

**ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL**  
**Facultad de Ciencias Sociales y Humanísticas**



**“EVALUACIÓN DEL IMPACTO DEL USO DE  
TITULARIZACIONES DE FLUJOS DE CAJA  
PROYECTADOS EN LA VALORACIÓN DE UNA  
EMPRESA DEL SECTOR PESQUERO”**

**TRABAJO DE TITULACIÓN**

**Previa la obtención del Título de:  
MAGISTER EN FINANZAS**

**Presentado por:  
LUISA MARÍA AGUILAR GARCÍA  
DANIELA ESTEFANÍA FAYTONG REAL**

**Guayaquil – Ecuador  
2016**

## **TRIBUNAL DE TITULACIÓN**

---

Ph.D. Katia Rodríguez Morales  
**PRESIDENTE DEL TRIBUNAL**

---

M.Sc. María Elena Romero Montoya  
**DIRECTOR DE TESIS**

---

M.Sc. Pablo Soriano  
**REVISOR 1**

---

Dr. José De La Gasca  
**REVISOR 2**

## **DECLARACIÓN EXPRESA**

“La responsabilidad del contenido de este Trabajo de Titulación, nos corresponde exclusivamente; y el patrimonio intelectual de la misma a la ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL (ESPOL)”.

---

Luisa María Aguilar García

---

Daniela Estefanía Faytong Real

## AGRADECIMIENTO

*A Dios, por haberme permitido alcanzar una meta más en mi vida, y darme la fuerza necesaria, para culminar esta etapa de estudios exitosamente.*

*A mis padres por su amor y siempre apoyarme en todo lo que me he propuesto.*

*A mi ñaña, por ser mi soporte durante estos años, quien me ayuda a ser mejor cada día y por ser esa persona que me ha dado las fuerzas que me han faltado.*

*A mi Directora de tesis, M.Sc María Elena Romero, por su tiempo en brindarnos sus conocimientos que nos permitieron culminarla con éxito.*

*A mi compañera de estudios, Daniela, por los momentos vividos, los cuales fortalecieron nuestra amistad e hicieron que nos demos cuenta que los conocimientos que tenemos se complementan.*

*A todas las personas que forman parte de mi vida, porque cada una de ellas aporta con una parte fundamental de mi aprendizaje.*

*Luisa María Aguilar García*

*A Dios, por permitirme alcanzar una meta más en mi vida.*

*A mis padres por siempre ser mi apoyo, hasta en sus momentos más difíciles con su sacrificio y paciencia.*

*A mis hermanos, a pesar de la distancia siempre los he sentido a mi lado.*

*A mi Directora de tesis, M.Sc María Elena Romero, por su tiempo en brindarnos asesoría que me permitieron culminarla con éxito.*

*A mi compañera de estudios, Luisa, por los momentos compartidos los cuales fortalecieron nuestra amistad e hizo que sacáramos todo nuestro potencial*

*Daniela Estefanía Faytong Real*

## ÍNDICE GENERAL

<b>TRIBUNAL DE TITULACIÓN</b> .....	<b>ii</b>
<b>DECLARACIÓN EXPRESA</b> .....	<b>iii</b>
<b>AGRADECIMIENTO</b> .....	<b>iv</b>
<b>ÍNDICE GENERAL</b> .....	<b>v</b>
<b>RESUMEN</b> .....	<b>vi</b>
<b>ÍNDICE DE GRÁFICOS</b> .....	<b>vii</b>
<b>ÍNDICE DE TABLAS</b> .....	<b>viii</b>
<b>1. CAPÍTULO 1: MARCO REFERENCIAL</b> .....	<b>1</b>
<b>1.1. ANTECEDENTES</b> .....	<b>1</b>
<b>1.2. DEFINICIÓN DEL PROBLEMA</b> .....	<b>2</b>
<b>1.3. OBJETIVOS</b> .....	<b>2</b>
<b>1.3.1 Objetivo General:</b> .....	<b>2</b>
<b>1.3.2 Objetivos específicos:</b> .....	<b>3</b>
<b>1.4. JUSTIFICACIÓN Y/O IMPORTANCIA DEL PROBLEMA</b> .....	<b>3</b>
<b>1.5. METODOLOGÍA</b> .....	<b>3</b>
<b>1.6 ALCANCE DEL ESTUDIO</b> .....	<b>4</b>
<b>1.6.1 SECTOR PESQUERO</b> .....	<b>4</b>
<b>1.6.1.1 ANÁLISIS MACRO</b> .....	<b>4</b>
<b>1.6.1.2 ANÁLISIS MICRO</b> .....	<b>10</b>
<b>1.7 EMPRESA SUJETO DE ESTUDIO</b> .....	<b>11</b>
<b>CAPÍTULO 2: REVISIÓN LITERARIA</b> .....	<b>12</b>
<b>2.1 DEFINICIONES</b> .....	<b>12</b>
<b>CAPÍTULO 3: Evaluación de Impacto</b> .....	<b>25</b>
<b>3.1 Breve análisis financiero</b> .....	<b>25</b>
<b>3.2 BOSQUEJO DE PROSPECTO DE TITULARIZACIÓN DE FLUJOS</b> .....	<b>30</b>
<b>3.3 Estimación de flujos de caja proyectados:</b> .....	<b>35</b>
<b>4 Conclusiones</b> .....	<b>44</b>
<b>5 Recomendaciones</b> .....	<b>46</b>
<b>6 Referencias</b> .....	<b>47</b>
<b>7 ANEXOS</b> .....	<b>49</b>

## RESUMEN

El presente trabajo tiene como finalidad proporcionar a la Empresa dedicada a la venta y comercialización de productos del mar, una alternativa de financiamiento a través del mercado de valores, que le permita solventar problemas de liquidez o una expansión en el caso de que lo requiera. Se optará por la titularización, la que se hará de sus ventas proyectadas en flujos futuros, debido a que es la primera alternativa dado el bajo riesgo y costo; y el objetivo principal es que dicha empresa sea atractiva para los inversionistas.

Para el desarrollo del trabajo se emplearon tres capítulos. En el capítulo uno se revisa el marco referencial, los objetivos del trabajo y la metodología empleada. Se incluye un breve análisis del sector pesquero en el Ecuador, en donde se presentan las industrias más destacadas,

En el capítulo dos se pretende conocer lo que es la titularización, los elementos que la componen y funciona.

Finalmente en el tercer capítulo se calcula el índice de desviación y el valor de la empresa cuando los accionistas aportan el capital que se necesita, titularizando los flujos o si realiza un préstamo bancario. Llegando a concluir que lo mejor para la empresa es la titularización de flujos ya que el valor de está es mayor que si se financiarán a través de una institución financiera.

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

<b>Gráfico 1 Exportaciones del sector pesquero durante el periodo 2008-2013 .....</b>	<b>9</b>
<b>Gráfico 2 Fuentes de Financiación .....</b>	<b>13</b>
<b>Gráfico 3 Estructura de Ventas.....</b>	<b>25</b>
<b>Gráfico 4 Estructuración de Deuda Financiera al 2014 .....</b>	<b>28</b>
<b>Gráfico 5 Distribución de Deuda Financiera al 2014.....</b>	<b>29</b>

## ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1 Capturas de Atún en el Ecuador desde el 2000 al 2013 .....	6
Tabla 2 Producción pesquera durante desde 1980 al 2011 .....	7
Tabla 3 Principales productos del sector pesquero durante el periodo 2011-2012.....	9
Tabla 4 Empresas pesqueras y su participación en el mercado.....	10
Tabla 5 Amortización de la titularización .....	34
Tabla 6 Costo de la titularización.....	35
Tabla 7 Escenario Pesimista.....	35
Tabla 8 Escenario Probable.....	36
Tabla 9 Escenario Optimista .....	36
Tabla 10 Cálculo del Índice de Desviación .....	36
Tabla 11 Supuesto Escenario Pesimista .....	37
Tabla 12 Estado de Pérdidas y Ganancias con titularización.....	38
Tabla 13 Flujos de cajas proyectados con titularización.....	38
Tabla 14 Valor de la empresa con titularización .....	38
Tabla 15 Cálculo del Wacc si se emplea la titularización.....	39
Tabla 16 Estado de pérdidas y ganancias con el préstamo bancario .....	40
Tabla 17 Flujo de caja proyectados con el préstamo bancario.....	40
Tabla 18 Valor de la empresa con préstamo bancario .....	41
Tabla 19 Cálculo del Wacc con préstamo bancario.....	41
Tabla 20 Estado de Pérdidas y ganancias con aporte de accionistas.....	42
Tabla 21 Flujo de caja proyectados con aporte de accionistas.....	42
Tabla 22 Valor de la empresa con aporte de accionistas .....	42
Tabla 23 Cálculo del Wacc con aporte de los accionistas.....	43



## **1. CAPÍTULO 1: MARCO REFERENCIAL**

### **1.1. ANTECEDENTES**

Las grandes corporaciones buscan alternativas de financiamiento que no les implique un gasto que no puedan solventar para poder continuar con sus actividades. Por esta razón se puede observar una nueva forma de financiamiento de las empresas por medio de las titularizaciones que se definen como el proceso de agrupación de los activos financieros, tales como los instrumentos de deuda y préstamos individuales para luego empaquetar y convertirlos en valores y venderlos en forma de tramos o mejora crediticia a los inversores de terceros (Malekan & Dionne, 2012) las cuales tienen como ventaja obtener capital a un costo menor que si se negociara de manera tradicional o con los propios accionistas (Ricorp, 2014).

Es por esto que las empresas buscan el nivel óptimo de financiamiento al momento de contraer una deuda debido a que el valor de una empresa puede verse afectado por el endeudamiento que posea, el efecto fiscal y otras variables del mercado como lo son la asimetría de información, costo de agencia, etc., de acuerdo a lo establecido por Larrea & Rodríguez (2008). Es así que la estructura de capital nos da una imagen de la situación en la que se encuentra la empresa con respecto a la competencia.

Debido al atractivo que tienen las titularizaciones, para los participantes del mercado financiero, su aplicación se ha extendido ampliamente en los últimos años. En abril del 2011, el volumen de los activos titularizados pendientes en Estados Unidos alcanzó 11000 mil millones de dólares, que es mucho mayor que los generales destacados negociables títulos del Tesoro de 8000 mil millones de dólares (Malekan & Dionne, 2014). Por lo que la titularización sería efectiva en el sector pesquero ecuatoriano debido a que esto se emplearía para determinar el nivel óptimo de financiamiento considerando el efecto en las ventas y demás cuentas de los estados financieros que pueden verse afectados por varias externalidades una de ellas el

fenómeno del Niño, el cual se dio en Ecuador desde el último trimestre de 1997 hasta los primeros cinco meses de 1998 (CAN, 2009).

## **1.2. DEFINICIÓN DEL PROBLEMA**

Las empresas buscan obtener recursos a un costo menor, por lo que investigan las alternativas en el mercado y analizan el impacto que tendrían en sus balances. Es así como las titularizaciones han ganado votos en los últimos años al ser una metodología de financiamiento a un costo inferior del ofrecido por alguna entidad bancaria o demás personas naturales o jurídicas que pudiera otorgarle el préstamo.

En el mercado ecuatoriano son varias las empresas que realizan este tipo de financiamiento. De acuerdo a la publicación de la Bolsa de Valores de Guayaquil de julio de 2015 algunas de las empresas que realizan titularizaciones son Comandato, Plaslit, Meisterblue, Telconet, etc. Dado el poco desarrollo que existe en el mercado de valores y la rapidez con la que se aprueban leyes y reformas que pudieran afectar a las empresas, éstas buscan protegerse y generar dinero a un coste menor mitigando el riesgo.

Más aún, las empresas pesqueras que obtienen sus ganancias de lo que capturan o los derivados de estos, se ven afectados por externalidades como el Fenómeno del Niño, leyes que limiten el periodo de captura para que las especies no se extingan, algunas plagas o depredadores que puedan reducir el número de especies y además por estos motivos pueden ver afectada su liquidez, ya que no contarían con los recursos para que continúen con su normal funcionamiento. Por esta razón es importante determinar si es factible que una empresa pesquera ofrezca titularizaciones puesto que sus productos y ventas no son cíclicos, sino que dependen de las condiciones climáticas existentes.

## **1.3. OBJETIVOS**

### **1.3.1 Objetivo General:**

Evaluar el Impacto del uso de la Titularización de Flujos de Caja Proyectados como fuente de financiamiento en la valoración financiera de una empresa pesquera.

### **1.3.2 Objetivos específicos:**

- Analizar el desenvolvimiento que ha tenido la empresa dentro del sector pesquero.
- Evaluar alternativas de financiamiento que promuevan el desarrollo de la empresa.
- Observar el impacto que tendría la titularización sobre la continuidad del negocio

### **1.4. JUSTIFICACIÓN Y/O IMPORTANCIA DEL PROBLEMA**

Después de la crisis económica mundial del 2008, las empresas para poder ser más competitivas tienen que estar a la vanguardia en tecnología para así brindarle tanto a su cliente interno como externo el mejor producto, para esto necesita de recursos, los cuales muchas veces son mayores a los que podrían aportar los accionistas, por esta razón buscan financiamiento externo. Es necesario saber cuál es el nivel óptimo de endeudamiento que necesita la empresa, para que esto no afecte su desempeño normal

Las compañías que se encuentra en el sector pesquero, tienen algunas limitantes que pueden afectarlas. Estas limitantes pueden impedir su elegibilidad como sujetos de crédito en instituciones financieras .En el caso de que un crédito sea otorgado, este monto sea inferior al requerido o el costo del préstamo sea muy elevado.

Por esta razón se ha analizado la titularización de flujos, la cual hará a la empresa más atractiva para el mercado, reducirá el riesgo que tenga que asumir el inversionista, esto lo realizará transformando sus ventas futuras en ingresos el día de hoy a un menor costo, lo que es beneficioso para el sector pesquero ya que necesita de una fuente de recursos constante para el desarrollo de sus operaciones. No obstante, para poner en marcha dicha titularización, se deberá proyectar flujos de caja, los que no son certeros que se cumplan y esto terminaría por afectar la evolución de la empresa en el tiempo.

### **1.5. METODOLOGÍA**

La metodología que se va seguir es la siguiente:

Se determinará los diferentes tipos de titularizaciones a fin de determinar cuál es la más viable para la empresa pesquera. Luego se procederá con la elaboración de proyección de las ventas y se determinará el índice de desviación de las mismas. Finalmente se obtendrán los mecanismos de garantía que avalen dicha titularización y se le otorgará una calificación ficticia como si fuera a salir al mercado.

Se analizará través del WACC, el valor presente ajustado, el enfoque operativo de utilidad y finalmente el uso de los índices de ROE y ROA. No se utilizará el método de comparables, dada la poca información y desarrollo de nuestro mercado de valores.

## **1.6 ALCANCE DEL ESTUDIO**

Se estimará el nivel óptimo de financiamiento de la empresa, así como también se analizará el comportamiento que ha tenido financieramente y se procederá a proyectar los flujos utilizando los estados financieros del 2008 al 2014 y con esto se podrá evaluar si la titularización es viable o es más factible por sobre otras clases de financiamiento.

Las variables a tomar en consideración van relacionadas con la administración del negocio como lo son: capital, activos, deuda, liquidez, solvencia, garantías, rentabilidad, utilidad, ventas, índice de desviación, mecanismos de garantía, etc.

### **1.6.1 SECTOR PESQUERO**

#### **1.6.1.1 ANÁLISIS MACRO**

El sector pesquero ecuatoriano tiene como productos principales al camarón y el atún. De acuerdo a la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura conocida mundialmente como FAO se inició en el mercado ecuatoriano como se detalla a continuación:

La actividad pesquera industrial se inició a mediados del siglo XX con las capturas de atún y de camarón marino para posteriormente ampliarse a varias especies de pelágicos pequeños y grandes (pesca blanca) y desde los años 70 se inició la actividad acuícola con el cultivo de camarón en piscinas en las zonas inundables por la marea...

...Si bien la industria atunera ha crecido hasta alcanzar su solidez con capturas que sobrepasan las 200000 TM/año, con más de un centenar de unidades dedicadas a esta actividad. El puerto de Manta se ha transformado en el principal puerto atunero del país. No ocurre lo mismo con la industria pesquera de pelágicos pequeños, pues luego de lograr capturas de dos millones de TM/año en 1985, en la última década las mismas oscilan en medio millón de TM/ año y en ocasiones mucho menos...

...Paralelamente la pesca artesanal también ha cambiado comenzando con embarcaciones de la vela se pasaba al bote de fibra de vidrio con motor fuera de borda, a la vez que se mejoran las artes de pesca para la captura de peces pelágicos y demersales; como también camarón, langosta, y una variedad de mariscos que atienden la demanda del mercado nacional e internacional. Actualmente existen alrededor de 15500 embarcaciones y 138 caletas de desembarque...

... En la década de los años 70 nace la pesca de cultivo y del cultivo de camarón que en poco más de dos décadas estructuró un clúster que en el año 1997 alcanzó el record en generación de divisas con un valor de \$EE.UU. 874.43 millones de dólares americanos. Al año siguiente la cifra fue algo inferior y desde el año 1999 se ha reducido considerablemente debido al virus de la mancha blanca, llegando a los \$EE.UU. 269.14 millones en el 2001, con un grave impacto a la economía local y reduciendo las plazas de trabajo. Esta actividad se está trasladando a tierras altas en donde se emplea tecnología de punta con una inversión mucho más alta pero con mejores rendimientos...

...El más alto nivel de exportaciones pesqueras ocurre en el año 1998 por el sustancial aporte del camarón congelado proveniente de la industria acuícola, favorecida por la presencia del evento ENOS, 1997 – 98. La declinación del sector pesquero en la generación de divisas se inicia en 1999 por la presencia de la mancha blanca que afecto sustancialmente la producción de la industria acuícola, aunque las capturas de atún y pesca blanca para la preparación de pescado fresco y conservas se han mantenido estables.

El Banco Central del Ecuador muestra que durante el 2014 la acuicultura y pesca de camarón representaron el 1,4% del PIB y durante el primer trimestre presentaron una variación interanual del 0,03%.

Por otro lado, PROECUADOR en su publicación del sector pesquero al año 2013 muestra la cantidad de atún que se ha capturado tanto a nivel nacional como internacional desde el año 2000 hasta el 2013 como se ve en la tabla 1.

Tabla 1 Capturas de Atún en el Ecuador desde el 2000 al 2013

<b>Volumen de Atún en Aguas Nacionales e Internacionales</b>				
<b>Año</b>	<b>Aguas Nacionales</b>		<b>Aguas Internacionales</b>	<b>Total</b>
	<b>Costeras</b>	<b>I. Galápagos</b>		
2000	18.380	43.359	100.449	162.188
2001	5.586	15.907	118.727	140.220
2002	10.833	15.295	102.404	128.532
2003	35.121	26.395	114.585	176.101
2004	18.335	23.261	98.032	139.628
2005	16.316	24.491	115.812	156.619
2006	37.397	48.704	109.019	195.120
2007	3.843	19.105	123.814	146.762
2008	12.688	62.984	149.686	225.358
2009	6.238	41.755	141.123	189.116
2010	4.684	15.682	140.262	160.628
2011	7.069	44.924	187.639	239.632
2012	7.373	41.880	199.185	248.438
<b>Total</b>	<b>183.863</b>	<b>423.742</b>	<b>1.700.737</b>	<b>2.308.342</b>

Fuente: Instituto Nacional de Pesca, INP / Elaboración: Dirección de Inteligencia Comercial e Inversiones, PRO ECUADOR

Así también la captura con fines comerciales de peces pequeños se inició en la década de los 60`s, posterior al colapso de la pesquería de anchoveta producida en los años 70 en aguas peruanas. Por lo que gran parte de la flota peruana fue adquirida por empresas ecuatorianas mayormente embarcaciones con casco de acero y de mayor autonomía. Esto ocasionó un incremento en la capacidad de captura de este sector.

La tabla 2 muestra cómo ha ido el sector pesquero evolucionando de acuerdo a la producción desde el año 2000 hasta el 2011 de acuerdo a PROECUADOR

Tabla 2 Producción pesquera durante desde 1980 al 2011

<b>Datos de Producción de Pesca en el Ecuador</b>						
<b>Miles de toneladas</b>						
<b>Años</b>	<b>1980</b>	<b>1990</b>	<b>2000</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
<b>Producción</b>	<b>639,50</b>	<b>366,60</b>	<b>657,80</b>	<b>717,00</b>	<b>671,10</b>	<b>817,40</b>
Navegación Fluvial	0,50	1,90	9,70	39,60	48,80	49,30
Marino	639,00	364,70	648,10	677,40	622,30	768,10
<b>Acuicultura</b>	<b>9,60</b>	<b>77,70</b>	<b>61,30</b>	<b>218,40</b>	<b>271,90</b>	<b>308,90</b>
Navegación Fluvial	0,40	1,30	9,30	39,30	48,60	48,90
Marino	9,20	76,40	52,00	179,10	223,30	260,00
<b>Capturado</b>	<b>630,00</b>	<b>288,90</b>	<b>596,50</b>	<b>498,60</b>	<b>399,20</b>	<b>508,50</b>
Navegación Fluvial	0,20	0,60	0,40	0,30	0,20	0,40
Marino	629,80	288,30	596,10	498,30	399,00	508,10

Fuente: FAO, Departamento de Pesca y Acuicultura / Elaboración: Dirección de Inteligencia Comercial e Inversiones

Por otro lado se muestra la tabla de los principales productos pertenecientes al sector pesquero ecuatoriano que se exportan y su participación desde el periodo del 2011 al 2012 en la tabla 3





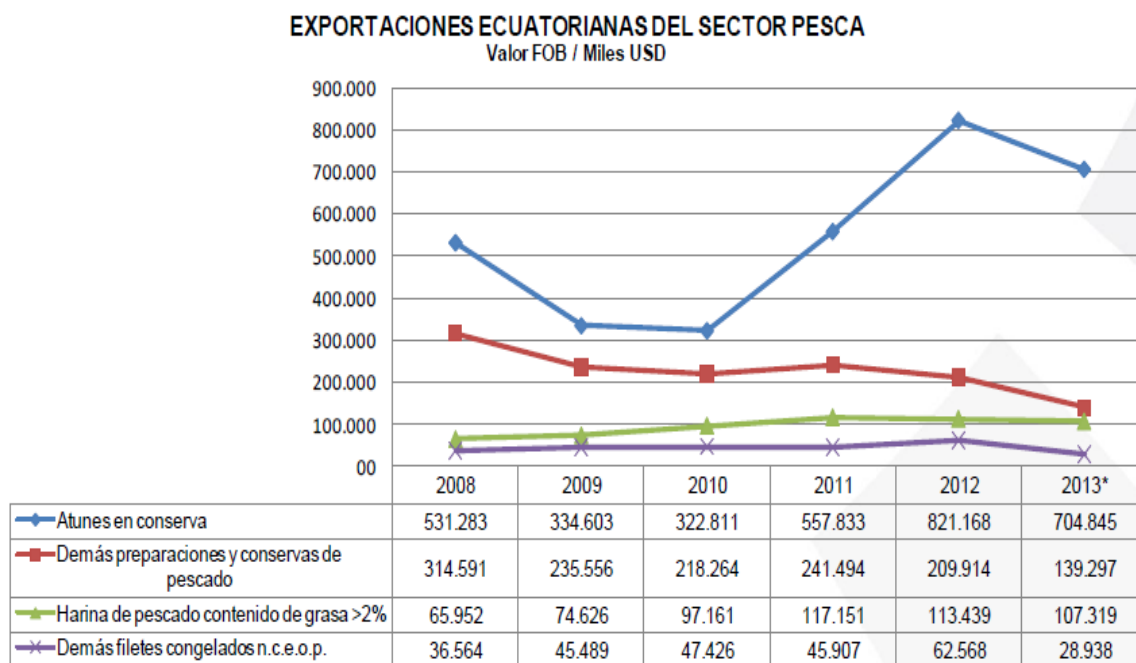
Tabla 3 Principales productos del sector pesquero durante el periodo 2011-2012

Exportaciones Ecuatorianas del Sector Pesca, Años 2011 y 2012						
Peso en Toneladas						
Partida	Descripción	2011	2012	Acumulado 2011-2012	Tasa Variación	% Participación
1604141000	Atunes en Conserva	122.577	152.100	274.677	24,09%	34,75%
2301201100	Harina de pescado con contenido de gras superior a 2% en peso	89.491	92.472	181.963	3,33%	23,02%
1604200000	Las demás preparaciones y conservas de pescado	50.545	37.415	87.960	-25,98%	11,13%
0303790090	Los demás pescados, excepto los hígados, huevas y lechas, no contempladas en otra parte	26.068	31.059	57.127	19,15%	7,23%
16044131000	Sardinias, sardinelas y espadines en salsa de tomate	28.166	28.631	56.797	1,65%	7,19%
150201000	Aceite de pescado en bruto	8.579	15.043	23.622	75,35%	2,99%
0304299090	Los demás filetes congelados no contemplados en otra parte	6.883	7.740	14.623	12,45%	1,85%
0303390000	Lo demás pescados planos congelados	6.941	6.282	13.223	-9,49%	1,67%
1604190000	Los demás pescados enteros o en trozos, excepto el pescado picado	6.450	6.202	12.652	-3,84%	1,60%
0304990000	Los demás filetes y demás carne de pescado, no contemplados en otra parte	3.380	3.677	7.057	8,79%	0,89%
0302690090	Los demás pescados frescos o refrigerados, excepto los hígados, huevas y lechas, no contempladas en otra parte	3.361	3.650	7.011	8,60%	0,89%
0303420000	Atún congelado de aleta amarilla	2.930	3.936	6.866	34,33%	0,87%
2301209000	Las demás harinas, polvo y pellets de pescado	2.352	2.704	5.056	14,97%	0,64%
0303780000	Merluzas congelados	1.120	3.473	4.593	210,09%	0,58%
0303290000	Los demás salmónidos congelados, excepto los hígados, huevas y lechas	1.046	2.560	3.606	144,74%	0,46%
0304291000	Filetas congelados de merluzas (merluccius spp. Urophycis spp.)	1.159	1.845	3.004	59,19%	0,38%
1605200000	Camarines, langostinos y demás decápodos natantia preparados o conservados	1.192	1.661	2.853	39,35%	0,36%
1604132000	Conservas de sardinias, sardinelas y espadines en aceite	1.227	1.533	2.760	24,94%	0,35%
0302310000	Albacoras o atunes blancos (thunnus alalunga) frescos o refrigerados	1.167	1.405	2.572	20,39%	0,33%
	Demás productos	10.277	12.107	22.384	17,81%	2,83%
<b>Total</b>		<b>374.911</b>	<b>415.495</b>	<b>790.406</b>	<b>10,82%</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Instituto Nacional de Pesca, INP / Elaboración: Dirección de Inteligencia Comercial e Inversiones, PRO ECUADOR

En el siguiente gráfico vemos como el atún es el producto que más ha incrementado sus ventas en los últimos años, periodo comprendido desde el 2008 al 2013.

**Gráfico 1 Exportaciones del sector pesquero durante el periodo 2008-2013**



\*Hasta Agosto de 2013

Fuente: Banco Central del Ecuador (BCE)

Elaboración: Dirección de Inteligencia Comercial e Inversiones, PRO ECUADOR.

Se tiene a las principales exportadoras de atún en la tabla 4, en la que destaca NIRSA, la cual ha diversificado su gama de productos al ofrecer panes de yuca, jugos, además del atún y sardinas

Tabla 4 Empresas pesqueras y su participación en el mercado

Principales Exportadores Ecuatorianos del Sector Pesca		
RUC	Razón Social	% Participación Valor Exportado 2012
0990007020001	Negocios Industriales Real N.I.R.S.A S.A.	13,88%
1391700776001	Técnica y Comercio de la Pesca C.A. Tecopesca	10,14%
1390149219001	Eurofish S.A.	8,37%
0992132078001	Galapesca S.A.	8,17%
1790034305001	Seafman Sociedad Ecuatoriana de Alimentos y Frigoríficos Manta C.A.	8,11%
1390147186001	Marbelize S.A.	5,83%
1390050352001	Conservas Isabel Ecuatoriana S.A.	5,72%
0990695520001	industrial pesquera Junin S.A. Junsa	2,09%
0992283882001	Guayatuna S.A.	1,74%
0991313788001	Asiservy S.A.	1,71%
0990177732001	Industrial Valdivia Induval S.A.	1,71%
0990182086001	Empresa Pequera Polar S.A.	1,53%
1391723318001	Oceanfish S.A.	1,41%
1791353463001	Corporación Conservera Mundo Marino Peninsular Comumap S.A.	1,36%
1390005713001	Industria Ecuatoriana Productora de Alimentos C.A. INEPACA	1,34%
1390013643001	Industria de Enlatados Alimenticios Cía Ltda. Ideal	1,30%
1390140319001	Frigorífico y Laboratorio San Mateo, Frigolab San Mateo Cía Ltda.	1,27%
1390040519001	Gondi S.A.	1,07%
0992185228001	Salica del Ecuador S.A.	1,06%
1391730845001	Productos perecibles y mariscos Propemar S.A.	1,04%
1391744064001	Pespesca S.A.	1,03%
1390073891001	Transmarina C.A.	1,02%
1390097677001	Mardex Mariscos de Exportación S.A.	0,85%
0992339055001	Siquality S.A.	0,75%
0991469095001	Tadel S.A.	0,72%
	Los demás	16,80%
	<b>Total</b>	<b>100%</b>

Fuente: Banco Central del Ecuador (BCE) / Elaboración: Dirección de Inteligencia Comercial e Inversiones, PRO ECUADOR

Según el análisis del sector pesca de Proecuador, el principal comprador de productos acuícolas ecuatorianos es Estados Unidos, seguido por España, Venezuela, Colombia, Italia, entre otros. Por su parte los principales productos exportados son: camarones, langostinos y filetes de tilapias frescos.

#### 1.6.1.2 ANÁLISIS MICRO

La industria pesquera en el Ecuador no se ha desarrollado en su totalidad, evolucionando de forma artesanal y poco tecnificada. La actividad pesquera abarca todas las provincias costeras del país y beneficia a la economía ecuatoriana.

Según fuente del Registro Nacional para Embarcaciones Pesqueras, el país cuenta con 368 barcos industriales registrados en la Subsecretaría de Pesca en el 2011, entre atuneros, pesca blanca, sardineros, camaroneros, palangreros, bolicheros; mientras que entre los artesanales en la provincia de Esmeraldas 8.866, en Manabí 10.278, en Santa Elena 4.924; Guayas 7.460; El Oro 3.882 y en los Ríos 1.080 con un total de 36.490 embarcaciones.

Las empresas pesqueras más grandes del Ecuador son:

- La Industria Ecuatoriana Productora de Alimentos (INEPACA), la que exporta en un 70%.
- Conservas Isabel Ecuatoriana S.A., subsidiaria de la empresa española “Isabel Conservas Garavilla”
- Eurofish es una empresa que se dedica a la pesca en general y al procesamiento de atún.
- La Atunera de Manta S.A., Atumsa.
- Seafman, que es procesadora de atún.

## **1.7 EMPRESA SUJETO DE ESTUDIO**

La empresa que se va a analizar está localizada en la ciudad de Manta, en la provincia de Manabí. Fue fundada en el año 1999 con capital 100% ecuatoriano. Distribuye sus productos en el mercado local como internacional, destacándose el atún por su calidad en sus diferentes presentaciones como vidrio, en pouch, lata, etc., el cual se puede degustar en países como España, Alemania, Francia, Brasil, Reino Unido, etc.

Así también, destaca el ser la primera empresa ecuatoriana exportadora de productos completos para mascotas.

La empresa ha presentado una disminución en sus ventas debido a que el precio del atún ha bajado, lo cual presiona los resultados. Así también se ven reducidos sus niveles de rentabilidad.

## **CAPÍTULO 2: REVISIÓN LITERARIA**

### **2.1 DEFINICIONES**

Muñoz y Royo, 2013: definen al nivel óptimo de endeudamiento en conseguir los recursos financieros que la empresa necesita para desarrollar las inversiones y realizar sus operaciones.

Scott (1980) indica que el nivel de endeudamiento a largo plazo aumenta con el grado de concentración de la oferta en el sector.

Modigliani & Miller (1958), definen al nivel de endeudamiento bajo el supuesto de que los mercados financieros son perfectos. El cómo la empresa se financie no afectaría su valor de mercado, porque lo que determinaba el valor son las inversiones, porque lo que determina dicho valor son las inversiones, es decir, el tamaño y el riesgo de los flujos de caja que generan los activos de la empresa.

D. Grajales, 2008 determina que no existe una teoría universal que explique el equilibrio entre deuda y capital, sin embargo muestra que existen teorías usadas por los empresarios al momento de financiarse por los beneficios que estas representan. Por ejemplo, la trade off theory o teoría del equilibrio estático (Myers, 1984) considera la estructura de capital de la empresa como el resultado del equilibrio entre los beneficios y costos derivados de la deuda, manteniendo constantes los activos y los planes de inversión. Por otro lado, la teoría de la jerarquía financiera o Pecking order theory (Myers, 1984) establece que la empresa va a preferir financiarse con recursos propios que ajenos. La teoría conocida como Free Cash Flow (Jensen, 1986) dice que los altos niveles de deuda riesgosa pueden incrementar el valor de la firma siempre que los Flujos de Caja Operativos excedan significativamente a sus oportunidades de inversión;

De acuerdo a Grajales las diferentes fuentes de financiación son las siguientes:

**Gráfico 2 Fuentes de Financiación**

1	Pasivo a corto plazo	}		}	
2	Pasivo a largo plazo				
3	Capital contable		E. FINANCIERA		
4	Acciones preferentes				E. CAPITAL
5	Capital de las acciones comunes				
6	Acciones comunes				
7	Utilidades retenidas				
	1-6 corresponde a estructura financiera				
	1-7 estructura de capital				

**Fuente:** Medición y Análisis de un Modelo para determinar la Estructura Optima de Capital.

De acuerdo a la NIC 37 los pasivos se definen como una obligación presente de la empresa, surgida a raíz de sucesos pasados, al vencimiento de la cual, y para cancelarla, la empresa espera desprenderse de recursos que incorporan beneficios económicos

Por otro lado M. Rascón (2011) establece que el pasivo a corto plazo es aquel cuyo vencimiento se producirá dentro de un año o en el ciclo normal de las operaciones cuando este sea mayor a un año y el pasivo a largo plazo está representado por adeudos cuyo vencimiento sea posterior a un año o al ciclo normal de las operaciones, si este es mayor a un año.

La NIC 32 (NIF C-11) determina que el capital contable es el valor residual de los activos de la entidad, una vez deducidos todos sus pasivos. Así también las utilidades retenidas o Utilidades o pérdidas acumuladas, se las determinan de acuerdo al monto neto de las mismas, dado los resultados que la entidad a lo largo de su vida obtenga.

Según el glosario de términos de la Superintendencia de Compañías Valores y Seguros las acciones preferentes no otorgan derecho de voto pero pueden conferir derechos especiales en cuanto al pago de dividendos y en la liquidación de las compañías

Según X. Servia (2010) las acciones preferentes se asemejan más a una acción común, no tienen obligación de pagar dividendos, no tienen poder de exigir el pago, no están respaldadas por ningún activo de la compañía y están condicionadas al valor de la

compañía. La única diferencia que tiene sobre las acciones comunes es que están en el penúltimo lugar de la lista de cobradores si una compañía se va a quiebra – está delante de los accionistas comunes.

Por último, la Comisión Nacional de Valores del gobierno argentino determina que las acciones comunes son valores negociables de renta variable que representan la fracción o parte alícuota mediante la cual una persona física o jurídica participa en el capital social de una sociedad anónima o sociedad comercial por acciones. Dicha participación se ve reflejada en un valor que otorga a su tenedor la calidad de accionista y conlleva a un conjunto de relaciones jurídicas entre éste y la sociedad.

Según el Glosario de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, las acciones comunes son acciones que otorgan iguales derechos a sus tenedores y confieren todos los derechos fundamentales que en la ley se reconocen.

## **2.2 Conceptos básicos de la titularización**

Para empezar a determinar el impacto que tendría una titularización en una empresa del sector pesquero, se debe tener claro en que consiste la titularización, cuales son los objetivos que alcanzaría y como lograría ayudar a que una compañía se vea más atractiva.

### **Antecedentes y Definición de la Titularización:**

El artículo 138 de la Ley de Mercado de Valores (L.M.V) define a la titularización como el proceso mediante el cual se emiten valores susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil, emitidos con cargo a un patrimonio autónomo.

De acuerdo a lo publicado por la Bolsa de Valores de Quito la titularización es un medio por el cual las empresas pueden obtener recursos en base a flujos que se espera que existan. Según la Codificación del Consejo Nacional de Valores la titularización es un proceso jurídico que convierte las expectativas de flujo de fondos futuros en títulos negociable hoy.

Se procederá a definir la titularización, según diferentes pensamientos:

En el libro titulado “Glosario de Términos Bursátiles y Financieros” (Término 1314) se atribuye a la Titularización el siguiente concepto:

Método de financiación, complementario o alternativo a la financiación tradicional. Esta operación financiera consiste en la transformación de un conjunto homogéneo de activos, los cuales son cedidos a un vehículo denominado Fondo de Titularización, y gestionados por una Sociedad Gestora, que los convierte en títulos de renta fija, que se venden y son negociados en el mercado organizado de renta fija. (Pág. 176).

Andrade & Navarrete (2013) en su trabajo de graduación mencionan a Palomino (2008) quien define la titularización como:

Una operación jurídica compleja que tiene por finalidad la movilización de diversas clases de activos mediante la emisión y colocación de nuevos títulos (llamados “títulos movilizados”) representativos de derechos sobre los activos objeto de movilización, así como la administración de los activos movilizados y el cumplimiento oportuno de las prestaciones incorporadas en los valores emitidos con ocasión del proceso...La titularización consiste en un rediseño – mediante armado de “paquetes” – del flujo de caja que generan individualmente los activos agrupados con el objeto señalado, a efectos de que los mismos sirvan de base para la emisión de títulos valores o de certificados de participación que serán colocados entre distintas inversiones (p.42)

Una segunda definición de titularización es:

A través de la titularización es posible transformar en efectivo activos fijos o flujos de lenta rotación, o flujos cuyo ingreso se espera, a través de la emisión y colocación en el mercado de títulos homogéneos, respaldados en un patrimonio autónomo constituido en la transferencia previa de aquellos. (Azuelo, 2005, p.508)

Las titularizaciones también son definidas como:

Un mecanismo para obtener liquidez, tanto de activos existentes pero que por su naturaleza no son líquidos, como de flujos futuros sobre los que se tiene una elevada certeza de que ocurran en el futuro. (Tovar, 2013)



Finalmente el artículo 139 de la Ley de Mercado de Valores determina cuales son los participantes de las titularizaciones que se detallan a continuación:

El originador puede estar conformado por una o más personas naturales o jurídicas, de derecho público o privado, públicas, privadas o mixtas, de derecho privado con finalidad social o pública, nacional o extranjera, o entidades dotadas de personalidad jurídica, propietarios de activos o derechos sobre flujos susceptibles de ser titularizado. Mientras que el agente de manejo será una sociedad administradora de fondos y fideicomisos que se encargará de salvaguardar los fondos a su cargo. Las diferentes funciones del agente de manejo se las encuentra con más detalle en el Anexo 1.

...El comité de Vigilancia, estará compuesto por lo menos por tres miembros, elegidos por los tenedores de títulos, no relacionados al agente de manejo. No podrán ser elegidos como miembros del mencionado comité los tenedores de títulos que pertenezcan a empresas vinculadas al agente de manejo (p.57)

Existen dificultades financieras que las empresas pueden tener al momento de conseguir un crédito con la banca privada entre las cuales tenemos las condiciones del financiamiento como lo es el tipo de interés y el plazo, la dificultad para ofrecer una garantía real.

Además, como la empresa acude con frecuencia al banco comercial debido a que posee líneas de crédito o cuentas en donde se recauda lo generado por el negocio, le resulta más factible la búsqueda de recursos a corto plazo, por lo que la elección de uno en particular merece un examen cuidadoso. La empresa debe estar segura de que el banco podrá auxiliarla para satisfacer las necesidades de efectivo a corto plazo que esta tenga y en el momento en que se presenten.

Sin embargo al incurrir en endeudamiento, podría variar el equilibrio que existe en la empresa entre el riesgo, la rentabilidad y la liquidez; variables fundamentales al momento de evaluar las diferentes opciones de financiamiento existentes.

En el país existen cuatro tipos de titularizaciones de acuerdo a lo publicado en la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, Título III, Subtítulo I,

Capítulo V, Sección IV, Art. 12, los artículos 154 y 156 de la Ley de Mercado de Valores que se detallan a continuación:

Titularización de cartera: consiste en la venta a inversionistas de la cartera que han colocado los intermediarios financieros, es decir, se ceden los derechos al pago del principal y de los rendimientos a los inversionistas que la adquieren.

Titularización de inmuebles: es un contrato de fiducia mercantil irrevocable de garantía o de administración, el originador transfiere a un patrimonio autónomo uno o varios bienes inmuebles de baja rotación, con cargo al cual la sociedad fiduciaria emite los títulos. En ningún caso el valor emitido sobrepasará el 90% del valor presente de los flujos proyectados descontados a una tasa que no podrá ser inferior a la tasa referencial activa del Banco Central.

Titularización de proyectos inmobiliarios: Consiste en la emisión de títulos mixtos o de participación que incorporen derechos alícuotas o porcentuales sobre un patrimonio de propósito exclusivo constituido con un bien inmueble, los diseños, estudios técnicos y de pre factibilidad económica, programación de obra y presupuestos necesarios para desarrollar un proyecto inmobiliario objeto de titularización.

Titularización de flujos de fondos: Es el traspaso al patrimonio autónomo del derecho de cobro de los flujos de efectivo previsible en el futuro. Se podrán estructurar procesos de titularización a partir de la transferencia al patrimonio autónomo del derecho de cobro de flujos futuros de fondos determinables con base en información histórica de al menos los últimos tres años y en proyecciones de por lo menos tres años consecutivos, según corresponda, por el plazo y la vigencia de los valores a emitirse.

El principal objetivo de una titularización de flujos es convertir las ventas futuras en presentes para poder hacer uso de dichos recursos, además hace a las empresas más atractivas para los inversionistas ya que estos tendrían la seguridad que al comprar títulos podrán recibir el pago en el tiempo y la forma adecuada.

De acuerdo al Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero la Titularización de Flujos de Fondos en General es:

...Descripción detallada del activo o proyecto titularizado, a partir del cual se generarán los flujos de fondos materia de la titularización. Tratándose

de bienes inmuebles, descripción detallada del bien transferido al patrimonio autónomo: tipo de bien, ubicación, área, número y fecha de inscripción en el Registro de la Propiedad...

...Resumen de los aspectos más relevantes del estudio técnico - económico que respalda la generación de los flujos de fondos proyectados.

Etapas y duración estimada de la ejecución del proyecto, si fuere el caso.

Descripción detallada de la determinación del punto de equilibrio del proyecto y tratamiento, en caso de no alcanzarse el mismo, si fuere el caso.

La información señalada en los literales 4.5), 4.6), 4.8), 4.9), 4.10), 4.11) y 4.12) del numeral anterior, si fuere el caso.

Nombre o razón social del constructor y resumen de su experiencia en el sector de la construcción y en obras de similar naturaleza y envergadura, a la que será desarrollada, si fuere el caso.

Nombre o razón social del fiscalizador y resumen de su experiencia en el sector de la construcción y en obras de similar naturaleza y envergadura, a la que será desarrollada, si fuere el caso.

Resumen del contrato de construcción, si fuere el caso.

Resumen del contrato de fiscalización, si fuere el caso.

Descripción de las garantías bancarias o póliza de fiel cumplimiento del contrato de construcción y de buen uso de los anticipos y de los fondos recibidos, si fuere el caso.

Resumen de los dos avalúos actualizados efectuados por peritos independientes del originador y del agente de manejo, si fuere el caso.

Descripción de la póliza de seguro que ampara el inmueble contra todo riesgo, acorde con lo establecido en la Ley de Mercado de Valores, si fuere el caso.

Índice de desviación y descripción detallada de la metodología empleada para su fijación e indicación de los cálculos matemáticos efectuados (p 59)

Los requisitos mínimos para el contrato de fideicomiso mercantil son los siguientes:

- La identificación del o los constituyentes y del o los beneficiarios;
- Una declaración juramentada del constituyente de que los dineros o bienes transferidos tienen procedencia legítima; que el contrato no adolece de causa u objeto ilícito y, que no irroga perjuicios a acreedores del constituyente o a terceros;
- La transferencia de los bienes en fideicomiso mercantil y la entrega o no cuando se trate de encargos fiduciarios;
- Los derechos y obligaciones a cargo del constituyente, de los constituyentes adherentes, en caso de haberse previsto su adhesión, del fiduciario y del beneficiario;
- Las remuneraciones a las que tenga derecho el fiduciario por la aceptación y desempeño de su gestión;
- La denominación del patrimonio autónomo que surge como efecto propio del contrato;
- Las causales y forma de terminación del fideicomiso mercantil;
- Las causales de sustitución del fiduciario y el procedimiento que se adoptará para tal efecto; e,
- Las condiciones generales o específicas para el manejo, entrega de los bienes, frutos, rendimientos y liquidación del fideicomiso mercantil.

Por su parte, se elabora un prospecto de oferta pública proveniente de la Bolsa de Valores de Quito. Este contiene lo siguiente:

El agente de manejo deberá someter a aprobación de la Superintendencia de Compañías el prospecto de oferta pública de los valores a emitirse como consecuencia de un proceso de titularización.

En el prospecto de oferta pública se hará constar información que le permita al inversionista formarse una idea cabal sobre los términos y condiciones de los valores en los cuales invertirá.

Todo prospecto de oferta pública primaria de valores resultantes de un proceso de titularización, deberá contener, al menos, la siguiente información:

#### PORTADA

Título: "PROSPECTO DE OFERTA PUBLICA", debidamente destacado.

- Nombre o razón social del originador.
- Nombre o razón social del agente de manejo.

- Denominación específica del fideicomiso mercantil o del fondo colectivo emisor de los valores.
- Tipo de valores a emitir: de contenido crediticio, de participación o mixtos.
- Monto de la emisión.
- Calificación de riesgo otorgada a la emisión.
- Nombre del agente pagador.
- Número y fecha de la resolución expedida por la Superintendencia de Compañías, autorizando la oferta pública y la inscripción de los valores en el Registro del Mercado de Valores.
- Número y fecha de la resolución expedida por la Superintendencia de Bancos y

Seguros autorizando la titularización, de ser el caso.

- Cláusula de exclusión, según lo establece el artículo 15 de la Ley de Mercado de Valores.

#### INFORMACIÓN GENERAL DEL ORIGINADOR

- Nombre, dirección, número de teléfono, número de fax y dirección de correo electrónica.
- Objeto social, de ser el caso.
- Descripción de la actividad económica, productos y participación en el mercado.
- Grupo financiero al que pertenece, si fuere del caso.
- Finalidad de la titularización
- Información económica y financiera; estados financieros del último ejercicio fiscal, junto con las notas y dictamen del auditor externo, análisis vertical e índices.

#### INFORMACIÓN GENERAL DEL AGENTE DE MANEJO

- Nombre, dirección, número de teléfono, número de fax y dirección de correo electrónico.
- Grupo financiero al que pertenece, si fuere del caso. 1.3.3 Fecha de constitución y plazo de duración de la sociedad.
- Organización de la sociedad.
- Recurso humano e infraestructura técnica y administrativa para el manejo de fondos y fideicomisos.
- Identificación y experiencia del personal directivo.
- Autorización de funcionamiento e inscripción en el Registro del Mercado de
- Valores;
- Capital social y composición accionaria.

- Información económico - financiera; estados financieros del último ejercicio fiscal, junto con las notas y dictamen del auditor externo y un análisis vertical e índices.
- Indicación de que las obligaciones asumidas por el agente de manejo son de medio y no de resultado.

#### CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN

- Monto total de la emisión.
- Plazo de la oferta pública.
- Procedimiento para la colocación.
- Condiciones especiales de la colocación, si fuere del caso.
- Monto mínimo de la inversión.
- Forma y lugar de suscripción de los valores.
- Características de los valores a emitir, incluyendo: tipo, valor nominal, carácter nominativo o a la orden, rendimientos o beneficios económicos, plazo o condición, periodicidad, forma y lugar de pago del capital y de los rendimientos o beneficios económicos, derechos del inversionista, clases y series, si fuere el caso; y, condiciones de pago anticipado.
- Extracto del estudio técnico de la calificadora de riesgo.

#### CALIFICACIÓN DE RIESGOS

Todos los valores que se emitan como consecuencia de procesos de titularización, deberán contar al menos con una calificación emitida por una de las calificadoras de riesgo legalmente establecidas y autorizadas para tal efecto.

Cuando se emita la calificación de riesgo, ésta deberá indicar los factores que se tuvieron en cuenta para otorgarla y adicionalmente deberá referirse a la legalidad y forma de transferencia de los activos al patrimonio autónomo. En ningún caso la calificación de riesgos considerará la solvencia del originador o del agente de manejo o de cualquier tercero.

#### INSCRIPCIÓN DE REGISTRO EN EL MERCADO DE VALORES

Para efectuar oferta pública de estos valores, se deberá presentar a la Superintendencia de Compañías la información que se señala a continuación, cuya responsabilidad de elaboración, análisis y verificación corresponderá al agente de manejo.

La información general solicitada para todo tipo de titularización se detalla a continuación:

- Solicitud de autorización de oferta pública y de inscripción en el Registro del Mercado de Valores, suscrita por el representante legal de la administradora de fondos y fideicomisos y firmada por el abogado patrocinador, con indicación del monto requerido de autorización de la emisión.

#### PROSPECTO DE OFERTA PÚBLICA

- Documento en el que se indique: los montos y la forma en que se han establecido los flujos futuros de fondos que se generarán, el mismo que deberá contemplar una proyección de, por lo menos, el tiempo de vigencia de los valores emitidos en el proceso de titularización.
- Facsímile del valor, en caso de que en el proceso de titularización se emitan títulos.
- Escritura pública que contenga el mecanismo utilizado en el proceso de titularización.
- Criterio positivo del proceso de titularización emitido por la Superintendencia de Bancos, en el caso de que el originador sea una institución sometida a su control.
- Reglamento de gestión que deberá constar como documento habilitante a la escritura pública del mecanismo de titularización.
- Declaración juramentada del representante legal del agente de manejo, acerca de la veracidad de la información contenida en el prospecto de oferta pública.

La presentación de la documentación descrita servirá para la autorización de la emisión y de la oferta pública de la titularización, y para la inscripción de los valores en el Registro del Mercado de Valores. Más información, sobre la titularización, los requisitos para el contrato del fideicomiso mercantil, el prospecto de oferta pública, el patrimonio autónomo, la calificación de riesgos, se puede encontrar con más detalle en el Anexo 1.

De acuerdo a lo publicado por M. Moreno & M. Andrade (2013) en su tesis “La titularización en el Ecuador. Análisis comparativo entre la titularización de activos y titularización de proyectos en general” la titularización posee las siguientes ventajas tanto para el vendedor como el adquirente que se detallan a continuación:

## VENTAJAS DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN PARA EL MERCADO

Introduce al mercado de valores un nuevo instrumento financiero constituyendo una fuente diferente y atractiva tanto para las empresas como los inversionistas.

Permite tener una mayor independencia financiera, ya que los rubros que se manejan tienen garantías y avales separados, por lo que no se vería en riesgo el ente en su totalidad.

Permite convertir a sus activos de lenta rotación en activos líquidos, haciéndolo atractivos para el mercado financiero.

Se lo oferta a un menor costo, lo que beneficia a la empresa originadora ya que le presenta un menor coste financiero.

Las titularizaciones incluyen colaterales y resguardos especialmente diseñados acorde a la estructura y tipo implementado brindando una adecuada cobertura de los riesgos en protección al desarrollo de los mercados.

La tasa otorgada a las titularizaciones dependerá de la estructuración y calificación de riesgo que hayan obtenido, contribuyendo a incrementar la inversión y el crecimiento empresarial ecuatoriano.

Disminuyen los recursos ociosos y se convierten en proyectos financieros.

## VENTAJAS AL ORIGINADOR

Optimiza el uso de los activos ociosos al dotarlos de liquidez, transformándolos en valores financieros, susceptibles de ser colocados en el mercado financiero generando así flujos de recursos para las actividades que quieran emprender.

Permite elaborar un producto a la medida y necesidades que la empresa requiera.

Su ratio de liquidez mejora al convertir los activos de lenta rotación en fuentes de dinero.

La empresa no se ve afectada en su posición financiera, ya que el proyecto tiene sus avales de manera independiente. Así también el riesgo asumido.



## VENTAJAS AL INVERSIONISTA

El inversionista posee un valor cuyo riesgo no corresponde ni se asemeja a los activos titularizados; lo que a priori permite ofrecer al inversionista un producto final de menor riesgo y de mejor calidad.

Es una alternativa diferente a las tradicionales como lo es la banca, ya que con antelación conoce los montos a recibir y las fechas de acreditación.

Es una alternativa diferente a la banca, con una uniformidad en pagos y en las fechas, ya que al momento de adquirirla se le da a conocer los pagos que se le van a realizar.

Es una manera de diversificar el portafolio, adquiriendo valores con una alta calificación, creando un blindaje ya que el agente de manejo como la fiduciaria asume la responsabilidad de los pagos.

En el Anexo 2 se podrá encontrar con más detalle los requisitos y demás características de cada una de las titularizaciones.

Como se mencionó en el capítulo anterior se va a trabajar con datos históricos para la proyección de flujos dadas las características de la empresa optaremos por realizar una titularización de flujos de fondos.

Para el estudio se optará por la titularización de ventas de flujos futuros de una empresa pesquera que por motivos de confidencialidad la llamaremos “LA EMPRESA”

## CAPÍTULO 3: Evaluación de Impacto

### 3.1 Breve análisis financiero

El análisis financiero efectuado a la empresa comprende los últimos cinco años, que se detallan en el Anexo 3.

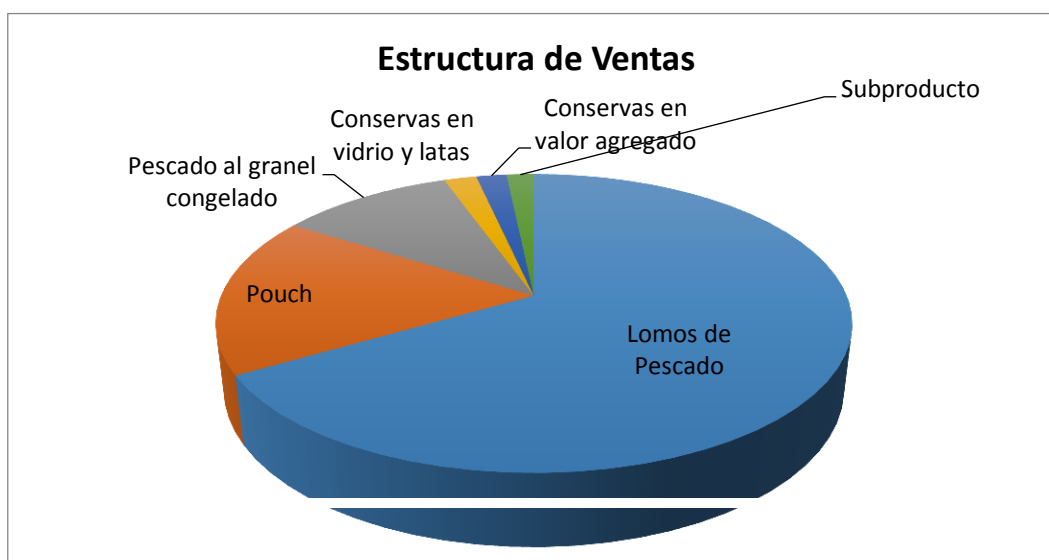
#### Ingresos Operacionales

La compañía Técnica y Comercio de la Pesca C.A Tecopesca registró un crecimiento promedio de sus ingresos del 2010 al 2014 en 15,57%.

A diciembre de 2014, los ingresos alcanzaron US\$ 156,62 millones, presentado una disminución en ventas de 16,71%, debido a la reducción de los ingresos de lomos de pescado, pescado al granel congelado y conservas en vidrio y latas.

La estructura de los ingresos por ventas al 2014, es la siguiente y se muestra en el gráfico No. 2: lomos de pescado 65,79%, el 17,15% en pouch, 10,41% en pescado al granel congelado, 1,95% por conservas en vidrio y latas, 1,82% conservas en valor agregado y 1,63% en subproducto.

**Gráfico 3 Estructura de Ventas**



Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros / Elaboración: Las Autoras

### **Costo de Venta y Utilidad Bruta**

La participación del costo sobre las ventas en promedio fue de 84,69%, a diciembre de 2014 fue de 80,22%, menor a la presentada en el 2013 (84,28%), evidenciando un mejor manejo en los costos. La utilidad bruta obtenida fue de US\$ 31,58 millones, mayor en 4,79% en relación a diciembre de 2013 (US\$ 30,13 millones), es así que el margen bruto se incrementó al pasar de 15,72% a 19,78%.

### **Gastos Operacionales y Utilidad Operativa**

Los gastos operacionales en promedio crecieron en 9,26%, a diciembre de 2014 fueron de US\$ 12,29 millones, siendo menor en 2,39% que en diciembre de 2013 (US\$ 12,59 millones). La participación de estos gastos sobre las ventas fue de 7,70%, superior a la mostrada en diciembre de 2013 de 6,57%, debido a la decrecimiento de las ventas.

La utilidad operativa a diciembre de 2014 fue de US\$ 19,29 millones, superior en 9,95% a diciembre de 2013, y significó un margen operativo de 12,08%, mayor al reflejado en similar período de 2013 de 9,15%, debido a la disminución de los costos de ventas.

### **Gastos Financieros y Utilidad Neta**

Los gastos financieros tuvieron un crecimiento promedio de 11,32%, por su parte a diciembre de 2014 la disminución fue de 16,07%, debido a la menor deuda financiera, sin embargo, su participación sobre las ventas tuvo un leve incremento de 3,02% a 3,04%, dado por la mayor reducción de los ingresos operacionales en relación a los gastos financieros. Finalmente, la utilidad alcanzada a diciembre de 2014 fue de US\$ 8,49 millones, la que fue mayor en 20,45% a la de diciembre de 2013 (US\$ 7,05 millones), lo que se atribuye principalmente al decrecimiento de los costos de ventas. Es así que el margen neto fue de 5,32% mayor al 3,68% de diciembre de 2013.

### **Análisis del Balance**

#### **Activos**

Los activos al 31 de diciembre de 2014, se registraron por US\$ 109,98 millones, monto que fue 1,80% mayor que en diciembre de 2013, principalmente por mayores inventarios, activo fijo neto, efectivo y equivalente de efectivo y otros activos no corrientes. Los activos totales estuvieron compuestos en 61,12% por activos corrientes,

mientras que los activos no corrientes representaron el 38,88% restante. El activo estuvo financiado en un 67,81% por el pasivo total y el 32,29% restante por el patrimonio.

**Cuentas por cobrar:** Las cuentas por cobrar a clientes fueron de US\$ 22,42 millones y reflejaron un decrecimiento del 36,76% con relación a diciembre de 2011 (US\$ 35,45 millones), la disminución se debe a la reducción en el nivel de ventas a crédito.

Por su parte, los inventarios fueron de US\$ 31,92 millones, superiores en 6,72% a diciembre de 2013 (US\$ 29,91 millones), lo que se da por la reducción en ventas.

El activo fijo a diciembre de 2014 fue de US\$ 34,55 millones, superior en 5,39%. Mientras que otros activos no corrientes presentaron un incremento de 465,54% al ser de US\$ 7,98 millones.

## **Pasivo**

El pasivo total a diciembre de 2014, ascendió a US\$ 74,58 millones, lo que reflejó un incremento del 7,89% respecto a similar período de 2013 (US\$ 69,12 millones), debido al aumento cuentas y documentos por pagar, otras obligaciones corrientes

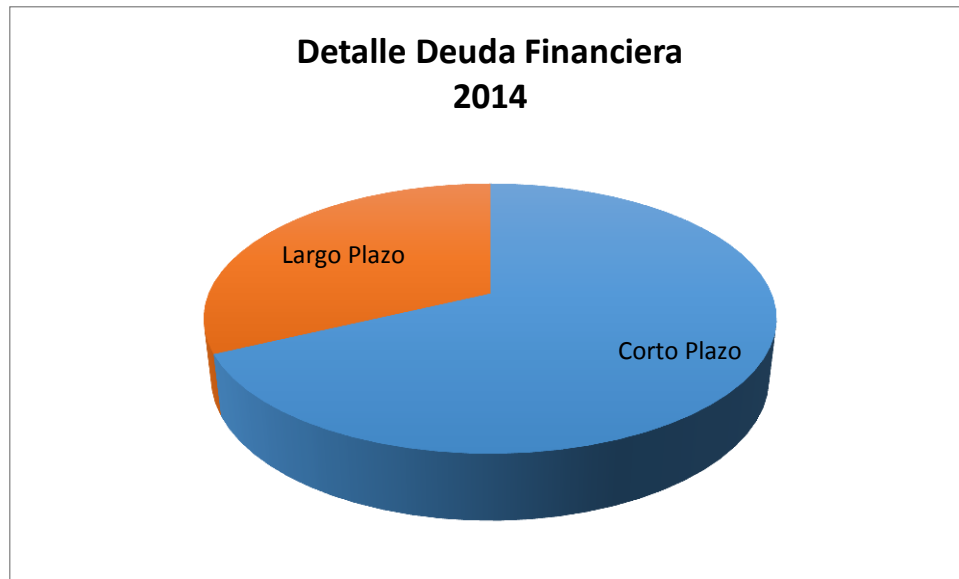
El total de pasivos estuvo conformado principalmente por obligaciones en titularización de fondos (26,52%), otras obligaciones corrientes (23,36%) y cuentas y documentos por pagar (21,51%).

**Cuentas por pagar proveedores:** Las cuentas por pagar proveedores fueron de US\$ 16,04 millones, las que se incrementaron en 4,91% con respecto a diciembre de 2013, dado por la compra de inventarios.

El pasivo no corriente fue de US\$ 14,02 millones, disminuyendo en 30,07% con respecto a diciembre de 2013 (US\$ 20,04 millones), producto de menores obligaciones financieras y en titularización de fondos.

## Análisis de la Deuda

**Gráfico 4 Estructuración de Deuda Financiera al 2014**

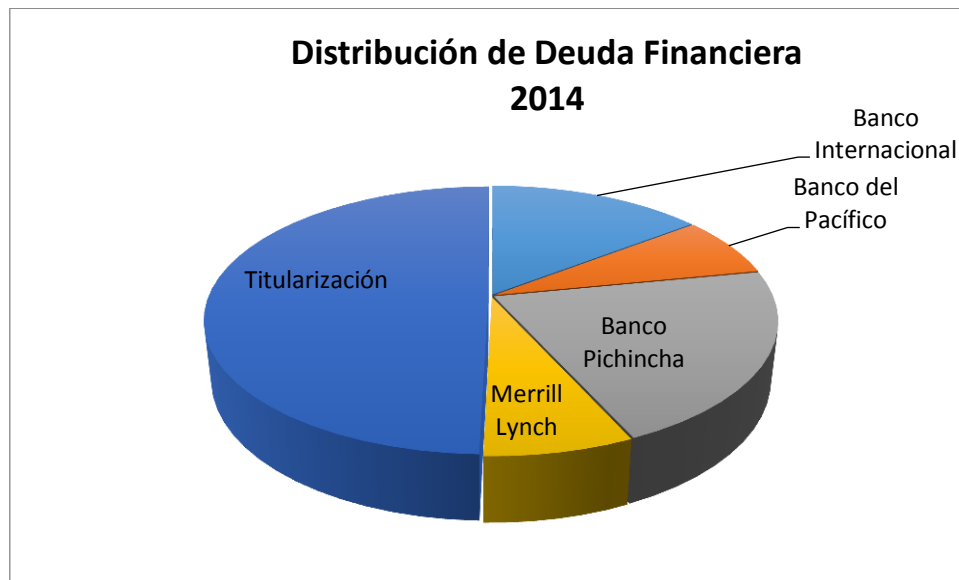


Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros / Elaboración: Las autoras

La deuda financiera está concentrada en el corto plazo en un 60,83% y en el 39,17% en el largo plazo, así como se muestra en el gráfico No. 4.

Los pasivos con costo se conforman por Titularización con el 49,60%, Banco Pichincha con el 21,28%, Banco Internacional con el 14,62%, Banco del Pacífico con el 7,29% y Merrill Lynch con el 7,21%, se puede observar esto en el gráfico No. 5.

**Gráfico 5 Distribución de Deuda Financiera al 2014**



Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros / Elaboración: Las autoras

### **Patrimonio**

El patrimonio al 31 de diciembre del 2013, de la empresa alcanzó los US\$ 35,40 millones reflejando una disminución del 9,03% en comparación a diciembre de 2013 (US\$ 38,91 millones). Esta disminución se debió a la reducción de utilidades retenidas. Las principales cuentas del patrimonio fueron utilidades retenidas con el 70,57%, capital social 12,17%, otros resultados integrales 11,18% y reserva legal 6,08%.

### **Indicadores Financieros**

#### **Rentabilidad**

Los indicadores de rentabilidad a diciembre de 2014, fueron superiores a diciembre de 2013, consecuencia del incremento en 20,45% en la utilidad neta de la empresa. El ROA pasa de 6,52% a 7,72%, mientras que el ROE aumenta de 18,10% a 23,97%.

#### **Liquidez y Capital de Trabajo**

La liquidez general a diciembre de 2014, se estableció en 1,11 veces, siendo inferior que las 1,50 veces de diciembre de 2013. Por su parte, el indicador de prueba ácida fue de 0,58 veces (0,89 veces en diciembre de 2013).

Por su parte, el capital de trabajo de la empresa a diciembre de 2014 fue de US\$ 6,65 millones, evidenciando un importante decrecimiento con relación a diciembre de 2013 (US\$ 24,56 millones), producto de los menores valores de cuentas por cobrar.

### **Cobertura de deuda**

Para diciembre del 2014, el EBITDA acumulado fue de US\$ 19,29 millones, valor inferior en 4,41% al generado del año anterior.

Al finalizar el año 2014 la compañía registra como deuda financiera un monto de US\$ 39,87 millones. La cual será pagada en 2,07 años levemente inferior al 2013 (2,31 años).

## **3.2 BOSQUEJO DE PROSPECTO DE TITULARIZACIÓN DE FLUJOS**

### **Prospecto de Titularización de Flujos Futuros – Técnica y Comercio de la Pesca**

#### **C.A. Tecopesca**

##### **3.2.1 Información General del Originador**

###### **3.2.1.1 Denominación Social:**

Técnica y Comercio de la Pesca C.A. Tecopesca

###### **3.2.1.2 Dirección**

Manta: km 4.5 vía Manta Rocafuerte, Provincia Manabí

###### **3.2.1.3 Teléfono**

052 – 389136

###### **3.2.1.4 Correo Electrónico**

[iandrade@tecopesca.com](mailto:iandrade@tecopesca.com)

###### **3.2.1.3 Objeto Social**

El objeto de la compañía es dedicarse a todas las actividades relacionadas a:

a) la pesca, faenamiento, almacenamiento, procesamiento, comercialización y exportación de toda clase de productos marinos extranjeros;

b) Procesamiento de conservas de atún, así como su comercialización y exportación;

c) La comercialización de productos alimenticios para consumo humano, animal y vegetal;

d) Brindar servicios de computación y procesamiento de datos con equipos propios o alquilados, análisis, desarrollo, implementación y prestación de servicios electrónicos;

e) A la construcción de plantas procesadoras de alimentos y productos ya sea para consumo humano, animal o vegetal;

f) Exportación o importación de productos agrícolas así como la industrialización de los mismos y su respectiva comercialización;

g) La reproducción en cautiverio de camarones mediante el establecimiento de laboratorios de a/temía salina, principalmente mediante el desove de hembras grávidas capturadas o por la maduración de los adultos en los criaderos especiales;

h) El cautivo y cría de camarones en viveros y piscinas y su fase extractiva con fines de comercialización;

i) Se dedicará a la actividad mercantil, como comisionista, intermediaria, mandataria, mandante, agente y representante de personas naturales y/o jurídicas;

j) Prestar servicios de asesoría en los campos jurídicos, económicos, inmobiliarios y financieros, investigaciones de mercado y auditoría;

k) Arrendamiento de cámaras frigoríficas.

### **3.2.1.5 Constitución**

Técnica y Comercio de la Pesca C.A Tecopesca se constituyó mediante la escritura pública otorgada ante el Notario tercero del cantón Manta, abogado Raúl Eduardo González Melgar, el 15 de junio de 1999, e inscrita en el registro Mercantil de Guayaquil el 29 de octubre de 1999



### **3.2.1.6 Descripción detallada de los Mecanismos de Garantía**

Contempla dos MECANISMOS DE GARANTÍA: (i) el EXCESO DE FLUJOS DE FONDOS que incluye la existencia de un DEPOSITO EN GARANTÍA; y (ii) la FIANZA SOLIDARIA.

EXCESO DE FLUJO DE FONDOS: Consiste en que los flujos que se proyecta que sean generados por el Derecho de Cobro sean superiores a los montos requeridos por el Fideicomiso para pagar los PASIVOS con los inversionistas.

En la presente Titularización el exceso de flujo de fondos incluye la existencia de un Depósito de Garantía, el cual se integrará por \$ 671.105 y se repondrá si se ha tenido que acudir, total o parcialmente a él.

FIANZA SOLIDARIA: Consiste en la Fianza Mercantil otorgada por este medio por el Originador, la cual tiene por objeto respaldar a los inversionistas, a prorrata de su inversión en valores, cuando el Fideicomiso deba pagar los pasivos con inversionistas y resulten insuficientes los recursos provisionados. De producirse esta situación, el Originador se compromete, de manera solidaria, a pagar dichos Pasivos con inversionistas.

### **3.2.1.7 Características de la Emisión:**

#### **3.2.1.8 Monto de la Emisión:**

Hasta US\$ 5.000.000,00 (Cinco millones de dólares de los Estados Unidos de América)

#### **3.2.1.9 Plazo de la oferta pública:**

Nueve meses calendario contados a partir de la fecha de la autorización de la Titularización por parte de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, y si se ha obtenido prórroga correspondiente al plazo de oferta pública de los Valores.

#### **3.2.1.10 Procedimiento para la colocación**

En las bolsas de valores del país, a través de las Casas de Valores.

**3.2.1.11 Monto Mínimo de Inversión:**

US\$ 5.000,00 o sus múltiplos

**3.2.1.12 Forma y lugar de descripción de los Valores:**

Mediante libre negociación bursátil a través de las Bolsas de Valores del Ecuador.

**3.2.1.13 Valor nominal de los títulos:**

Los valores se emitirán en forma desmaterializada.

**3.2.1.14 Plazo, Tasa de Interés, Periodicidad de pagos**

Los términos y condiciones constan a continuación:

Denominación: "VTC-TECOPESCA"

Monto: Hasta US\$ 5.000.000,00

Plazo: 1800 días

Tasa de Interés Fija Anual: 8,5%

Amortización de Capital: Trimestral

Amortización de Interés: Trimestral

Valor Nominal Mínimo: US\$ 5.000,00

### 3.2.15 Tabla de Amortización:

En la tabla 5 se puede observar los pagos que se realizarán.

**Tabla 5 Amortización de la titularización**

Tabla de Amortización				
Períodos	Capital	Intereses	Pago	Saldo
0				5.000.000,00
1	\$330.921,23	141.666,67	189.254,56	4.810.745,44
2	\$330.921,23	136.304,45	194.616,77	4.616.128,67
3	\$330.921,23	130.790,31	200.130,91	4.415.997,75
4	\$330.921,23	125.119,94	205.801,29	4.210.196,46
5	\$330.921,23	119.288,90	211.632,33	3.998.564,14
6	\$330.921,23	113.292,65	217.628,58	3.780.935,56
7	\$330.921,23	107.126,51	223.794,72	3.557.140,84
8	\$330.921,23	100.785,66	230.135,57	3.327.005,27
9	\$330.921,23	94.265,15	236.656,08	3.090.349,19
10	\$330.921,23	87.559,89	243.361,33	2.846.987,86
11	\$330.921,23	80.664,66	250.256,57	2.596.731,29
12	\$330.921,23	73.574,05	257.347,17	2.339.384,12
13	\$330.921,23	66.282,55	264.638,68	2.074.745,44
14	\$330.921,23	58.784,45	272.136,77	1.802.608,67
15	\$330.921,23	51.073,91	279.847,31	1.522.761,35
16	\$330.921,23	43.144,90	287.776,32	1.234.985,03
17	\$330.921,23	34.991,24	295.929,98	939.055,05
18	\$330.921,23	26.606,56	304.314,67	634.740,38
19	\$330.921,23	17.984,31	312.936,92	321.803,46
20	\$330.921,23	9.117,76	321.803,46	0,00

Fuente y Elaboración: Las autoras

### 3.2.1.16 Destino de los Recursos:

50% para adquisición de maquinarias embazadoras

50% en construcciones

### 3.2.1.17 Costos de Titularización

Se puede observar en la tabla 6 el costo de la titularización:

**Tabla 6 Costo de la titularización**

Emisión	5.000.000,00				
	Costo Inicial	Durante Vigencia Emisión	Frecuencia de Pago	Costo Total	Porcentaje de Emisión
Costos y Estructuración Financiera	4.000			4.000	0,08%
Costo Estructuración Legal	2.000			2.000	0,04%
Costo Colocación	1.000			1.000	0,02%
Publicidad Prospecto	500			500	0,01%
Costo Calificación de Riesgos	1.200	10 veces	Semestral	12.000	0,24%
Comisión Bolsa	100			100	0,00%
Inscripción en Registro Mercado de Valores	1.000			1.000	0,02%
Fiduciaria o Agente de Manejo	1.200	10 veces	Semestral	12.000	0,24%
Agente Pagador	600	10 veces	Semestral	6.000	0,12%

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros / Elaboración: Las autoras

### 3.3 Estimación de flujos de caja proyectados:

De acuerdo al comportamiento de la empresa durante el 2008 al 2014, se ha estimado los flujos de venta que tendrá en los próximos cinco años, para poder calcular el índice de desviación, el que nos muestra cómo se desviarán las ventas tanto positiva como negativamente, lo que puede dar una visión más clara del traspaso de los flujos al fideicomiso para el pago de los inversionistas de la titularización. Los escenarios a considerar son; pesimista, probable y optimista,

Pesimista: Incrementarían las ventas en un 3,00% en el 2016 y en 4,00% del 2017 al 2020, esto valorando que las ventas de la empresa han presentado fluctuaciones, y que el crecimiento dependería del precio internacional y de los fenómenos naturales que pueden afectar a la pesca, es así que se puede observar las ventas en la tabla 7.

**Tabla 7 Escenario Pesimista**

Escenario Pesimista				
2016	2017	2018	2019	2020
165.963	172.601	179.505	186.686	194.153

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros / Elaboración: Las Autoras

Escenario Probable: Las ventas aumentan en 4,00% en el 2016 y en 5,00% del 2017 al 2020, se puede observar esto en la tabla 8.

**Tabla 8 Escenario Probable**

Escenario Probable				
2016	2017	2018	2019	2020
169.217	177.678	186.562	195.890	205.684

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros / Elaboración: Las Autoras

Escenario Optimista: Las ventas se incrementarían en 5,00%, en el 2016 y en 6,00% del 2017 al 2020, se puede observar en la tabla 9 el incremento de los ingresos.

**Tabla 9 Escenario Optimista**

Escenario Optimista				
2016	2017	2018	2019	2020
172.503	182.853	193.824	205.454	217.781

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros / Elaboración: Las Autoras

### 3.4 Indicé de desviación

De acuerdo a la valoración realizada de los flujos, estimando que ocurra el escenario probable en un 55%, el escenario pesimista en un 32% y el escenario optimista en un 13%, da como resultado un índice de desviación de 3,93%, el cual es considerado bajo, ya que los flujos pueden fluctuar en torno a este tanto positiva como negativamente, en la tabla 10 se puede apreciar el cálculo del índice de desviación.

**Tabla 10 Cálculo del Índice de Desviación**

Cálculo del Índice de Desviación						
	2016	2017	2018	2019	2020	Total
Escenario Probable	165.963	172.601	179.505	186.686	194.153	898.908
Escenario Pesimista	169.217	177.678	186.562	195.890	205.684	935.031
Escenario Optimista	172.503	182.853	193.824	205.454	217.781	972.414
Flujo Promedio	127.425	133.787	140.477	147.512	154.910	935.451
Desviación Estándar	3.270	5.126	7.160	9.385	11.815	36.755
<b>Índice de Desviación</b>	<b>2,57%</b>	<b>3,83%</b>	<b>5,10%</b>	<b>6,36%</b>	<b>7,63%</b>	<b>3,93%</b>

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros / Elaboración: Las Autoras

### 3.4 Análisis de Impacto

Para la evaluación del impacto de la titularización se selecciona para estimar el valor de la empresa el método de flujos de caja descontados a través del enfoque APV y se compara con el financiamiento vía deuda bancaria y vía capital propio para evaluar la alternativa más conveniente.

Se considera los supuestos del escenario pesimista, los que se pueden examinar en la tabla 11 para la proyección, la cual se realiza a 5 años, dicho escenario es considerado debido a la coyuntura macroeconómica actual que vive el país, la que afectará a empresas de cualquier sector:

**Tabla 11 Supuesto Escenario Pesimista**

	AÑO 1	AÑO 2	AÑO 3	AÑO 4	AÑO 5	Perpetuidad
Crecimiento en Ventas	3,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	
Costos de Ventas	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	
Gastos Operativos	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	
Tasa Impositiva	33,70%	33,70%	33,70%	33,70%	33,70%	
CAPEX	5.000,00	5.000,00	5.000,00	5.000,00	5.000,00	
Crecimiento de Depreciación	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	
Crecimiento Perpetuo						4,00%

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros / Elaboración: Las Autoras

Es así que la utilidad neta del 2016 al 2020 es positiva, a partir de esto, se estima el valor de los flujos de caja del período, el valor terminal y da como resultado el valor de la empresa el cuál es de US\$ 53,09 millones, lo que incluye los gastos por la titularización y los intereses, que tienen una tasa de 8,50%, las tablas 12, 13 y 14 se puede observar lo dicho anteriormente.

**Tabla 12 Estado de Pérdidas y Ganancias con titularización**

<i>Estado de Ganancia y Pérdidas</i>						
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ventas Netas	161.129	165.963	172.601	179.505	186.686	194.153
Total Ventas	161.129	165.963	172.601	179.505	186.686	194.153
Costo de Ventas	134.445	141.167	148.226	155.637	163.419	171.590
Costo de ventas	134.445	141.167	148.226	155.637	163.419	171.590
Utilidad Bruta	26.684	24.795	24.376	23.868	23.267	22.563
Gastos operacionales	12.595	12.910	13.233	13.564	13.903	14.250
Gastos de Titularización		10	6	6	6	6
Resultado de Operación	14.089	11.876	11.137	10.299	9.358	8.307
Gastos Financieros	-4.077	-3.850	-3.587	-3.289	-2.954	-2.580
Resultado antes de Participaciones y del Impuesto a la Renta	10.011	8.026	7.550	7.010	6.404	5.727
Participación de los trabajadores	-1.502	-1.204	-1.132	-1.051	-961	-859
Resultado antes de Impuesto a la Renta	8.510	6.822	6.417	5.958	5.444	4.868
Impuesto a la Renta del Periodo	-1.872	-1.501	-1.412	-1.311	-1.198	-1.071
Utilidad (Pérdida) Neta del Ejercicio antes Interés Minoritario	6.637	5.321	5.005	4.648	4.246	3.797

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros / Elaboración: Las Autoras

**Tabla 13 Flujos de cajas proyectados con titularización**

<i>Flujos de Caja Proyectados 5 años</i>						
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ingreso operativo neto	10.011	8.026	7.550	7.010	6.404	5.727
(-) Impuestos	-1.872	-1.501	-1.412	-1.311	-1.198	-1.071
(=) NOPAT	8.139	6.525	6.138	5.699	5.207	4.656
(+) Amortización	1.488	1.525	1.563	1.602	1.642	1.683
(-) CAPEX	-5.000	-5.000	-5.000	-5.000	-5.000	-5.000
(-) Variación en capital cte. Neto	-2.851	1.313	1.803	1.875	1.950	2.028
<b>FFCF</b>	<b>1.776</b>	<b>4.363</b>	<b>4.504</b>	<b>4.176</b>	<b>3.799</b>	<b>3.367</b>
<b>EBITDA</b>	<b>15.577</b>	<b>13.401</b>	<b>12.700</b>	<b>11.901</b>	<b>11.000</b>	<b>9.990</b>

Fuente y Elaboración: Las Autoras

**Tabla 14 Valor de la empresa con titularización**

<i>Determinación del Valor de la empresa</i>	
	<b>Con Gordon</b>
Valor presente de los FFCF	15.694
Valor presente del ahorro fiscal por los intereses	4.777
Valor presente del valor terminal	32.618
<b>Valor de la empresa</b>	<b>53.088</b>

Fuente y Elaboración: Las Autoras

Ya que se están descontando flujos en la valoración de la empresa, se ha calculado el WACC, que para el escenario en donde se realizaría la titularización de flujos, este sería de 10,04%, en la tabla 15 se puede observar cómo se evalúa dicho porcentaje:

**Tabla 15 Cálculo del Wacc si se emplea la titularización**

Costo de la deuda	8,50%
Tipo impositivo	33,70%
<b>Costo neto de la deuda</b>	<b>5,64%</b>
<b>Costo de los recursos propios</b>	
Beta desapalancada promedio	0,80
Beta apalancada promedio	0,82
<b>Beta apalancada promedio</b>	<b>2,04</b>
Riesgo país (Default Spread Ecuador)	11,76%
Rendimiento de bono a 30 años	3,01%
Prima de riesgo del mercado	2,73%
<b>Costo apalancado de los recursos propios</b>	<b>20,33%</b>
Ratio de endeudamiento	0,70
Proporción de las recursos propios	0,30
<b>Costo estimado del capital WACC</b>	<b>10,04%</b>

Elaboración: Las Autoras

Para la evaluación del impacto del préstamo bancario, que tiene una tasa de financiamiento de 12,00% se considera los gastos de intereses, dando como resultado un valor de la empresa de US\$ 40,14 millones, en las tablas 16, 17 y 18 se puede observar el estado de resultados, los flujos de caja proyectado y el valor de la empresa:



**Tabla 16 Estado de pérdidas y ganancias con el préstamo bancario**

<i>Estado de Ganancia y Pérdidas</i>						
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ventas Netas	161.129	165.963	172.601	179.505	186.686	194.153
<b>Total Ventas</b>	<b>161.129</b>	<b>165.963</b>	<b>172.601</b>	<b>179.505</b>	<b>186.686</b>	<b>194.153</b>
<b>Costo de Ventas</b>	<b>134.445</b>	<b>141.167</b>	<b>148.226</b>	<b>155.637</b>	<b>163.419</b>	<b>171.590</b>
Costo de ventas	134.445	141.167	148.226	155.637	163.419	171.590
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>26.684</b>	<b>24.795</b>	<b>24.376</b>	<b>23.868</b>	<b>23.267</b>	<b>22.563</b>
<b>Gastos operacionales</b>	<b>12.595</b>	<b>12.910</b>	<b>13.233</b>	<b>13.564</b>	<b>13.903</b>	<b>14.250</b>
<b>Resultado de Operación</b>	<b>14.089</b>	<b>11.885</b>	<b>11.143</b>	<b>10.305</b>	<b>9.364</b>	<b>8.313</b>
Gastos Financieros	-4.077	-4.025	-3.887	-3.665	-3.360	-2.971
<b>Resultado antes de Participaciones y del Impuesto a la Renta</b>	<b>10.011</b>	<b>7.860</b>	<b>7.256</b>	<b>6.640</b>	<b>6.005</b>	<b>5.342</b>
Participación de los trabajadores	-1.502	-1.179	-1.088	-996	-901	-801
<b>Resultado antes de Impuesto a la Renta</b>	<b>8.510</b>	<b>6.681</b>	<b>6.168</b>	<b>5.644</b>	<b>5.104</b>	<b>4.541</b>
Impuesto a la Renta del Periodo	-1.872	-1.470	-1.357	-1.242	-1.123	-999
<b>Utilidad (Perdida) Neta del Ejercicio antes Interés Minoritario</b>	<b>6.637</b>	<b>5.211</b>	<b>4.811</b>	<b>4.402</b>	<b>3.981</b>	<b>3.542</b>

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros / Elaboración: Las Autoras

**Tabla 17 Flujo de caja proyectados con el préstamo bancario**

<b>Flujos de Caja Proyectados 5 años</b>						
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ingreso operativo neto	10.011	7.860	7.256	6.640	6.005	5.342
(-) Impuestos	-1.872	-1.470	-1.357	-1.242	-1.123	-999
(=) NOPAT	8.139	6.390	5.899	5.399	4.882	4.343
(+) Amortización	1.488	1.525	1.563	1.602	1.642	1.683
(-) CAPEX	-5.000	-5.000	-5.000	-5.000	-5.000	-5.000
(-) Variación en capital cte. Neto	-2.851	1.313	1.803	1.875	1.950	2.028
<b>FFCF</b>	<b>1.776</b>	<b>4.228</b>	<b>4.265</b>	<b>3.875</b>	<b>3.474</b>	<b>3.054</b>
<b>EBITDA</b>	<b>15.577</b>	<b>13.411</b>	<b>12.706</b>	<b>11.907</b>	<b>11.006</b>	<b>9.996</b>

Fuente y Elaboración: Las Autoras

**Tabla 18 Valor de la empresa con préstamo bancario**

<b>Determinación del Valor de la empresa</b>	
	Con Gordon
Valor presente de los FFCF	14.112
Valor presente del ahorro fiscal por los intereses	4.668
Valor presente del valor terminal	21.361
<b>Valor de la empresa</b>	<b>40.141</b>

Fuente y Elaboración: Las Autoras

Para el escenario donde se realizaría un préstamo bancario, el WACC sería de 11,67%, el cual se puede observar en la tabla 19:

**Tabla 19 Cálculo del Wacc con préstamo bancario**

Costo de la deuda	12,00%
Tipo impositivo	33,7%
<b>Costo neto de la deuda</b>	<b>7,96%</b>
<b>Costo de los recursos propios</b>	
Beta desapalancada promedio	0,80
Beta apalancada promedio	0,82
Beta apalancada promedio	2,04
Riesgo país (Default Spread Ecuador)	11,76%
Rendimiento de bono a 30 años	3,01%
Prima de riesgo del mercado	2,73%
<b>Costo apalancado de los recursos propios</b>	<b>20,33%</b>
Ratio de endeudamiento	0,70
Proporción de los recursos propios	0,30
<b>Costo estimado del capital WACC</b>	<b>11,67%</b>

Elaboración: Las Autoras

Finalmente, al evaluar el estado de resultados sin requerir préstamos bancarios o realizar una titularización, podemos observar que el valor de la empresa sería de US\$ 77,10 millones, se considera el ahorro fiscal debido a que la empresa presenta deuda financiera en su balance, en las tablas 20, 21 y 22 se puede analizar el estado de resultados, flujos de caja proyectados y el cálculo del valor de la empresa.

**Tabla 20 Estado de Pérdidas y ganancias con aporte de accionistas**

<i>Estado de Ganancia y Pérdidas</i>						
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ventas Netas	161.129	165.963	172.601	179.505	186.686	194.153
<b>Total Ventas</b>	<b>161.129</b>	<b>165.963</b>	<b>172.601</b>	<b>179.505</b>	<b>186.686</b>	<b>194.153</b>
<b>Costo de Ventas</b>	<b>134.445</b>	<b>141.167</b>	<b>148.226</b>	<b>155.637</b>	<b>163.419</b>	<b>171.590</b>
Costo de ventas	134.445	141.167	148.226	155.637	163.419	171.590
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>26.684</b>	<b>24.795</b>	<b>24.376</b>	<b>23.868</b>	<b>23.267</b>	<b>22.563</b>
<b>Gastos operacionales</b>	<b>12.595</b>	<b>12.910</b>	<b>13.233</b>	<b>13.564</b>	<b>13.903</b>	<b>14.250</b>
<b>Resultado de Operación</b>	<b>14.089</b>	<b>11.885</b>	<b>11.143</b>	<b>10.305</b>	<b>9.364</b>	<b>8.313</b>
Gastos Financieros	-4.077	-3.425	-2.877	-2.417	-2.030	-1.705
<b>Resultado antes de Participaciones y del Impuesto a la Renta</b>	<b>14.089</b>	<b>11.885</b>	<b>11.143</b>	<b>10.305</b>	<b>9.364</b>	<b>8.313</b>
Participación de los trabajadores	-2.113	-1.783	-1.671	-1.546	-1.405	-1.247
<b>Resultado antes de Impuesto a la Renta</b>	<b>11.975</b>	<b>10.103</b>	<b>9.471</b>	<b>8.759</b>	<b>7.959</b>	<b>7.066</b>
Impuesto a la Renta del Periodo	-2.635	-2.223	-2.084	-1.927	-1.751	-1.555
<b>Utilidad (Perdida) Neta del Ejercicio antes Interés Minoritario</b>	<b>9.341</b>	<b>7.880</b>	<b>7.388</b>	<b>6.832</b>	<b>6.208</b>	<b>5.511</b>

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros / Elaboración: Las Autoras

**Tabla 21 Flujo de caja proyectados con aporte de accionistas**

<b>Flujos de Caja Proyectados a 5 años</b>						
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ingreso operativo neto	14.089	11.885	11.143	10.305	9.364	8.313
(-) Impuestos	-2.635	-2.223	-2.084	-1.927	-1.751	-1.555
(=) NOPAT	11.454	9.663	9.059	8.378	7.613	6.758
(+) Amortización	1.488	1.525	1.563	1.602	1.642	1.683
(-) CAPEX	-5.000	-5.000	-5.000	-5.000	-5.000	-5.000
(-) Variación en capital cte. Neto	-2.851	1.313	1.803	1.875	1.950	2.028
<b>FFCF</b>	<b>5.091</b>	<b>7.501</b>	<b>7.425</b>	<b>6.855</b>	<b>6.205</b>	<b>5.469</b>
<b>EBITDA</b>	<b>15.577</b>	<b>13.411</b>	<b>12.706</b>	<b>11.907</b>	<b>11.006</b>	<b>9.996</b>

Fuente y Elaboración: Las Autoras

**Tabla 22 Valor de la empresa con aporte de accionistas**

<b>Determinación del Valor de la empresa</b>	
	Con Gordon
Valor presente de los FFCF	27.430
Valor presente del ahorro fiscal por los intereses	3.913
Valor presente del valor terminal	45.753
<b>Valor de la empresa</b>	<b>77.096</b>

Fuente y Elaboración: Las Autoras

Para el escenario en donde el aporte sería de los accionistas, el WACC sería de 10,74%, el cual se puede observar en la tabla 23:

**Tabla 23 Cálculo del Wacc con aporte de los accionistas.**

Costo de la deuda	10,00%
Tipo impositivo	33,7%
<b>Costo neto de la deuda</b>	<b>6,63%</b>
<b>Costo de los recursos propios</b>	
Beta desapalancada promedio	0,80
Beta apalancada promedio	0,82
Beta apalancada promedio	2,04
Riesgo país (Default Spread Ecuador)	11,76%
Rendimiento de bono a 30 años	3,01%
Prima de riesgo del mercado	2,73%
<b>Costo apalancado de los recursos propios</b>	<b>20,33%</b>
Ratio de endeudamiento	0,70
Proporción de los recursos propios	0,30
<b>Costo estimado del capital WACC</b>	<b>10,74%</b>

Elaboración: Las Autoras

Al comparar las tres opciones que tendría la empresa para financiar su requerimiento, se puede observar que de acuerdo con el valor que la empresa tendría, sería más factible que los accionistas aporte con capital de trabajo ya que la empresa valdría más, mientras que si solo podrían escoger entre realizar una titularización o pedir un préstamo bancario, la mejor opción sería efectuar una titularización.

#### **4 Conclusiones**

El nivel participativo de esta empresa en el mercado es mínimo, esto se lo puede observar en el análisis financiero aplicado a la misma donde queda constancia que su rotación de inventario es baja, por lo que no obtendrá rentabilidad de esos recursos que permanecen inmovilizados. Seguido a esto están los pagos a proveedores que como se analiza en el capítulo III también se han visto en aumento puesto que la empresa adquirió activos que al final permanecieron en stock, por lo que la empresa no está en condiciones de solventar deudas, siendo un obstáculo para el desarrollo de la misma

Como se ha observado la situación financiera de TECOPESCA no ha sido favorable en estos últimos años. Por lo que la necesidad de buscar recursos financieros se vuelve una prioridad para la misma. Es así, que la empresa busca fuentes de financiamiento a menor costo y que no comprometan la continuidad del negocio, dichas características las ofrece la titularización. Dado que esta tiene sus garantías independientes y el cumplimiento de los mismos es manejado por un tercero, resulta ideal para la misma.

De las diversas evaluaciones realizadas a la compañía para estimar la mejor alternativa de financiamiento, nos inclinamos por la titularización de flujos ya que permitirá que la empresa solvete sus gastos a través del mercado de valores, porque la misma estaría vendiendo ingresos futuros al precio de hoy, por lo que no existiría deuda sino inversión con resultados favorables a corto y mediano plazo.

Al comparar la titularización de flujos, con el financiamiento vía deuda bancaria y el fondeo mediante el aporte de los accionistas se puede observar que la empresa tendría un valor de US\$ 77,10 millones si realizaran un aporte los accionistas, mientras que si se efectuara una titularización de flujos, el valor sería de US\$ 53,09 millones y si el financiamiento sería mediante deuda bancaria este sería de US\$ 40,14 millones, al analizar lo más factible es el aporte de los accionistas, sin embargo, no siempre es posible que esto se dé ya que ellos esperan un beneficio a corto plazo, por esta razón el impacto que tendría al titularizar flujos sería positivo, ya que el valor de la empresa no se vería tan afectado como si se realizara un préstamo bancario, además esta metodología le permitirá reestructurar su capital y generar más liquidez; lo cual a su vez

hará que esta invierta más de lo recurrente, incentivando así a los inversionistas quienes podrán contar con garantías reales para cubrir sus pagos futuros.

## 5 Recomendaciones

Dado que es la primera empresa ecuatoriana exportadora de productos alimenticios para mascotas podría ampliar la gama de estos productos o incursionar en la producción y/o distribución, a nivel nacional debido a que en la actualidad es un tema con bastante acogida por parte de los ecuatorianos.

Buscar alianzas estratégicas o realizar publicidades en medios de difusión masiva a fin de que se posesionen en la mente del consumidor y estos los prefieran respecto a la competencia.

Ofrecer promociones a fin de tener una rotación de inventario alta y cuentas por cobrar bajas con la finalidad de tener liquidez a corto plazo, que puedan solventar algún imprevisto o pueda ser usada en inversiones que generen rendimientos para la empresa.

Mejorar su infraestructura y sus procesos de producción, a fin de determinar donde se encuentran los puntos en los cuales se pierden más tiempo con el objetivo de optimizar el mismo y minimizar costos.

Implementar el Balanced ScoreCard dado que se basa en la definición de objetivos estratégicos directamente relacionados y que serán medidos con indicadores alineados a las iniciativas propuestas. Esto no solo involucrará a la empresa sino a todos los agentes que contribuyen al crecimiento de la misma como el área financiera, los clientes (externos e internos), los procesos internos y el aprendizaje; los mismos que trabajando de manera conjunta lograrán el crecimiento de la empresa.

Finalmente sería que a la empresa le realizaran una calificación shadow, ya que así sabría con qué calificación de riesgos saldría al mercado de valores y si esto aportaría para que la negociación de los títulos sea de forma más rápida y podría contar con los recursos en el menor tiempo posible

## 6 Referencias

Andrade, M y Moreno, M. (2013) *La titularización en el Ecuador. Análisis comparativo entre la titularización de activos y titularización de proyectos en general*

Anónimo, El Niño y la Niña. *Comunidad Andina*. Recuperado de [http://www.comunidadandina.org/public/Atlas\\_13\\_El\\_Nino\\_y\\_La\\_Nina.pdf](http://www.comunidadandina.org/public/Atlas_13_El_Nino_y_La_Nina.pdf).

Ayo, K. (2011, Septiembre) *Aplicación de Titularización de Flujos Futuros de Fondos como Fuente de Financiamiento en una Empresa Dedicada a la Venta de Comida Rápida*. (tesis de pregrado) Recuperado de: <http://www.dspace.uce.edu.ec/bitstream/25000/911/1/T-UCE-0003-65.pdf>. Pp 1-18

Damodaran, A. (2015) Betas by sector. *Damodaran Online*. Recuperado de [http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/data.html](http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html)

Proecuador (2013). Dirección de Inteligencia Comercial e Inversiones, Análisis de la Pesca. Instituto de Promoción de Exportaciones e Inversiones. Recuperado de [http://www.proecuador.gob.ec/wpcontent/uploads/2013/11/PROEC\\_AS2013\\_PESCA.pdf](http://www.proecuador.gob.ec/wpcontent/uploads/2013/11/PROEC_AS2013_PESCA.pdf).

Dirección de Inteligencia Comercial e Inversiones, Boletín mensual de Comercio exterior (2015). *Instituto de Promoción de Exportaciones e Inversiones*. Recuperado de <http://www.proecuador.gob.ec/wp-content/uploads/2015/09/boletin-de-septiembre-octubre.pdf>

Educación bursátil (2015). *Consejo Nacional de Valores*. Recuperado de <http://www.cnv.gov.ar/educacionbursatil/introducciongeneralacciones.asp#Item110>

*Food and Agriculture Organization of the United Nations* (2003). Recuperado de <http://www.fao.org/fi/oldsite/FCP/es/ECU/profile.htm>

Larrea, P y Rodríguez, M. (2008) *Determinación de la estructura de financiamiento óptima para empresas ecuatorianas: caso Avícola Fernández S.A* (tesis de pregrado), Recuperado de <https://www.dspace.espol.edu.ec/handle/123456789/6602>. Pp. 1-89



Ley de Mercado de Valores. *Bolsa de Valores de Quito* (1993). Recuperado de <http://www.bolsadequito.info/normativa/normativa-del-mercado-de-valores/ley-de-mercado-de-valores/>

Malekan, M y Dionne G (2014) Securitization and optimal retention under moral hazard. *Social Science Direct Network*. (2012) Recuperado de [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2038831](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2038831)

Manual de inscripción de valores. Bolsa de Valores Quito (2010). Recuperado de [http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/manuales-de-inscripcion-de-valores/titularizaciones/110517212452-fd5e4270ba0f48c68f9380a9c4f91f7e\\_comoemitirtitularizaciones.pdf](http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/manuales-de-inscripcion-de-valores/titularizaciones/110517212452-fd5e4270ba0f48c68f9380a9c4f91f7e_comoemitirtitularizaciones.pdf)

Ricorp, Titularización como alternativa de financiamiento. *Regional Investment Corporation*. Recuperado de <https://regional-investment.com/uploaded/content/category/1187349463.pdf>

Riesgo País EMBI Ecuador, (2015). Banco Central del Ecuador. Recuperado de [http://contenido.bce.fin.ec/resumen\\_ticker.php?ticker\\_value=riesgo\\_pais](http://contenido.bce.fin.ec/resumen_ticker.php?ticker_value=riesgo_pais)

Andrade, L y Moreno, A (2013, Octubre) Recuperado de <http://repositorio.ucsg.edu.ec/bitstream/123456789/559/1/T-UCSG-POS-MDB-3.pdf>  
pp. 1-139

Villanueva, J. (2013, Febrero 24) Récord en exportaciones pesqueras. *El Comercio*. Recuperado de: <http://search.proquest.com/docview/1308003645?accountid=35177>

## 7 ANEXOS

### Anexo 1

Agente de Manejo será una sociedad administradora de fondos y fideicomisos que tenga a su cargo, además de las funciones consagradas en el contrato de fideicomiso mercantil, las siguientes:

- a) Obtener las autorizaciones que se requieran para procesos de titularización en los cuales los valores a emitirse vayan a ser colocados mediante oferta pública, conforme con las disposiciones de la presente Ley;
- b) Recibir del originador y en representación del patrimonio de propósito exclusivo, los activos a ser titularizados;
- c) Emitir valores respaldados con el patrimonio de propósito exclusivo;
- d) Colocar los valores emitidos, mediante oferta pública, conforme con las disposiciones de la presente Ley;
- e) Administrar los activos integrados en el patrimonio de propósito exclusivo, tendiendo a la obtención de los flujos futuros, sea de fondos, sea de derechos de contenido económico; y,
- f) Distribuir entre los inversionistas los resultados obtenidos.

Las funciones señaladas en los literales a), b) y c) son indelegables. La delegación de las funciones restantes deberá indicarse expresamente en el contrato de fideicomiso mercantil. El agente de manejo será siempre responsable de todas las actuaciones de terceros que desempeñen las funciones así delegadas. En todo caso, la responsabilidad del agente de manejo alcanza únicamente a la buena administración del proceso de titularización, por lo que no responderá por los resultados obtenidos, a menos que dicho proceso arroje pérdidas causadas por dolo o culpa leve en las actuaciones del agente de manejo, declaradas como tales en sentencia ejecutoriada, en cuyo caso responderá por dolo o hasta por culpa leve. Patrimonio de propósito exclusivo, que siempre será el emisor, es un patrimonio independiente integrado inicialmente por los activos transferidos por el originador y, posteriormente por los activos, pasivos y contingentes que resulten o se integren como consecuencia del desarrollo del respectivo proceso de titularización. Dicho patrimonio de propósito exclusivo podrá instrumentarse bajo la figura de un fondo colectivo de inversión o de un fideicomiso mercantil, administrado por una sociedad administradora de fondos y fideicomisos. Inversionistas, son aquellos que adquieren e invierten en valores emitidos como consecuencia de procesos de titularización.

## Anexo 2

### Escritura Pública del Fideicomiso Mercantil de Titularización

Todo contrato de fideicomiso mercantil debe otorgarse por escritura pública y deberá reunir los requisitos establecidos en la Ley.

#### ELEMENTOS ADICIONALES (OPCIONAL)

- La facultad o no y la forma por la cual el fiduciario pueda emitir certificados de participación en los derechos personales derivados del contrato de fideicomiso mercantil, los mismos que constituyen títulos valores, de conformidad con las normas de titularización que dicte el C.N.V.; y,
- La existencia o no de juntas de beneficiarios, de constituyentes o de otros cuerpos colegiados necesarios para lograr la finalidad pretendida por el constituyente.

#### LIMITACIONES AL CONTRATO

En los contratos no se podrán estipular cláusulas que signifiquen la imposición de condiciones inequitativas e ilegales, tales como:

- Previsiones que disminuyan las obligaciones legales impuestas al fiduciario o acrecienten sus facultades legales en aspectos importantes para el constituyente y/o beneficiario, como aquellas que exoneren la responsabilidad de aquél o se reserve la facultad de dar por terminado el contrato anticipadamente o de apartarse de la gestión encomendada, sin que en el contrato se hayan indicado expresamente los motivos para hacerlo y se cumplan los trámites administrativos a que haya lugar;
- Limitación de los derechos legales del constituyente o beneficiario, como el de resarcirse de los daños y perjuicios causados, ya sea por incumplimiento o por defectuoso cumplimiento de las obligaciones del fiduciario;
- La determinación de circunstancias que no se hayan destacado con caracteres visibles en la primera página del contrato al momento de su celebración, a partir de las cuales se derive, sin ser ilegal, una consecuencia en contra del constituyente o beneficiario, o que conlleve la concesión de prerrogativas a favor del fiduciario;
- Previsiones con efectos desfavorables para el constituyente o beneficiario que aparezcan en forma ambigua, confusa o no evidente, y, como consecuencia, se le presenten a éste discrepancias entre los efectos esperados o previsibles del negocio y los que verdaderamente resulten del contenido del contrato;
- La posibilidad de que quien debe cumplir la gestión encomendada sea otra persona diferente al fiduciario, sustituyéndose así como obligado, salvo que

por la naturaleza del contrato se imponga la necesidad de hacerlo en personas especializadas en determinadas materias; y,

- Las que conceden facultades al fiduciario para alterar unilateralmente el contenido de una o algunas cláusulas, como aquellas que permitan reajustar unilateralmente las prestaciones que correspondan a las partes contratantes.

## INFORMACIÓN SOBRE EL PATRIMONIO AUTÓNOMO EMISOR DE LOS VALORES Y DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN

- Denominación específica del patrimonio autónomo.
- Fecha y escritura pública de constitución.
- Inscripción de la escritura pública de constitución en los registros pertinentes, si fuere el caso.
- Resumen del contrato del mecanismo utilizado para titularizar incluyendo: finalidad y objeto, deberes y responsabilidades del agente de manejo, derechos de los inversionistas, rendición de cuentas y remuneración del agente de manejo.
- Descripción y valor de los activos transferidos para el desarrollo del proceso de titularización y de sus garantías, si las hubiere.
- Copia del reglamento de gestión del proceso de titularización.
- Descripción detallada, de la historia de los flujos, de la proyección de los mismos, por un período equivalente al de la vigencia de la emisión y del procedimiento empleado para su cálculo.
- Descripción detallada de los mecanismos de garantía utilizados en el proceso de titularización. Atendiendo las características propias de cada proceso de titularización, el agente de manejo o el originador de ser el caso, deberá constituir al menos uno de los mecanismos de garantía señalados a continuación:
- Subordinación de la emisión: Implica que el originador o terceros debidamente informados, suscriban una porción de los valores emitidos. A dicha porción se imputarán hasta agotarla, los siniestros o faltantes de activos, mientras que a la porción colocada entre el público se cancelarán prioritariamente los intereses y el capital.
- Sobrecolateralización: Consiste en que el monto de los activos fideicomitidos o entregados al fiduciario, exceda al valor de los valores emitidos en forma tal que cubra el índice de siniestralidad, a la porción excedente se imputarán los siniestros o faltantes de activos. El C.N.V., mediante norma de carácter general fijará los parámetros para la determinación del índice de siniestralidad.
- Exceso de flujo de fondos: Consiste en que el flujo de fondos generado por los activos titularizados sea superior a los derechos reconocidos en los valores emitidos, a fin de que ese diferencial se lo destine a un depósito de garantía,

de tal manera que de producirse desviaciones o distorsiones en el flujo, el agente de manejo proceda a liquidar total o parcialmente el depósito, según corresponda, a fin de obtener los recursos necesarios y con ellos cumplir con los derechos reconocidos en favor de los inversionistas.

- **Sustitución de activos:** Consiste en sustituir los activos que han producido desviaciones o distorsiones en el flujo, a fin de incorporar al patrimonio de propósito exclusivo, en lugar de los activos que han producido dichas desviaciones o distorsiones, otros activos de iguales o mejores características. Los activos sustitutos serán provistos por el originador, debiéndosele transferir a cambio, los activos sustituidos.
- **Contratos de apertura de crédito:** A través de los cuales se disponga, por cuenta del originador y a favor del patrimonio de propósito exclusivo, de líneas de crédito para atender necesidades de liquidez de dicho patrimonio, las cuales deberán ser atendidas por una institución del sistema financiero a solicitud del agente de manejo, quien en representación del patrimonio de propósito exclusivo tomará la decisión de reconstituir el flujo con base en el crédito.
- **Garantía o aval:** Consiste en garantías generales o específicas constituidas por el originador o por terceros, quienes se comprometen a cumplir total o parcialmente con los derechos reconocidos en favor de los inversionistas.
- **Garantía bancaria o póliza de seguro:** Consisten en la contratación de garantías bancarias o pólizas de seguros, las cuales serán ejecutadas por el agente de manejo en caso de producirse el siniestro garantizado o asegurado y, con ello cumplir total o parcialmente con los derechos reconocidos en favor de los inversionistas.
- **Fideicomiso de garantía:** Consiste en la constitución de patrimonios independientes que tengan por objeto garantizar el cumplimiento de los derechos reconocidos a favor de los inversionistas.
- **Procedimiento a seguir en el caso en que los inversionistas no ejercieren sus derechos dentro de los seis meses posteriores a la fecha en que haya nacido, para el agente de manejo, la última obligación de pagar los flujos de fondos o de transferir los derechos de contenido económico.**
- **Relación de costos y gastos a ser asumidos por el patrimonio autónomo.**
- **Aspectos tributarios del patrimonio autónomo.**
- **Causales de terminación del mecanismo utilizado para titularizar y procedimiento para su liquidación.**
- **Causales y procedimiento para la sustitución del agente de manejo.**
- **Nombre o razón social de la firma auditora.**
- **Información económico-financiera:** estados financieros a la fecha de constitución del patrimonio autónomo o al último ejercicio mensual anterior a la fecha de la solicitud de autorización de la oferta pública, según sea el caso.

## INFORMACIÓN ADICIONAL POR TIPO DE TITULARIZACIÓN

### a. Titularización de Cartera de Crédito

- Descripción del tipo de cartera y de sus características como edad promedio, número de deudores y valor promedio de los créditos, calificación de riesgo, distribución geográfica, tasa de interés efectiva promedio, garantías y coberturas de seguros, si las hubiere.
- Resumen de la última valoración realizada por la comisión especial de activos de riesgo, siempre que la misma no exceda de tres meses; en el caso de cartera de crédito de instituciones financieras.
- Resumen de la valoración realizada por la calificadora de riesgo o auditora externa, debidamente inscrita en el Registro del Mercado de Valores en el caso de cartera de compañías o entidades no financieras.
- Índice de siniestralidad y descripción detallada de la metodología empleada para su fijación e indicación de los cálculos matemáticos realizados.

### b. Titularización de Inmuebles

- Descripción detallada del inmueble titularizado que contenga al menos: Tipo de bien, ubicación, área de construcción, número y fecha de inscripción en el Registro de la Propiedad.
- Índice de desviación y descripción detallada de la metodología empleada para su fijación e indicación de los cálculos matemáticos realizados.
- Descripción de la póliza de seguro que ampara el inmueble contra todo riesgo, acorde con lo establecido por la Ley de Mercado de Valores.
- Resumen de los dos avalúos actualizados, efectuados por peritos independientes del originador y del agente de manejo.

### c. Titularización de Proyectos Inmobiliarios

- Descripción detallada del bien inmueble transferido al patrimonio autónomo que contenga al menos: tipo de bien, ubicación, área, número y fecha de inscripción en el Registro de la Propiedad.
- Descripción del proyecto inmobiliario a desarrollar, incluyendo un resumen de los aspectos más relevantes del estudio técnico, económico y de factibilidad; programación y presupuesto de obra del mismo.
- Etapas y duración estimada de la ejecución del proyecto.
- Descripción detallada de la determinación del punto de equilibrio del proyecto y tratamiento, en caso de no alcanzarse el mismo.
- Nombre o razón social del constructor y resumen de su experiencia en el sector de la construcción y en obras de similar naturaleza y envergadura, a la que será desarrollada.

- Nombre o razón social del fiscalizador y resumen de su experiencia en el sector de la construcción y en obras de similar naturaleza y envergadura, a la que será desarrollada.
- Índice de desviación y descripción detallada de la metodología empleada para su fijación, e indicación de los cálculos matemáticos efectuados.
- Resumen del contrato de construcción.
- Resumen del contrato de fiscalización.
- Descripción de las garantías bancarias o póliza de fiel cumplimiento del contrato de construcción y de buen uso de los anticipos y de los fondos recibidos.
- Resumen de los dos avalúos actualizados efectuados por peritos independientes del originador y del agente de manejo.
- Descripción de la póliza de seguro que ampara el inmueble contra todo riesgo, acorde con lo establecido en la Ley de Mercado de Valores.

Características de los activos, indicando por lo menos lo siguiente:

- Detalle y descripción de todos los aspectos relevantes de los que lo integran o integrarán, en especial lo relativo a su titularidad o propiedad anterior o al momento de lanzarse la oferta; sus garantías y los gravámenes a los que estuvieren afectos, entre otros.
- Valor monetario de los activos, con la descripción detallada del procedimiento de valuación y con el sustento respectivo de una reconocida sociedad auditora o empresa especializada.
- Valor de adquisición.
- Régimen de sustitución y de adquisición o inversión en nuevos activos, de ser el caso.
- Análisis del flujo esperado de efectivo o de derechos de contenido económico a ser generados a partir del patrimonio.
- Relación de costos y gastos a ser asumidos con los activos que integran el patrimonio.
- Garantías adicionales que se hubieran establecido o se fueran a establecer en relación al patrimonio, en su conjunto.

Elaborar un Reglamento de Gestión

El reglamento interno de emisión de valores derivados de una titularización, estructurado a través de un fideicomiso mercantil o fondo colectivo, contendrá la siguiente información:

- Régimen aplicable para la obtención de los recursos y/o flujos futuros.
- Destino de los remanentes de los recursos y/o flujos futuros, de existir.

- Casos en los cuales procede la redención anticipada de los valores emitidos.
- Características y forma de determinar el punto de equilibrio para iniciar la ejecución del proyecto.
- Información general sobre la administradora de fondos y fideicomisos.
- Denominación del fondo colectivo o fideicomiso mercantil.
- Plazo de duración del fondo colectivo o fideicomiso mercantil.
- Gastos a cargo del fondo colectivo o fideicomiso mercantil.
- Honorarios y comisiones de la administradora de fondos y fideicomisos.
- Política de endeudamiento, ventas, crédito, administración de cuentas por cobrar y provisiones, del fondo colectivo o fideicomiso mercantil.
- información que deberá proporcionar a los inversionistas con indicación de la periodicidad y forma de entrega.
- Normas sobre el cambio de administrador, la liquidación anticipada o al término del plazo del fideicomiso o fondo, si se contemplare tales situaciones.
- Indicación del medio de prensa de circulación nacional en el que se efectuarán las publicaciones informativas para los aportantes de los fondos colectivos y fideicomisos mercantiles.
- Régimen aplicable para la obtención de los recursos o flujos futuros, para lo cual deberá presentar la información de sustento con indicación del o los procedimientos utilizados; además, deberá considerar, entre otros, los siguientes aspectos:
  - Indicación del tipo de activo motivo de la titularización.
  - Naturaleza y denominación del tipo de valores a ser emitidos.
  - Partes intervinientes: originador, agente de manejo o fiduciario, fideicomiso mercantil, etc., con indicación de sus obligaciones.
  - Características de los valores a ser emitidos con indicación de los derechos que otorgan a los inversionistas.
  - Indicación de los mecanismos de garantía a utilizarse y la forma en que éstos se harán efectivos, de ser el caso.
  - Detalle de la historia de los flujos, con indicación de sus características particulares, según el tipo de titularización y el activo a ser titularizado.
  - Forma de determinación de los flujos futuros.
  - Metodología utilizada para el cálculo del índice de siniestralidad o de desviación, según corresponda, con el detalle de los cálculos matemáticos realizados.
  - Destino de la liquidez temporal de los recursos y de los flujos futuros, en caso de existir; para el efecto, se deberá considerar al menos la política de inversiones de los recursos y de los remanentes por pagos o flujos anticipados, con indicación de las normas de diversificación de las inversiones y manejo de la liquidez.
- Casos en los cuales procede la redención anticipada de los valores emitidos, con indicación de la metodología a utilizarse.



- Características y forma de determinar el punto de equilibrio para iniciar la ejecución del proyecto, considerando, para el efecto, al menos lo siguiente:
- Indicación de su viabilidad jurídica, técnica y financiera, especificando las normas que se observarán en el caso de que este punto de equilibrio no se alcance, a fin de restituir a los inversionistas, los recursos aportados y el respectivo rendimiento.
- Otros elementos que deberán ser considerados:
- Indicación de la compañía calificadora de riesgo, de la periodicidad de las revisiones y de su publicación.
- Indicación de las obligaciones de la administradora de fondos y fideicomisos.
- Forma, medio y periodicidad en la cual los inversionistas y el ente de control involucrado conocerán la gestión de la administradora de fondos y fideicomisos, a cargo del patrimonio autónomo.
- Forma de liquidación del patrimonio autónomo.

El formato de los valores a ser emitidos deberá contener por lo menos:

- Los valores que se emitan como consecuencia de procesos de titularización, pueden ser nominativos o a la orden. Los valores de contenido crediticio o valores mixtos podrán tener cupones que reconozcan un rendimiento financiero fijo o variable, pudiendo tales cupones ser nominativos o a la orden, según corresponda a las características de los valores a los cuales se adhieren.

El facsímile del valor o el macro título, en el caso que sea una emisión desmaterializada, debe contener, al menos, lo siguiente:

- Nombre y domicilio de la administradora de fondos y fideicomisos.
- Denominación del mecanismo utilizado para llevar adelante el proceso de titularización.
- Derechos incorporados en el valor y las condiciones financieras del mismo.
- Fecha de expedición y plazo del valor.
- Indicación si los valores serán nominativos o a la orden.
- Garantías de la titularización.
- Valor nominal.
- Indicación del rendimiento financiero de ser el caso.
- Forma y término de redención y procedimiento para la liquidación, indicando los sitios en los que se cancelará.
- Firma del representante legal de la administradora de fondos y fideicomisos.
- Nombre, dirección domiciliaria y de correo electrónico, número de teléfono y número de fax del agente pagador.
- Indicación de que la gestión del agente de manejo es de medio y no de resultado.

- Indicación de que el patrimonio autónomo constituido es el que respalda los valores emitidos.
- Número secuencial y cantidad de valores que representan el título.
- Fecha y número de resolución de inscripción, en el Registro del Mercado de
- Valores, del mecanismo utilizado para la titularización y del valor.
- Fecha y número de la resolución expedida por la Superintendencia de Bancos y
- Seguros autorizando la titularización, de ser el caso.
- Calificación inicial de riesgo.
- Indicación de la notaría y fecha de la escritura pública que contiene el mecanismo que da origen al proceso de emisión de valores derivados de una titularización.

**Según el tipo de titularización se solicitan algunos requisitos adicionales.**

a) Titularización de Cartera de Crédito:

- Certificación del representante legal del originador, de que la cartera no se encuentra pignorada, ni que sobre ella pesa gravamen o limitación alguna.

b) Titularización de Inmuebles Generadores de Flujo de Caja:

- Copia de la póliza de seguro que ampara el inmueble contra todo riesgo, a favor del patrimonio autónomo, con una vigencia de hasta tres meses posteriores al vencimiento de los valores producto de la titularización.
- Certificación de que el inmueble está libre de gravámenes o limitaciones de dominio (certificados del Registrador de la Propiedad y del Registrador Mercantil según corresponda).
- Dos avalúos actualizados sobre el inmueble, los cuales deberán ser efectuados por peritos de reconocida trayectoria en el ramo, independientes del originador y del agente de manejo. Se entenderá como avalúo actualizado aquel que no tenga más de seis meses de antelación a la fecha de presentación de la solicitud de autorización de oferta pública e inscripción de los valores derivados de un proceso de titularización, ante la Superintendencia de Compañías.
- Certificación emitida por los valuadores sobre su independencia frente al originador y el agente de manejo.

c) Titularización de Proyectos Inmobiliarios Generadores de Flujo de Caja o de Derechos de Contenido Económico:

- Certificación de que el inmueble donde se desarrollará el proyecto inmobiliario está libre de gravámenes o limitaciones de dominio (certificados del Registrador de la Propiedad y del Registro Mercantil, de ser del caso).

- Estudio técnico - económico detallado que concluya razonablemente la viabilidad financiera del proyecto. Este estudio deberá contemplar la factibilidad del proyecto y la programación de la obra con su cronograma de ejecución.
  - Valor del inmueble, del costo de los diseños, de los estudios técnicos, de la factibilidad económica, de la programación de obras y presupuestos; así como de los valores correspondientes a administración, imprevistos y utilidades, incluyendo los costos de promoción y ventas. Estos datos que deberán incluirse en el presupuesto total del proyecto.
  - Declaración rendida ante un notario por el constructor que acredite experiencia en el sector de la construcción y en obras de similar envergadura.
  - Denominación de la compañía fiscalizadora de la obra, la cual deberá certificar su independencia frente al constructor de la obra.
  - Forma de determinación del punto de equilibrio para iniciar la ejecución de la obra.
  - Copia de la pro forma de la póliza de seguro contra todo riesgo a favor del patrimonio autónomo. Una vez que se alcance el punto de equilibrio, se deberá contratar la póliza respectiva sobre el inmueble donde se ejecutará el proyecto, con un plazo de hasta tres meses posteriores al vencimiento de los valores productos de la titularización o al prepagado de los mismos, en los términos establecidos en la Ley de Mercado de Valores. Esta copia de la póliza deberá ser remitida a la Superintendencia de Compañías, hasta dos días después de ser suscrita.
  - Copias de las proformas de las garantías bancarias o de las pólizas de seguros de fiel cumplimiento del contrato, del buen uso de los anticipos y de los fondos recibidos, constituidas por el constructor. Se deberá seguir el mismo procedimiento establecido en el literal anterior.
- d) Titularización de Flujos de Fondos:
- Certificación de que los activos integrados al patrimonio autónomo, están libres de gravámenes o limitaciones de dominio (certificados del Registrador de la Propiedad y Registrador Mercantil de ser el caso), de ser aplicable.
  - Estudio técnico - económico detallado que concluya razonablemente la viabilidad legal, técnica y financiera, así como la factibilidad en la generación de los flujos de fondos proyectados.
  - Forma de determinación del punto de equilibrio para la generación de los flujos.

#### **Inscripción en el Registro de la Bolsa de Valores de Quito**

- Para inscribir los valores producto de un proceso de titularización, la Bolsa de Valores de Quito exigirá, a más del cumplimiento de los requisitos para la inscripción en el Registro de Mercado de Valores, se deberá presentar los siguientes documentos:

- Solicitud firmada por el representante legal de la sociedad administradora de fondos, que actúa como Agente de Manejo.
- Una copia de la resolución aprobatoria del prospecto de oferta pública o del prospecto informativo, y del certificado de inscripción de la oferta pública, emitidos por la Superintendencia de Compañías;
- Una copia del prospecto de oferta pública o del prospecto informativo, según sea mercado primario o secundario, aprobado por la Superintendencia de Compañías;
- Cien prospectos de oferta pública, que deberán entregarse con al menos tres días bursátiles hábiles de anticipación a la negociación, los mismos que pueden ser remitidos en medio físico o en archivo magnético;
- Amortización de escenarios: optimista, pesimista y moderado; y,
- Proyección de gastos del fideicomiso
- Contrato de underwriting, en caso de existir.

Anexo 3

Anexo 3: Resumen							
TECOPECA C.A.							
Estados Financieros Individuales							
Miles de Dólares Americanos							
	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14
<b>Balance General</b>							
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	5.690	3.310	3.934	9.759	720	2.186	8.299
Derechos Titularizados de Fondos	0	0	0	2.635	1.197	2.748	3.562
Cuentas por Cobrar	12.071	12.469	18.047	11.946	22.549	35.452	22.420
Inventarios	12.890	12.161	15.652	25.733	45.480	29.913	31.922
Servicios y Otros Pagos Anticipados	79	71	235	70	36	58	168
Activos por Impuestos Corrientes	0	0	0	1.876	4.276	3.282	844
<b>Activo Corriente</b>	<b>30.729</b>	<b>28.011</b>	<b>37.868</b>	<b>52.019</b>	<b>74.259</b>	<b>73.639</b>	<b>67.214</b>
<b>Activo Corriente prueba ácida</b>	<b>17.839</b>	<b>15.851</b>	<b>22.215</b>	<b>26.286</b>	<b>28.780</b>	<b>43.726</b>	<b>35.292</b>
Activo Fijo Neto	14.604	17.407	22.412	30.395	31.332	32.781	34.546
Activos Impuestos diferidos	0	0	0	188	181	181	181
Activos Intangibles	0	0	0	0	63	25	54
Otros Activos no corrientes	541	155	477	365	1.241	1.412	7.984
<b>Activo No Corriente</b>	<b>15.145</b>	<b>17.562</b>	<b>22.890</b>	<b>30.947</b>	<b>32.817</b>	<b>34.399</b>	<b>42.765</b>
<b>Activo Total</b>	<b>45.874</b>	<b>45.573</b>	<b>60.757</b>	<b>82.966</b>	<b>107.076</b>	<b>108.038</b>	<b>109.979</b>
Obligaciones Financieras	25.244	19.099	24.940	23.957	33.890	20.771	18.104
Obligación de Titularización de Fondos	0	0	0	1.415	3.590	7.072	8.996
Cuentas y Documentos por pagar	11.018	10.290	11.403	14.497	20.216	15.288	16.039
Otras Obligaciones Corrientes	1.227	2.236	1.388	4.361	4.242	5.949	17.425
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>37.489</b>	<b>31.625</b>	<b>37.731</b>	<b>44.230</b>	<b>61.938</b>	<b>49.080</b>	<b>60.564</b>
Obligaciones Financieras L/P	1.021	70	5.248	4.191	3.744	3.354	1.991
Obligación de Titularización de Fondos L/P	0	0	0	4.985	8.062	15.411	10.783

Provisión por Beneficios a Empleados	0	0	0	713	712	712	712
Pasivos por Impuestos Diferidos	0	0	0	623	604	567	530
<b>Pasivo No Corriente</b>	<b>1.021</b>	<b>70</b>	<b>5.248</b>	<b>10.512</b>	<b>13.123</b>	<b>20.044</b>	<b>14.017</b>
<b>Pasivo Total</b>	<b>38.511</b>	<b>31.695</b>	<b>42.979</b>	<b>54.742</b>	<b>75.061</b>	<b>69.124</b>	<b>74.580</b>
Capital social	1.256	4.307	4.307	4.307	4.307	4.307	4.307
Reserva Legal	582	1.333	1.333	2.153	2.153	2.153	2.153
Reserva por Valuación	1.368	1.368	1.368	0	0	0	0
Otros Resultados Integrales	0	0	0	4.147	3.796	3.959	3.958
Utilidades Retenidas	4.157	6.870	10.770	17.618	21.759	28.495	24.981
<b>Total Patrimonio</b>	<b>7.363</b>	<b>13.878</b>	<b>17.778</b>	<b>28.225</b>	<b>32.015</b>	<b>38.914</b>	<b>35.399</b>
<b>Deuda Financiera</b>	<b>26.266</b>	<b>19.169</b>	<b>30.188</b>	<b>34.548</b>	<b>49.286</b>	<b>46.608</b>	<b>39.874</b>
Corto Plazo	25.244	19.099	24.940	25.372	37.480	27.843	27.100
Largo Plazo	1.021	70	5.248	9.176	11.806	18.765	12.774
<b>Estado de Pérdidas y Ganancias</b>							
Ventas Netas	98.381	88.429	85.733	131.796	184.496	191.635	159.621
Costos de Ventas	81.437	65.642	69.482	108.461	160.058	161.502	128.043
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>16.943</b>	<b>22.787</b>	<b>16.252</b>	<b>23.334</b>	<b>24.437</b>	<b>30.133</b>	<b>31.578</b>
Gastos operacionales	8.309	8.520	7.467	10.604	12.799	12.589	12.288
<b>Utilidad Operativa</b>	<b>8.635</b>	<b>14.267</b>	<b>8.784</b>	<b>12.730</b>	<b>11.639</b>	<b>17.544</b>	<b>19.290</b>
(-) Gastos Financieros	3.223	3.031	3.091	3.976	5.218	5.783	4.854
(+) Otros Ingresos (Egresos)	1.243	813	445	-59	820	-737	-1.156
(-) Participación e impuesto a la Renta	2.020	4.400	2.238	3.091	2.618	3.979	4.794
<b>Utilidad Neta</b>	<b>4.635</b>	<b>7.649</b>	<b>3.900</b>	<b>5.604</b>	<b>4.623</b>	<b>7.045</b>	<b>8.486</b>

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros / Elaboración: Las Autoras

Índices Financieros (US\$ Miles)							
<b>Márgenes</b>							
<b>Costo de Ventas/ Ventas</b>	82,78%	74,23%	81,04%	82,30%	86,75%	84,28%	80,22%
<b>Margen Bruto</b>	17,22%	25,77%	18,96%	17,70%	13,25%	15,72%	19,78%
<b>Gastos Operacionales / Ventas</b>	8,45%	9,63%	8,71%	8,05%	6,94%	6,57%	7,70%
<b>Margen Operativo</b>	8,78%	16,13%	10,25%	9,66%	6,31%	9,15%	12,08%
<b>Gastos Financieros / Ventas</b>	3,28%	3,43%	3,61%	3,02%	2,83%	3,02%	3,04%
<b>Margen Neto</b>	4,71%	8,65%	4,55%	4,25%	2,51%	3,68%	5,32%
<b>EBITDA y Cobertura</b>							
EBIT (12 meses)	8.635	14.267	8.784	12.730	11.639	17.544	19.290
EBITDA (12 meses)	9.589	15.238	9.928	13.750	12.751	20.179	19.290
EBITDA (acumulado)	9.589	15.238	9.928	13.750	12.751	20.179	19.290
Gastos Financieros (12 meses)	3.223	3.031	3.091	3.976	5.218	5.783	4.854
EBIT / Gastos Financieros (12 meses)	2,68	4,71	2,84	3,20	2,23	3,03	3,97
EBITDA / Gastos Financieros (12 meses)	2,98	5,03	3,21	3,46	2,44	3,49	3,97
<b>Solvencia</b>							
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0,97	1,00	0,88	0,81	0,83	0,71	0,81
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0,03	0,00	0,12	0,19	0,17	0,29	0,19
Deuda Financiera / Pasivo Total	0,68	0,60	0,70	0,63	0,66	0,67	0,53
Pasivo No Corriente / Patrimonio	0,14	0,01	0,30	0,37	0,41	0,52	0,40
Deuda Financiera / Patrimonio	3,57	1,38	1,70	1,22	1,54	1,20	1,13
Pasivo Total / Patrimonio	5,23	2,28	2,42	1,94	2,34	1,78	2,11

Pasivo No Corriente / EBITDA (12 meses)	0,11	0,00	0,53	0,76	1,03	0,99	0,73
Deuda Financiera / EBITDA (12 meses)	2,74	1,26	3,04	2,51	3,87	2,31	2,07
Pasivo Total / EBITDA (12 meses)	4,02	2,08	4,33	3,98	5,89	3,43	3,87
<b>Rentabilidad</b>							
ROA (acumulado)	10,10%	16,78%	6,42%	6,75%	4,32%	6,52%	7,72%
ROE (acumulado)	62,95%	55,12%	21,94%	19,86%	14,44%	18,10%	23,97%
<b>Liquidez</b>							
Liquidez General	0,82	0,89	1,00	1,18	1,20	1,50	1,11
Prueba Ácida	0,48	0,50	0,59	0,59	0,46	0,89	0,58
Capital de Trabajo	-6.760	-3.614	137	7.790	12.321	24.559	6.651

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros / Elaboración: Las Autoras