande	Guayas	No
NOVACREDIT S. A.	Compra – venta cartera automotriz	Mediana	Azuay	Si
ORIGINARSA S.A.	Compra – venta cartera automotriz	Mediana	Pichincha	Si
FACTORPLUS S.A.	Factoring	Mediana	Pichincha	Si

Nota: Tabla generada con información extraída de la página de la Superintendencia de Compañías, Valores y seguros.

A través del estudio de caso, se evidenció que el 100% de las empresas analizadas conocen las alternativas de financiamiento que se ofrecen en el Mercado de Valores. Sin embargo, únicamente el 67% de las mismas han emitido procesos de titularización como método de financiamiento, es decir que el 33% se ven influenciadas por diferentes aspectos para no optar por este mecanismo de financiamiento. Dentro de los principales aspectos que influyen para que las compañías no adopten los fideicomisos de titularización como medios de financiamiento se encuentran el tema de procesos y costos del método de financiamiento, seguido por el desconocimiento del producto como mecanismo de financiamiento.

Es importante indicar que, según el análisis realizado, las compañías que han utilizado la herramienta de los fideicomisos de titularización presentan una tendencia a disminuir el endeudamiento del activo e incrementar el endeudamiento a largo plazo, situación que genera mayor independencia financiera frente a sus acreedores y disminuye la probabilidad de inconvenientes financieros. Adicionalmente se genera una participación importante en el Mercado de Valores ecuatoriano, mejorando los niveles de competitividad en el mercado.

2. MARCO TEÓRICO

2.1. Gestión financiera en las organizaciones

La gestión financiera involucra una administración adecuada de los recursos de la empresa, teniendo el objetivo principal de maximizar de los recursos económicos de la misma, según (Fajardo Ortiz & Soto, 2018) esta gestión puede dividirse en tres tipos de decisión en el área de finanzas corporativas: decisiones de estructura de capital, decisiones de presupuesto de capital y decisiones de gestión de capital de trabajo. Es importante que la gestión financiera, permita conocer oportunamente las condiciones en las que opera la empresa referente al capital de trabajo necesario, ya que constituye un factor importante para mantener la existencia, liquidez, solvencia, y rentabilidad; de esa manera se alcanza la toma de decisiones eficiente, y a la vez se pueden satisfacer las demandas de los grupos de interés (Padilla, 2012).

Las condiciones cambiantes de la economía, generan en las empresas la necesidad de obtener recursos financieros para el desarrollo de sus actividades, a través de estrategias nuevas que se enfoquen en minimizar costos para mantenerse en un mercado competitivo, sin reducir la calidad de sus productos o servicios. En ese sentido, es importante que el área financiera sea partícipe en procesos de evaluación de alternativas de crecimiento, determinación y cuantificación del riesgo, y valoración de diferentes acciones estratégicas.

El análisis financiero es una herramienta clave basada en la aplicación de técnicas a la información financiera, que permite determinar los factores claves de un negocio, y obtener medidas y relaciones significativas y útiles para la toma de decisiones, sirve como análisis preliminar, mediante el cual se puede obtener un diagnóstico de la situación empresarial.

La planificación financiera es vital en la gestión del circulante, permite anticiparse a los riesgos a través de la planificación y control de los mismos. Esta herramienta ayuda a tomar decisiones cuantificables, respecto a precios, volumen de ventas, nivel de endeudamiento, etc. Es importante planificar el nivel de liquidez requerido en la

compañía, considerando los objetivos de la misma, ya que esto permitirá adoptar decisiones encaminadas al eficiente manejo de los recursos, el nivel deseado de inversión y la forma de financiamiento en el momento preciso, el posicionamiento de una compañía se puede medir a través de la rentabilidad del capital y del activo, así como un menor nivel de deuda reduce el riesgo total.

Las decisiones de financiamiento de capital deben ir enfocadas a agregar valor a la empresa, existen diferentes opciones enfocadas a mejorar el flujo de caja, dentro de las cuales se encuentran los procesos de titularización que se desarrollan a través del Mercado de Valores.

2.2.Sistema financiero

Las instituciones financieras son organizaciones especializadas mediadoras entre las personas que tienen recursos y aquellas que necesitan recursos, en el sistema financiero se negocian acciones, bonos, hipotecas, y cualquier otro derecho sobre activos reales con respecto a la distribución de los flujos futuros de efectivo como los títulos. Los mercados financieros, pueden clasificarse según el siguiente detalle:

- Por el plazo: Monetario, de valores o capitales, instrumentos derivados.
- Por los valores emitidos: Mercado primario y mercado secundario.
- Por el intermediario: Intermediación financiera y desintermediación financiera.

En Ecuador, la Superintendencia de Bancos, es la entidad jurídica encargada de supervisar y controlar a las instituciones de intermediación financiera, como son Bancos, Corporaciones y Bancos Privados del sistema financiero, y del sistema nacional de seguridad. Los productos financieros autorizados en Ecuador, son: cuentas de ahorro, cuentas corrientes, tarjetas de crédito, depósitos a plazo fijo, depósitos a la vista, remesas, giros y transferencias. Adicionalmente, dentro de los productos ofrecidos por estas instituciones, se encuentran los créditos (comercial, de consumo, hipotecario, microcréditos, educativo), que consisten en que una institución financiera preste dinero, para que sea devuelto en un tiempo determinado mediante el pago de cuotas más tasas de interés y otros costos (Superintendencia de Bancos, 2022).

El mercado de valores forma parte del sistema financiero, en el cual se realizan transacciones de oferta y demanda de valores, sin la intermediación financiera. Su función principal es la de canalizar los recursos financieros hacia actividades productivas, a través de la negociación eficiente de valores (Universidad Internacional del Ecuador, 2017, pág. 1;134).

Según lo establecido en el Art. 2 de la Ley de Mercado de Valores del Ecuador, un valor es el derecho o conjunto de derechos de contenido económico, que se pueden negociar en el mercado de valores, incluyendo, entre otros, acciones, obligaciones, bonos, cédulas, cuotas de fondos de inversión colectivos, contratos de negociación a futuro o a término, permutas financieras, opciones de compra o venta, valores de contenido crediticio de participación y mixto que provengan de procesos de titularización y otros que determine el Consejo Nacional de Valores (CODIFICACION, 2006).

Dentro de los principales instrumentos financieros ofertados en el Mercado de Valores Ecuatoriano se encuentran las titularizaciones, que son títulos valores que se negocian en bolsa, tanto en mercado primario como secundario.

En los procesos de negociación del mercado de valores, intervienen diferentes agentes:

- Emisores
- Inversionistas
- Bolsas de Valores
- Casas de valores
- Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores
- Calificadoras de Riesgo
- Administradoras de Fondos y Fideicomisos

Las organizaciones tienen la necesidad de que la dirección financiera conozca los diferentes activos financieros y sus características, así como los mercados en los cuales se negocian. Esto permitirá definir una estructura financiera adecuada minimizando el costo y riesgo.

Los activos financieros son títulos emitidos por las organizaciones, como un medio para generar utilidades para los inversionistas que los adquieren, y un pasivo para los emisores.

Hay tres aspectos principales a considerar en las negociaciones de activos financieros: liquidez, riesgo, rentabilidad. Se pueden clasificar en activos de renta fija u obligaciones, y activos de renta variable o acciones, se diferencian principalmente en la posición que, con su negociación en el mercado financiero, confieren al tenedor (Aragó & Cabedo, 2011).

2.3.Fideicomisos de Titularización

Los fideicomisos de titularización son contratos cuyo objeto es la emisión de valores de renta fija. Se consideran herramientas financieras a través de las cuales se obtiene liquidez proveniente de la transformación de activos actuales o futuros en valores negociables emitidos con cargo a un patrimonio autónomo (BVQ). De acuerdo al Art. 109 de la LMV en Ecuador, un fideicomiso es un contrato a través del cual los fideicomitentes transfieren de manera temporal e irrevocable, la propiedad de bienes muebles o inmuebles que existen o se espera que existan, a un patrimonio autónomo (fideicomiso) para que sean administrados por la fiduciaria en base a las instrucciones establecidas en el contrato de constitución del fideicomiso (FINANCIERO, 2014).

En un proceso de titularización, actúan las siguientes partes:

- Originador son las personas naturales o jurídicas, propietarios de activos o derechos sobre flujos susceptibles de ser titularizados.
- Agente de Manejo es una sociedad administradora de fondos y fideicomisos, quien receptorá los activos a titularizar, a través del fideicomiso constituido para conformar un patrimonio autónomo, el cual emitirá valores. Estas entidades están bajo la supervisión y control de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, y por lo tanto deben regirse por las normas y reglamentos de la Ley de Mercado de Valores.
- Patrimonio de propósito exclusivo, son los bienes o activos transferidos por el originador al fideicomiso, para emitir valores a través del proceso de titularización.
- Agente Colocador o casas de valores, entidad encargada de la colocación de los valores emitidos en el mercado primario.

- Inversionistas personas naturales o jurídicas que adquieren en valores emitidos mediante procesos de titularización.
- Comité de Vigilancia, órgano de control del fideicomiso, compuesto por lo menos por tres miembros, elegidos por los inversionistas, no relacionados al agente de manejo
- Calificadora de Riesgos, entidad encargada de otorgar la calificación de riesgos al proceso de titularización, los valores emitidos mediante este proceso, obligatoriamente tienen una calificación de riesgos.

- **Tipos de fideicomisos de titularización**

De acuerdo a la Ley de Mercado de Valores, existen diferentes tipos de fideicomisos de titularización:

- *Titularización de cartera.*

Consiste en el aporte de cartera por parte del Originador a un patrimonio autónomo (titularización) con la finalidad de respaldar la emisión de valores. Los procesos de titularización de cartera, deben estructurarse con cartera de la misma naturaleza, no se aceptan combinaciones de carteras.

Adicionalmente, es importante considerar que el monto máximo de la emisión, no podrá exceder del 100% del capital insoluto de la cartera transferida al fideicomiso (BVQ).

- *Titularización de inmuebles.*

Este tipo de titularización, consiste en el aporte de bienes inmuebles al fideicomiso, en ningún caso, el valor de la emisión excederá el 90% del valor presente de los flujos futuros proyectados que generará el inmueble (BVQ).

- *Titularización de proyectos inmobiliarios.*

Este tipo de titularizaciones consiste en la emisión de valores que incorporen derechos de alícuotas sobre un bien aportado a patrimonio autónomo, que tiene como objeto

desarrollar un proyecto inmobiliario (BVQ). El monto de la emisión, en ningún caso podrá exceder el 100% del presupuesto total del proyecto inmobiliario, incluidos los asociados con el desarrollo del proceso de titularización o del avalúo del inmueble, según lo que corresponda.

- ***Titularización de flujos de fondos.***

Estos procesos de titularización consisten en la transferencia de bienes o activos que existen o sobre ventas futuras esperadas, generadores de flujos futuros de fondos determinables con base en información histórica de al menos los últimos tres años y en proyecciones por el plazo y la vigencia de los valores a emitirse.

En proyectos que no cuenten con información histórica, se valorarán las proyecciones económicas y financieras presentadas en los informes de estructuración.

2.4. Proceso para llevar a cabo un proceso de titularización

Para llevar a cabo un proceso de titularización se deben seguir los siguientes pasos:

1. El originador identifica activos que pueden ser titularizados.
2. El agente de manejo (fiduciaria) aplica la política “Conozca su cliente” al Originador del proceso de titularización.
3. Suscripción del contrato de constitución de fideicomiso con el originador, para constituir un patrimonio autónomo con los activos que serán de uso exclusivo del fideicomiso, a fin de gestionar el cumplimiento del objeto del negocio estructurado.
4. Solicitar y obtener las autorizaciones que se requieran para esta titularización.
5. Inscribir el fideicomiso y los valores en el Catastro del Mercado de Valores y en las Bolsas de Valores del Ecuador.
6. El agente de manejo contrata a su vez servicios de terceras empresas necesarias para la titularización y dentro las cuales se encuentran principalmente:
 - Calificadora de riesgo
 - Casa de valores o agente colocador
 - Auditora externa

- Depósito centralizado o agente pagador
7. Emisión de los valores titularizados de renta fija respaldados por los bienes o activos incluidos en el fideicomiso.

2.5.Mecanismos de garantía de los fideicomisos de titularización

Los mecanismos de garantía establecidos en la Ley de Mercado de Valores, deben cubrir al menos el 1,5 veces el índice de siniestralidad o el de desviación, según corresponda. En el caso de contar con dos garantías o más, todas en su conjunto deberán cubrir la relación antes señalada.

Según lo establecido en el Art. 150 de la LMV (FINANCIERO, 2014) los fideicomisos de titularización podrán tener al menos uno de los siguientes mecanismos de garantía, de acuerdo a las características propias de cada proceso de titularización:

- Subordinación de la emisión.
- Sobrecolateralización.
- Exceso de flujo de fondos.
- Sustitución de activos.
- Celebrar un contrato de apertura de crédito.
- Garantía o aval.
- Garantía bancaria o póliza de seguro.
- Fideicomiso de garantía.

2.6.Valores que se pueden emitir a través de procesos de titularización

Según lo mencionado en (ASFI), los valores emitidos como resultado de los procesos de titularización pueden ser:

- ***De participación.***

Representan derechos de participación en el patrimonio autónomo, no tiene rendimiento fijo, sino el resultado que genera el fideicomiso.

- ***De contenido crediticio.***

Valores que dan al inversionista el derecho de percibir el pago de capital e intereses en los términos y condiciones establecidos en el Prospecto de Oferta Pública, también denominados de renta fija.

- ***Mixtos.***

Son aquellos que resultan de la combinación de los valores de participación y contenido crediticio.

2.7.Costos en un proceso de Titularización

De acuerdo a la información obtenida en la (Universidad Internacional del Ecuador, 2017, págs. 142-143), a continuación, se detallan los costos en los que se incurre para un proceso de titularización:

- Estructuración legal y financiera (al inicio del proceso de titularización).
- Calificación de riesgos (semestral).
- Inscripción en el Registro de Mercado de Valores (anual).
- Honorarios del agente de manejo, agente pagador, auditoría externa.
- Comisiones de casas de valores y bolsas de valores (únicamente en el proceso de colocación).
- Gastos notariales (al inicio y al final del proceso de titularización).

2.8.Beneficios de los Fideicomisos de Titularización como instrumento financiero

Los fideicomisos de titularización, son instrumentos financieros que, debido a su naturaleza y características, brindan beneficios a los participantes del mercado de valores, como son los inversionistas y las entidades de desintermediación financiera, a través de las cuales se canalizan los recursos generados contribuyendo de forma directa en el sano desarrollo económico del país (Banco Internacional, s.f.).

Las empresas pueden utilizar las titularizaciones para diversificar, compartir y transferir el riesgo de sus carteras de crédito a los inversionistas que finalmente adquieren los valores titularizados. Adicionalmente, es una oportunidad para planificar el rendimiento y riesgo de una mejor manera en comparación con los instrumentos financieros tradicionales. Este mecanismo, permite que las empresas tengan una participación importante en el Mercado de Valores ecuatoriano, por lo que mejorarán los niveles de competitividad en el mercado.

Según lo mencionado en (Deloitte Insights) las titularizaciones también podrían generar un impacto positivo en el mercado de créditos de una región o país, por la posible disminución del costo de captación (normalmente el costo de las captaciones a través de titularizaciones suele ser menor al de métodos de captaciones tradicionales) y del incremento de los fondos disponibles para ser colocados, que finalmente podrían traducirse en menores tasas activas de interés.

Por su lado, las casas de valores se benefician de un mayor dinamismo en el mercado de valores, incrementando la atracción de nuevos clientes a través de alternativas de inversión diferentes.

Es importante mencionar que es posible titularizar una variedad de fuentes de flujos constantes y confiables, que pueden valorarse y convertirse en un patrimonio autónomo que respalde la emisión de valores, entre los que se pueden citar: créditos de vehículos, tarjetas de crédito, flujos asociados a arrendamientos con contratos a largo plazo, entre otros.

Con la finalidad de disminuir el riesgo de los activos titularizados (cartera, flujos), es necesario que en los procesos de titularización exista una apropiada regulación en todos los niveles del proceso de emisión, incluyendo las calificadoras de riesgos, estructurador legal y financiero.

3. METODOLOGÍA Y DATOS

La presente investigación es de tipo cualitativo, no experimental, descriptiva y transversal, se desarrolla entorno a empresas medianas y grandes del mercado ecuatoriano para determinar las ventajas de los fideicomisos de titularización como fuente alterna para el financiamiento empresarial a través del Mercado de Valores, para lo cual se analizaron las alternativas de financiamiento en el mercado ecuatoriano, con información extraída del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos, instituciones bancarias, Ley de Mercado de Valores del Ecuador y Bolsas de Valores. La situación actual empresarial en Ecuador, exige a las organizaciones realizar una adecuada gestión financiera y tener amplio conocimiento del sistema financiero para adoptar decisiones que permitan maximizar beneficios y minimizar el riesgo financiero. A través del análisis documental de información obtenida de la Superintendencia de Bancos y Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, el estudio permite identificar las principales herramientas financieras que existen en el país, tanto a nivel de sistema financiero como en el Mercado de Valores.

De igual manera, mediante el análisis de la Ley de Mercado de Valores, la investigación da a conocer el proceso para la emisión de titularizaciones y determinar posibles beneficios de esta herramienta de financiamiento. Se postula una investigación documental de los procesos de emisión de titularización como método de financiamiento, y mediante un enfoque descriptivo busca identificar el impacto de los fideicomisos de titularización en el financiamiento de las empresas del mercado ecuatoriano. Para ello se analizó información de los procesos de emisión de titularización obtenida de las Bolsas de Valores, Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.

Finalmente, se realizó un estudio de caso a empresas grandes y medianas del Ecuador. La composición y tamaño de la muestra responde a la profundidad para realizar el estudio, donde lo fundamental es el aporte de las organizaciones. Se utilizó el método de muestreo no probabilístico a través del muestreo por conveniencia intencional, siguiendo un criterio estratégico, seleccionando a 6 empresas con amplio conocimiento del tema, para determinar el impacto de los fideicomisos de titularización en el nivel de financiamiento de las mismas. Las características de las empresas seleccionadas se detallan en la **Tabla**

2, de las cuales se analizó los principales indicadores financieros, que miden los niveles de rentabilidad y solvencia, con la finalidad de determinar el nivel de autonomía financiera, y, si el manejo del endeudamiento de las empresas es eficiente.

Tabla 2. Empresas seleccionadas

Nombre	Actividad Económica	Tamaño	Provincia	Originador Procesos Titularización
EDESA S.A.	Fabricación productos minerales no metálicos	Grande	Pichincha	Si
ENCHAPES DECORATIVOS S.A.	Producción madera y fabricación productos de madera	Grande	Pichincha	No
ENDESA				
INTEROC S.A.	Fabricación de sustancias y productos químicos	Grande	Guayas	No
NOVACREDIT S. A.	Compra – venta cartera automotriz	Mediana	Azuay	Si
ORIGINARSA S.A.	Compra – venta cartera automotriz	Mediana	Pichincha	Si
FACTORPLUS S.A.	Factoring	Mediana	Pichincha	Si

Nota: Tabla generada con información extraída de la página de la Superintendencia de Compañías, Valores y seguros.

Dentro de los instrumentos de investigación utilizados para el análisis comparativo se encuentran Estados Financieros obtenidos de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, cuestionarios y entrevistas a los encargados del Departamento Financiero de las empresas seleccionadas; a través de los cuales se determinó las políticas de financiamiento, conocimiento de los mecanismos de financiamiento a través del Mercado de Valores, aplicación de los fideicomisos de titularización como medios de financiamiento, niveles de endeudamiento de la empresa, activos que se podrían titularizar, y los aspectos más importantes por los que no se ha optado por las titularizaciones para financiar las empresas.

4. RESULTADOS Y DISCUSIÓN

Según lo indicado en (Ministerio de Economía y Finanzas Perú, s.f.) las principales diferencias entre el sistema bancario y el mercado de valores, se encuentran detalladas en Tabla 3. Diferencias entre Mercado de Valores y Sistema Tradicional, la importancia del mercado de valores en la actividad económica del país es cada vez mayor, en ese sentido es necesario promover en nuestra economía el aprovechamiento de las oportunidades que ofrece el mercado de valores para el desarrollo de inversiones productivas (Rivas, 2017).

Tabla 3. Diferencias entre Mercado de Valores y Sistema Tradicional

MERCADO DE VALORES	SISTEMA BANCARIO TRADICIONAL
Intermediación directa, en la cual los inversionistas interactúan de manera directa con la empresa que capta recursos.	Intermediación indirecta, en la cual asume el riesgo la institución bancaria.
Permite que los emisores puedan financiarse a un menor costo y los inversionistas reciban una mejor retribución por la inversión.	Las instituciones financieras son responsables de los fondos "prestados", es decir, cobran más por los recursos prestados y pagan menos por los depósitos recibidos. Adicionalmente, se debe considerar una comisión bancaria.
Los precios negociados a través de esta herramienta, responden a la oferta y la demanda, por lo que los inversionistas y emisores tienen la posibilidad de maximizar sus objetivos.	En este sistema, las tasas activas y pasivas, ya están establecidas por las instituciones bancarias.

Nota: Tabla generada con información extraída de la página del Ministerio de Finanzas de Perú.

De acuerdo a información obtenida del (Instituto Nacional de Estadísticas y Censos, 2011) 250.712 establecimientos afirmaron requerir financiamiento en 2010, por un monto total de \$10.826 millones. Adicionalmente, se vio reflejado que 98.309 establecimientos obtuvieron financiamiento en 2009 por un monto de 6.086 millones, la fuente principal de obtención de recursos financieros fueron las instituciones financieras privadas, como puede observarse en la Ilustración 1. Adicionalmente, según información obtenida en la (BVQ) el monto total autorizado en operaciones de Mercado de Valores en el año 2009 fue de \$700'500.000, es decir, el 11,51% del monto total financiado en ese período; y para el año 2010 fue de \$ 1.967'335.940 es decir, el 19,31% del monto total financiado en ese período.

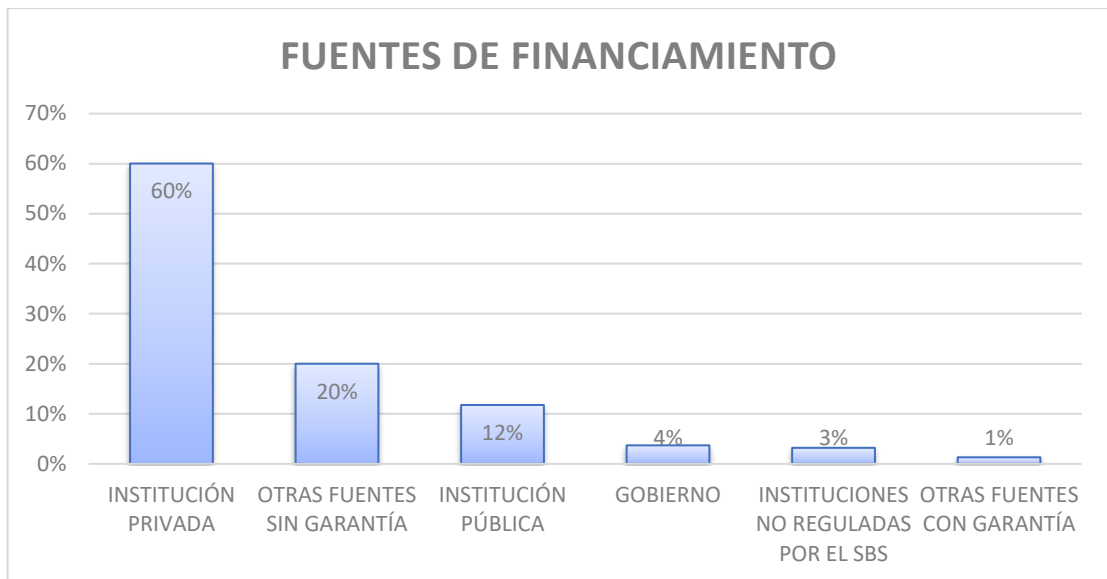


Ilustración 1. Fuentes de Financiación
 Nota: Figura generada con información del INEC.

Según lo indicado por Universidad Internacional del Ecuador (2017) uno de los principales problemas de las empresas del mercado ecuatoriano, es la falta de conocimiento de las diversas formas de financiamiento existentes en el país.

En Ecuador, se ha evidenciado el deterioro de la situación económica del país y de sus habitantes, acentuándose la recesión económica hacia una contracción (Gestión Digital, 2020). Esta situación también se vio reflejada en la emisión de procesos de titularización, de acuerdo a información extraída de la página web de la (Bolsa de Valores de Guayaquil, s.f.), la aprobación de procesos de titularización sufrió una variación negativa en el 2020 del 65,66% respecto al año 2019, como puede observarse en la Ilustración 2. Montos Emitidos Titularizaciones.

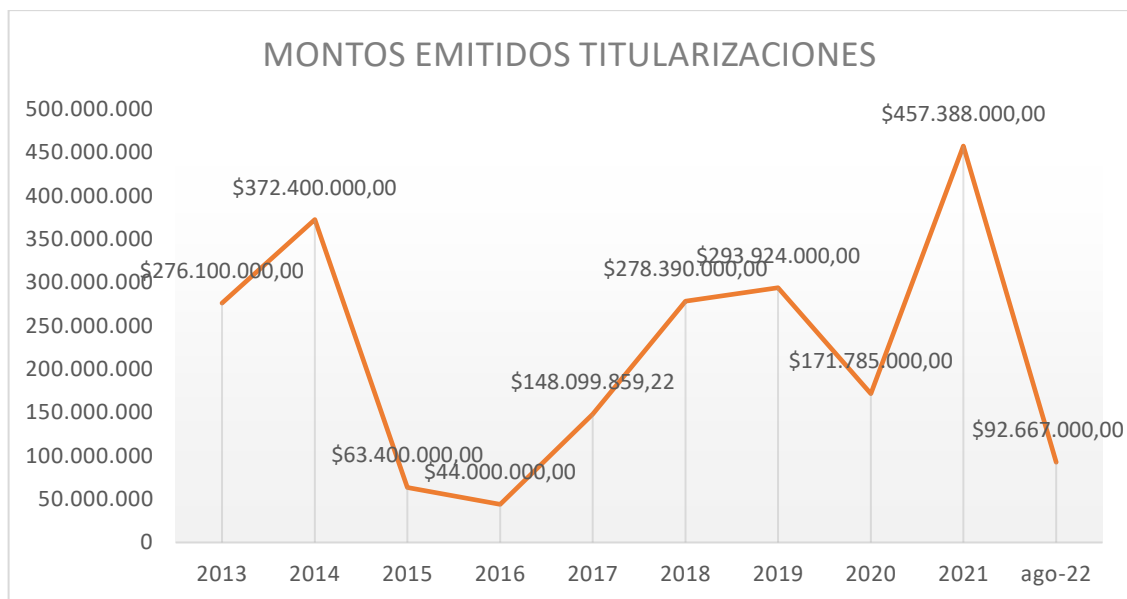


Ilustración 2. Montos Emitidos Titularizaciones. Nota: Figura generada en base a la información de la Bolsa de Valores de Guayaquil.

4.1. Análisis comparativo empresas seleccionadas

El presente análisis comparativo realizado a las empresas detalladas en la **Tabla 2**. Empresas seleccionadas Tabla 2 se realizó en base a los indicadores financieros anuales de las empresas, obtenidos de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (Indicadores Financieros, 2022) con el fin de determinar el impacto de los fideicomisos de titularización en el nivel de financiamiento de las mismas, mediante el análisis de los índices detallados en la Tabla 4, y tomando en consideración si han sido originadores de procesos de titularización.

Tabla 4. Indicadores

Indicadores	Descripción
Índice endeudamiento del activo	Este índice permite determinar el nivel de autonomía financiera. Cuando el índice es elevado indica que la empresa depende mucho de sus acreedores y que dispone de una limitada capacidad de endeudamiento.
Índice endeudamiento corto plazo	El valor del coeficiente sea cada vez más cercano a 1 implicaría ciertos problemas de liquidez, ya que la empresa podría tener dificultades para hacerse cargo de sus obligaciones.
Índice endeudamiento largo plazo	Se espera que la empresa tenga la mayor parte de su deuda a largo plazo para no tener problemas de liquidez.
Apalancamiento financiero	Indica las ventajas o desventajas del endeudamiento con terceros y como éste contribuye a la rentabilidad del negocio, dada la particular estructura financiera de la empresa.

Nota: Tabla generada con información extraída de la página de la Superintendencia de Compañías, Valores y seguros.

Iniciaremos con el análisis de los indicadores de endeudamiento, de las compañías en los últimos años. Con el análisis de los datos obtenidos se puede evidenciar que las compañías que han sido Originadores de procesos de titularización en los últimos 5 años, presentan una tendencia a disminuir el endeudamiento del activo e incrementar el endeudamiento a largo plazo, y por lo tanto tienen una mayor independencia financiera frente a sus acreedores disminuyendo la probabilidad de inconvenientes financieros.

EDESA S.A. es una compañía dedicada principalmente a la fabricación de cerámica y complementos, la venta al por mayor de artículos de cerámica y el servicio técnico e instalación de sanitarios. Ha sido partícipe del Mercado de Valores desde 2011, en el año 2011 emitió un proceso de titularización de flujos futuros por un monto de hasta \$15'000.000,00 que se dividió en dos tramos, el primero de \$9'000.000,00 (plazo 2880 días) y el segundo de \$6'000.000,00 (plazo de 1800 días). La colocación inició en enero 2012 y terminó en febrero del mismo año (Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A., 2018). Como se puede observar en la Ilustración 3 el índice del nivel de endeudamiento a corto plazo a partir de la emisión del proceso de titularización sufrió una variación negativa, lo que indica que la empresa optó por un financiamiento de largo plazo lo cual mejora el nivel de liquidez y reduce el riesgo de no pago a sus acreedores. Adicionalmente se puede observar que, a partir del 2011 incrementó el índice de apalancamiento financiero lo cual indica que los fondos financiados contribuyen a la rentabilidad de los fondos propios. También se puede observar que la compañía mantiene un promedio del 62% de endeudamiento del activo, lo que indica que se mantienen en el rango de endeudamiento de acuerdo a las políticas establecidas en la compañía.

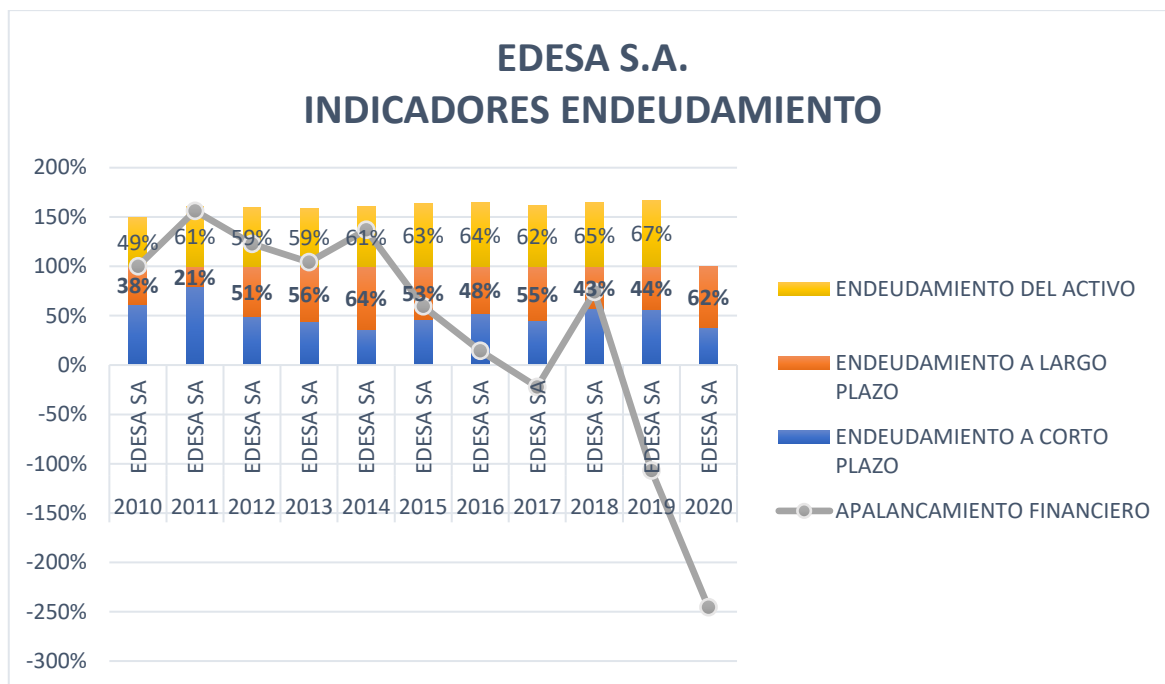


Ilustración 3. Endeudamiento EDESA S.A.

Nota: Figura generada en base a los indicadores financieros anuales de la SCVS.

La compañía Enchapes Decorativos S.A. ENDESA, se dedica a fabricación de hojas de madera para enchapado y para otros fines: alisadas, teñidas, bañadas, impregnadas, reforzadas (con papel o tela), cortadas en figuras. Según datos obtenidos (Ramos, Mecanismos Financiamiento, 2022) la compañía si cuenta con políticas de endeudamiento definidas y conoce los instrumentos de financiamiento que oferta el Mercado de Valores, sin embargo, no ha puesto en marcha fideicomisos de titularización. Analizaremos los datos obtenidos, como se muestra en la Ilustración 4 la compañía tiene un endeudamiento a largo plazo, lo que significa que no tiene problemas de liquidez, adicionalmente se muestra que mantiene un promedio de endeudamiento del activo del 45% lo que indica autonomía financiera frente a sus acreedores. Respecto al apalancamiento financiero puede observarse que a partir del año 2015 maneja un índice superior a 1, lo que indica que los fondos provenientes de financiamiento contribuyen a que la rentabilidad de los fondos propios sea superior a lo que sería si la empresa no se endeudaría.

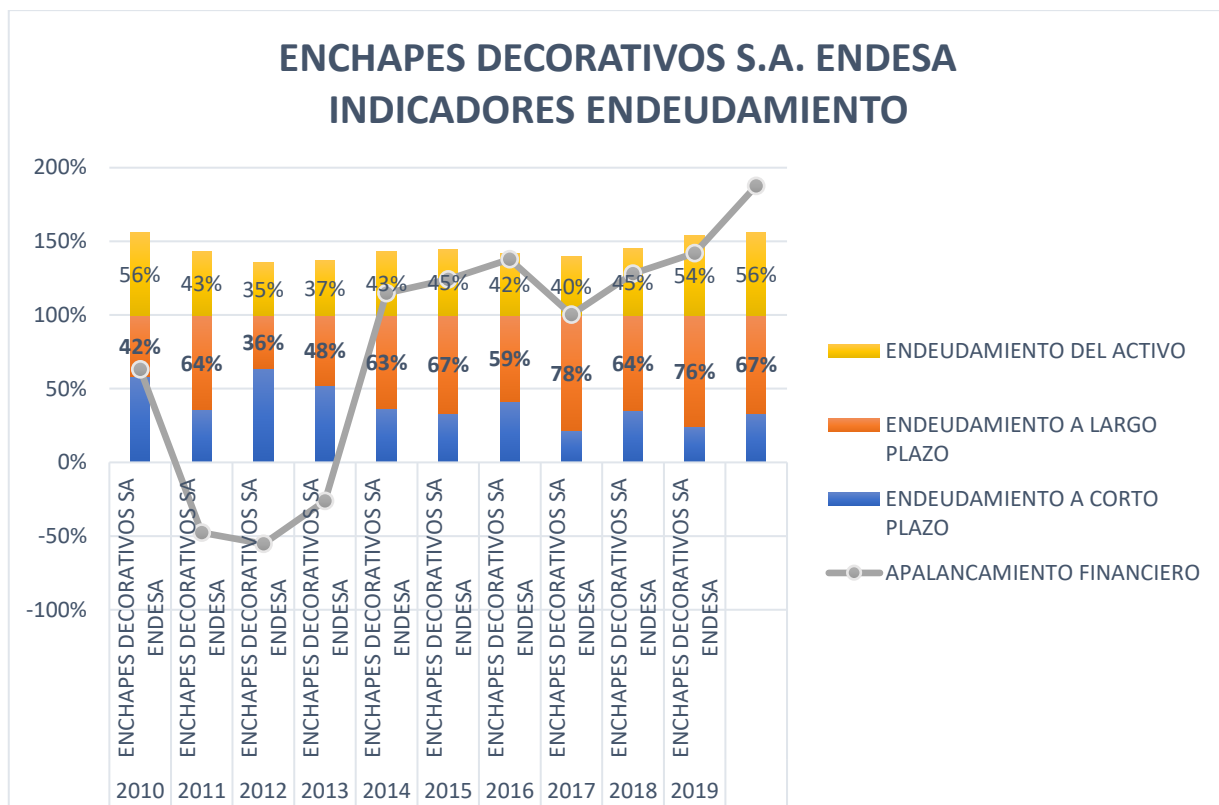


Ilustración 4. Endeudamiento ENDESA S.A

Nota: Figura generada en base a los indicadores financieros anuales de la SCVS.

Factorplus S.A. es una compañía especializada en realizar operaciones de factoring, se constituyó en el año 2016, con fecha 17 de julio de 2017 constituye un fideicomiso de titularización de cartera de hasta \$18'000.000,00 dividida en varios tramos, el primero por un monto de \$2'100.000,00 y el segundo por un monto de \$900.000,00, que se emitieron en el 2018 y 2019 respectivamente. En la Ilustración 5 con los datos obtenidos se puede observar que la empresa tiende a mantener una deuda a largo plazo lo que indica solvencia, sin embargo, por la naturaleza de su actividad económica refleja un alto endeudamiento del activo.

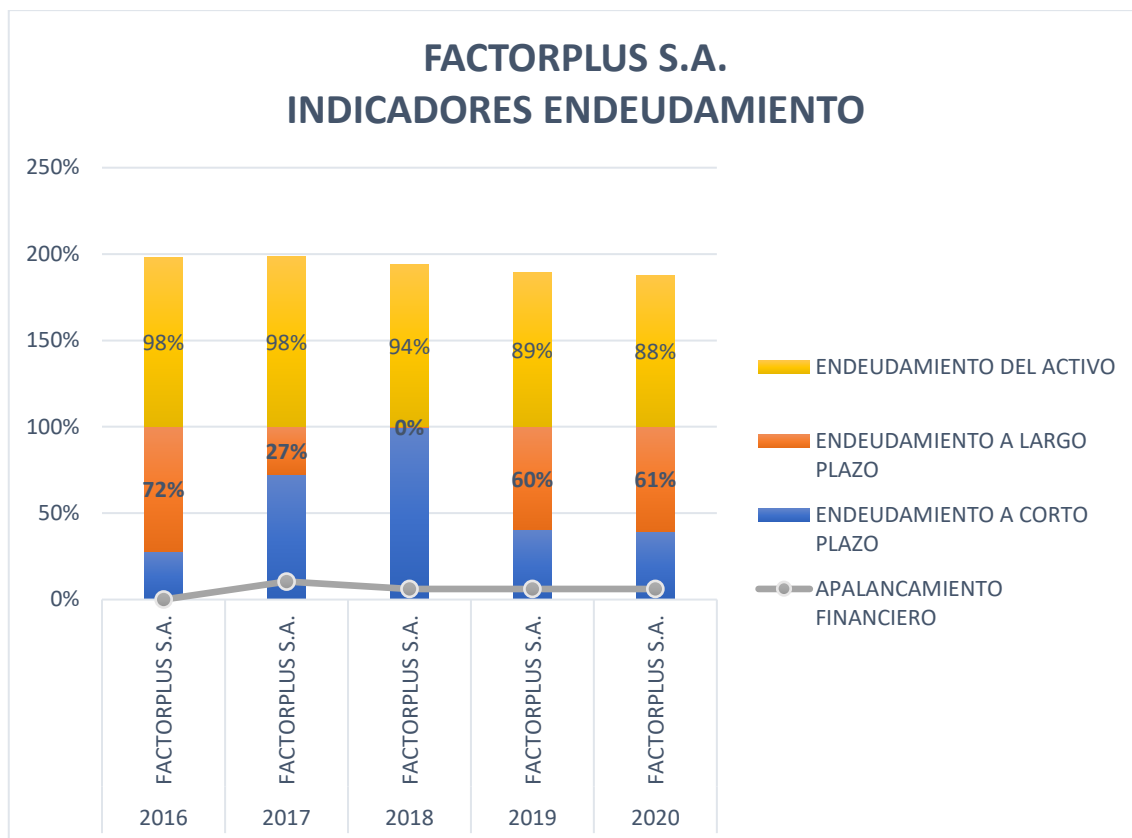


Ilustración 5. Endeudamiento Factorplus S.A.

Nota: Figura generada en base a los indicadores financieros anuales de la SCVS.

La compañía Interoc S.A., se dedica a la importación y distribución de productos agrícolas, químicos, sanidad animal y tratamiento de aguas. Según datos obtenidos en la (Bolsa de Valores de Guayaquil, 2022) la compañía cuenta con políticas de endeudamiento definidas y conoce los instrumentos de financiamiento que oferta el Mercado de Valores, sin embargo, no ha puesto en marcha fideicomisos de titularización. Como se muestra en la Ilustración 6 la compañía tiene un endeudamiento a corto plazo, lo que significa que es probable que presente complicaciones de liquidez, adicionalmente se muestra que mantiene un promedio de endeudamiento del activo del 63% lo que evidencia que mantiene un nivel de autonomía financiera frente a sus acreedores. Respecto al apalancamiento financiero puede observarse que a partir del año 2017 maneja un índice superior a 1, que denota que los fondos provenientes de financiamiento contribuyen a que la rentabilidad de los fondos propios sea superior a lo que sería si la empresa no se endeudaría, sin embargo, en el 2020 se refleja un decrecimiento en el índice.

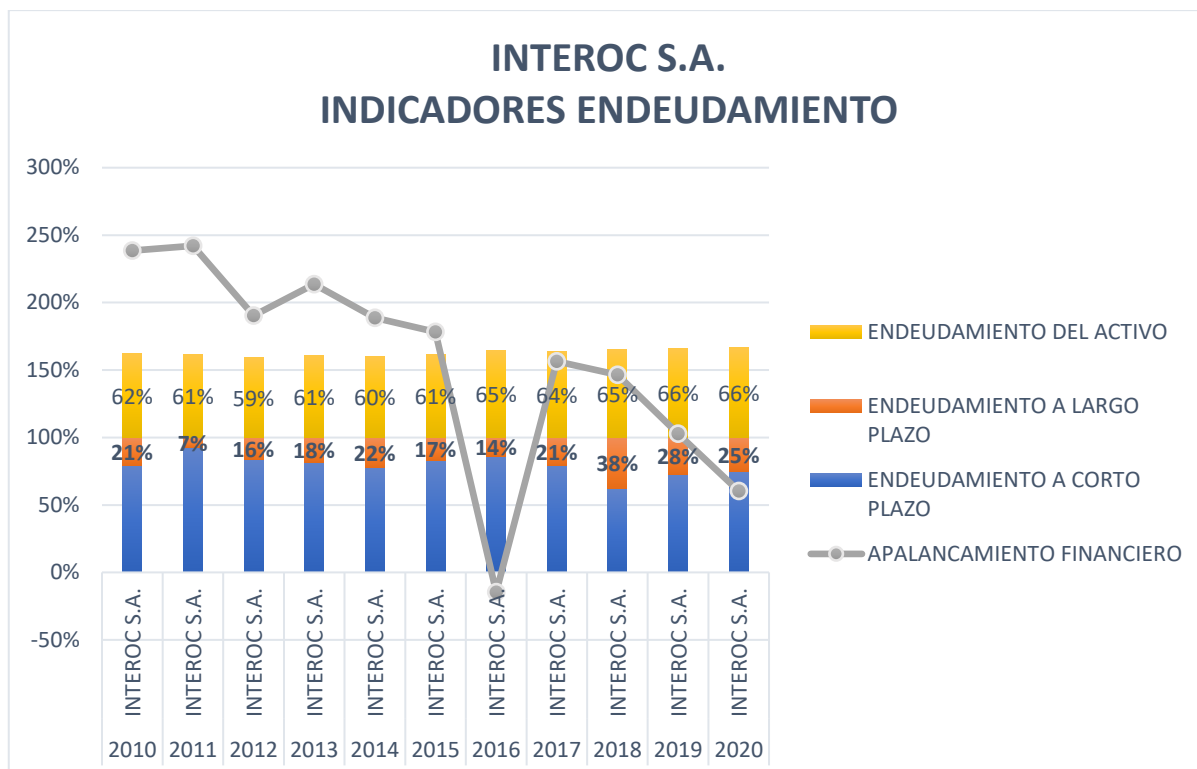


Ilustración 6. Endeudamiento Interoc S.A.

Nota: Figura generada en base a los indicadores financieros anuales de la SCVS.

Novacredit S.A. es una empresa dedicada a la compra, venta, generación y administración de cartera automotriz, tiene presencia activa en el mercado de valores de Ecuador a través de varios procesos, tanto de emisiones de deuda como de Titularización de cartera (Novacredit S.A., s.f.), en el año 2017 se emitió la primera titularización de cartera por \$4'000.000,00 y en 2022 se emitió la Primera Emisión de Obligaciones o Papel Comercial por un monto de hasta \$5'000.000,00. Por el giro del negocio se evidencia en la Ilustración 7 un mayor endeudamiento a corto plazo, sin embargo, el indicador de apalancamiento financiero indica que los fondos ajenos remunerables contribuyen a que la rentabilidad de los fondos propios sea superior a lo que sería si la empresa no se endeudaría, adicionalmente el endeudamiento del activo muestra un elevado grado de independencia frente a sus acreedores.

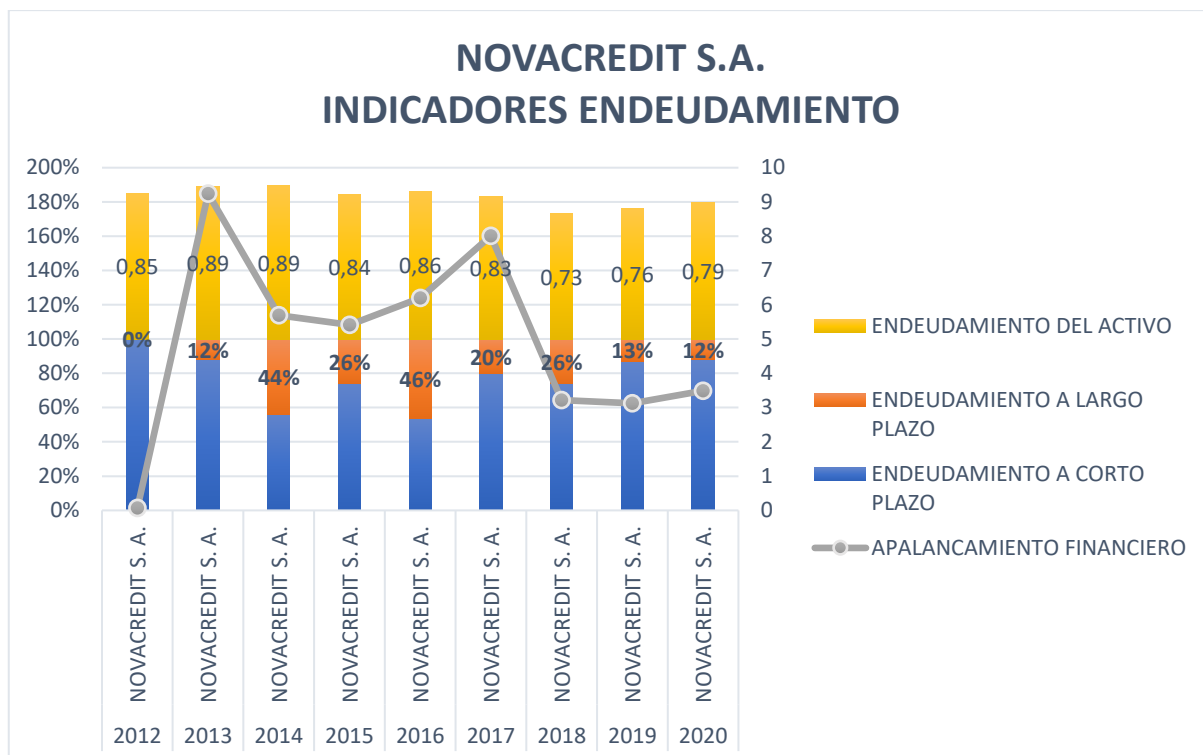


Ilustración 7. Endeudamiento Novacredit S.A.

Nota: Figura generada en base a los indicadores financieros anuales de la SCVS.

Originarsa S.A. es una empresa dedicada efectuar compra y venta de cartera de crédito automotriz, así como la recuperación y administración de la misma, en el año 2018 se emitió la primera titularización de cartera por \$4'000.000,00 (Bolsa de Valores de Guayaquil, 2022). En la Ilustración 8 se puede evidenciar que por el giro del negocio hay un índice algo de endeudamiento a corto plazo hasta el año 2017, a partir del 2018 se evidencia un mayor endeudamiento a largo plazo, lo que puede ser resultado de la emisión del fideicomiso de titularización. El indicador de apalancamiento financiero refleja que a partir del año 2014 tiene una tendencia de crecimiento, es decir que la gestión financiera tiende a adoptar políticas que contribuyan para que los fondos ajenos remunerables favorezcan a que la rentabilidad de los fondos propios sea superior a lo que sería si la empresa no se endeudaría; adicionalmente el endeudamiento del activo muestra un elevado grado de independencia frente a sus acreedores.

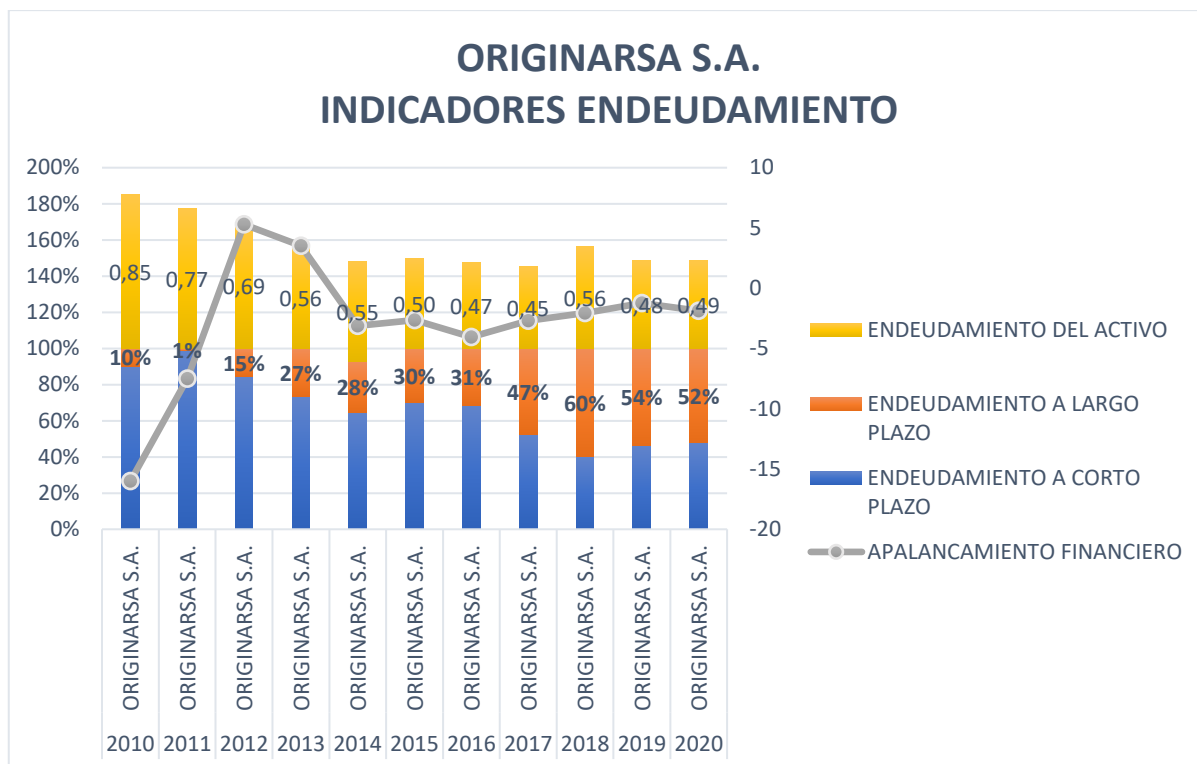


Ilustración 8. Endeudamiento Originarsa S.A.

Nota: Figura generada en base a los indicadores financieros anuales de la SCVS.

4.2. Estudio de caso a empresas seleccionadas

A continuación, se muestran los resultados del estudio de caso realizado a las compañías detalladas en las figuras Ilustración 9. Entrevista EDESA S.A., Ilustración 10. Entrevista ENDESA S.A., Ilustración 11. Entrevista FACTORPLUS S.A., Ilustración 12. Entrevista INTEROC S.A., Ilustración 13. Entrevista NOVACREDIT S.A., Ilustración 14. Entrevista ORIGINARSA S.A. **Tabla 2.** Empresas seleccionadas, es importante considerar que las empresas estudiadas tienen conocimiento de los métodos de financiamiento ofertados por el Mercado de Valores.

Una adecuada gestión financiera debe enfocarse en financiar el crecimiento rentable de la empresa, lo cual será posible a través de una adecuada política de endeudamiento, de acuerdo a los datos obtenidos en las entrevistas realizadas (Ramos, y otros, 2022) más del 50% de las empresas analizadas cuentan con políticas de endeudamiento.

Adicionalmente, se evidencia que el 100% de las empresas analizadas conocen las alternativas de financiamiento que se ofrecen en el Mercado de Valores. Sin embargo, no

todas las compañías han emitido procesos de titularización como método de financiamiento, ya que se ven influenciadas por diferentes aspectos para no optar por este mecanismo de financiamiento.

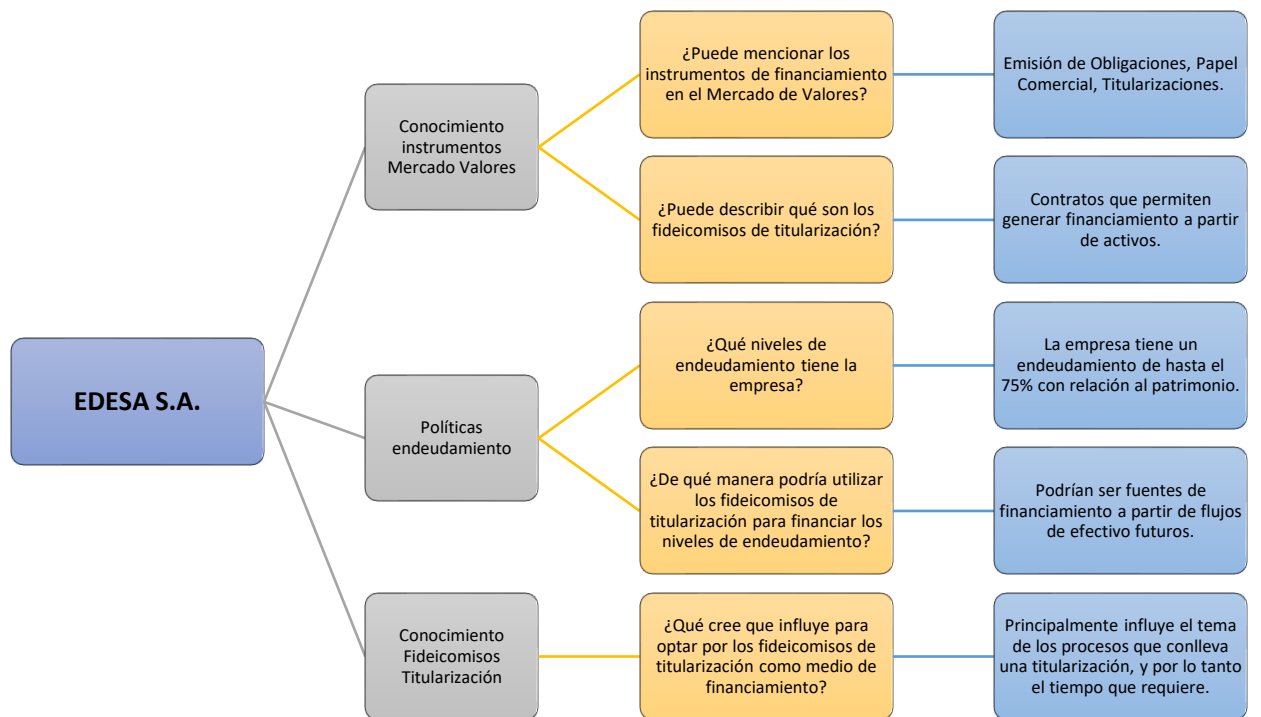


Ilustración 9. Entrevista EDESA S.A.

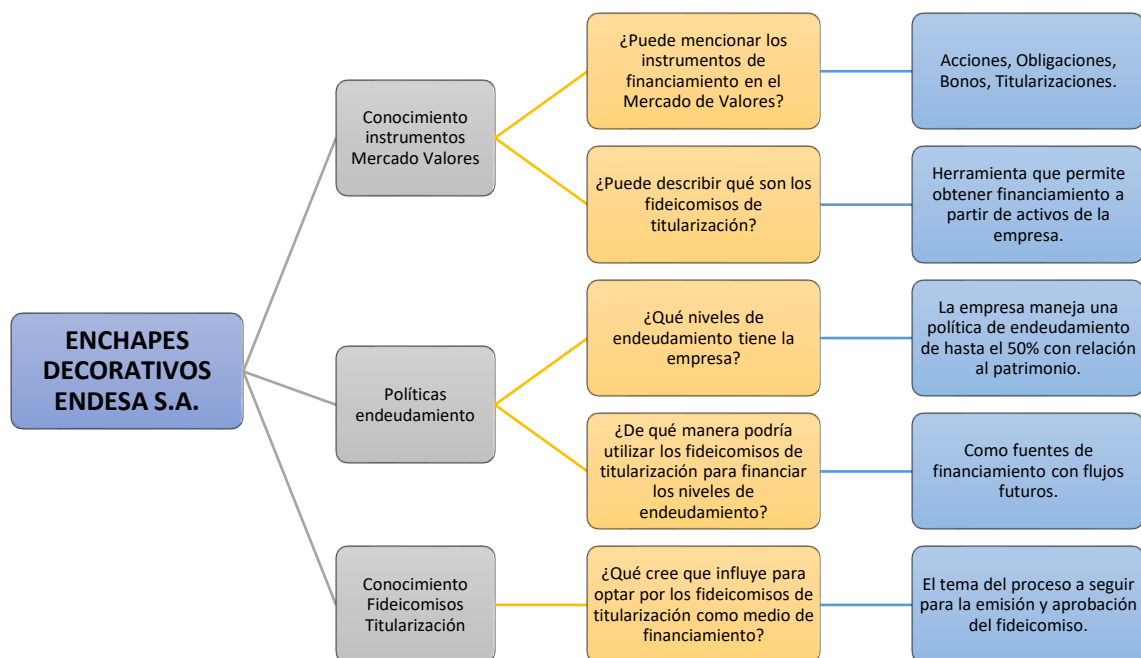


Ilustración 10. Entrevista ENDESA S.A.

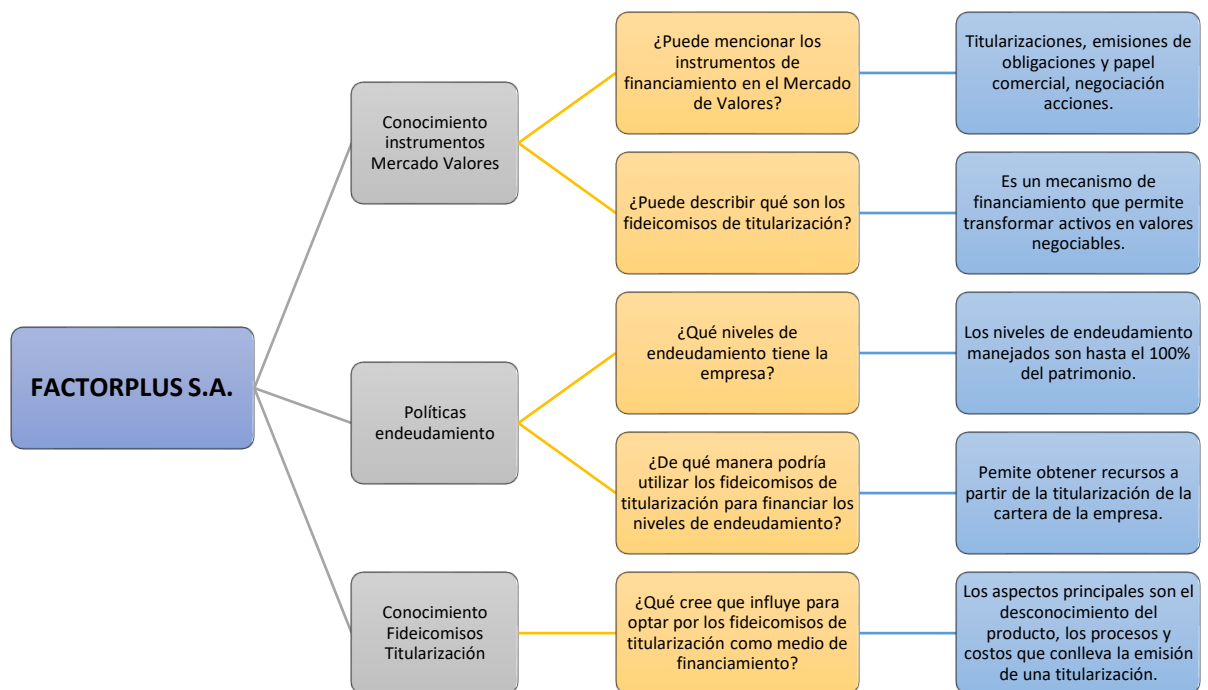


Ilustración 11. Entrevista FACTORPLUS S.A.

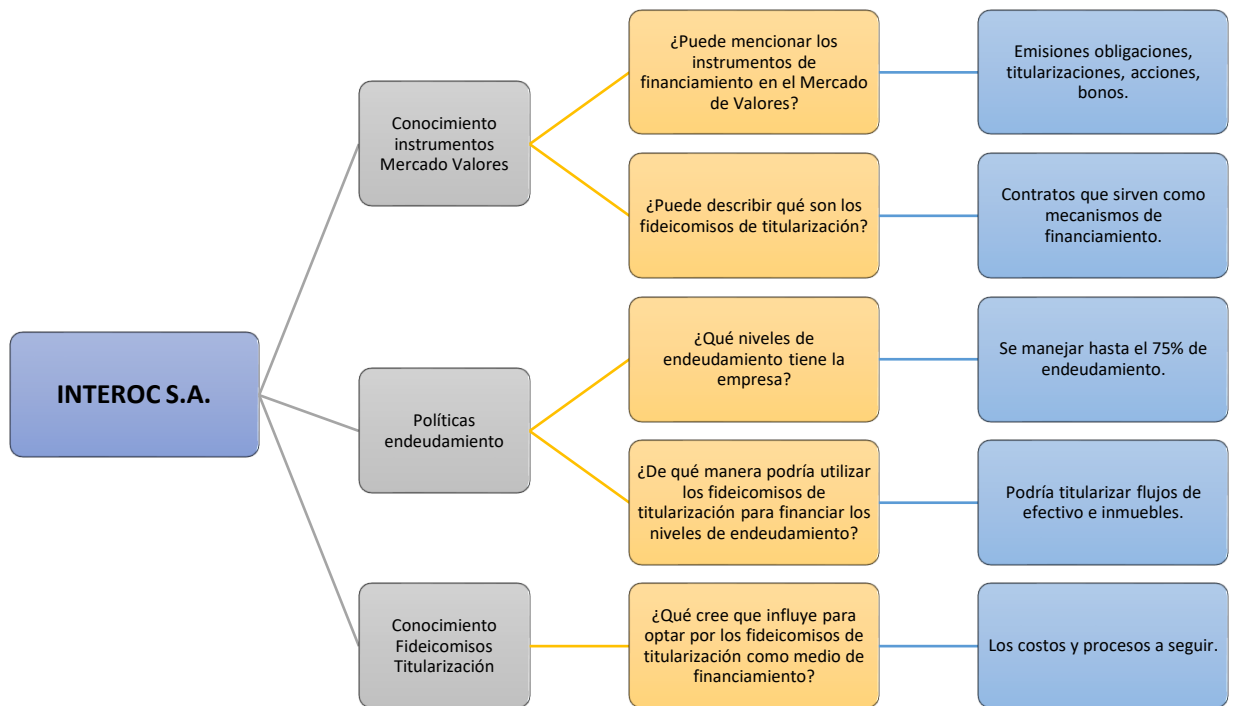


Ilustración 12. Entrevista INTEROC S.A.

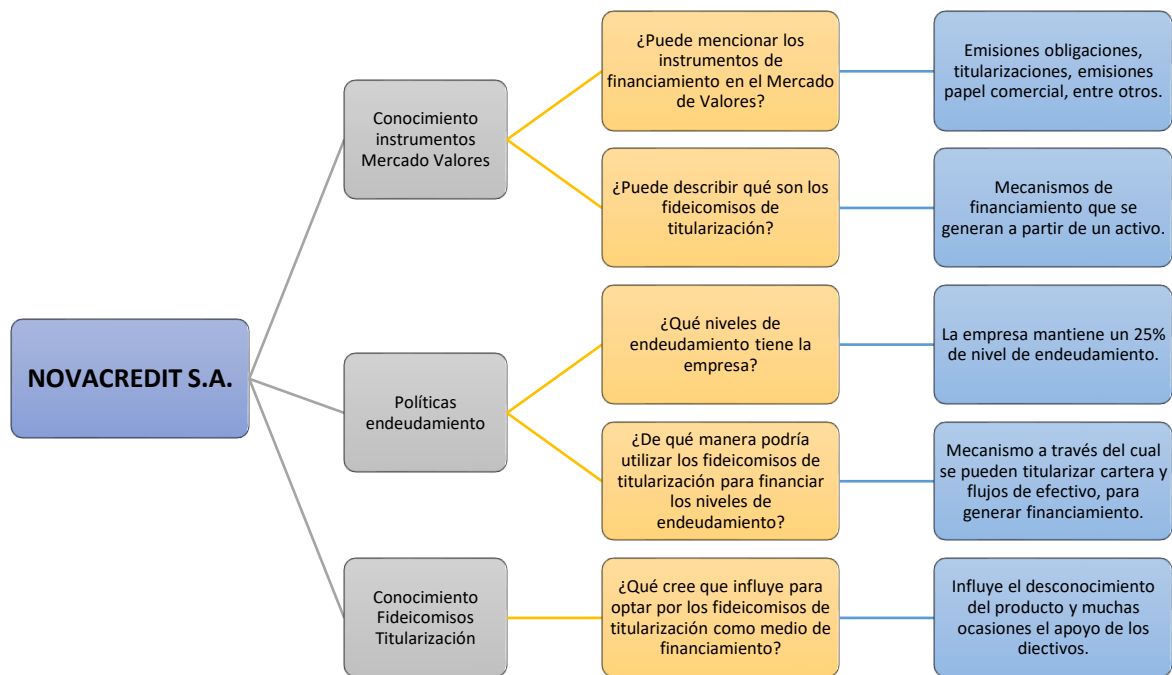


Ilustración 13. Entrevista NOVACREDIT S.A.

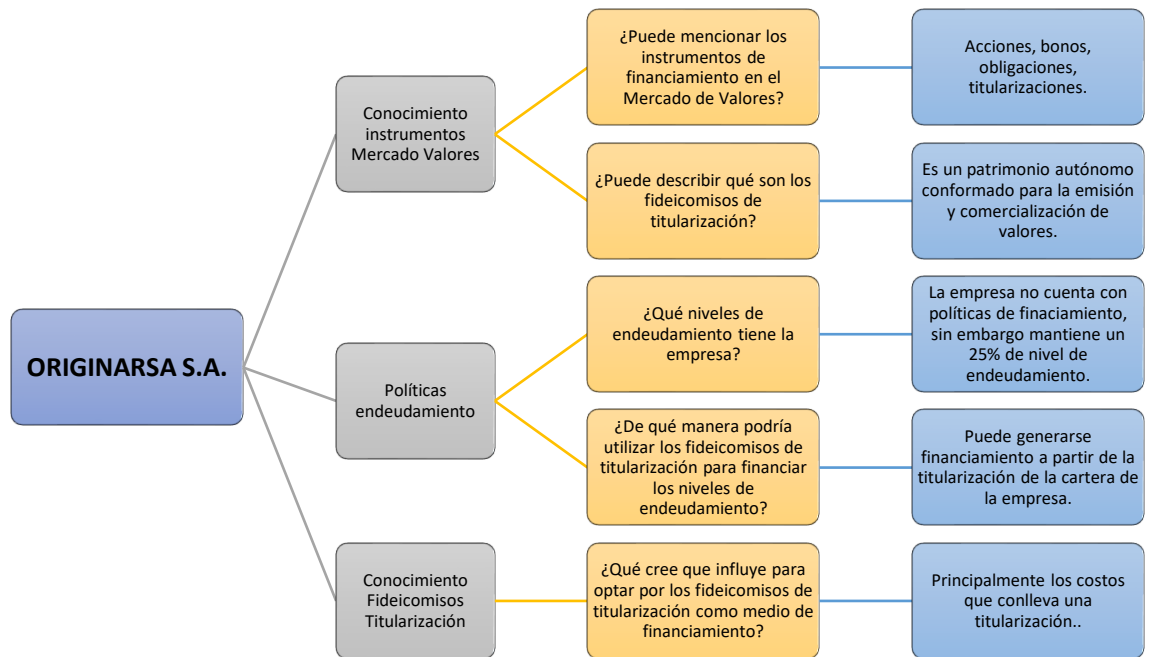


Ilustración 14. Entrevista ORIGINARSA S.A.

5. CONCLUSIÓN

Los fideicomisos de titularización son contratos cuyo objeto es la emisión de valores de renta fija, pueden considerarse herramientas financieras que permiten obtener liquidez proveniente de la transformación de activos actuales o futuros en valores negociables emitidos con cargo a un patrimonio autónomo. Se evidencia que el 100% de las empresas analizadas conocen las alternativas de financiamiento que se ofrecen en el Mercado de Valores, sin embargo, el 17% no tiene políticas de endeudamiento establecidas, por lo tanto, es fundamental que las compañías conozcan acerca de la importancia de establecer políticas de endeudamiento que permitan generar un manejo eficiente de los recursos existentes, considerando las circunstancias del entorno empresarial.

Adicionalmente según los datos obtenidos, el 33% de las empresas, se ven influenciadas por diferentes aspectos para no optar por este mecanismo de financiamiento. Los principales aspectos que influyen en la decisión de acudir a los fideicomisos de titularización como medios de financiamiento son los procesos, costos y el desconocimiento del producto como mecanismo de financiamiento. En ese sentido, es necesario que se promueva la entrega de información completa y clara acerca de las titularizaciones como mecanismo de financiamiento.

Las empresas analizadas que han sido originadores de fideicomisos de titularización, presentan una tendencia a disminuir el endeudamiento del activo, y por lo tanto tienen una mayor independencia financiera frente a sus acreedores. Considerando lo antes indicado, es preciso que las empresas estén en la capacidad de aprovechar la oportunidad para diversificar, compartir y transferir el riesgo de los activos a titularizar a los inversionistas que adquieren los valores titularizados, y que se realice una apropiada regulación y acompañamiento en todos los niveles del proceso de emisión por parte de la Superintendencia de Compañías como ente de control.

6. REFERENCIAS

- Aragó, V., & Cabedo, D. (2011). *Dirección financiera de la empresa: financiación, planificación y gestión de activo corriente*. Universitat Jaume I.
- ASFI. (s.f.). *Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero de Bolivia*. Obtenido de https://www.asfi.gob.bo/educacionfinanciera/imagenes/Cartillas%20_Valores/CARTILLA%205.pdf
- Banco Internacional. (s.f.). *Sistema Financiero*. Obtenido de <https://www.bancointernacional.com.ec/que-es-y-como-funciona-el-sistema-financiero-ecuadoriano/>
- Bolsa de Valores de Guayaquil. (2022). *Información de Emisores*. Obtenido de <https://www.bolsadevaloresguayaquil.com/emisores/info-emisor.asp?emicodi=E.03&#inscritos>
- Bolsa de Valores de Guayaquil. (s.f.). *BVG*. Obtenido de <https://www.bolsadevaloresguayaquil.com/productos/ofertas-publicas-vigentes-en-circulacion.asp>
- Bolsa de Valores Quito. (s.f.). *El Mercado de Valores*. Obtenido de <https://www.bolsadequito.com/index.php/mercados-bursatiles/conozca-el-mercado/el-mercado-de-valores>
- BVQ. (s.f.). *www.bolsadequito.com*. Obtenido de <https://www.bolsadequito.com/uploads/mercados/manuales-de-inscripcion/titularizaciones.pdf>
- CODIFICACION, C. D. (2006). *www.supercias.gob.ec*. Obtenido de https://www.supercias.gob.ec/bd_supercias/descargas/mv/Ley_MV.pdf
- Deloitte Insights. (s.f.). *Beneficios de la titularización*. Obtenido de <https://www2.deloitte.com/do/es/pages/consulting/topics/consulting-insights/beneficios-de-la-titularizacion.html>
- Estudios, D. N. (s.f.). *Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros*. Obtenido de https://reporteria.supercias.gob.ec/portal/cgi-bin/cognos.cgi?b_action=cognosViewer&ui.action=run&ui.object=%2fcontent%2ffolder%5b%40name%3d%27Reportes%27%5d%2ffolder%5b%40name%3d%27Indicadores%27%5d%2freport%5b%40name%3d%27Indicadores%20Sector%20Empresa%
- Fajardo Ortiz, M., & Soto, C. (2018). *Gestión Financiera Empresarial*.
- FINANCIERO, C. O. (2014). Segundo Suplemento del Registro Oficial No.332 . En A. N. Ecuador, *CÓDIGO ORGÁNICO MONETARIO Y FINANCIERO* (pág. 116).

- Fuentes, L., & Gutiérrez, A. (2006). Paradigmas del mercado financiero rural en países en desarrollo. 21-41.
- Gestión Digital. (2020). *Gestión Digital*. Obtenido de <https://www.revistagestion.ec/economia-y-finanzas-analisis/de-gris-oscuro-pinta-el-panorama-para-la-economia-nacional>
- Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. (2018). *Informe Primera Titularización de Flujos Futuros EDESA S.A.* Quito.
- Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. (Agosto de 2011). *Resultados Censo Nacional Económico*. Obtenido de https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/CENEC/Presentaciones_por_ciudades/Presentacion_General_cenec.pdf
- Jimenez, J. (2017). El financiamiento de proyectos inmobiliarios de interes social a traves del mercado de valores ecuatoriano. *INNOVA RESEARCH JOURNAL*.
- Ministerio de Economía y Finanzas Perú. (s.f.). *Información Económica*. Obtenido de https://www.mef.gob.pe/es/?option=com_content&language=es-ES&Itemid=100143&view=article&catid=297&id=2186&lang=es-ES
- Novacredit S.A. (s.f.). *Mercado de Valores*. Obtenido de <https://www.novacredit.com.ec/titularizacion/>
- Oliete, B. (29 de Julio de 2016). *Empresa Actual*. Obtenido de <https://www.empresaactual.com/las-necesidades-operativas-de-fondos-2/>
- Padilla, M. (2012). *Gestión Financiera*. Colombia: Ecoe Ediciones.
- Ramos, F. (12 de Julio de 2022). Mecanismos Financiamiento. (I. Gómez, Entrevistador)
- Ramos, F., Valdez, M., González, C., Morales, G., Crespo, G., & Arcos, M. (2022). Medios de Financiamiento. (I. Gómez, Entrevistador)
- Rivas, S. S. (2017). El Financiamiento Empresarial a través de la emisión de valores: ventajas, desventajas y perspectivas. 1-2.
- SCVS. (2019). CODIFICACIÓN DE RESOLUCIONES MONETARIAS, FINANCIERAS, DE. En *LIBRO II: MERCADO DE VALORES*. Obtenido de <http://www.bolsadequito.com/uploads/normativa/mercado-de-valores/codificacion-de-resoluciones-del-jprmf.pdf>
- Superintendencia de Bancos. (2022). *Finanzas para la vida*. Obtenido de <https://educacionfinanciera.superbancos.gob.ec/mod/page/view.php?id=218&forceview=1>
- Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. (2022). *Indicadores Financieros*. Obtenido de https://reporteria.supercias.gob.ec/portal/samples/images/docs/tabla_indicadores_new.pdf Metodología:
- Universidad Internacional del Ecuador. (2017). El Mercado de Capitales como fuente de financiamiento para las PYMES en el Ecuador. pág. 131.

