

**ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL**  
**Facultad de Economía y Negocios**



**TEMA DE TESIS:**

“Titularización de flujos futuros como una estrategia de  
financiamiento para las empresas que operan en el mercado  
ecuatoriano”

Caso: Artefacta



**Tesis de Postgrado**

Previa la obtención del Título de:

***Magíster en Economía y Dirección de Empresas***

**Presentado por:**

Juan Francisco Alarcón Parra

Andrés Renato Jácome Gagñay

Guayaquil – Ecuador

Julio 28 de 2011

## **DEDICATORIA**

A mis padres y todas las personas que contribuyeron con su aporte en la  
realización de este trabajo de postgrado.

Juan Francisco Alarcón Parra.

## **DEDICATORIA**

A mis hermanos, para que sirva de ejemplo para seguir desarrollando proyectos que contribuyan a la generación de bienestar a la sociedad.

Andrés Renato Jácome Gagñay.

## **AGRADECIMIENTO**

A Dios por regalarme la vida y permitirme disfrutar junto a mi familia y que con su apoyo me permiten culminar una etapa más de mi vida académica.

Juan Francisco Alarcón Parra.

## **AGRADECIMIENTO**

Agradezco a Dios por permitirme disfrutar momentos tan bellos en la vida en compañía de mis padres, hermanos y amigos. A mis padres por sus consejos impartidos sabiamente en las etapas de mi vida y de esta manera poder ser una persona mejor cada día.

Andrés Renato Jácome Gagñay.

## DECLARACIÓN EXPRESA

“La responsabilidad del contenido de esta Tesis de Postgrado, me corresponden Exclusivamente; y el patrimonio intelectual de La misma a la ESCUELA SUPERIOR POLITECNICA DEL LITORAL”



---

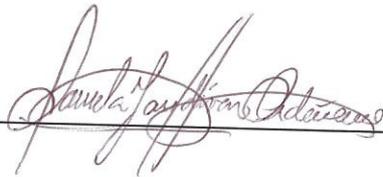
Ing. Juan Francisco Alarcón Parra



---

Econ. Andrés Renato Jácome Gagñay

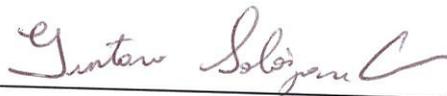
**Tribunal de Graduación**



---

**Msc. Daniela Landivar**

**Presidente de Tribunal**



---

**Dr. Gustavo Solórzano**

**Director de Tesis**

## INDICE

AGRADECIMIENTO.....	II
DEDICATORIA.....	IV
TRIBUNAL DE GRADUACIÓN.....	VI
DECLARACIÓN EXPRESA.....	VII
ÍNDICE GENERAL.....	VIII
ÍNDICE DE GRAFICOS.....	X
ÍNDICE DE TABLAS.....	XI

### CAPÍTULO 1.- Generalidades

1.1 Información General de ARTEFACTA.....	13
1.2 Misión.....	13
1.3 Visión.....	13
1.4 Participación de Mercado.....	14
1.5 Crecimiento en Ventas.....	14
1.6 Cobertura.....	15
1.7 Crédito.....	15
1.8 Línea de Productos.....	16
1.9 Principales Competidores.....	16

### CAPITULO 2.- Mercado de Valores en Ecuador

2.1 Introducción al Mercado de Valores.....	19
2.1.1 Composición del Mercado de Valores en el Ecuador.....	19
2.1.2 Participantes del Mercado de Valores.....	20
2.1.3 Monto Negociado a Nivel Nacional.....	21

### CAPITULO 3.- Titularizaciones de Flujos Futuros en ARTEFACTA

3.1	Antecedentes.....	26
3.1.1	Situación Inicial.....	26
3.1.2	Ventajas de Titularizar.....	26
3.2	Primera Titularización.....	28
3.3	Segunda Titularización.....	30

### CAPITULO 4.- Evaluación Financiera de una nueva Emisión de Títulos

4.1	Estructuración Financiera de la Nueva Titularización.....	36
4.1.1	Flujos Históricos de Recaudación por Segmentos.....	36
4.1.2	Posibilidades financieras de una Tercera emisión de títulos ARTEFACTA.....	37
4.2.	Propuesta y características de la Tercera Titularización.....	37
4.2.1	Participantes.....	37
4.2.2	Monto y Series de la Emisión.....	38
4.2.3	Activo a Titularizar.....	39
4.2.4	Mecanismos de Garantía.....	42

### CAPITULO 5.- Impacto Financiero de las Titularizaciones en ARTEFACTA

5.1	Estados Financieros.....	46
5.2	Escenario 2011.....	49
5.3	Escenario 2012 – 2016.....	50

	Conclusiones y Recomendaciones.....	53
--	-------------------------------------	----

	Bibliografía.....	54
--	-------------------	----

	Glosario.....	55
--	---------------	----

## ÍNDICE DE GRAFICOS

Gráfico 1	Participación de mercado.....	14
Gráfico 2	Ventas anuales ARTEFACTA.....	14
Gráfico 3	Cobertura a nivel nacional ARTEFACTA.....	15
Gráfico 4	Participación de Ventas por Líneas.....	16
Gráfico 5	Composicion de montos negociados (mayo 2011).....	24
Gráfico 6	Recaudación de Cartera por Segmentos.....	36

## ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1	Monto Negociado 2010.....	21
Tabla 2	Monto Negociado 2011.....	22
Tabla 3	Monto Negociado Mayo 2011.....	23
Tabla 4	Participación de cartera vendida a Bancos.....	26
Tabla 5	Comparativo Deuda – Titularización.....	27
Tabla 6	Títulos de la Primera Titularización.....	29
Tabla 7	Títulos de la Primera Titularización.....	33
Tabla 8	Características I y II Titularización.....	34
Tabla 9	Monto y Series de la III Titularización.....	38
Tabla 10	Costo de Emisión y Mantenimiento de la III Titularización.....	38
Tabla 11	Monto máximo a Titularizar.....	40
Tabla 12	Flujos Proyectados.....	41
Tabla 13	Características I, II y III Titularización.....	44
Tabla 14	Balances Generales ARTEFACTA.....	46
Tabla 15	Estados de Resultados ARTEFACTA.....	48
Tabla 16	Indicadores Financieros ARTEFACTA.....	49
Tabla 17	Estado de Resultados Proyectados ARTEFACTA.....	50

**CAPÍTULO 1**  
**GENERALIDADES**

## **1.1 INFORMACIÓN GENERAL DE ARTEFACTA**



ARTEFACTA es una empresa cuya actividad se basa en la comercialización y distribución de toda clase de bienes muebles y de artículos para el hogar o la oficina, como equipos electrodomésticos, electrónicos, de video, computación, filmadoras, cámaras fotográficas, teléfonos celulares y motos.

Fue creada el 29 de noviembre de 1988 en Quito, y se procedió a realizar el cambio de domicilio a la ciudad de Guayaquil y codificaciones a los estatutos mediante escritura pública suscrita en diciembre del 2005.

### **1.2 MISIÓN**

Comercializar, a través del financiamiento, bienes y servicios para atender las necesidades del mercado ecuatoriano, buscando superar las expectativas de nuestros clientes, asegurando la liquidez y rentabilidad del negocio con políticas de crédito competitivas, involucrando y desarrollando a nuestros colaboradores y proveedores, y actuando con responsabilidad social.

### **1.3 VISIÓN**

Líderes en la comercialización con rentabilidad de bienes y servicios para el segmento socioeconómico medio y bajo de la población del Ecuador.

## 1.4 PARTICIPACIÓN DE MERCADO

ARTEFACTA es una de las cadenas de electrodomésticos líderes del mercado ecuatoriano y cuenta con una participación del 9%. Por detrás de La Ganga y Comandato que participan con el 14 y 11% del mercado respectivamente.

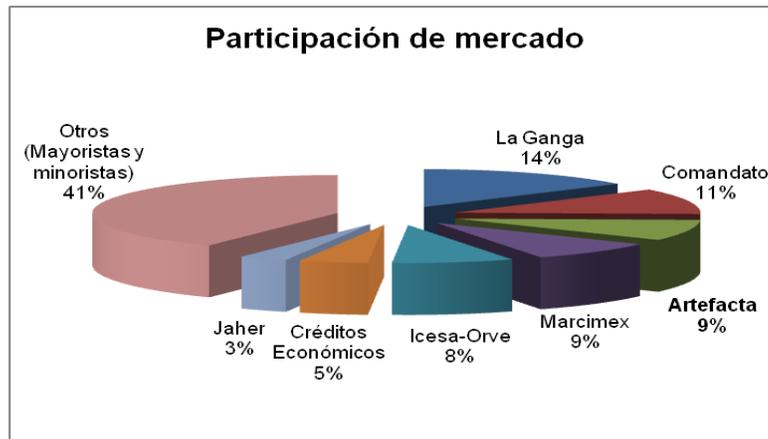


Gráfico 1: Participación de mercado  
Fuente: Información secundaria  
Elaborado: Por los autores

## 1.5 CRECIMIENTO EN VENTAS

Las ventas de ARTEFACTA han crecido significativamente, al pasar de USD 38.9 millones en el 2003 a USD 108.0 millones en el 2010. Eso equivale a un crecimiento acumulado de 177.8%, o 15.7% cada año.

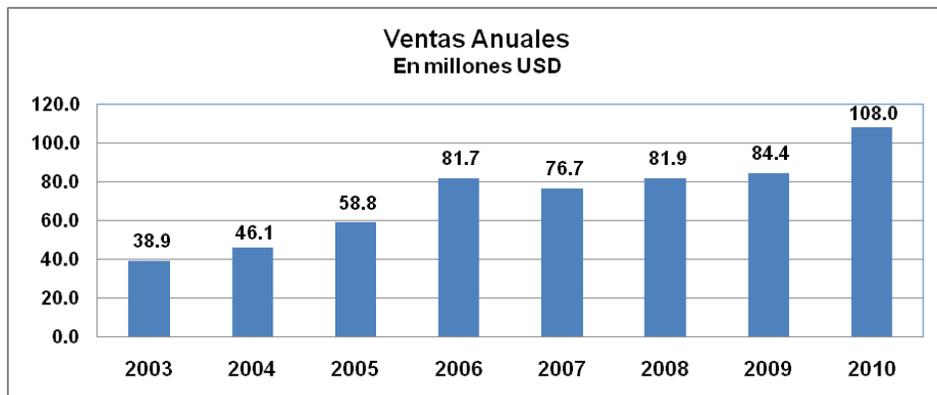


Gráfico 2: Ventas anuales ARTEFACTA  
Fuente: Información EEFs auditados  
Elaborado: Por los autores

## 1.6 COBERTURA

Durante este periodo, se ha incrementado el número de tiendas a nivel nacional, al pasar de 40 locales en el 2003 a 86 tiendas en la actualidad, con cobertura en 38 ciudades a nivel nacional.



Gráfico 3: Cobertura a nivel nacional ARTEFACTA  
Fuente: Información ARTEFACTA  
Elaborado: Por los autores

## 1.7 CRÉDITO

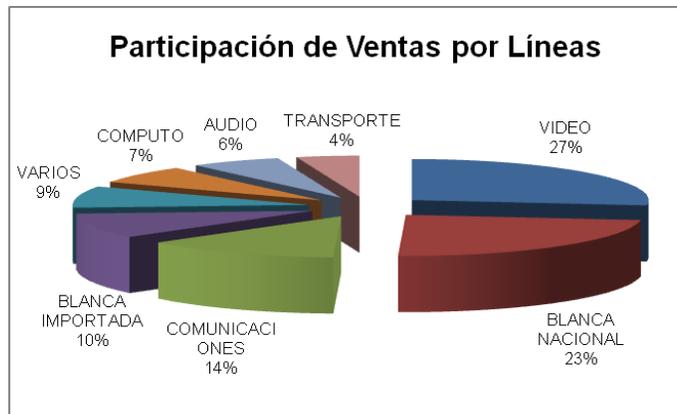
De sus ventas anuales, el 75% corresponde a crédito directo a clientes, un 15% en efectivo y 10% con tarjetas de crédito.

El volumen de créditos aprobados en el año 2010 fueron de aproximadamente 150 mil operaciones. Este modelo de aprobación de créditos

centralizado en Guayaquil le ha permitido a ARTEFACTA mejorar sus principales indicadores de recuperación reflejados en el comportamiento de la cartera.

### 1.8 LÍNEAS DE PRODUCTO

De las ventas de ARTEFACTA se concentra el 33% en línea blanca, 33% entre audio y video y la otra tercera parte principalmente entre celulares, cómputo y motos.



**Gráfico 4:** Participación de Ventas por Líneas  
**Fuente:** Información Artefacta  
**Elaborado:** Por los autores

### 1.9 PRINCIPALES COMPETIDORES





## **CAPÍTULO 2**

### **MERCADO DE VALORES EN ECUADOR**

## **2.1 Introducción al Mercado de Valores**

### **2.1.1 Composición del Mercado de Valores en el Ecuador**

El mercado de valores canaliza los recursos financieros hacia las actividades productivas a través de la negociación de valores, constituye una fuente directa de financiamiento y una opción muy rentable para los inversionistas, corporaciones, gobierno, etc., su origen se realiza con la primera Ley de Mercado de Valores que fue expedida el 28 de Mayo de 1993, el principal aporte fue la constitución de las casas de valores y la transformación de las bolsas de valores de compañías anónimas a corporaciones civiles sin fines de lucro.

Las ventajas del Mercado de Valores son:

- Es un mercado organizado, integrado, eficaz y transparente, en la que la intermediación de valores es competitiva, ordenada, equitativa y continua como resultado de una información veraz, completa y oportuna.
- Estimula la generación de ahorro, que se deriva en inversión.
- Genera un flujo importante y permanente de recursos para el financiamiento en el mediano y largo plazo.

Las entidades de Control del mercado de valores son las siguientes:

- **CONSEJO NACIONAL DE VALORES:** Es el órgano adscrito a la SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑIAS que establece la política general del mercado de valores y regula su funcionamiento.
- **SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑIAS:** Es la institución que ejecuta la política general del mercado de valores y controla a los participantes del mercado.
- **BOLSAS DE VALORES:** A través de su facultad de autorregulación pueden dictar sus reglamentos y demás normas internas de aplicación general para

todos sus participes, así como, ejercer el control de sus miembros e imponer las sanciones dentro del ámbito de su competencia

En el Ecuador existen 2 casas de valores:

Bolsa de Valores de Guayaquil



Bolsa de Valores de Quito



### **2.1.2 Participantes del Mercado de Valores**

- Emisores: Son compañías públicas, privadas o instituciones del sector público que financian sus actividades mediante la emisión y colocación de valores, a través del mercado de valores.
- Inversionistas: Son aquellas personas naturales o jurídicas que disponen de recursos económicos y los destinan a la compra de valores, con el objeto de lograr una rentabilidad en función del riesgo adquirido. Para participar en el mercado de valores no se requieren de montos mínimos de inversión.
- Bolsas de valores: Son corporaciones civiles sin fines de lucro que tienen por objeto brindar los servicios y mecanismos necesarios para la negociación de valores con condiciones de equidad, transparencia, seguridad y precio justo.
- Casas de valores: Son compañías anónimas autorizadas, miembros de las bolsas de valores cuya principal función es la intermediación de valores, además de asesorar en materia de inversiones, ayudar a estructurar emisiones y servir de agente colocador de las emisiones primarias.
- Depósito Centralizado de Compensación y liquidación de Valores: Es una compañía anónima que se encarga de proveer servicios de depósito, custodia,

conservación, liquidación y registro de transferencia de los valores. Opera también como cámara de compensación.

- **Calificadores de Riesgo:** Son sociedades anónimas o de responsabilidad limitada, independientes, que tienen por objeto la calificación de emisores y valores.
- **Administradores de Fondos y Fideicomisos:** Son compañías anónimas que administran fondos de inversión y negocios fiduciarios.

### 2.1.3 MONTO NEGOCIADO A NIVEL NACIONAL

#### MONTO NEGOCIADO 2010 (MERCADO DE VALORES)

(En millones de dólares)

	RENDA FIJA PUBLICA	RENDA FIJA PRIVADA	RENDA VARIABLE	MONTO NEGOCIADO
ENERO	58	349	11	<b>418</b>
FEBRERO	69	317	10	<b>396</b>
MARZO	95	420	16	<b>530</b>
ABRIL	42	367	2	<b>411</b>
MAYO	618	230	7	<b>856</b>
JUNIO	35	192	16	<b>244</b>
JULIO	29	243	9	<b>281</b>
AGOSTO	602	201	11	<b>814</b>
SEPTIEMBRE	35	227	9	<b>272</b>
OCTUBRE	7	250	15	<b>272</b>
NOVIEMBRE	59	192	6	<b>257</b>
DICIEMBRE	60	232	5	<b>297</b>
<b>TOTAL 2010</b>	<b>1,709</b>	<b>3,222</b>	<b>118</b>	<b>5,048</b>

**Tabla 1:** Monto Negociado 2010  
**Fuente:** Información BVQ  
**Elaborado:** Por los autores

En el mercado (primario y secundario) de valores ecuatoriano se negoció USD 5,048 mil millones en el transcurso del año 2010, el 64% corresponde a renta fija privada, el 34% de emisión de obligaciones del sector público, y un 3% de emisión de renta variable (principalmente en emisión de acciones). Mayo y agosto son los meses en que existió mayor movimiento en el mercado bursátil,

principalmente por la negociación de bonos del Estado, que contribuyo a dinamizar el mercado de valores con los títulos emitidos.

**MONTO NEGOCIADO 2011 (MERCADO DE VALORES)**

(En millones de dólares)

	RENDA FIJA PUBLICA	RENDA FIJA PRIVADA	RENDA VARIABLE	MONTO NEGOCIADO
ENERO	18	148	9	175
FEBRERO	50	142	5	196
MARZO	37	164	6	207
ABRIL	84	171	9	264
MAYO	84	190	6	281
TOTAL 2011	273	816	35	1,123

**Tabla 2:** Monto Negociado 2011  
**Fuente:** Información BVQ  
**Elaborado:** Por los autores

Entre Enero a Mayo del 2011 se negocio en el mercado de valores USD 1,123 mil millones, con relación al año 2010 existe un decrecimiento en promedio del (57%), en emisión de renta fija pública un crecimiento negativo 69%, en renta fija privada una tasa de crecimiento del (52%), con relación al año 2010 hubo un decrecimiento general principalmente a factores externos como la nueva de ley del mercado de valores que se debate en la Asamblea Nacional, como además influyo en gran medida la Consulta Popular realizada en el mes de mayo, ante tales circunstancias las empresas tuvieron un comportamiento moderado en lo referente a emisión y negociación de valores.

A nivel nacional el monto negociado fue de USD 264 millones para el mes de mayo del 2011, las bolsas de valores de Quito y de Guayaquil al estar interconectadas, permiten que los títulos y valores emitidos puedan ser cotizados, adquiridos o vendidos indistintamente del lugar de origen.

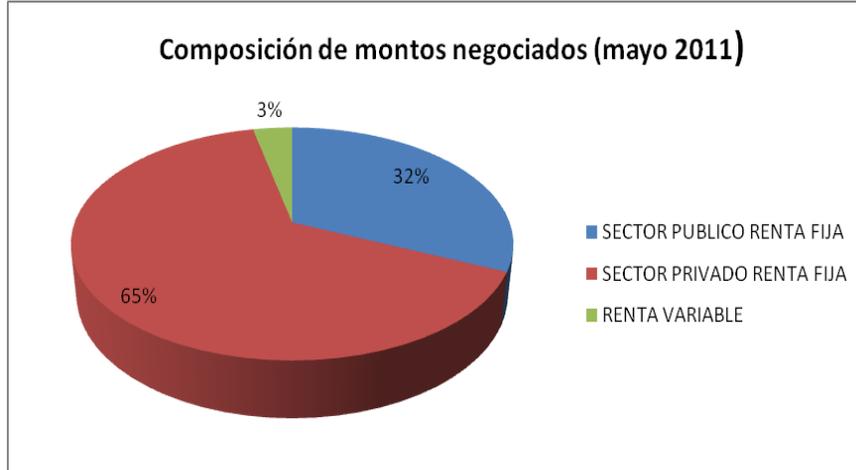
Total Negociado  
(En miles de dólares)

<b>SECTOR PUBLICO RENTA FIJA</b>	83646
<b>SECTOR PRIVADO RENTA FIJA</b>	171335
<b>RENTA FIJA</b>	254981
<b>RENTA VARIABLE</b>	9027
<b>TOTAL</b>	264008

**Tabla 3:** Monto Negociado (Mayo 2011)  
**Fuente:** Información BVQ  
**Elaborado:** Por los autores

El mercado de valores se divide en renta fija y renta variable, El monto negociado en el mercado accionario (renta variable) fue de USD 9, 02 millones, que corresponden al 3% del monto total negociado en el mes de mayo, los títulos ofertados principalmente son las acciones, acciones preferidas, cuotas de participación y valores de participación.

Con respecto a renta fija se observa que las empresas y el gobierno que intervienen en la bolsa de valores negociaron un monto cercano a los USD 254,98 millones, un 97 % del total, este es un indicador que denota una clara preferencia hacia este mecanismo de financiamiento, el mercado de renta fija es un instrumento mucho mas desarrollado en relación al mercado accionario, las empresas e inversionistas tienen una mayor preferencia a está opción de financiamiento, dado que se realiza una inversión en un titulo-valor, el mismo que en un futuro entregara una serie de beneficios al inversionistas. Los accionistas y/o administradores todavía mantienen la percepción de que emitir acciones es perjudicial para sus beneficios como dueños de las empresas, ya que con este mecanismo permiten el ingreso de nuevos inversionistas con derechos y participación en la empresa, lo cual le afectaría su % de representación en las organizaciones, dado ese posible escenario, ven como mejor opción ofertar títulos de renta fija en el mercado.



**Gráfico 5:** Composición de montos negociados - mayo 2011  
**Fuente:** Información BVQ  
**Elaborado:** Por los autores

Los títulos de Renta fija se dividen principalmente en dos grandes grupos de emisores: Público y Privado, en la sección de renta fija pública, los títulos que más se negocian son los bonos del estado, certificados de inversión de corto y largo plazo y los certificados de tesorería, para el mes de mayo del 2011 se negoció USD 83,64 millones, un 32 % del total de monto negociado.

En el mercado de renta fija privada se negoció USD 171, 33 millones, cerca del 65 % del monto total negociado en el mercado de valores, dentro de este segmento los principales títulos ofertados son las acciones-repoto, avales bancarios, certificados de depósito, ahorro e inversión a corto y largo plazo, obligaciones, pagares, papeles comerciales, pólizas y valores de contenido crediticio.

**CAPÍTULO 3**

**TITULARIZACIONES DE FLUJOS FUTUROS EN**

**ARTEFACTA**

### 3.1 ANTECEDENTES

#### 3.1.1 SITUACIÓN INICIAL

ARTEFACTA a mediados del 2008 cruzaba una época de necesidades de fondos que bajo el esquema de financiamiento bancario tradicional no existía la posibilidad de alcanzar un monto alto de deuda que le permita reducir su costo financiero significativamente.

La intención en el mediano plazo era conseguir fondos a largo plazo y reducir la cartera generada vendida a Bancos con descuento. Y de esta manera mejorar el costo de financiamiento.

Y esto se ha conseguido. La participación de cartera vendida a Bancos se ha reducido de un 82% del 2007 a 38% de lo que va el 2011, mejorando así el costo promedio y por ende mejores resultados financieros.

	Acum. 2011	2010	2009	2008	2007
Total cartera colocada (En millones USD)	27.1	71.3	63.3	56.5	49.9
Porcentaje de cartera vendida a Bancos	38%	56%	68%	74%	82%

**Tabla 4:** Participación de cartera vendida a Bancos  
**Fuente:** Información ARTEFACTA  
**Elaborado:** Por los autores

#### 3.1.2 VENTAJAS DE TITULARIZAR

Entre las principales ventajas de titularizar están:

- La titularización permite obtener recursos con mejores condiciones que las de un préstamo bancario. Tanto en monto, plazos y tasas, considerando la diversificación del riesgo entre los compradores de títulos.
- Se logra diferenciar la calificación de la emisión de la de la empresa.
- Una buena calificación de la titularización mejora la calificación de la empresa a mediano y largo plazo
- Da reconocimiento a la empresa en el mercado de valores para próximas emisiones
- Permite diversificar las fuentes de fondeo de la empresa

- Dado que las condiciones son mejores que las de un préstamo bancario, se obtienen mejores resultados financieros.

En resumen, un comparativo de deuda con relación a titularización es la siguiente:

	Deuda	Titularización
<b>Contablemente</b>	Deuda	Efectivo o Ingreso Diferido
<b>Calificación de Riesgo</b>	La de la empresa. Depende de la calidad de la empresa	Depende de la calidad de los activos y flujos del Fondo de Titularización
<b>Costo Financiero</b>	Vinculado a la calificación de la empresa	Vinculado a la estructuración de la emisión pero sin costo de capital
<b>Riesgo de inversionista</b>	Sobre la gestión de toda la empresa	Sobre la calidad del activo titularizado y mecanismos de mejora
<b>Demanda de valores</b>	Inversionistas institucionales tienen limitaciones de concentración en la adquisición de valores de "deuda" corporativa	La titularización no es considerada "deuda" corporativa. La demanda de inversionistas institucionales es alta, por la calidad crediticia y diversificación de riesgo
<b>Garantías de la emisión</b>	Los bienes de la empresa	Los activos o flujos de titularización
<b>Incumplimiento</b>	Responde la empresa	Responde el Fondo de Titularización sin recurso contra el originador
<b>Fuente de pago</b>	La empresa	El fondo de titularización

#### Situación ARTEFACTA

Monto máximo	USD 4 millones	Hasta por USD 70 millones (*) * Estimado en la primera titularización
Plazo máximo	2 años	6 años
Tasa de interés	Entre el 8 y 9% anual	entre 7 y 9%
Costos de arranque y mantenimiento	0.5% anual	1% anual
Calificación de Riesgo	De la empresa	De los flujos futuros de fondos

**Tabla 5:** Comparativo Deuda - Titularización  
**Fuente:** Información Secundaria  
**Elaborado:** Por los autores

### **3.2 PRIMERA TITULARIZACION**

El 24 de noviembre del 2008, se realizo la emisión de la primera titularización de flujos futuros de fondos de Artefacta por el USD 20 millones. Estos títulos fueron a un plazo de vencimiento de 4 años a partir de la fecha de colocación, con valor nominal de USD 10 mil cada título-valor. La tasa a la cual se pagara los beneficios es igual a la Tasa Pasiva Referencial vigente a la fecha de emisión más tres puntos porcentuales, reajutable cada 90 días. Para realizar el ajuste respectivo, se tomara la tasa pasiva referencial al inicio de cada periodo y considerando que el interés se calculara sobre el saldo de capital insoluto a la fecha.

El primer pago del capital se realizó a los noventa días (90 días) contados partir de la fecha de emisión de los valores (28 de noviembre). Una vez realizado el primer pago de capital, todos los demás pagos se realizaran cada noventa días.

Para esta titularización, Artefacta debio de presentar activos como medio de respaldo para la conformación del Patrimonio Autónomo. Estos recursos se obtendrán del 50% de la recaudación de las ventas a crédito del Segmento Guayaquil, y de manera adicional se incluiría la recaudación de las ventas a crédito del segmento Región Costa como medida de resguardo, se excluye valores correspondientes a la cuota inicial que el comprador cancela al momento de la facturación, así como de las comisiones por cobranzas, impuestos y cualquier otro valor distinto al precio de venta del producto, de tal forma que solo se constituyen los flujos futuros de la recaudación a crédito excluidos los valores antes mencionados

Existen varios mecanismos de garantía de la Primera Titularización, los cuales se detalla a continuación:

Fondo de Garantía: Este mecanismo de garantía se activa una vez que la Fiduciaria hubiere determinado con 30 días de anticipación a la fecha del siguiente vencimiento del pago del dividendo, que el Fideicomiso no cuenta con los recursos líquidos y disponibles suficientes para cubrir el pago, la Fiduciaria solicitará a Artefacta que incremente previsionalmente dichos flujos, con flujos de fondos correspondientes a la totalidad de las ventas a crédito del Segmento Costa.

Fondo de Reserva: Constituye el segundo mecanismo de garantía que será aplicado por la Fiduciaria, al verificarse que no existen otros recursos en el Fideicomiso para honrar los pasivos con los Inversionistas, en esa situación la Fiduciaria realizara el pago a los Inversionistas a prorrata de su inversión. Este Fondo de Reserva deberá ser restituido inmediatamente por Artefacta.

Una vez realizada la estructuración de la primera Titularización de Flujos Futuros de Fondos de Artefacta, se procedió con la emisión de los títulos en las bolsas de valores. En el cuadro a continuación se muestran los principales compradores de esta emisión:

I Titularización	Monto	Otros compradores:	3,510
IESS	12,340	Magisterio Ecuatoriano	2,000
Banco de Guayaquil	1,230	Cía. de seguros Río Guayas	500
Fondos de la Policía Nacional	1,000	BANRED S.A.	450
CFN	1,000	Fideicomiso Pertenencia	200
Fideicomiso FAN	920	CORPEI	150
Otros	3,510	Casa de Valores ADVFIN S.A.	100
	<b>20,000</b>	Fid. Fondo Ambiental FONAG	60
		Corp. Civil Bolsa de Valores	30
		Fondo de Jubil. Emp.Eléc. Quito	20

**Tabla 6** Títulos de la Primera Titularización  
**Fuente:** Información ARTEFACTA  
**Elaborado:** Por los autores

Del total de USD 20 millones que se emitió el 24 de noviembre del 2008, se extrae los siguientes datos de relevancia, del 100% de títulos emitidos, estos fueron colocados entre el 24 de noviembre del 2008 al 5 de febrero del 2010, se negociaron en 431 días, el sector público adquirió el 72% de la emisión, que represento USD 14.5 millones, el IESS fue la entidad pública que mas adquirió títulos por un monto de USD 12.3 millones, los inversionistas privados compraron el 28% de la emisión, que alcanzó un USD 5.5 millones.

El Banco de Guayaquil fue el inversionista privado que mas adquirió títulos-valores emitidos por un monto USD 1.2 millones, en promedio los títulos se negociaron al 92% del valor emitido, se aplico un descuento aproximadamente del 8% por los inversionistas privados y públicos.

### **3.3 SEGUNDA TITULARIZACION**

El 20 de diciembre del 2010, ARTEFACTA procedió con la segunda titularización de flujos de fondos futuros, el monto de la emisión fue de USD 16.0 millones. Para la segunda emisión se estructuro series y montos para cada una de ellas, las cuales se detalla a continuación:

SERIE A: Se emitió por un monto de USD 2.5 millones.

SERIE B: Se emitió por un monto de USD 5.5 millones.

SERIE C: Se emitió por un monto de USD 8.0 millones.

Se colocarían estos títulos de contenido crediticio mediante libre negociación bursátil a través de las Bolsas de Valores del Ecuador. Los Valores se emitieron a un monto nominal USD 10 mil, de forma materializada o desmaterializada según la elección del inversionista, los mismos que reconocerán a su tenedor el pago del capital y los intereses que se generen desde la fecha de emisión.

Para el caso de los títulos Serie A, con un plazo de 1080 días (3 años) contados a partir de la fecha de emisión, se reconoce una tasa de interés anual

fija del 7%. Para los títulos Serie B, con un plazo de 1440 días (4 años) contados a partir de la fecha de emisión, se reconoce una tasa de interés igual a la tasa pasiva referencial vigente en la fecha de emisión más dos punto setenta y cinco puntos porcentuales, reajutable cada 90 días. En los títulos Serie C, con un plazo de 2160 días (6 años) contados a partir de la fecha de emisión, se reconoce una tasa de interés igual a la tasa pasiva referencial vigente en la fecha de emisión más tres puntos porcentuales, reajutable cada 90 días.

Para el reajuste de los intereses de las series B y C, se toma la tasa de interés pasiva referencial vigente al inicio del periodo de reajuste respectivo, mas los respectivos puntos porcentuales. La periodicidad de pago del dividendo se estableció que será cada 90 días.

Para la segunda titularización, Artefacta debio de presentar activos como medio de respaldo para la conformación del Patrimonio Autónomo, estos recursos se obtendrán de la recaudación del 75% de las ventas que se realice a crédito del segmento Quito y de forma adicional de la recaudación de las ventas a crédito del Segmento Resto de la Sierra como medida de resguardo, se excluye valores correspondientes a la cuota inicial que el comprador cancela al momento de la facturación, así como de las comisiones por cobranzas, impuestos y cualquier otro valor distinto al precio de venta del producto, de tal forma que solo se constituyen los flujos futuros de la recaudación a crédito excluidos los valores antes mencionados. Una vez que se haya concluido el pago de todos los de Serie A de la titularización, ingresaran al fideicomiso exclusivamente el 50% de las recaudación de las ventas a crédito del Segmento Quito para respaldar el pago de los de Serie B y C. Cuando se haya concluido el pago de todos los de Serie B de la titularización, ingresaran al fideicomiso exclusivamente el 30% de la recaudación de las ventas a crédito del Segmento Quito para respaldar el pago de los de Serie C.

Existen varios mecanismos de garantía de la segunda Titularización, los cuales se detalla a continuación:

**Exceso de Flujo de Fondos:** Consiste en los Flujos Futuros provenientes de las ventas a crédito del Segmento Quito que se proyecta percibir por parte del Fideicomiso, sean superiores a los montos requeridos por el Fideicomiso para honrar los pasivos con los inversionistas.

**Fondo de Garantía:** Cuando la Fiduciaria hubiere determinado que lo recaudado quincenalmente correspondiente a las ventas a crédito del Segmento de Quito no es igual o mayor al 18.75% del próximo dividendo de, la Fiduciaria notificara a Artefacta su obligación de incrementar provisionalmente dichos flujos con fondos correspondientes a la totalidad de las ventas a crédito del Segmento Sierra.

**Fondo de Reserva:** Para la creación del fondo de reserva, el agente de manejo deberá tomar de los recursos provenientes de la colocación, una suma correspondiente al setenta y cinco (75%) por ciento del próximo dividendo a pagar. El fondo de reserva deberá mantenerse mientras se encuentre vigente el fideicomiso de titularización.

**Fideicomiso en Garantía:** Es un mecanismo de garantía del proceso de titularización y es un fideicomiso cuyo constituyente es Artefacta, podrá estar constituido ya sea por cartera de Artefacta, de cualquier origen geográfico, que se encuentre libre de todo gravamen o prohibición, por inventarios, por una garantía bancaria, por un cash colateral, por efectivo o por el conjunto de todo estos valores por el conjunto todos estos valores, cuyo monto a valor actual descontado debe ser equivalente al valor del saldo insoluto de la titularización, más del 10% del mismo, para cubrir una posible morosidad de la cartera aportada.

**Garantía Solidaria del Originador:** En el evento de que los flujos aportados al Fideicomiso no fueren suficientes para cubrir los pasivos del fideicomiso, y toda

vez que se hubieren agotado los recursos que conforman los mecanismos de garantía y el fondo rotativo, Artefacta deberá aportar al fideicomiso los recursos que fueren necesarios para cubrir el saldo de los pasivos no cancelados, esta garantía se mantendrá vigente por todo el plazo del presente fideicomiso y hasta su liquidación.

A continuación se detalla los compradores de los títulos de esta segunda emisión:

II Titularización	Monto	Otros compradores:	1,460
Fondos de la Policía Nacional	8,520	Fondo Complem. Emp. Civiles FF.AA.	400
BIESS	2,400	Fondo de inversiones Estratégico	300
Banco Pichincha	2,120	Fondo de Adm. de Inversiones Cesantía	200
ESPOL	1,000	Fideicomiso Pertenencia	200
CFN	500	Fondo Académico Flacso Sede Ecuador	180
Otros	1,460	Fondo de Jubil. Emp. Eléc. Quito	100
	<b>16,000</b>	Ma. del Carmen Hierro Pinto	50
		Julia Rosa Alvarado Jaramillo de Cepeda	20
		Fundación ECOFONDO	10

**Tabla 7** Títulos de la Segunda Titularización  
**Fuente:** Información ARTEFACTA  
**Elaborado:** Por los autores

De un total emitido de USD 16.0 millones que se emitió el 20 de diciembre del 2010, se obtienen los siguientes datos de relevancia, del 100% de títulos emitidos, estos fueron colocados entre el 20 de diciembre al 4 de abril del 2011, un total de 105 días (3.5 meses), el sector publico adquirió el 80% de la emisión, que represento USD 12.9 millones, el Fondo de la Policía Nacional fue la entidad pública que mas adquirió títulos por un monto de USD 8.5 millones, el BIESS por un monto de USD 2.4 millones, la ESPOL USD 1.0 millones y la CFN USD 0.5 millones.

Los inversionistas privados compraron el 20% de la emisión, que alcanzó USD 3.1 millones, el Banco Pichincha fue el inversionista privado que mas adquirió títulos-valores emitidos por un monto de USD 2.1 millones, en promedio los títulos se negociaron al 98% del valor emitido, con un descuento en promedio del 2% del precio del título.

A continuación se muestra detalle de las características de la primera y segunda Titularización de ARTEFACTA:

	II Titularización	I Titularización
Fecha	Diciembre 2010	Noviembre 2008
Monto	USD 16.0 MM	USD 20.0 MM
Activo titularizado	75% de los flujos de recaudación de cartera de Quito	50% de los flujos de recaudación de cartera de Guayaquil
Plazo	a 3 años USD 2.5 MM a 4 años 5.5 MM a 6 años 8.0 MM * Plazo promedio: 4.8 años	a 4 años USD 20.0 MM
Amortización	Trimestral	Trimestral
Tasa de interés (cupón)	a 3 años 7.00% a 4 años: TPR + 2.75% a 6 años: TPR + 3.00% ----- Tasa cupón promedio: 7.61%	a 4 años: TPR + 3% ----- Tasa cupón promedio: 7.83%
Rendimiento	a 3 años 7.00% a 4 años: 7.75% a 6 años: 8.90% ----- Rendimiento promedio: 8.21%	a 4 años: 8.60% ----- Rendimiento promedio: 8.60%

TPR: 4.83%

**Tabla 8** Características I y II Titularización  
**Fuente:** Información ARTEFACTA  
**Elaborado:** Por los autores

## **Capítulo 4**

### **Evaluación Financiera de una nueva Emisión de Títulos**

## 4.1 ESTRUCTURACIÓN FINANCIERA DE LA NUEVA TITULARIZACIÓN

ARTEFACTA luego de salir al mercado de valores con dos emisiones de titularización, encontró en esta vía de financiamiento una alternativa que comparativamente le resulta ventajosa dado su actual estructura de capital.

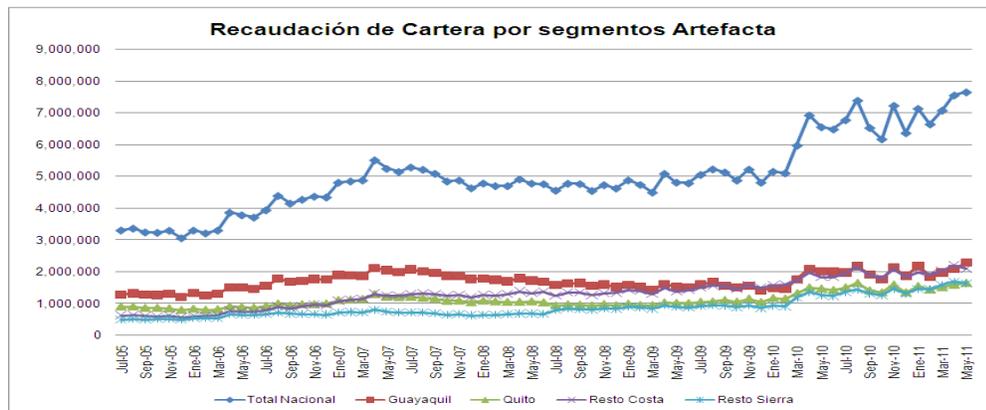
La compañía ha optado por esta estrategia de financiamiento principalmente por la calificación de riesgo que tiene como empresa. Y por su alto nivel de endeudamiento que supera el 80%, lo que restringe las oportunidades de financiamiento de grandes montos en las instituciones financieras. Encontrando en la Titularización de flujos el mecanismo más recomendado para financiamiento.

Para ello, se evalúa la realización de una nueva emisión de títulos que le permitan conseguir fondos en mejores condiciones crediticias gracias al mejor desempeño financiero en estos últimos 3 años.

### 4.1.1 Flujos Históricos de Recaudación por Segmentos

Los flujos de recaudación por segmento muestran un crecimiento significativo a partir del 2010, originado principalmente por el crecimiento de las ventas del último trimestre del 2009.

Los segmentos de mayor crecimiento en la recaudación han sido la región Sierra y el segmento Quito, 44 y 37% respectivamente. Seguido de región Costa y Guayaquil que crecieron al orden del 27% cada uno.



**Gráfico 6:** Recaudación de Cartera por Segmentos  
**Fuente:** Información ARTEFACTA  
**Elaborado:** Por los autores

## 4.1.2 Posibilidades financieras de una tercera emisión de títulos de ARTEFACTA

### Segmentos disponibles para Tercera Titularización de Flujos Futuros

Como se mostró en el capítulo anterior, los flujos principales de ambos procesos de titularización vigentes son:

**Primera Titularización:** El 50% de la recaudación de las ventas a créditos del segmento Guayaquil.

**Segunda Titularización:** El 75% de la recaudación de las ventas a créditos del segmento Quito

Y en ambos casos, los fondos de garantía correspondían al 100% de los flujos de los segmentos Resto Costa y Resto Sierra, respectivamente.

Quedan disponibles en términos de cuantía:

- El 50% restante de los flujos recaudados de las ventas a crédito del segmento Guayaquil
- El 25% restante de los flujos recaudados de las ventas a crédito del segmento Quito
- El 100% de los flujos recaudados de las ventas en efectivo, con tarjeta de crédito y cobro de iniciales

## 4.2. Propuesta y características de la Tercera Titularización

### 4.2.1 Participantes:

Originador:	ARTEFACTA
Estructurador Financiero/Agente Colocador	Casa de Valores
Estructurador Legal y Agente de Manejo	Fiduciaria
Agente Pagador	Banco
Calificadora de Riesgos	Calificadora



#### 4.2.2 Monto y Series de la Emisión:

Tomando en cuenta las condiciones actuales en cuanto a plazos de las emisiones lanzadas al mercado, la propuesta es la siguiente:

DESCRIPCIÓN	SERIE A	SERIE B	SERIE C
<b>MONTO:</b>	USD 3.0 mill.	USD 5.0 mill.	USD 4.0 mill.
<b>PLAZO:</b>	1.080 días	1.440 días	2.160 días
<b>TASA DE INTERÉS:</b>	TPR + 2.00%	TPR + 2.60%	TPR + 3.00%
<b>PAGO DE INTERÉS:</b>	Trimestral	Trimestral	Trimestral
<b>PAGO DE CAPITAL:</b>	Trimestral	Trimestral	Trimestral

**Tabla 9:** Monto y Series de la III Titularización  
**Fuente:** Información ARTEFACTA  
**Elaborado:** Por los autores

#### Costos de Emisión y Mantenimiento

Monto de la emisión		USD 12MM	
Entidad	Servicios	Costos	
Casa de Valores	Estructuración Financiera	35,000	30% firma de contrato, 35% a los 45 días de iniciado y el 35% informe final.
Administradora de Fondos	Estructuración Legal	33,000	
Administradora de Fondos / Casa de Valores	Emisión de Prospectos y Títulos	1,500	Presentación facturas
Casa de Valores	Venta de títulos	Hasta 30 ds. 0.45%, Hasta 90 ds. 0.40%, Más 90 ds. 0.30%	Sobre el monto de títulos colocados
Administradora de Fondos	Agente de Manejo	2,500	Mensual

**Tabla 10:** Costo de Emisión y Mantenimiento de la III Titularización  
**Fuente:** Información ARTEFACTA  
**Elaborado:** Por los autores

Los rendimientos ofrecidos para esta tercera titularización serían:

Serie A:	7.00%
Serie B:	7.75%
Serie C:	8.50%

#### **4.2.3 Activo a Titularizar:**

El Activo a titularizar son los recursos que el Originador obtendrá de la recaudación del **30%** de las ventas que realice a crédito del Segmento “Guayaquil”.

ARTEFACTA excluye de la determinación de flujos futuros de fondos los valores correspondientes a la “cuota inicial” que el comprador cancela al momento de la facturación, así como de las comisiones por cobranzas, impuestos y cualquier otro valor distinto al determinado como precio de venta del producto.

A partir de que se haya concluido con el pago de la Serie A”, de la presente titularización, ingresarán al fideicomiso exclusivamente el 25% de la recaudación de las ventas a crédito del Segmento “Guayaquil” y cuando se haya concluido con el pago de la Serie B”, de la presente titularización, ingresarán al fideicomiso exclusivamente el 20% de la recaudación de las ventas a crédito del Segmento “Guayaquil”.

#### **Monto máximo legal regulado por la Superintendencia de Compañías:**

A la fecha ARTEFACTA tiene en vigencia dos procesos de titularización con un saldo insoluto a fines de julio 2011 de USD 21.7 millones. De los cuales USD 7.5 millones corresponde a la Primera Titularización y USD 14.2 millones a la Segunda Emisión.

La capacidad de financiamiento de una emisión de titularización se ve fijada por la ecuación establecida por la Superintendencia de Compañías. Para el presente caso, se tomaron los valores estimados a julio y agosto del 2011:

Cifras estimadas en millones USD	Jul-11	Ago-11
Total Activos	70.0	71.2
Fondos restringidos	4.1	4.2
Activos Diferidos	1.0	1.0
Fideicomisos de Garantía I y II	21.7	20.5
<b>Total Activos libres de gravamen</b>	<b>43.2</b>	<b>45.5</b>
<b>Monto titularizable (80% ALG)</b>	<b>34.6</b>	<b>36.4</b>

**Saldo insoluto de emisiones:**

I Titularización	7.5	6.3
II Titularización	14.2	14.2

<b>Monto a Titularizar</b>	<b>12.9</b>	<b>16.0</b>
----------------------------	-------------	-------------

**Tabla 11:** Monto máximo a Titularizar  
**Fuente:** Información ARTEFACTA  
**Elaborado:** Por los autores

**Monto máximo estimado según proyecciones financieras y su capacidad de pago:**

Los flujos proyectados se estimaron utilizando una matriz de cuentas por cobrar considerando el saldo de cartera con sus futuros vencimientos por cobrar y las ventas proyectadas hasta el 2017 con su respectiva recaudación esperada.

El monto máximo a titularizar no puede exceder al 50% del valor presente de los Flujos Futuros proyectados descontados a una tasa no menor a la Tasa Efectiva Referencial del Segmento Productivo Corporativo. (8,37%).

Trimestres	Flujos Proyectados		
	Pesimista	Normal	Optimista
III Trim. 2011	695,099	695,099	695,099
IV Trim. 2011	1,762,924	1,764,689	1,766,455
I Trim. 2012	1,707,098	1,724,341	1,726,067
II Trim. 2012	1,952,631	2,072,356	2,181,427
III Trim. 2012	2,135,281	2,374,909	2,526,499
IV Trim. 2012	2,233,127	2,483,736	2,670,684
I Trim. 2013	1,985,062	2,207,832	2,405,046
II Trim. 2013	2,142,356	2,382,778	2,589,976
III Trim. 2013	2,263,248	2,517,237	2,766,195
IV Trim. 2013	2,329,224	2,590,617	2,878,463
I Trim. 2014	2,308,286	2,567,330	2,852,589
II Trim. 2014	2,350,515	2,614,298	2,904,775
III Trim. 2014	1,999,070	2,223,412	2,470,458
IV Trim. 2014	2,024,547	2,251,748	2,501,942
I Trim. 2015	2,136,784	2,376,581	2,640,645
II Trim. 2015	2,107,983	2,344,548	2,605,054
III Trim. 2015	2,177,774	2,422,171	2,691,301
IV Trim. 2015	1,793,574	1,994,855	2,216,505
I Trim. 2016	1,862,997	2,072,068	2,302,298
II Trim. 2016	1,886,317	2,098,006	2,331,118
III Trim. 2016	1,816,686	2,020,561	2,245,068
IV Trim. 2016	1,915,430	2,130,386	2,367,096
I Trim. 2017	2,084,009	2,317,884	2,575,426
II Trim. 2017	2,069,599	2,301,856	2,557,618
III Trim. 2017	2,022,161	2,249,095	2,498,995
<b>Flujo acumulado</b>	<b>49,761,781</b>	<b>54,798,393</b>	<b>59,966,800</b>
<b>VAN</b>	<b>38,188,412</b>	<b>41,954,180</b>	<b>45,767,942</b>
<b>Monto máximo titularizable (50% VAN)</b>	<b>19,094,206</b>	<b>20,977,090</b>	<b>22,883,971</b>

**Tabla 12:** Flujos Proyectados  
**Fuente:** Información ARTEFACTA  
**Elaborado:** Por los autores

Tomando en cuenta los resultados anteriores, la Administración fijará como tope para la tercera emisión USD 12.0 millones, considerando que la calificación de riesgo de esta nueva emisión se podría ver afectada por el exceso mínimo estimado. Para ello sólo se recomienda emitir hasta por el 75% del máximo valor permitido.

#### 4.2.4 Mecanismos de Garantía:

Los mecanismos de garantía contemplados por esta Titularización son:

1. Exceso de Flujo de Fondos
2. Fondo de Garantía
3. Fondo de Reserva
4. Fideicomiso de Garantía
5. Garantía Solidaria del originador

**Exceso de Flujo de Fondos.-** El primer mecanismo consiste en que los flujos proyectados a ingresar al Fideicomiso de Titularización son superiores a los montos requeridos por el Fideicomiso para cumplir con sus obligaciones.

#### Escenario pesimista:

Ingresos al Fideicomiso	USD 49,761,781.13
Pagos de Capital e Interés	USD 13,950,437.50
<b>Exceso de Flujo de fondos</b>	<b>USD 35,811,343.63</b>

**Fondo de Garantía.-** Se conformará con la Totalidad de las Recaudaciones de las ventas al contado y se activa este mecanismo en el siguiente Caso:

“Si la Fiduciaria hubiere determinado que lo recaudado quincenalmente correspondiente a las ventas a crédito del Segmento de “Guayaquil” no es igual o mayor al 7.50% del próximo dividendo de capital e interés.”

Los Flujos correspondientes al Fondo de Garantía solo podrán ser devueltos a Artefacta si durante 4 quincenas consecutivas se determina que se ha recaudado por lo menos el 7.50% del próximo dividendo de capital e Intereses y se haya cumplido con los pagos y provisiones contemplados en el Fideicomiso.

**Fondo de Reserva.-** Se constituirá en el momento de la Colocación de los Valores, por un valor correspondiente al 75% del próximo dividendo trimestral que incluye capital más Intereses. El Fondo de Reserva, no podrá ser mayor en ningún momento al veinticinco por ciento (25%) del saldo insoluto de la titularización y deberá mantenerse mientras se encuentre vigente la Titularización.

En caso que se deban tomar recursos de este Fondo, el Agente de manejo deberá ajustar los montos correspondientes, esto es todos aquellos recursos que hagan falta para completar el 75% del dividendo.

**Fideicomiso de Garantía.-** Es el cuarto mecanismo de Garantía y podrá estar constituido ya sea por Cartera de Artefacta, Inventario, Garantía Bancaria o Efectivo, o por el Conjunto de todos estos Valores por un monto igual al saldo insoluto de la Titularización, más un 10% del mismo.

La Cartera que no llegue a ser cancelada en un plazo de 90 días, debe ser canjeada por el Originador, por otros documentos debidamente aceptados y endosados al Fideicomiso.

La Ejecución de este Fideicomiso de Garantía, se realizará una vez se haya activado el Segundo Mecanismo de Garantía y las Sumatoria de las Recaudaciones quincenales del las Ventas del Segmento de “Guayaquil” y “Contado” no sean iguales o mayores al 37,5% del próximo dividendo de Capital e Intereses.

**Garantía solidaria del originador.-** En el evento de que los flujos aportados al fideicomiso no fueren suficientes para cubrir los pasivos, y toda vez que se hubieren agotado los recursos que conforman los mecanismos de garantía y el fondo rotativo, el originador deberá aportar al fideicomiso los recursos que fueren necesarios para cubrir el saldo de los pasivos no cancelados.

Esta garantía se mantendrá vigente por todo el plazo del presente fideicomiso y hasta su liquidación.

Un cuadro comparativo de la tercera titularización frente a las dos emisiones anteriores:

	III Titularización	II Titularización	I Titularización
Fecha	Septiembre 2011	Diciembre 2010	Noviembre 2008
Monto	USD 12.0 MM	USD 16.0 MM	USD 20.0 MM
Activo titularizado	30% de los flujos de recaudación de cartera de Guayaquil	75% de los flujos de recaudación de cartera de Quito	50% de los flujos de recaudación de cartera de Guayaquil
Plazo	a 3 años USD 4.0 MM a 4 años 5.0 MM a 6 años 3.0 MM * Plazo promedio: 4.2 años	a 3 años USD 2.5 MM a 4 años 5.5 MM a 6 años 8.0 MM * Plazo promedio: 4.8 años	a 4 años USD 20.0 MM
Amortización	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Tasa de interés (cupón)	a 3 años: TPR + 2.00% a 4 años: TPR + 2.60% a 6 años: TPR + 3.00% Tasa cupón promedio: 7.33%	a 3 años 7.00% a 4 años: TPR + 2.75% a 6 años: TPR + 3.00% Tasa cupón promedio: 7.61%	a 4 años: TPR + 3% Tasa cupón promedio: 7.83%
Rendimiento	a 3 años 7.00% a 4 años: 7.75% a 6 años: 8.50% Rendimiento promedio: 7.69%	a 3 años 7.00% a 4 años: 7.75% a 6 años: 8.90% Rendimiento promedio: 8.21%	a 4 años: 8.60% Rendimiento promedio: 8.60%

**Tabla 13:** Características I, II y III Titularización ARTEFACTA  
**Fuente:** Información ARTEFACTA  
**Elaborado:** Por los autores

**CAPÍTULO 5**  
**IMPACTO FINANCIERO DE LAS TITULARIZACIONES EN**  
**ARTEFACTA**

## 5. IMPACTO FINANCIERO DE LAS TITULARIZACIONES EN ARTEFACTA

### 5.1 ESTADOS FINANCIEROS

Como se mencionó en el capítulo 3, la finalidad de ARTEFACTA de emitir titularización es la de reducir su costo de financiamiento, lo que le permitiría aumentar el tamaño de su cartera y que forma parte entre sus principales activos productivos. Este proceso va de la mano de un incremento expansivo en las ventas, logrando buenos márgenes en las compras, eficiencias en gastos e incremento en los ingresos financieros.

#### Artefactos Ecuatorianos para el Hogar S. A. ARTEFACTA

Balances Generales

Al 31 de Diciembre del 2010, 2009, 2008 y 2007

Expresados en miles USD

	Dic.31.2007	Dic.31.2008	Dic.31.2009	Dic.31.2010
<b>Activos</b>				
Activo corriente	15,081	21,330	25,216	35,651
Activo Fijo	3,611	2,089	2,083	2,788
Activo diferidos y otros,	6,971	17,809	19,134	21,535
<b>Total activos</b>	<b>25,662</b>	<b>41,228</b>	<b>46,432</b>	<b>59,974</b>
<b>Pasivo y patrimonio de los accionistas</b>				
Pasivos corriente	19,832	34,087	37,086	48,355
Pasivos a largo plazo	215	749	1,258	963
Pasivos Diferidos	168	618	877	810
<b>Total Pasivos</b>	<b>20,216</b>	<b>35,455</b>	<b>39,221</b>	<b>50,128</b>
<b>Patrimonio de los accionistas:</b>				
Capital social	10,152	8,971	9,177	9,177
Utilidades retenidas (déficit acumulado)	(18,436)	(7,960)	(1,966)	669
Reservas	13,732	4,762	0	0
<b>Total patrimonio de los accionistas</b>	<b>5,447</b>	<b>5,773</b>	<b>7,211</b>	<b>9,846</b>
<b>Total pasivo y patrimonio de los accionistas</b>	<b>25,662</b>	<b>41,228</b>	<b>46,432</b>	<b>59,974</b>

**Tabla 14:** Balances Generales ARTEFACTA (2007-2010)  
**Fuente:** Información ARTEFACTA  
**Elaborado:** Por los autores

ARTEFACTA a finales del 2007 tuvo activos por un monto de USD 25,6 millones y a finales del 2010 este rubro alcanzó los USD 59,9 millones, produciendo un crecimiento alrededor del 133.70% entre ese periodo, las principales razones para este resultado es el mejor manejo de sus activos corrientes, cartera e inventarios.

Con respecto a los activos fijos se mantiene casi al mismo nivel, dado que no han existido nuevas adquisiciones. Del total de 86 locales, sólo 4 son propios el resto son rentados.

En lo referente a activos diferidos en el año 2007 este rubro ascendía a USD 6.9 millones, mientras que al 2010 fue de USD 21.5 millones, dando un crecimiento alrededor del 208.93%. Este gran incremento se debe a que se constituyeron los fideicomisos de garantía de la titularización que se compone principalmente de cartera.

Con respecto a los pasivos, estos han experimentado un crecimiento nominal de USD 29.9 millones debido al registro de la titularización y mayor endeudamiento bancario. Sin embargo en porcentaje este ratio del 2007 al 2010 pasó de 79% a 84%. Cinco puntos porcentuales que empujan los activos a un crecimiento del 133.70%.

El patrimonio se ha fortalecido, al pasar de USD 5.4 millones en el 2007 a USD 9.8 millones a finales del 2010. Un 80.76% de incremento que le ha permitido mejorar su posición a través de la capitalización de las utilidades y sus reservas para reducir el déficit acumulado de años anteriores.

## Artefactos Ecuatorianos para el Hogar S. A. ARTEFACTA

### Estados de Resultados

Al 31 de Diciembre del 2010, 2009, 2008 y 2007

Expresados en miles USD

Rubro	2007		2008		2009		2010	
	USD	%	USD	%	USD	%	USD	%
Ventas Netas	76,709	100%	81,949	100%	84,361	100%	107,974	100%
Costo de Ventas	55,808	73%	54,131	66%	53,190	63%	68,535	63%
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>20,901</b>	<b>27.2%</b>	<b>27,818</b>	<b>33.9%</b>	<b>31,171</b>	<b>36.9%</b>	<b>39,440</b>	<b>36.5%</b>
<b>Gastos de Operación</b>	<b>20,957</b>	<b>27.3%</b>	<b>20,554</b>	<b>25.1%</b>	<b>20,668</b>	<b>24.5%</b>	<b>23,862</b>	<b>22.1%</b>
Variables	7,916	10.3%	7,852	9.6%	8,014	9.5%	9,286	8.6%
Fijos	13,041	17.0%	12,702	15.5%	12,654	15.0%	14,577	13.5%
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>-56</b>	<b>-0.1%</b>	<b>7,264</b>	<b>8.9%</b>	<b>10,502</b>	<b>12.4%</b>	<b>15,577</b>	<b>14.4%</b>
Otros netos	-1,312	-1.7%	-5,844	-7.1%	-7,605	9.0%	-10,574	9.8%
<b>Resultado</b>	<b>-1,368</b>	<b>-1.8%</b>	<b>1,420</b>	<b>1.7%</b>	<b>2,897</b>	<b>3.4%</b>	<b>5,003</b>	<b>4.6%</b>

**Tabla 15:** Estados de Resultados ARTEFACTA (2007 – 2010)  
**Fuente:** Información ARTEFACTA  
**Elaborado:** Por los autores

Con relación a los resultados, se muestra que ha existido una recuperación significativa. De pasar en el 2007 de pérdidas por USD 1.4 millones a utilidad de USD 5.0 millones en el 2010.

El margen bruto ha crecido de un 27.2% en el 2007 a 36.5% a finales del 2010. La eficiencia en gastos ha permitido reducir de un 27.3% a un 22.1% de las ventas en el 2010.

La utilidad operativa al cierre del 2010 fue del 14.4%. Y el resultado neto antes de impuestos un 4.6% de las ventas.

## 5.1 ESCENARIO 2011

Para el 2011, se espera un escenario favorable, tomando en cuenta que ya se cumplió con lo establecido en el presupuesto.

Los principales indicadores comparativos estimados al cierre del 2011 serían:

Indicadores Financieros ARTEFACTA (2007 – 2011)

	2011 (*)	2010	2009	2008	2007
<b>Información financiera (en miles USD)</b>					
Ventas netas	135,326	107,974	84,361	81,949	76,709
Utilidad antes de P.T e I.R.	9,866	5,003	2,897	1,420	(1,368)
Total Activos	71,599	59,974	46,432	41,228	25,662
Cartera	92,243	71,767	57,420	52,496	47,168
Capital	9,177	9,177	9,177	8,971	10,152
<b>Total nómina</b>	<b>1035</b>	<b>953</b>	<b>825</b>	<b>1096</b>	<b>1346</b>
Back office – personal administrativo	163	148	148	187	197
Back office – personal de ventas	388	370	337	374	398
Front office (Vendedores)	484	435	340	535	751
<b>Crecimientos</b>					
Crecimiento anual en ventas	25.3%	28.0%	2.9%	6.8%	
Crec. acum. ventas del 2007 al 2011	<b>76.4%</b>				
Crecimiento anual en utilidad	97.2%	72.7%	104.0%	203.8%	
Crec. acum. utilidad del 2007 al 2011	<b>821.3%</b>				
Crecimiento anual de la nómina	8.6%	15.5%	-24.7%	-18.6%	
Crec. acum. nómina del 2007 al 2011	<b>-23.1%</b>				
<b>Indicadores</b>					
ROE (UPA)	<b>1.08</b>	0.55	0.32	0.16	(0.13)
ROA	<b>0.14</b>	0.08	0.06	0.03	(0.05)
Margen de utilidad	<b>7.3%</b>	4.6%	3.4%	1.7%	-1.8%
Ventas / Back office Adm.	<b>830</b>	730	570	438	389
Ventas / Back office (Adm.+ Vtas.)	<b>246</b>	208	174	146	129

(\*) Cifras estimadas a Dic-2011

**Tabla 16:** Indicadores Financieros ARTEFACTA (2007 – 2011)  
**Fuente:** Información ARTEFACTA  
**Elaborado:** Por los autores

## 5.1 ESCENARIO 2012 – 1016

Una proyección desde el 2012 al 2016 muestra un crecimiento significativo en los resultados anuales de ARTEFACTA. Llegando a generar una utilidad antes de impuestos de USD 24.3 millones en el 2016.

Y a esa fecha casi haber duplicados los ingresos financieros por venta a crédito. La proyección muestra los siguientes resultados esperados:

### Estados de Resultados Proyectados (2012 – 2016)

Expresados en miles USD

Rubro	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ventas Netas	76,709	81,949	84,361	107,974	135,326	155,625	175,078	192,586	211,845	233,029
Costo de Ventas	55,808	54,131	53,190	68,535	86,904	99,839	112,289	123,058	135,064	148,400
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>20,901</b>	<b>27,818</b>	<b>31,171</b>	<b>39,440</b>	<b>48,423</b>	<b>55,786</b>	<b>62,789</b>	<b>69,528</b>	<b>76,781</b>	<b>84,629</b>
<b>Gastos de Operación</b>	<b>20,957</b>	<b>20,554</b>	<b>20,668</b>	<b>23,862</b>	<b>27,933</b>	<b>30,915</b>	<b>33,969</b>	<b>36,966</b>	<b>40,053</b>	<b>43,158</b>
Variables	7,916	7,852	8,014	9,286	10,707	12,314	13,853	15,238	16,762	18,438
Fijos	13,041	12,702	12,654	14,577	17,226	18,601	20,117	21,728	23,291	24,720
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>-56</b>	<b>7,264</b>	<b>10,502</b>	<b>15,577</b>	<b>20,490</b>	<b>24,871</b>	<b>28,820</b>	<b>32,562</b>	<b>36,728</b>	<b>41,471</b>
Provisiones de cartera	-2,030	-2,532	-3,886	-4,240	-4,444	-5,111	-5,750	-6,325	-6,957	-7,653
Provisión de cuotas gratis	0	0	-1,344	-5,136	-6,406	-7,367	-8,288	-9,117	-10,029	-11,032
Depreciaciones y Amortizaciones	-890	-1,213	-1,298	-1,461	-1,518	-1,516	-1,615	-1,635	-1,605	-1,698
<b>Ingresos por Interés Venta a Plazo</b>	<b>2,332</b>	<b>2,399</b>	<b>2,873</b>	<b>3,137</b>	<b>3,572</b>	<b>3,778</b>	<b>4,348</b>	<b>4,776</b>	<b>5,257</b>	<b>5,698</b>
Ingresos por Recargos Cobranzas	1,798	1,822	1,903	2,012	2,096	2,127	2,159	2,192	2,224	2,398
Descuento en Venta de Cartera	-1,130	-2,210	-1,687	-829	-80	0	0	0	0	0
Otros Financieros Netos	-1,032	-3,288	-3,288	-3,299	-3,412	-3,839	-3,863	-3,585	-3,894	-4,181
Otros Netos	-360	-822	-878	-758	-430	-499	-516	-499	-596	-702
<b>Resultado</b>	<b>-1,368</b>	<b>1,420</b>	<b>2,897</b>	<b>5,003</b>	<b>9,866</b>	<b>12,444</b>	<b>15,294</b>	<b>18,368</b>	<b>21,129</b>	<b>24,302</b>
<b>Crecimiento anual utilidad</b>		<b>203.8%</b>	<b>104.0%</b>	<b>72.7%</b>	<b>97.2%</b>	<b>26.1%</b>	<b>22.9%</b>	<b>20.1%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>
<b>Crecimiento anual en ventas</b>		<b>6.8%</b>	<b>2.9%</b>	<b>28.0%</b>	<b>25.3%</b>	<b>15.0%</b>	<b>12.5%</b>	<b>10.0%</b>	<b>10.0%</b>	<b>10.0%</b>
<b>Efecto neto cartera</b>		<b>91</b>	<b>646</b>	<b>1,019</b>	<b>1,537</b>	<b>1,775</b>	<b>2,377</b>	<b>2,837</b>	<b>3,352</b>	<b>3,966</b>

Tabla 17: Estado de Resultados ARTEFACTA (2007 – 2016)  
Fuente: Información ARTEFACTA  
Elaborado: Por los autores

Las expectativas muestran una significativa mejora financiera producto del apalancamiento ofrecido por la titularización. Los beneficios financieros de la titularización se miden en el mediano y largo plazo.

## **Conclusiones y Recomendaciones**

## **Conclusiones y Recomendaciones**

El permanente crecimiento de la competencia y las necesidades de la sociedad hacen que las empresas estén necesitando constantemente recursos financieros nuevos para poder innovar su producción, volver más eficientes sus procesos, salir con nuevos productos y tomar otras estrategias que les permitan triunfar en las actuales condiciones de mercado.

Mejoras en las condiciones financieras de la empresa, conllevan a mejores condiciones para una nueva titularización de flujos futuros como instrumento de financiamiento en el mercado de valores. Y por lo tanto, una buena calificación de la emisión repercute en una mejor calificación de la compañía en el mediano y largo plazo. Prueba de ello es la mejora financiera de ARTEFACTA para el año 2016, llegando a alcanzar USD 24,3 millones de Utilidad antes de Impuesto. Un mejor costo de financiamiento, gracias a la Titularización obtiene un costo promedio del 7.33% en comparación a los medios tradicionales de financiamiento con tasas promedio del 8% al 10%, una mejor liquidez y mecanismos de gestión financiera de la cartera, así como una mejor gestión en las áreas comercial y operativa.

Los beneficios financieros de las titularizaciones de flujos futuros, justifican a esta alternativa de financiamiento como excelente para compañías que tienen proyectos de expansión a nivel nacional y que necesitan financiamiento a largo plazo, por eso se recomienda esta alternativa dado el bajo costo para la emisión para las empresas y los grandes beneficios que presentan en cuanto a un mejor desempeño financiero.

## Bibliografía

- 1.- Información Financiera ARTEFACTA S.A.
- 2.- [www.bolsadeguito.info/](http://www.bolsadeguito.info/)
- 3.- [www.mundobvg.com](http://www.mundobvg.com)
- 4.- Tesis “La Titularización de Flujos Futuros como Mecanismo de Financiamiento de las empresas, desde el Punto de vista de las Casas de Valores”. Ing. Com. Gina Narcisa Terán León (Universidad de Guayaquil - 2009)
- 5.- La Titularización como mecanismo de financiamiento (Documento - Hencorp Valores, S.A., Titularizadora Mayo 2009).

## GLOSARIO

La TITULARIZACIÓN es el proceso por el cual el ORIGINADOR aporta activos a un patrimonio autónomo para llevar a cabo un proceso de emisión y colocación de VALORES a través del mercado bursátil.

El ORIGINADOR en este caso es la compañía ARTEFACTA, que aporta los activos a un patrimonio autónomo bajo la figura de un FIDEICOMISO.

Los VALORES son derechos de contenido crediticio a emitirse por el FIDEICOMISO a favor de los INVERSIONISTAS, como resultado de esta TITULARIZACIÓN, respaldados por los derechos y recursos que conforman este FIDEICOMISO.

El FIDEICOMISO es el acto jurídico por el cual el ORIGINADOR transfiere de manera temporal e irrevocable su derecho de cobro sobre los flujos futuros de fondos.

Se establece la constitución de un patrimonio autónomo con personalidad jurídica, con los derechos y obligaciones que se estipulan en el instrumento público, el mismo que está integrado inicialmente con los activos que aporta el ORIGINADOR, y en adelante con los activos, pasivos y contingentes que deriven del desarrollo de proceso de TITULARIZACIÓN.

Los INVERSIONISTAS son los acreedores, adquirientes de los títulos – valores. Con derecho a percibir el derecho a percibir el pago capital e intereses según la rentabilidad esperada al momento de compra de los VALORES.