



UNIVERSIDAD DE ESPECIALIDADES ESPIRITU SANTO  
FACULTAD DE ECONOMIA

OPORTUNIDADES DE FINANCIAMIENTO PARA PYMES  
MEDIANTE EL ACCESO AL MERCADO DE VALORES  
ECUATORIANO.

Trabajo de Titulación Aplicada que se presenta como  
requisito previo a optar el grado de Ing. En Ciencias  
Empresariales con mención en Dirección y Planificación  
Comercial.

AUTOR:  
DANIEL ALEJANDRO ANDRADE ESPINEL

TUTOR:  
LUIS ALBERTO CABALLERO PINEDA

GUAYAQUIL, ABRIL DEL 2014.

Contenido	
Contenido.....	i
INDICE DE TABLAS.....	iii
DEDICATORIA.....	iv
RESUMEN.....	v
INTRODUCCIÓN.....	vi
CAPITULO I.....	1
<b>1.1. Antecedentes.</b> .....	1
<b>1.2. Planteamiento del Problema.</b> .....	3
<b>1.3. Objetivos de la Investigación.</b> .....	4
<b>1.4. Justificación de la Investigación.</b> .....	5
CAPITULO II.....	8
<b>2. Marco Teórico.</b> .....	8
<b>2.1. Mercado de Valores.</b> .....	8
<b>2.2. Títulos Valores: Concepto, Tipos y/o Clases.</b> .....	15
<b>2.3. Pymes: Pequeñas y Medianas Empresas, concepto, clasificación e importancia.</b> .....	18
<b>2.4. Financiamiento para Pymes en el Ecuador.</b> .....	21
<b>2.5. Resumen de Glosario de Términos.</b> .....	23
CAPITULO III.....	25
<b>3.1. Diseño de la Investigación.</b> .....	25
<b>3.2. Población y Muestra.</b> .....	25
<b>3.3. Método de Recolección de Datos.</b> .....	26
<b>3.4. La Propuesta.</b> .....	26
CAPITULO IV.....	27
<b>4.1. Análisis de los diferentes instrumentos financieros de carácter específico que se contemplan dentro de la Ley de Mercado de Valores del Ecuador, aplicables al financiamiento de las Pymes. (Emisión de acciones, papel comercial, y obligaciones a largo plazo).</b> .....	27
<b>4.1.1. Emisión de Acciones.</b> .....	27
<b>4.1.2. Emisión de Papel Comercial u Obligaciones a Corto Plazo.</b> .....	37
<b>4.1.3. Emisión de Obligaciones a largo plazo.</b> .....	41
<b>4.2. Evaluar el impacto operativo y financiero del financiamiento a través del mercado de valores en las Pymes, a través de un matriz que</b>	

determine el costo financiero neto de obtener financiamiento en el mercado de valores.....	46
<b>4.3. Analizar el mercado objetivo por el lado de la demanda de los títulos valores emitidos por Pymes, y determinar características generales que deben tener los instrumentos en su estructura para tener posibilidades de éxito en la colocación (venta de los títulos valores).....</b>	<b>57</b>
<b>4.3.1. Clasificación de los Inversionistas.....</b>	<b>57</b>
<b>4.3.2. Inversionistas Institucionales vs Inversionistas Personales. ....</b>	<b>58</b>
<b>4.3.3. Emisión Materializada o Desmaterializada.....</b>	<b>59</b>
<b>4.3.4. Características Generales que Analizan los Inversionistas al momento de comprar un Título Valor.....</b>	<b>60</b>
<b>4.3.5. Características Adicionales que aumentarían la posibilidad de éxito al momento de colocación de un título valor de una Pyme. ....</b>	<b>63</b>
<b>CAPITULO V.....</b>	<b>66</b>
<b>5. Conclusiones.....</b>	<b>66</b>
<b>5.1. Conclusiones del Presente Estudio. ....</b>	<b>66</b>
<b>5.2. Recomendaciones.....</b>	<b>68</b>
<b>6. Cuadro de Esquematización de la Viabilidad del Tema.....</b>	<b>69</b>
<b>7. Bibliografía.....</b>	<b>70</b>
<b>8. Anexos.....</b>	<b>73</b>

## **INDICE DE TABLAS.**

<b>Tabla 1. Clasificación de empresas en el Ecuador.</b>	<b>19</b>
<b>Tabla 2. Monto de facturación anual por tipo de empresa.</b>	<b>19</b>
<b>Tabla 3 Clasificación por sectores de medianas empresas.</b>	<b>20</b>
<b>Tabla 4 Clasificación por sectores de pequeñas empresas.</b>	<b>20</b>
<b>Tabla 5 Detalle de las empresas forestales en el mercado de valores y su fecha de inscripción.</b>	<b>35</b>
<b>Tabla 6 Datos estadísticos del mercado accionario.</b>	<b>37</b>
<b>Tabla 7 Cálculo del monto máximo de emisión de papel comercial.</b>	<b>40</b>
<b>Tabla 8 Cálculo del monto máximo de emisión de obligaciones.</b>	<b>43</b>
<b>Tabla 9 Gastos operativos de una emisión de renta fija.</b>	<b>50</b>
<b>Tabla 10 Rendimiento según la calificación y el tiempo.</b>	<b>55</b>

## **DEDICATORIA**

*Dedico el presente trabajo:*

*A Dios, quien ha sido mi maestro y mano guía desde el Cielo, que me ha fortalecido y me ha mantenido de pie en todo momento de mi vida.*

*A mis padres y mis hermanos por su amor, entrega y esfuerzo para forjar en mí el carácter y hacer de mí un hombre de bien.*

*A aquellos maestros que aportaron a mi crecimiento personal y profesional.*

*A mis amigos, quienes forjamos una amistad incondicional.*

## **RESUMEN**

En el presente trabajo se analizará las oportunidades de financiamiento para Pequeñas y Medianas Empresas a través del acceso al Mercado de Valores Ecuatoriano, debido al difícil acceso al crédito que las mismas enfrentan. Es por eso que el presente estudio se ha dividido en varios capítulos, cada uno comprendiendo, temas de profundo interés para directivos y las personas que se encuentran en la toma de decisiones de las Pymes.

En los primeros capítulos, se establecerán el porqué de este estudio, así planteando el objetivo general seguido de los objetivos específicos, que nos lleven a una conclusión, producto de un análisis minucioso de datos cuantitativos y cualitativos sobre el mercado de valores ecuatoriano, su alcance y la posible incursión de las Pymes en el mismo. De igual manera se definirá dentro del marco teórico, cada uno de los términos que se utilizarán a lo largo del presente estudio.

Dentro del capítulo IV, encontraremos el desarrollo de los tres objetivos específicos. Definiendo en primer lugar si la Ley del Mercado de Valores Ecuatoriano y su respectivo reglamento contemplan instrumentos financieros que pueden aplicar las Pymes como fuente de financiamiento; seguido de un análisis del impacto operativo y financiero que causaría en una Pequeña y Mediana Empresa la incursión en el mercado bursátil, y como último punto del mencionado capítulo se encontrará el análisis de la demanda de títulos valores, para determinar la probabilidad de éxito al momento de la colocación que tendría un título valor emitido por una Pyme.

## INTRODUCCIÓN.

A lo largo del tiempo la economía y el comercio de la misma, se ha desarrollado entre Grandes, Medianas, Pequeñas y Micro Empresas, es por tal motivo que hoy en día es importante analizar la situación económica y la diferencia de condiciones que enfrentan las Pequeñas y Medianas Empresas frente a las Grandes Empresas o aquellas consideradas como Corporativas. Según las cifras arrojadas por la Comisión Económica para América Latina CEPAL, es realmente alarmante, ya que según un análisis realizado en 7 países de América Latina en el 2012, arroja que el 80% de las Pymes desde su fecha de creación fracasan antes de los 5 años, y el 90% de estas antes de los 10 años.

En los últimos años las empresas consideradas como Pymes tienen un rol protagónico dentro de las economías, las mismas que han ido tomando fuerza como puntal de desarrollo económico, sobretodo en economías emergentes. Destacando que las Pymes generan el 60% de empleos formales en la economía ecuatoriana, además de representar el 90% de las unidades productivas del país. Es por eso que se debe hacer un análisis profundo, enfocado a ofrecer una alternativa que solucione o alivie el gran problema que las mismas enfrentan respecto al acceso al crédito y/o recursos externos, para poder cumplir de mejor manera el objeto social de las mismas.

Por otro lado, es importante destacar que el establecimiento de las Bolsas de Valores en el Ecuador, no fue un proyecto enfocado para ayudar a las Pymes, ya que desde sus inicios la forma de negociación, valor nominal de títulos valores, plazos, entre otras características fueron diseñadas para inversionistas que podían ser personas jurídicas o naturales con excesos de recursos monetarios, y por otro lado el mercado demandante ha sido muy exigente al momento de la compra de un título valor, como exigir calificaciones de riesgo de AA para arriba, fortaleza administrativa, entre otros aspectos. A pesar de los esfuerzos de los gobiernos centrales, como fue en el año 2004, que

se declaró como política de estado que se promocióne el Mercado Bursátil para Pymes, aunque hasta la presente fecha han sido en vano los esfuerzos.

Es por eso que el presente estudio plantea a lo largo del mismo, la viabilidad de utilizar el mercado de valores ecuatoriano, constituido por las dos bolsas de valores (Guayaquil y Quito) como alternativa de financiamiento y acceso a recursos para Pequeñas y medianas empresas, demostrando el beneficio del costo de oportunidad, condiciones coyunturales y en ciertos casos de gozar de tasas de interés más bajas que el sector financiero privado y empresas de factoring que operan en nuestro país. Adicionalmente se identificarán los posibles obstáculos o problemas que podrían enfrentar las Pymes al momento de la incursión en los mercados bursátil existentes en el Ecuador, para así determinar la posibilidad de éxito que tendría un instrumento financiero emitido por una pequeña o mediana unidad de producción dentro de nuestra economía.



## CAPITULO I

### **1.1. Antecedentes.**

Según Carrillo (2011), Hoy en día, las Pequeñas y Medianas empresas cumplen un rol protagónico y de mucha importancia en economías emergentes como la de nuestro país, debido al aporte que estas hacen a la economía Ecuatoriana, basado en que representan el 90% de las unidades productivas del país, además de generar el 60% de plazas de trabajo formal, es por esto que se le debe dar un trato especial a las mismas, es verdad que en términos de aporte a la generación del producto interno bruto es menor el porcentaje del que aportan las grandes corporaciones o empresas, pero esto es debido a que el proceso de crecimiento y desarrollo de las Pymes, se dificulta y se da a una velocidad más lenta que las grandes compañías.

Según Álvarez & Sandoval (2006), se ha evidenciado a través del tiempo, que el desarrollo de las pequeñas y medianas empresas atraviesa una serie de dificultades, entre las que se destacan el poco conocimiento de ámbito empresarial, la falta de liquidez para crecer, tecnología deficiente, etc. Si nos enfocamos en el aspecto de falta de liquidez para crecer, se debe al difícil acceso al crédito que enfrentan, que habitualmente es otorgado por la banca privada, la cual siempre se ha caracterizado por ser muy exigente al momento de concederle un crédito a una Pyme, basándose en que el riesgo es mayor, lo que conlleva un análisis minucioso de condiciones coyunturales, como garantías, plazos, además de gravarle una tasa de interés relativamente alta.

Estos problemas que enfrentan las Pymes en la economía Ecuatoriana, representan un fenómeno que se da a nivel internacional también, ya que se puede

mencionar que las pequeñas y medianas empresas que existen en La República de la Argentina, Colombia, Perú, etc. (economías en vías de desarrollo), han atravesado y continúan enfrentando el problema de la dificultad de acceso a fuentes de financiamiento, las mismas que en su mayoría han sucumbido ante las duras y fuertes crisis económicas que en su momento han atravesado, y lo que ha llevado a las Comisiones Nacionales de Valores de cada país, a desarrollar profundos estudios con el fin de incentivar el uso del mercado de valores por parte de las Pymes. Sánchez (2004)

OIT (2007, p. 101), Para un eficaz desarrollo de las Pymes, es necesario un ambiente adecuado, basado en la competitividad, donde todos los entes productivos estén en igualdad de condiciones, fácil acceso a la información, al crédito competitivo, a la mano de obra calificada, y además factores de producción necesarios para el buen desarrollo de su actividad comercial.

Por lo anteriormente expuesto, es que el presente estudio plantea proponer una vía alternativa de solución a la problemática del acceso al financiamiento de las Pymes, para lo cual se analizará el Mercado de Valores Ecuatoriano y la viabilidad de emisión de títulos valores como respuesta alterna a este problema que enfrentan las Pymes.

El mercado de valores Ecuatoriano, es un mercado relativamente pequeño, el mismo que con el tiempo, ha venido creciendo en sus niveles de participantes, papeles que se negocian, confianza por parte de los empresarios, etc., lo cual ha hecho que hoy en día sea considerado una fuente alterna importante de financiamiento para las empresas (en su mayoría grandes empresas), por lo que el presente trabajo pretende demostrar la viabilidad que las Pymes de nuestra economía pueden incursionar en el Mercado de Valores Ecuatoriano, beneficiándose de un mejor costo de oportunidad, condiciones coyunturales como plazos, garantías, entre otros aspectos en comparación operaciones de factoring u otros mecanismo comunes de fondeo.

## **1.2. Planteamiento del Problema.**

La práctica habitual de las Pymes, para acceder a recursos monetarios, bajo la figura del crédito, ha sido por décadas acudir a sociedades del sistema financiero privado, como bancos, cooperativas, casas de ahorro, entre otras que conforman el mencionado sector dentro del país. También acuden a empresas que se desarrollan en el mercado realizando operaciones de Factoring, las mismas que trabajan aplicando una tasa alta de descuento para sus operaciones, más aun considerando que las cuentas por cobrar de las Pymes, tienen vencimientos de corto plazo.

De igual manera, el sector financiero privado al momento de concederle un crédito o préstamo, a una pequeña o mediana unidad productiva (Pyme), con la intención de compensar el riesgo de colocar su dinero en una empresa de tal dimensión, con un historial corto, una solidez patrimonial no tan fuerte, le grava una tasa de interés relativamente alta (a mayor riesgo, mayor tasa de interés). Además de consideraciones coyunturales, como exigirle ciertas garantías que muchas de estas empresas no están en condiciones de cumplir, sin dejar de mencionar que le otorgan créditos a corto plazo. Es por esto que una Pyme enfrenta la desigualdad de condiciones en el acceso al crédito, siendo sus costos financieros y operativos excesivamente altos u onerosos.

En el mundo existen los mercados de valores, que muchas veces son solo sueños o utopías para directivos de pequeñas y medianas empresas, creer que algún día podrían incursionar con la emisión de títulos valores o instrumentos financieros de algún tipo. Es importante señalar que no todos los mercados de valores están en igualdad de condiciones, de políticas o de más variables que pueden afectar la estructura de los mismos.

Las Pymes atraviesan momentos críticos en la búsqueda de consolidarse en una economía, como una unidad de producción que se mantenga en el horizonte de tiempo. Se puede señalar que la radiografía se divide en tres puntos

críticos, el primero es la búsqueda del recursos económico (liquidez), una vez que logran estabilidad y una correcta operación, pasan a la transición tecnológica, en que la empieza la búsqueda de implementación de las TICs, con la intención de facilitar, ayudar, agilizar y hacer más eficiente el trabajo administrativo, finalmente se encuentra el punto en el que una Pyme debe tener una fortaleza administrativa, rompiendo los esquemas cotidianos de empresas familiares.

Como se ha citado en los párrafos precedentes, hoy en día las Pequeñas y Medianas Empresas (Pymes) de nuestro país atraviesan la desigualdad de condiciones, frente a las empresas que son consideradas grandes o corporaciones, dado que, en general, las asimetrías informativas son mayores en el caso de las empresas con menor tamaño o historial, por lo que conlleva que las condiciones de acceso a recursos financieros externos sean comparativamente más desfavorables para las empresas de menor tamaño.

En base a todo lo expuesto en los párrafos precedentes se determina que existe un problema real de fondo económico para las Pymes en nuestro país, el mismo que se define como:

**“La Dificultad de acceso al crédito y a fuentes de financiamiento que enfrentan las Pymes, por las condiciones coyunturales exigidas por el sector financiero privado o empresas de factoring, como garantías, plazos, y en ciertos casos tasas de interés excesivamente altas.”**

### **1.3. Objetivos de la Investigación.**

#### **Objetivo General.**

Demostrar los beneficios que ofrece el Mercado de Valores como fuente de financiamiento alternativo para las Pymes.

### **Objetivos Específicos.**

- Analizar los diferentes instrumentos financieros de carácter específico que se contemplan dentro de la Ley de Mercado de Valores del Ecuador, aplicables al financiamiento de las Pymes. (emisión de acciones, papel comercial, y obligaciones a largo y corto plazo).
- Evaluar los impactos operativo y financiero del financiamiento a través del mercado de valores en las Pymes, a través de un matriz que determine el costo financiero neto de obtener financiamiento en el mercado de valores.
- Analizar el mercado objetivo por el lado de la demanda de los títulos valores emitidos por Pymes, y determinar características generales que deben tener los instrumentos en su estructura para tener posibilidades de éxito en la colocación (venta de los títulos valores).

### **1.4. Justificación de la Investigación.**

En los párrafos precedentes se ha hecho una pequeña descripción de la importancia y el rol protagónico que tienen las Pequeñas y Medianas Empresas en la economía Ecuatoriana, adicionalmente se ha citado los problemas y las dificultades que las mismas atraviesan, no solo en economías en vías de desarrollo como la nuestra. Este es un problema que ha sucedido en países vecinos, que atraviesan condiciones económicas y de desarrollo parecidas a la nuestra. Pero es destacable en estos países que han atravesado duras crisis económicas han sabido darle la importancia a estas pequeñas y medianas unidades productivas, que aportan plazas de trabajo, aportando a la generación de riqueza y el bienestar social.

Es importante destacar los estudios realizados por la Comisión Económica para América Latina, en la que señalan datos alarmantes respecto al fracaso de las Pymes, entre los cuales llama la atención que el 80% de las Pymes no logran mantenerse en el horizonte de tiempo más allá de los 5 años, y el 90% no llegan a los 10 años. Basado en lo anteriormente señalado, la principal causa se considera la capacidad de gestión de sus directivos.

Muchos analistas económicos señalan que el fracaso de las Pymes puede atribuirse a factores externos e internos de las organizaciones, entre los cuales se destacan al escaso apoyo oficial, inexistentes programas de incentivos, escasas de fuentes de financiamiento, altos costos financieros, entre otros.

Existen países en economías emergentes, en las que las unidades productivas medianas y pequeñas han enfrentado duros procesos, duros cambios de época y tan solo algunas han subsistido y sobrevivido a duras crisis económicas, lo que ha llevado a la autoridades competentes como ministerios de economía, de producción, entre otros a realizar análisis y estudios de cómo ayudar a estas unidades de producción, buscando de alguna manera igualar las condiciones de acceso al crédito, a la información, creación de centros de investigación, etc. Pero sobretodo se han realizado profundos estudios y se han tomado medidas que incentiven la incursión de las Pymes en los mercados de capitales.

Es por eso que, se desarrolla el presente estudio de viabilidad del uso del mercado de valores ecuatoriano como fuente alternativa y financiamiento para las Pymes de nuestro país, emitiendo títulos valores de renta fija o variable. Con la intención de buscar la igualdad de condiciones y facilidades al acceso de recursos. Haciendo de esta manera que el crecimiento económico sea sustentable en el tiempo, y se da incluso para una Pyme, a igual o mayor velocidad que una gran corporación.

Una vez analizado la viabilidad del uso de los instrumentos de financiamiento que ofrece el mercado de valores ecuatoriano, se debe analizar el mercado objetivo, es decir la demanda. El análisis de la demanda se lo realiza con la intención de medir la posibilidad de éxito que puede tener un título valor emitido y respaldado por una Pyme de nuestra economía.

## CAPITULO II.

### **2. Marco Teórico.**

En el presente capítulo de este trabajo de titulación se procederá a definir los términos que se utilizaran a lo largo del trabajo en mención, las diferentes temáticas, para el lector pueda familiarizarse y entender a profundidad la problemática que plantea el presente trabajo y a su vez las posibles soluciones a la misma.

Para poder entender nuestro objetivo general, el mismo que es llegar a la conclusión que las pequeñas y medianas empresas pueden utilizar el mercado de valores como una herramienta alterna de financiamiento, y a su vez que el Mercado de Valores Ecuatoriano presta las condiciones y se encuentra en capacidad de servir como fuente alterna de financiamiento a las empresas en mención, tenemos que entender cada palabra, cada frase o termino que se desarrollara en el presente marco teórico.

#### **2.1. Mercado de Valores.**

Atahualpa(2011) Es muy difícil señalar con exactitud la fecha de creación de los mercados de valores, de igual manera precisar sus orígenes, ya que según datos históricos del comercio y sus alcances, han existido ciertos lugares donde se han realizado transacciones parecidas a las que hoy en día se dan a diario en los mercados de valores.

Atahualpa(2011) Es importante hacer referencia como un origen en finales del siglo XV, en la parte occidental de Europa, se registra en la historia que este lugar fue donde se dio paso a la primera comercialización de títulos valores, cabe



destacar que el nombre Bolsa de Valores que está ligado intrínsecamente al Mercado de Valores, nace en Bélgica, a finales del siglo siguiente (XVI), desde aquel entonces no se le ha cambiado el nombre al lugar donde se desenvuelve el mercado de valores, donde se realizan las transacciones de títulos valores mobiliarios, industriales, comerciales, etc.

Álvarez-Moro (2009), Según el economista australiano, publica en su blog que un mercado de valores es el conjunto de instituciones e intermediarios (bróker o agentes) los mismos que negocian títulos valores como acciones, obligaciones entre otros con el propósito de captar el ahorro personal y empresarial y/o colocar excesos de dineros a cambio de una rentabilidad, la misma que sirve como fuente de financiamiento para empresas pequeñas, medianas y grandes.

Otro dato importante es el que se cita en los antecedentes históricos de la Bolsa de Valores de Quito (2005), diciendo que los mercados y bolsas de valores datan desde los antiguos mercaderes, con el pasar de los años los productos y bienes fueron cambiando hasta nuestros días, los mismos que se llaman “Títulos Valores”, por otro lado, se puede señalar también la definición que le da a los mercados de valores lo cual cita que son instituciones donde se localizan los emisores y los inversionistas, donde se realiza el comercio desde sus bases, la compra y venta de un producto llamado “valor”.

Atahualpa(2011) La primera institución de carácter bursátil como tal fue constituida en 1460, la cual es la Bolsa de Amberes, la siguiente bolsa creada fue la de Londres en el año 1570 y en 1595 la Bolsa de Lyon en Francia, y aproximadamente 200 años más tarde se crea la Bolsa de Valores más famosa del mundo, además de ser la mayor en número de partícipes, como de títulos valores, la cual es la Bolsa de Nueva York, que nace en 1792.

Kronfle (2012), El director de la Bolsa de Valores de Guayaquil, señala que toda economía necesita de un mercado de capitales, en el que se creen los mecanismos

necesarios para acercar a aquellos ahorristas o agentes que tienen excedentes de recursos monetarios, con aquellos que se encuentran en la necesidad de estos recursos monetarios.

### Bolsa de Valores

Kronfle (2012), son mercados donde intervienen agentes autorizados y calificados por entidades de control, con la finalidad de realizar o concretar operaciones de carácter bursátil, las mismas que pueden ser de compra venta en mercado primario o secundario de títulos valores.

### Bolsa de Valores de Guayaquil, BVG.

Bolsa de Valores de Guayaquil (2013), El nombre completo de la Bolsa de Valores de Guayaquil, es “Corporación Civil Bolsa de Valores de Guayaquil”, fue fundada el 30 de mayo de 1969, en el periodo presidencial del Dr. Velasco Ibarra, la misma que fue creada bajo la figura social de Sociedad Anónima de derecho privado, es importante destacar que para todo esto los autores que dieron el incentivo a dicha creación fueron la Comisión de Valores junto a la Corporación Financiera Nacional, es importante resaltar que esta entidad se creó con el objeto social de fomentar una fuente alterna de financiamiento y a su vez la capacidad de fondeo para empresas que desarrollan sus actividades dentro de la economía ecuatoriana

Bolsa de Valores de Guayaquil (2013), La Bolsa de Valores de Guayaquil es regulada por la Ley de Mercado de Valores y la Codificación Nacional de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores Ecuatoriano, sin embargo esta bajo el marco legal del Código Civil en lo que fuere aplicable, esta entidad tiene como fin el funcionamiento de un mercado de valores equitativo, competente, seguro y que brinde información oportuna, veraz y completa a todos los partícipes del mercado.

### Bolsa de Valores de Quito, BVQ.

Bolsa de Valores de Quito (2013), esta es una Corporación civil sin fines de lucro, la misma que fue fundada bajo la aprobación y es controlado por la Superintendencia de Compañías, de igual manera señala que sus principales funciones se enmarcan en brindar de manera eficaz el sistema de mayor transparencia, equidad y competitividad para la negociación de valores, y a su vez brindar información oportuna, completa y veraz sobre los títulos valores que se han negociado, de los intermediarios financieros, y demás que participen activamente en la BVQ.

Bolsa de Valores de Quito (2013), la Bolsa de Valores de Quito, se la denominara a lo largo del presente documento académico como la “BVQ”, ya dentro de sus estatutos, el Artículo Primero, del Capítulo 1, señala que se le podrá denominar bajo las siglas de BVQ, y cita textualmente que: “**Artículo Primero.- Denominación y Miembros:** La denominación de la corporación civil es BOLSA DE VALORES DE QUITO, y podrá utilizar para todos sus efectos la sigla “BVQ”.

### Participes del Mercado de Valores Ecuatoriano.

El mercado de valores Ecuatoriano tiene muchos participes activos, algunos se dividen como entes reguladores y otro que son considerados los agentes que conforman e interactúan en el mercado de valores, a continuación se detallaran cada uno de los partícipes:

- Consejo Nacional de Valores:

S/A (2002), El Consejo Nacional de Valores, es la entidad encargada de fijar la política en la que se basa y desarrolla el mercado de valores Ecuatoriano, a su vez de regular la actividad que se da en el mismo, esta organización se

encuentra adscrita a la Superintendencia de Compañías, la misma que se conformara por 4 miembros del sector público (Superintendente de Compañías, Delegado del Presidente de la Republica, Presidente del Banco Central del Ecuador, Superintendente de Bancos y Seguros) y 3 del sector privado del país.

- Casas de Valores.

Son compañías de figura jurídica sociedad anónima, las mismas que dedican sus esfuerzos a cumplir con su objeto social, el mismo que es la intermediación de títulos valores, a través de personas naturales calificadas, llamada Operadores de Valores. Las Casas de Valores deben contar con la aprobación y permisos otorgados por la Superintendencia de Compañías y estar inscritas en el Registro del Mercados de Valores. (Valdivia, 2007)

Es importante destacar que existen Casas de Valores que pueden operar en la BVQ, en la BVG o en ambas, por lo que es importante señalar que las Casas de Valores deben pedir los permisos respectivos de funcionamiento para la Bolsa de Valores que desean operar. Valdivia (2007)

- Emisores de Valores.

Kronfle (2012), señala que el mercado bursátil no podría funcionar si solo existiesen los inversionistas o superavitarios de recursos monetarios, es por eso que existen las personas jurídicas que necesitan capital o financiamiento a través del mercado de valores.

Son las personas jurídicas (compañías) de derecho privado, fideicomisos mercantiles dueños de activos que califican para ser titularizados o entidades gubernamentales que basadas en la Ley de Compañías, están calificadas a emitir valores. Valdivia (2007)

- Calificadoras de Riesgos.

Valdivia (2007), Estas son personas jurídicas, (sociedades anónimas o compañías limitadas), autorizadas por la Superintendencia de Compañías, las mismas que otorgan una calificación a los valores que se negocian en el mercado de valores Ecuatoriano., en base al riesgo de la empresa, la solvencia, la seguridad, etc., calificaciones que pueden ser desde E hasta AAA.

Kronfle (2012), los títulos valores que requieren obligatoriamente de una calificación de riesgo son: obligaciones, papeles comerciales, cuotas de fondos colectivos de inversión, valores derivados de una titularización. Adicionalmente es importante señalar que para otorgar una calificación a un instrumento financiero o título valor se analizan aspectos como calidad de la información, factores cualitativos, factores cuantitativos y características del instrumento.

En el Ecuador destacan cuatro calificadoras de riesgos las mismas que son: Bankwatch Ratings S.A., PacificCredit Rating S.A., Class International Rating S.A. y Sociedad Calificadora de Riesgos Latinoamericana S.A.

- Administradoras de Fondos y Fideicomisos.

Administradora de Fondos Zión (2013), Estas son personas jurídicas de carácter sociedad anónima, que tienen por objeto social la administración de negocios fiduciarios y fondos de inversión, es necesario destacar que existen administradoras de fondos que solo están autorizados a dicha actividad mas no a la administración de fideicomisos.

Están en algunas ocasiones figuran como representantes legales de fondos de inversión y pueden fungir como emisores de procesos de titularización.

- Depósitos Centralizados de Compensación y Liquidación de Valores.

Valdivia (2007), Estos son compañías debidamente autorizadas por la Superintendencia de Compañías, y su objeto social es recibir los valores de pagos por parte de los emisores de valores para su custodia, conservación, liquidación y transferencia a los inversionistas que compraron dichos valores.

En el mercado de valores ecuatoriano fungen dos de estas entidades, una de carácter público (Depósitos Centralizados de Compensación y Liquidación de Valores del Banco Central del Ecuador) y uno privado (Depósitos Centralizados de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.).

- Representante de Obligacionistas.

Global Securities Services(2005), El representante de obligacionistas tiene como función la representación legal del grupo de inversionistas (institucionales o privados), a su vez velar por el cumplimiento de sus derechos, la verificación del cumplimiento de pagos, establecimiento de garantías y de darse la necesidad de perseguir mediante acciones legales al emisor de valores.

## **2.2. Títulos Valores: Concepto, Tipos y/o Clases.**

### **2.2.1. *Concepto.***

Ley de Mercado de Valores (2012), Se considera valor al conjunto de derechos de carácter económico, que tienen la capacidad de ser negociados en el mercado de valores, siendo estos, los que se contemplan en la ley y el reglamento del mercado de valores.

### **2.2.2. *Clases.***

Superintendencia de Compañías<sup>1</sup> (2012), señala mediante el boletín electrónico emitido por la Intendencia de Mercado de Valores<sup>2</sup>, departamento adherido a la entidad primera en mención, los diferentes tipos de títulos valores según se clasifican de la siguiente manera:

#### **Según la Designación o no del Titular.**

- Al portador: (Paulino- Isabel) especifica que en este tipo de valores que son al portador, otorga la facultad de ejercer el derecho que da tal título con el simple de hecho de portar el mismo de forma física, el acreedor está obligado a darle lo que le corresponde por el derecho que el título brinda, por ende, no es necesario ni obligatorio que el título lleve el nombre del titular.
- A la orden: Linda Gómez (2002), estos son aquellos que se les otorga el derecho a una persona, pero que a su vez se les otorga el derecho de ser a la orden del mismo, como es su nombre, con la potestad

---

<sup>1</sup>**Superintendencia de Compañías:** Ente regulador perteneciente a la estructura organizacional del gobierno central del Ecuador, la misma que tiene dos funciones específicas, una es el control societario de las compañías en el país y dos es el control y supervisión del mercado de valores.

<sup>2</sup>**Intendencia de Mercado de Valores:** Departamento perteneciente a la Superintendencia de Compañías, la misma que tiene como función principal el control, supervisión y demás actividades relacionadas con el Mercado de Valores Ecuatoriano, con el objetivo de hacer del mismo un mercado competitivo, seguro y transparente.

de que esta persona puede cederle el derecho a otro, como ejemplo muy cotidiano es el cheque, que se lo firma a favor de una persona, pero que esta puede realizar un endoso a favor de otra persona, lo que lleva implícitamente un grado medio de transmisión del título.

- Nominativos: Linda Gómez (2002), es aquel título que lleva detallado el nombre de la persona acreedora del mismo, de la persona que está en pleno derecho a ejercer el pago o los beneficios que otorgan dicho título, y si se busca la transmisión del título, implica llevar una serie de trámites complejos, por lo que se puede concluir que este lleva un grado de transmisión mínimo.

#### Según el tiempo de Vigencia.

Los títulos valores pueden ser emitidos con diferente vigencia, o plazo de vencimiento, por lo que se los segmenta en dos grupos, los que son a Corto y Largo Plazo.

- Corto Plazo: Blanco (2011) cita que los títulos valores considerados a corto plazo, se refiere a todos aquellos que su plazo de vencimiento es inferior a un año, como aquellos se emiten a un plazo de 90, 120 o máximo 360 días.

- Largo Plazo: A diferencia de lo que cita Blanco, los títulos valores considerados a largo plazo, son todos aquellos que su periodo de vigencia, o fecha de vencimiento total es superior a un año, pero es importante destacar que el Mercado de Valores, se especializa en ofrecer crédito a largo plazo, a pesar de existir la posibilidad de una emisión de corto plazo.



### Según el Emisor.

Bolsa de Valores de Guayaquil (2013), cuando se habla que los títulos valores, pueden agruparse según el emisor se refiere, a la persona que está emitiendo la deuda, para esto se los divide en dos grupos dentro de la legislación Ecuatoriana, los que pueden ser Emisor Público o Emisor Privado.

- Emisor Privado: son todos aquellos emisores que conforman el sistema económico privado del país, donde no interviene el Estado Ecuatoriano, son las empresas de personas particulares ajenas al sistema gubernamental, las mismas que pueden tener domicilio nacional o extranjero con sucursales dentro del país.

- Emisor Público: A diferencia del emisor privado, son aquellas empresas, consideradas dentro del organigrama funcional de un estado, en este caso serían las empresas estatales (por su limitado presupuesto)<sup>3</sup>, como ejemplo se citan la Corporación Financiera Nacional, el Banco de Fomento, Petróleos del Ecuador, etc.

### Según el tipo de renta que generan: S/N (2013)

- Renta Variable: Los títulos valores que se comercializan y que son de tipo de renta variable, son aquellos que van en relación resultado de la empresa, o del negocio del que se compran los títulos valores, normalmente se los conoce como acciones, o títulos de participación.

- Renta Fija: Los títulos valores de inversión de renta fija son emitidos a una tasa de interés fija, como la deuda que uno adquiere con un

---

<sup>3</sup>Los Estados tienen un presupuesto público que financiar dentro del que se incluye la construcción de carreteras, escuelas, hospitales, pago de salarios a maestros, policía, médicos, etc. Sin embargo, principalmente en países en vías de desarrollo, las necesidades son muchas y los recursos son limitados, por lo que se hace necesario recurrir al endeudamiento de este tipo.

banco, sin importar el rendimiento, o la operatividad de emisor, este debe reconocer una tasa estipulada y fijada en el momento de la negociación.

### **2.3. Pymes: Pequeñas y Medianas Empresas, concepto, clasificación e importancia.**

#### **2.3.1. Concepto de Pymes.**

Según el SRI (2013), se conoce como Pymes al conglomerado de empresas pequeñas y medianas que de acuerdo a su volumen de ventas, cantidad de empleados, su capital social figura como característica propias de este grupo de entidades económicas.

Otros autores señalan que no existe un concepto universal definido y exacto para conceptualizar el término Pyme, ya que depende de la economía y el tamaño de mercado del que se esté refiriendo, ya que una empresa de cierto tamaño puede ser una mediana, pequeña o grande dependiendo en el sector o tamaño de mercado que se la compare o analice. Grupo Enroke (2013)

#### **2.3.2. Clasificación de las Empresas en Ecuador.**

Universidad Salesiana(2013) En el Ecuador se clasifican las empresas según varias variables, entre las cuales se destacan el número de empleados, su capital social y algunos autores sostienen que también se debe considerar el nivel de activos como el monto de ventas en unidades monetarias.

A continuación se presenta una tabla con la clasificación que se da en Ecuador:

**Tabla 1. Clasificación de Empresas en el Ecuador.**

	<b># Empleados</b>	<b>Monto del Capital</b>	<b>Monto de Activos</b>
<b>Microempresa</b>	Máximo 10	Máximo \$ 20 mil.	N/A
<b>Taller Artesanal</b>	Máximo 20	Máximo \$27 mil.	N/A
<b>Pequeña Industria</b>	Máximo 50.	N/A	N/A
<b>Mediana Industria</b>	De 51 a 99.	Máximo \$120 mil.	N/A
<b>Gran Empresa</b>	Mas de 100	N/A	\$ 120 mil. A. Fijo.

**Fuente:** Universidad Salesiana del Ecuador.

**Elaboración:** Autor.

Universidad Andina Simón Bolívar (2010) Además existe la clasificación que hace el Grupo Ekos, que hace la realiza en base al volumen de ventas de las organizaciones, a continuación se presenta la tabla de clasificación:

**Tabla 2. Monto de Facturación Anual por Tipo de Empresa.**

<b>Categoría</b>	<b>Monto de Facturación Anual</b>
<b>Microempresa</b>	De US\$ 0 a US\$ 99.000
<b>Pequeña Empresa</b>	De US\$100.000 a US\$ 999.000
<b>Mediana Empresa</b>	De US\$ 1.000.000 a US\$ 4.999.999
<b>Gran Empresa</b>	De US\$ 5.000.000 en adelante.

**Fuente:** Universidad A.S.B.

**Elaboración:** Autor.

### **2.3.3. Clasificación de las Pymes por Sectores en la Economía Ecuatoriana.**

Universidad Andina Simón Bolívar (2010) hace una clasificación por macro sectores de las Medianas y Pequeñas empresas, de la siguiente manera:

## Medianas.

**Tabla 3** Clasificación por Sectores de Medianas Empresas.

SECTOR	No. DE EMPRESAS	PORCENTAJE
Comercio	1389	39%
Industria	391	11%
Servicios	966	27%
Construcción	188	5%
Agro y Agroindustria	420	12%
Alimentos	134	4%
Hoteles y Restaurantes	78	2%
Total	3566	100%

Fuente: Universidad Simón Bolívar.

Elaboración: Autor.

### 1. Pequeñas.

**Tabla 4** Clasificación por Sectores de Pequeñas Empresas.

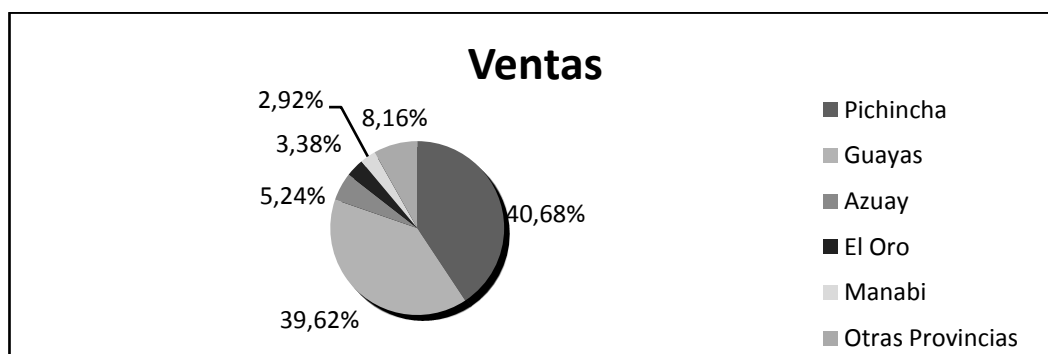
SECTOR	No. DE EMPRESAS	PORCENTAJE
Comercio	2456	28%
Industria	752	9%
Servicios	3761	43%
Construcción	594	7%
Agro y Agroindustria	682	8%
Alimentos	155	2%
Hoteles y Restaurantes	243	3%
Total	8640	100%

Fuente: Universidad Simón Bolívar.

Elaboración: Autor.

## Distribución de las Pymes por Provincias.

**Grafico # 1.** Sectorización de Pymes por Provincia.



Fuente: Grupo Ekos.

Elaboración: Autor.

### **2.3.4. Importancia de las Pymes en el Ecuador.**

Según Grupo Enroke (2013), señala que la importancia de las pymes se puede medir mediante la siguiente variable:

- Contribución a la Economía: las pequeñas y medianas empresa cumplen un rol protagónico en país, ya que son aproximadamente el 91% de las unidades productivas en la economía, generando alrededor del 60% del empleo formal.

Adicionalmente se destaca que aportan en términos de producción nacional entre el 47% - 53%, y las pymes son las generadoras de casi el 100% de los servicios que utiliza a diario el ciudadano ecuatoriano, como transporte, alimentación, cybers, etc.

### **2.4. Financiamiento para Pymes en el Ecuador.**

Financieros Mex (2006), esta página de origen mexicano, señala que el financiamiento constituye el mecanismo o la vía por la cual una empresa o unidad de producción y comercio obtienen recursos para un objetivo específico.

Existen diferentes y numerosas formas de financiamiento en el Ecuador, entre las cuales se destacan las siguientes, Tagu (2007):

1. **Financiamiento Propio:** proporcionado por el emprendedor del negocio, o de personas cercanas a dicha persona, como familia, amigos entre otros, usualmente este capital se utiliza para la constitución de la empresa.
2. **Fondos Estatales:** es cuando el representante legal de la organización acude a entidades que pueden otorgarle un crédito, como el Banco de

Instituto de Seguridad Social, la Corporación Financiera Nacional, el Banco Nacional de fomento, etc., siempre que la institución financiera sea perteneciente al organigrama gubernamental.

3. **Financiamiento con la Banca Privada:** este es uno de los más usuales, podría decirse que es el más utilizado en la economía ecuatoriana, a pesar de que el sistema privado bancario es muy exigente al concederle un crédito a una Pyme, por lo que considera que es de mayor riesgo que concederle un crédito a una Gran Empresa, por ende se le graba una tasa de interés más alta, lo que repercute negativamente, encareciendo los costos financieros de esa pequeña y mediana empresa.
4. **Factoring:** este es un método que se ha venido desarrollando hace algunos años en el país. Este consiste en una fuente de financiamiento en la que una empresa traspasa sus cuentas por cobrar a otra empresa a cambio de liquidez, (dinero en efectivo), considerando una tasa de descuento, que hoy en día en nuestro país está entre el nueve o doce por ciento. Es importante destacar que esta es una tasa por el periodo que tiene la cuenta por cobrar que se trasfiere a la empresa de factoring. Por ejemplo si se cede una cuenta por cobrar, que un vencimiento a 3 meses, la tasa del 9% o 12% si la convertiríamos a anual, resulta ser una tasa mucho más alta que el nueve o doce por ciento.

## 2.5. Resumen de Glosario de Términos.

- **Administradora de Fondos y Fideicomisos:** organizaciones que se encargan de la administración de negocios fiduciarios y fondos de inversión.
- **Bolsa de Valores de Guayaquil:** entidad donde interactúan emisores de valores con inversionistas comprando o vendiendo títulos valores, conocida también por su siglas BVG, sus instalaciones se encuentran en la ciudad de Guayaquil.
- **Bolsa de Valores de Quito:** entidad donde interactúan emisores de valores con inversionistas, comprando o vendiendo títulos valores, conocida también por su siglas BVQ, sus instalaciones se encuentran en la ciudad de Quito.
- **Casa de Valores:** personas de figura jurídica sociedad anónima que se dedican a la comercialización de títulos valores.
- **Consejo Nacional de Valores:** entidad que determina el marco legal, definiendo las leyes y regulaciones del mercado de valores Ecuatoriano.
- **Emisores de Valores:** entes de figura jurídica de carácter privado o público, calificadas para emitir títulos valores o documentos de valor.
- **Financiamiento:** acción de conseguir recursos, para el cumplimiento de un objetivo o meta propuesta.
- **Intendencia de Mercado de Valores:** departamento adscrito a la Superintendencia de Compañías, que regula el mercado de valores

- **Macro sectores:**organizar algo en base a grandes sectores, aplicando filtros de pocas condiciones de cumplir.
- **Pymes:**pequeñas y medianas empresas.
- **Título Valor:**documentos que otorgan un derecho sobre algo, ya sea de contenido crediticio, de participación, etc.
- **Tasa de Interés:**es el equilibrio entre el riesgo y una posible rentabilidad por la utilización de una suma de dinero, determinado por el tiempo.
- **Sistema de Financiero Privado:**grupo o red de bancos de carácter privados y organizaciones de crédito como cooperativas y casas de ahorro, que se dedican a la colocación y captación de dinero, basando su rentabilidad en la tasa de interés o de oportunidad estas cobran.
- **Superintendencia de Compañías:**entidad dentro del organigrama del estado, que tiene como función regular todas las compañías del país además de la regulación y control del mercado de valores ecuatoriano.
- **Renta Fija:**ganancia establecida que otorgan los documentos de valor, y no está sujeta a resultados integrales de la empresa emisora.
- **Renta Variable:**ganancias que están sujetas y dependen directamente de factores ajenos y propios a la voluntad del tenedor del título valor, la misma que depende directamente del resultado integral del ejercicio económico de la empresa emisora.



## CAPITULO III.

### **3.1.Diseño de la Investigación.**

Para el presente estudio se debe señalar que se desarrollara una investigación mixta, combinando variables de carácter cuantitativo y cualitativo. Ya que se analizaran temas como calificaciones de riesgos, tamaño de empresas, volúmenes de ventas o monto de activos, solidez patrimonial, fortaleza administrativa, entre otras variables, que no pueden ser estudiados, observadas y analizadas bajo una sola óptica, si no de manera cuantitativa y cualitativa.

### **3.2.Población y Muestra.**

Las Pymes en el Ecuador, están claramente definidas, incluso en la acápite II. Marco Teórico, se detallan las condiciones y características que deben cumplir las empresas para ser consideradas Pymes, por lo que es evidente que nuestra población va enfocada a todas las Pymes que se desenvuelven en la economía ecuatoriana, sectorizada en la provincia del Guayas, en la ciudad de Guayaquil.

Sin embargo se debe mencionar que para el presente estudio se analizara una muestra tomada aleatoriamente del registro del mercado de valores ecuatoriano. (Intendencia de Mercado de Valores y Bolsa de Valores de Guayaquil). Estudio que se presentara en los anexos del presente estudio.

La selección de la muestra será por el método de "muestreo aleatorio", para lo cual las Pymes seleccionadas, deberán cumplir ciertos requisitos para poder ser consideradas para el presente estudio, como condición principal es que se encuentren inscritas en el registro del mercado de valores ecuatoriano, además de

experimentar la real necesidad de encontrar una fuente alterna de financiamiento que le ofrezca mejor condiciones en temas de costos financieros y consideraciones coyunturales.

### **3.3. Método de Recolección de Datos.**

La recolección de datos se hará de dos maneras, lo cual se cita a continuación:

- a. Entrevistas Personalizadas a operadores de valores.
- b. Observación directa de casos.
- c. Análisis a 40 emisiones de títulos valores de renta fija, donde se analice la calificación de riesgo, fortaleza administrativa, monto de activos y capacidad de generación de ingresos.

### **3.4. La Propuesta.**

Una vez que tengamos definida y planteada la problemática que enfrentan las Pymes dentro de la economía ecuatoriana, la misma que se ha definido como la “Dificultad de acceso al crédito y a fuentes de financiamiento que enfrentan las Pymes, por las tasas de interés altas del sector financiero privado y sus demás consideraciones coyunturales”, la propuesta es encontrar una posible solución a dicho problema, para ayudar con información de interés a estas pequeñas y medianas empresas.

Además de socializar a las Pymes esta alternativa de incursión en el mercado bursátil, mediante la emisión de títulos valores en el mercado de valores ecuatoriano como posible solución a la dificultad de acceso a recursos monetarios externos.

## CAPITULO IV.

### 4. DESARROLLO

**4.1. Analizar los diferentes instrumentos financieros que se contemplan dentro de la Ley de Mercado de Valores del Ecuador, aplicables al financiamiento de las Pymes. (Emisión de acciones, papel comercial, y obligaciones a largo plazo).**

#### **4.1.1. Emisión de Acciones.**

##### **4.1.1.1. Concepto.**

Las acciones son instrumentos financieros, y es una forma de capitalización que utilizan las personas jurídicas de figura sociedad anónima, las mismas que otorgan un rendimiento variable, rendimiento que puede ser negativo como positivo, de igual manera el precio de adquisición de una acción está sujeta a cambios, que en mayor porcentaje se debe a la perspectiva que tiene el mercado con respecto a la empresa, y además del pago de dividendo que esta otorga.

El rendimiento económico que otorga una acción, es aquel porcentaje que le corresponde del total de la utilidad neta de cada ejercicio contable o fiscal de la empresa, y basado en el tipo de acción que esta sea.

Es importante destacar que las acciones representan la titularidad de un porcentaje de la sociedad o persona jurídica, aunque no todas las acciones son iguales en derechos y obligaciones.

#### **4.1.1.2. Valoración de una Acción.**

Las acciones como se indicó en el párrafo precedente, es una representación de la sociedad anónima que las emite, y el precio de esta, a su vez está sujeta a varias condiciones del mercado, como el riesgo, la volatilidad y percepción del mercado, liquidez, tasa de crecimiento económico del sector y en sí, la economía en general.

Es importante destacar que existen distintos tipos de valoraciones para una acción, entre las cuales se destacan:

- Valor Contable por Acción.
- Valor Real,
- Valor Económico, y
- Valor de Mercado.

##### **4.1.1.2.1. Valor Contable por Acción. (VCA)**

El valor contable por acción es una operación netamente contable, por lo que se toman valores de los estados financieros, o de los libros contables, no incluye perspectivas o tendencias de mercado.

El VCA de una sociedad anónima se calcula dividiendo el valor contable del patrimonio neto (activo menos pasivo exigible) sobre el total de acciones emitidas por la compañía.

Para ejemplificar lo anteriormente expuesto citamos como ejemplo la mediana empresa Lucita Sport S.A., que en sus libros contables registra un patrimonio neto de \$578.37 y un total de acciones emitidas de 800 unidades, por ende el valor contable por acción es de:

El valor contable de cada acción de la compañía es de: \$ 0.72229

#### **4.1.1.2.2. Valor Real de una Acción. (VCR)**

El VRA se obtiene una vez que hayamos deducido las deudas del activo y dividiéndola para el número de acciones en circulación.

A pesar que esta valoración ajusta más a la realidad el valor neto de una acción en comparación con el valor contable, aun no se incluyen ciertos valores como los de los activos intangibles.

#### **4.1.1.2.3. Valor Económico de una Acción. (VEA)**

El VEA es una forma bastante aceptable de establecer el precio de una acción, esta se da en base a un valor estimado de la empresa dividido para el número de acciones en circulación que esta tiene.

Una forma de determinar un valor estimado de la sociedad o compañía, es calculando la capacidad de generar riquezas, para esto se utiliza el método de calcular los posibles flujos futuros ajustado a la realidad a datos históricos de la empresa y estimar el beneficio neto de un periodo determinado.

Donde CCPP es: Costo de Capital Promedio Ponderado.

Una vez que se tiene el Valor Estimado de la Empresa, se procede a calcular con la siguiente formula el Valor Económico de la Acción:

Es importante destacar que el método de flujo de caja no es el único método para estimar el valor de la empresa, existen varios métodos como el valor del activo neto, estimación del valor del Good- Will, entre otros.

#### **4.1.1.2.4. Valor de Acción de Precio de Mercado.**

Este valor lo determinan los posibles inversionistas o demandantes de una acción, basado en análisis financieros que abarcan, tasas bursátiles, crecimiento

del segmento del mercado en que se desenvuelve la empresa, índices financieros de la empresa, calificaciones de riesgo a esa determina acción etc.

Esta valoración se la obtiene a través de las negociaciones bursátiles de las acciones de una sociedad anónima.

#### **4.1.1.3. Clasificación de las Acciones en Ecuador.**

La legislación vigente ecuatoriana para las compañías que conforma su capital suscrito y pagado mediante acciones, clasifica las mismas en dos tipos (Art. 170. Ley de Compañías):

- Acciones ordinarias / comunes, y
- Acciones preferidas.

Las acciones ordinarias otorgan a los tenedores los derechos fundamentales que se reconoce en la ley de compañías.

Las acciones preferidas tiene la particular característica que no tienen voto en la junta general de accionistas, ni en la elección del directorio de la compañía, pero este tipo de acciones otorgan derechos especiales en cuanto al pago de dividendos, como el orden de prelación al momento de repartir utilidades o liquidación de la compañía, ya que el rendimiento de una acción preferida comúnmente es pactado a una tasa fija.

#### **4.1.1.4. Oferta Pública de Títulos Valores de Participación o Acciones.**

La Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores estipula en el Título III, Subtítulo I, Capítulo II, Sección I, las características y requisitos que se deben cumplir para la emisión de acciones de una empresa, sea esta pequeña, mediana o gran empresa, a continuación se detallara todo lo que abarca la emisión de acciones.

En el Art. 1 de la sección señalada en el párrafo precedente se estipula lo siguiente:

1. CNV (2013) *“Podrán realizar emisión de acciones, las sociedades anónimas y de economía mixta, existentes que realicen aumentos de capital por suscripción pública de acciones”.*

2. CNV (2013) *“Las sociedades anónimas y de economía mixta que se funden mediante constitución sucesiva o suscripción pública de acciones”.*

Toda emisión de acciones debe tener una autorización previa del ente de control (Intendencia de Mercado de Valores y Bolsa de Valores) y se debe de inscribir en el Registro del Mercado de Valores.

Los requisitos de forma para la autorización de oferta pública de emisión de acciones para una empresa son los siguientes:

1. Carta del representante legal de la compañía, en la que pide autorización por el proceso de oferta pública
2. Título de la Acción, (Facsímile del valor).
3. Ficha Registral. (ficha que contiene datos de la empresa, como fecha de constitución, accionistas, sucursales, administradores, etc.)
4. Un ejemplar del Prospecto de Oferta Pública de Acciones.
5. Calificación de riesgo de ser el caso.

#### **4.1.1.4.1. Oferta Pública Primaria o Secundaria de Acciones**

##### **Oferta Primaria.**

Esta oferta está dirigida al mundo de inversionistas en general que buscan títulos valores de renta variable.

Se puede realizar oferta pública primaria de acciones para los siguientes 2 casos:

1. *CNV* (2013) Constitución sucesiva de compañías anónimas a través de la suscripción pública de acciones; y,
2. *CNV* (2013) Aumentos de capital a través de la suscripción pública de acciones.

### **Oferta Secundaria**

La oferta pública secundaria se da cuando una empresa, abre su capital social ya constituido previamente al mercado de valores.

Para ejemplificar lo anterior mente dicho es cuando una compañía ABC, de capital social \$ 800.00, (800 acciones, \$1 c/u), acude al mercado y oferta esas 800 acciones, no está incrementando su capital, solo está abriendo al público en general el paquete accionario previamente constituido.

#### **4.1.1.5. Experiencia y Estadísticas del Mercado Accionario.**

En el mercado bursátil ecuatoriano, registradas en la BVG y BVQ, es considera un mercado pequeño, por el número de participaciones y de emisores que incursionan en el mismo. BVQ (2008) Las estadísticas muestran que más del noventa por ciento (90%) se comercializan títulos valores de renta fija, y tan solo el diez por ciento de participaciones se consideran de renta variable. A pesar no tener un mercado accionario desarrollado, se registran que las empresas del sector AGRICOLA son las de mayor incursión en emisión de acciones, seguidas por empresas del sector financiero y de empresas que prestan servicios a empresas y existe un margen menor de incursión de empresas dedicadas al comercio por menor, restaurantes y hoteles.

A continuación se presenta un cuadro, donde se detallan los emisores más destacados de renta variable (acciones) que existen en el mercado bursátil



ecuatoriano, donde podemos apreciar que el valor nominal de una acción no siempre es el mismo que el valor de mercado, y de igual manera la clasificación que la acción es líquida, medianamente líquida o no líquida.

**TABLA 5 Principales Emisores de Renta Variable del Mercado Ecuatoriano 2013.**

Emisores	Valor Nominal	Último Precio	P/U Veces	P/V L	Capitalización	D/P Yield	Presencia Bursátil	Índice de Rotación	Líquidez
<b>Agricultura, Caza, Silvicultura y Pesca</b>									
Meriza S.A.	1.0000	38.2500	8.58	1.08	3,060,000	3.15%	0.40%	0.012500	Medianamente líquida
Rio Congo Forestal C.A.	1.0000	37.0000	10.94	1.23	3,330,000	2.47%	2.40%	0.058444	Medianamente líquida
El Tecal C.A. ELTECA	1.0000	34.0000	10.89	1.23	3,060,000	2.48%	1.20%	0.055000	Medianamente líquida
La Reserva Forestal (Reforest S.A.)	1.0000	31.2500	11.35	1.28	2,812,500	2.38%	1.20%	0.545000	Medianamente líquida
Cerro Verde Forestal (Bigforest S.A.)	1.0000	30.0000	12.07	1.28	3,000,000	2.24%	2.40%	0.083000	Medianamente líquida
La Campiña Forestal (Strongforest S.A.)	1.0000	27.0000	11.52	1.22	2,700,000	2.34%	3.60%	0.064000	Medianamente líquida
El Refugio Forestal (Homeforest S.A.)	1.0000	24.0000	11.58	1.21	3,000,000	2.33%	2.40%	0.058200	Medianamente líquida
El Sendero Forestal (Pathforest)	1.0000	20.0000	13.35	1.26	2,700,000	2.02%	2.00%	0.053793	Medianamente líquida
La Estancia Forestal (Forestead)	1.0000	18.0000	27.73	1.22	2,700,000	0.19%	2.40%	0.044700	Medianamente líquida
La Colina Forestal (Hillforest)	1.0000	15.5000	2.73	1.14	3,100,000	0.20%	2.40%	0.034665	Medianamente líquida
La Sabana Forestal (Plainforest)	1.0000	14.5000	0.00	2.44	3,480,000	0.00%	10.00%	0.767796	Medianamente líquida
<b>Industrias Manufactureras</b>									
Compañía de Cervezas Nacionales S.A.	1.0000	43.0000	10.86	7.55	881,090,296	6.40%	6.80%	0.000306	Líquida
Compañía Ecuatoriana del Caucho S.A. Erco	1.0000	1.1000	(3.51)	0.67	22,084,317	0.00%	0.00%	0.000000	Medianamente líquida
Cristalería del Ecuador S.A. Cridesa	1.0000	1.2500	3.17	0.60	26,250,000	25.60%	0.00%	0.000000	No líquida
Industrias Ales C.A.	1.0000	2.4100	11.49	1.16	81,940,000	2.44%	0.40%	0.000683	Medianamente líquida
Holcim Ecuador S.A.	5.0000	66.3300	12.95	4.18	1,358,497,036	5.41%	7.60%	0.031535	Líquida
Sociedad Agrícola e Industrial San Carlos S.A.	1.0000	1.3700	8.61	1.18	143,850,000	6.84%	20.00%	0.046144	Líquida
<b>Comercio al por mayor y al por menor, y restaurantes y hoteles.</b>									
Cepsa S.A	1.0000	1.1000	0.09	0.03	343,324	131.07%	0.00%	0.000000	No líquida
Hotel Colón Internacional C.A.	1.0000	0.5100	6.77	0.35	12,500,100	9.80%	1.60%	0.000222	Medianamente líquida
Corporación Favorita C.A.	1.0000	4.1000	12.27	2.04	1,230,000,000	2.68%	47.20%	0.037393	Líquida

**Fuente:** [www.mundobvg.com/estadisticas/index.asp](http://www.mundobvg.com/estadisticas/index.asp) (12 de diciembre del 2013)

**Elaboración:** BVG.

Como se pudo constatar en el cuadro precedente, las primeras 11 empresas que encabezan el mercado accionario o de renta variable en el Ecuador, pertenecen al sector agrícola.

Es importante destacar que en el Ecuador, el pionero en la emisión de acciones de empresas forestales fue el Eco. Paul Palacios. En el año 2002, tiene su primera incursión en el mercado accionario con la emisión de acciones de la empresa Meriza S.A. adicionalmente se señala, que esta emisión tuvo un éxito rotundo al momento de su colocación, abriendo camino al resto de emisión de acciones de empresas forestales.

A continuación se presenta un cuadro con el detalle de las empresas auspiciadas por el Eco. Palacios y el año de incursión desde el 2002 hasta el 2013.

***Tabla 5 Detalle de las empresas Forestales en el Mercado de Valores y su fecha de inscripción.***

<b>Empresas Forestales.</b>	
<b>Meriza</b>	ago-02
<b>Río Congo</b>	jun-03
<b>El Tecal</b>	abr-04
<b>La Reserva</b>	abr-05
<b>Cerro Verde</b>	abr-06
<b>La Campiña</b>	abr-07
<b>El Refugio</b>	abr-08
<b>El Sendero</b>	mar-09
<b>La Estancia</b>	mar-10
<b>La Colina</b>	mar-11
<b>La Sabana</b>	mar-12
<b>Cerro Alto</b>	jul-12
<b>La Cumbre</b>	mar-13

**Fuente:** Bolsa de Valores de Guayaquil y Quito.

**Elaboración:** Autor.

Por otro lado, se encuentran las empresas que se dedican al comercio de bienes y servicios, las cuales han tenido una incursión exitosa en el mercado bursátil accionario, y hoy en día en base a los indicadores bursátiles se puede decir que encabezan el listado de empresas ofertantes de las acciones con mayor demanda en el mercado.

En base al número de transacciones bursátiles, y por el nivel de oferta y demanda que existen a la presente fecha en las bolsas de valores, se considera que la acción de Corporación La Favorita (Grupo Wright) es el título valor de participación más líquido del mercado.

Por otro lado, existen acciones que se cotizan en bolsa pero que se consideran medianamente líquidas y las que no son líquidas. Es importante señalar que, existen casos en que la demanda está por encima de la oferta de ciertas acciones, como el caso de Holcim Ecuador S.A., que ofrece un rendimiento bastante atractivo. De igual manera, existen otros emisores de acciones que atraviesan la misma situación, como el caso de Holding ToniCorp S.A., sin embargo se debe destacar que por el exceso de demanda, son acciones muy líquidas.

También se da la emisión de obligaciones convertibles en acciones, que en su mayoría han sido emitidas por el sistema financiero privado, (Bancos Locales).

Existe un factor común en las empresas que tiene presencia en el mercado bursátil de renta variable, es que pudieron haber empezado como una empresa familiar, pero al transcurrir el tiempo rompieron el esquema e implementaron prácticas de buen gobierno corporativo, con una visión más amplia y de integrarse a un mercado, que si bien tiene exigencias como hacer público sus libros contables y sociales, adicionalmente es evidente que empresa que incursionan con éxito en el mercado bursátil de renta variable son empresas medianas y grandes, no se ve la presencia de pequeñas empresas en este segmento accionario. Esto se debe a que el inversionista institucional o personal busca siempre colocar

su dinero en empresas con menor índice de riesgo, es por eso que buscan compañías que tienen bastante tiempo en el mercado, con indicadores financieros bastante buenos, un nivel de activos aceptable y que estén en la capacidad de generar rendimientos constantes.

A continuación se presenta una tabla donde se puede apreciar los movimientos del mercado accionario, con los títulos de participación que mayor movimiento tienen en el mercado bursátil y sus datos estadísticos:

**Tabla 6 Datos Estadísticos del Mercado Accionario.**

<b>A Enero del 2014.</b>					
<b>Emisores</b>	<b>Valor Nominal</b>	<b>Precio Anterior</b>	<b>Último Precio</b>	<b>Última Negoc.</b>	<b>Variac. %</b>
RETRATOREC	1.0000	3.8400	3.8400	1/30/2014	0.00%
CORPORACION FAVORITA	1.0000	4.6500	4.6600	1/30/2014	0.22%
RIO CONGO FORESTAL	1.0000	37.0000	37.5000	1/28/2014	1.35%
EL SENDERO FORESTAL	1.0000	20.0000	20.5000	1/27/2014	2.50%
SAN CARLOS	1.0000	1.4100	1.5000	1/23/2014	6.38%
INVERSANCARLOS	1.0000	1.4000	1.4000	1/23/2014	0.00%
CERVECERIA NACIONAL CN	1.0000	43.0000	43.0000	1/23/2014	0.00%
HOLDING TONICORP	1.0000	5.7000	5.7200	1/16/2014	0.35%
BCO DE GUAYAQUIL	1.0000	0.8200	0.8200	1/14/2014	0.00%
BANCO BOLIVARIANO	1.0000	1.0000	1.0000	1/13/2014	0.00%
CONCLINA - PREFERIDAS	2,500.0000	5,950.0000	5,850.0000	1/13/2014	(1.68%)
HOLCIM ECUADOR S.A.	5.0000	67.2000	65.0000	1/10/2014	(3.27%)
HOTEL COLON	1.0000	0.5100	0.7000	1/8/2014	37.25%
BANCO PICHINCHA	1.0000	0.7600	0.8700	1/6/2014	14.47%
CERRO VERDE FORESTAL	1.0000	30.0000	30.0000	12/26/2013	0.00%
LA ESTANCIA FORESTAL	1.0000	18.0000	18.0000	12/23/2013	0.00%
ALICOSTA BK HOLDING	1.0000	12.0000	12.0000	12/17/2013	0.00%
EL REFUGIO FORESTAL	1.0000	24.0000	24.0000	12/17/2013	0.00%
LA RESERVA FORESTAL	1.0000	31.2500	31.2500	11/26/2013	0.00%
LA COLINA FORESTAL	1.0000	15.5000	15.5000	11/26/2013	0.00%

**Fuente:** <http://www.mundobvg.com/estadisticas/index.asp>

**Elaboración:** BVG

#### **4.1.2. Emisión de Papel Comercial u Obligaciones a Corto Plazo.**

##### **4.1.2.1. Concepto y Alcance.**

Al igual que la emisión de acciones, la emisión de papel comercial se encuentra contemplada en la Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

Se destaca que existen diferencias de fondo y de forma entre cada una de las emisiones mencionadas en el párrafo precedente, la principal diferencia importante es que la emisión de acciones se sujeta a lo que es renta variable, (dependen de los rendimientos de la empresa), mientras que la emisión de papel comercial es una emisión de renta fija, también se diferencia por el plazo, ya que la emisión de acciones es durante la vigencia o plazo de duración de la compañía, mientras la emisión de papel comercial se establece en el reglamento del mercado de valores, en la Sección I, Capítulo IV, Subtítulo III, Título III, donde establece que los programas de emisión de papel comercial no podrán exceder los setecientos veinte días, dentro de ese plazo se establece que el emisor tendrá un cupo de emisión en el que podrá para colocar, emitir, pagar, recomprar, redimir títulos valores siempre que no se exceda del cupo inicial autorizado.

Una característica particular de la emisión de papel comercial, que marca diferencia con la emisión de acciones o de obligaciones a corto plazo, es la particularidad de ser revolvente, lo que significa que el emisor estará facultado a efectuar varias emisiones dentro del plazo autorizado, puede pagar, redimir, recomprar o emitir nuevamente conforme se vaya pagando la emisión, dentro de plazo autorizado, además los cupos disponibles de emisión estarán sujetos a las redenciones o pagos de los títulos valores que se encuentren en circulación.

Otra diferencia que se marca entre el papel comercial (obligaciones a corto plazo) con las obligaciones de largo plazo, es que la tasa de interés fijada para el primero es 0% de tasa cupón, mientras que el segundo si se comercializa con una tasa fijada previamente dentro de las características de la emisión, esto se da porque la emisión de papel comercial es un proceso de financiamiento de corto plazo, y es preferible al momento de la venta negociar con descuento el título valor, y evitar que si se fija una tasa de interés no esté de acuerdo al momento de la venta en el mercado bursátil y tenga una difícil colocación.

Es por eso que, la rentabilidad para el inversionista de colocar su dinero en un título valor de corto plazo, es la tasa de descuento con la que compra el papel,

en otras palabras este título valor se comercializa con una tasa de descuento, que reconoce la empresa al momento de colocar la emisión, o desde el punto de vista del inversionista, es la tasa de descuento con la que se negocia el mismo.

Muchos emisores analizan la opción de emitir una deuda entre corto o largo plazo, opciones que tienen sus ventajas y desventajas. En el caso de la emisión de papel comercial, existe la posibilidad de que sea revolvente, lo que da la opción a la empresa de volver a emitir dentro del plazo y el monto máximo autorizado, siempre y cuando se hayan redimidos valores de la emisión. Lo cual se destaca como una ventaja frente a la emisión de obligaciones a largo plazo, que no contempla esta opción. Pero existe también la condición que podría considerarse como una desventaja, que el plazo máximo de emisión en el caso de papel comercial es de 720 días, frente a la emisión de obligaciones a largo plazo que puede ser hasta 1800 días.

#### **4.1.2.2.Monto de Emisión de Papel Comercial.**

Monto de emisión de Papel Comercial con garantía general.- El monto máximo para emisiones de papel comercial amparadas con garantía general, deberá calcularse de la siguiente manera:

**Tabla 7** *Calculo del Monto Máximo de Emisión de Papel Comercial.*

<b>CALCULO DEL MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN PAPEL COMERCIAL CON GARANTÍA GENERAL</b>	
Total Activos del Emisor	\$ XXXX.xx
Menos	(XX)
Activos con Gravamen	(XX)
Activos Impuestos - Diferidos	(XX)
Activos en Litigio	(XX)
Valores en Circulación	(XX)
Derechos Fiduciarios.	(XX)
Cuentas y Documentos por cobrar provenientes de la negociación de derechos fiduciarios a cualquier título,	(XX)
Saldo REVNI.	(XX)
Las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores.	(XX)
Monto de impugnaciones de impuestos.	(XX)
<b>TOTAL activos para calcular monto máximo de emisión</b>	<b>\$ XXX.XX</b>
<b>80% ( MONTO MÁXIMO DE EMISION)</b>	<b>\$ XX.xx</b>

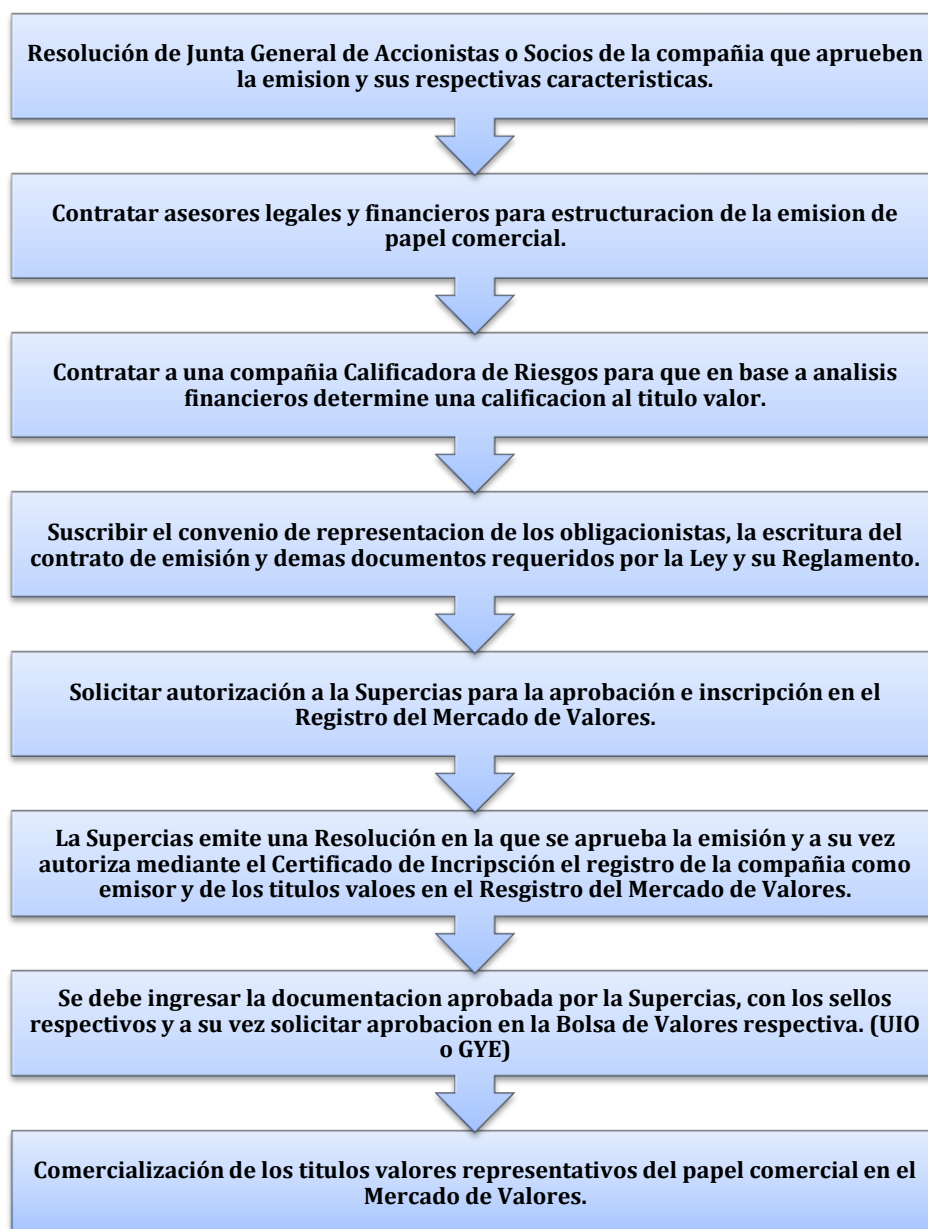
**Fuente:** Codificación de Resoluciones Expedidas por el CNV.

**Elaboración:** Autor.

#### **4.1.2.3. Proceso de Emisión de Papel Comercial.**

A continuación se anexa un gráfico, donde se ilustra el proceso de emisión de papel comercial, las consideraciones que se deben tener presente desde el momento desde que la junta general de socios o accionistas autoriza al representante legal hasta la comercialización de los títulos valores a emitirse.





**Fuente:** Ley de Mercado de Valores y su Reglamento.  
**Elaboración:** Autor.

### **4.1.3. Emisión de Obligaciones a largo plazo.**

#### **4.1.3.1. Concepto y Alcance.**

BVQ (2008), Las empresas utilizan el mecanismo de la emisión de obligaciones con el objetivo de captar recursos de un mundo inversor y poder utilizar dichos recursos para diferentes fines comerciales. Por ende los títulos valores representados como emisión de obligaciones son representativos de una deuda, los mismos que reconocen una serie de derechos exigibles por el

inversionista, entre los cuales principalmente se destaca el derecho de cobro de interés y recaudación del capital.

Es importante destacar que una emisión de obligaciones para ser considerada a largo plazo a diferencia del papel comercial citado en los acápites anteriores, el plazo de esta debe ser mayor a 720 días contados desde su emisión hasta la redención del último título valor en circulación. En nuestro mercado bursátil, habitualmente las emisiones de obligaciones se comercializan a un plazo entre los 1080 y 1800 días.

La Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores señala cuatro grupos que están facultados a emitir obligaciones de largo plazo, los siguientes:

- Compañías anónimas.
- Compañías de responsabilidad limitada.
- Sucursales de Compañías extranjeras domiciliadas en el Ecuador.
- Organismos seccionales que reconocen o crean deuda a cargo de la emisora

La emisión de obligaciones históricamente es el instrumento de financiamiento más común y utilizado por las empresas tanto del sector público como del sector privado. Es por eso que el mercado ecuatoriano producto de las numerosas emisiones de obligaciones, es caracterizado que en su mayoría es un mercado de renta fija, y una pequeña porción del mismo es de renta variable.

Se destaca que las empresas optan o prefieren la emisión de obligaciones a largo plazo, debido a que las características de la emisión las fija la empresa emisora, como tasa de interés, plazo, cálculo y forma de amortización de capital, además de dar la facilidad de obtener recursos a un plazo mayor que el que ofrece la banca privada, y el mercado bursátil no exige una prenda, hipoteca o garantía que avale la emisión. Sin dejar de destacar que una emisión con garantía específica

(prenda, aval, etc.) se coloca en el mercado con mayor facilidad que las que no cuenta con la misma.

#### 4.1.3.2. Monto de emisión de obligaciones de largo plazo.

La ley de mercado de valores y su reglamento reconoce dos formas de cálculo del monto de emisión, las mismas que son las siguientes:

- Monto máximo de emisión con garantía general, o
- Monto máximo de emisión con garantía específica.

##### 4.1.3.2.1. Cálculo del Monto máximo de emisión con garantía general.

En el Art. 13, de la Sección 1, del Capítulo III, Subtítulo I, Título III, se establece la forma de cálculo del monto máximo de emisión con garantía general, y se calculara de la siguiente manera.

**Tabla 8** *Cálculo del Monto Máximo de Emisión de Obligaciones.*

<b>CALCULO DEL MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN OBLIGACIONES DE LARGO PLAZO CON GARANTÍA GENERAL</b>	
Total Activos del Emisor	\$ XXXX.xx
Menos	(XX)
Activos con Gravamen	(XX)
Activos Impuestos - Diferidos	(XX)
Activos en Litigio	(XX)
Valores en Circulación	(XX)
Derechos Fiduciarios.	(XX)
Cuentas y Documentos por cobrar provenientes de la negociación de derechos fiduciarios a cualquier título.	(XX)
Saldo REVNI.	(XX)
Las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores.	(XX)
Monto de impugnaciones de impuestos.	(XX)
<b>TOTAL activos para calcular monto máximo de emisión</b>	<b>\$ XXX.XX</b>
<b>80% ( MONTO MÁXIMO DE EMISION)</b>	<b>\$ XX.xx</b>

**Fuente:** Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

**Elaboración:** Autor.

#### **4.1.3.2.2. Monto máximo de emisión con garantía específica.**

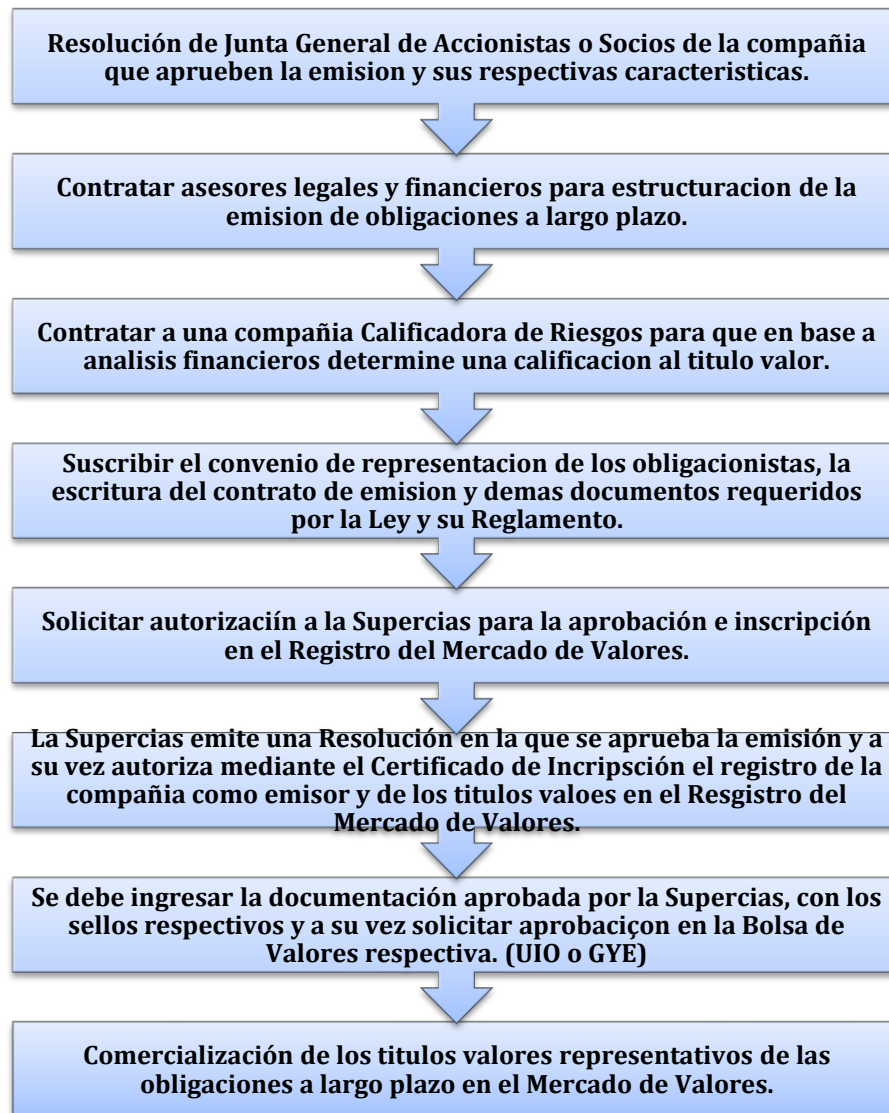
Para determinar el monto de emisión con garantía específica, se especifica en el *Art. 15, de la Sección 1, del Capítulo III, Subtítulo I, Título III, de la Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores*, donde se señala que las obligaciones además de contar con la garantía general, cuenten con una garantía específica, el monto de emisión no podrá exceder el 80% del avalúo de los bienes muebles o inmuebles que se entreguen en garantía de dicha emisión, pero si el respaldo es una fianza o aval financiero, en dicho caso el monto de la emisión podrá ser por el 100% de la garantía específica.

#### **4.1.3.3. Proceso de Emisión de Obligaciones.**

El proceso de emisión de obligaciones a largo plazo contempla una serie de pasos, los mismos que están establecidos en la Ley de Mercado de Valores y su respectivo reglamento.

Es importante destacar que unos pasos toman mayor tiempo que otros, pero un promedio desde que inicia el proceso hasta que el momento de la colocación en promedio se toma tres meses, sin embargo hay procesos de emisión que pueden demorar menos tiempo o más tiempo del mencionado anteriormente.

A continuación se anexa un gráfico, donde se ilustra el proceso de emisión de papel comercial, las consideraciones que se deben tener presente desde el momento desde que la junta general de socios o accionistas autoriza al representante legal hasta la comercialización de los títulos valores a emitirse.



**Fuente:** Ley de Mercado de Valores

**Elaboración:** Autor.

#### **4.2. Evaluar el impacto operativo y financiero del financiamiento a través del mercado de valores en las Pymes, a través de un matriz que determine el costo financiero neto de obtener financiamiento en el mercado de valores.**

En el desarrollo del presente acápite, del Capítulo IV, se procederá a hacer un análisis del impacto y análisis del costo operativo y financiero que causaría en las Pymes el uso del mercado de valores como fuente alterna de financiamiento.

Para alcanzar lo anteriormente señalado se evaluara el costo real en el que incurre una Pyme, al momento de hacer una emisión de títulos valores, como los costos de estructuración financiera y colocación de los títulos valores, la calificación de riesgo (de ser necesaria), costos de inscripción en el registro del mercado de valores, costos de la Bolsa de Valores correspondiente, entre otros en el que el emisor incurre al momento de hacer una emisión de valores, que no solamente es la tasa de interés que reconoce o que tiene que pagar al inversionista, si no la suma de rubros y conceptos en los que incurre en el proceso de una emisión de títulos valores.

##### **4.2.1. Costos Financieros de una Emisión de Acciones en Mercado Primario o Secundario.**

Para poder determinar el costo real de una emisión de acciones tenemos que tener en los rubros que se debe incurrir y en los que no, a diferencia del resto de tipos de emisiones que existen como obligaciones a largo plazo o emisión de papel comercial.

Se debe tener claro, que en una emisión de acciones se puede determinar el costo del proceso de estructuración y de emisión como tal, pero no el costo financiero y operativo de la misma, ya que esto depende del número de acciones que una Pyme decida abrir al mercado bursátil, del precio nominal y el precio real al que se comercializa el título de participación, entre otros.

Es por eso que a continuación se hace un detalle de los rubros y conceptos en los que incurre el emisor de renta variable (acciones):

- Calificación de Riesgo (opcional).
- Estructuración Financiera.
- Colocación de los Títulos Valores (Casa de Valores).
- Costo del Piso de Bolsa de Valores respectiva.
- Inscripción y Mantenimiento en el Registro del Mercado y Bolsa de Valores.
- Impresión del Prospecto de Oferta Pública.
- Publicación de la Resolución Aprobatoria de la Emisión. (periódico)
- Costos del Depósito Centralizado de Compensación de Valores. (solo valor de inscripción).
- Costos de Notarias. (escritura pública de aumento de capital de ser el caso)
- Costo del Registro Mercantil.

Se debe mencionar que existen ciertos costos que son opcionales o bien según el tipo de la emisión de acciones que esta sea. Como el rubro de la calificación de riesgo en una emisión de acciones es opcional, pero el emisor que decide hacerlo, le está dando un plus a su emisión de títulos de participación o renta variable, y a su vez la vuelve más atractiva al inversionista siempre que esta goce de una buena calificación de riesgo.

Por otro lado está el costo de escrituras ante notario público, siempre y cuando la emisión de acciones que se efectúa sea en el mercado primario y para aumento de capital, ya que si se realiza una emisión de acciones en el mercado secundario, que es cuando los tenedores de las acciones deciden venderlas a otros terceros, no se produce un aumento de capital.

En el caso del costo incurrido por concepto del Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores, se puede estimar el valor inicial o de inscripción que este cobra por una emisión de acciones, pero no se puede calcular o estimar el costo por el servicio de compensación de los valores, ya que al ser renta variable, no se tiene definido cuál es la rentabilidad por acción que la empresa emisora genera para los años futuros.

#### **4.2.2. Costo Financiero y Operativo de una Emisión de Obligaciones a largo plazo y/o corto plazo.**

##### **4.2.2.1. Costos de una emisión de obligaciones a largo plazo y/o corto plazo.**

Un emisor de obligaciones o papel comercial incurre en ciertos gastos previos a la colocación y obtención de los recursos, y es necesario que se estimen y consideren dichos gastos para comparar si el uso del mecanismo de mercado de valores es beneficioso frente al resto de posibilidades de financiamiento.

Es importante destacar que una emisión generada por una Pyme siempre saldrá a un costo mayor que la que hace una empresa grande, e incide directamente en los costos de colocación de los títulos valores y de la calificación de riesgo, ya que a menor monto de emisión, el participación porcentual de cada gasto sobre el monto de emisión es mayor.

Para poder estimar con exactitud el costo del proceso o estructuración de una emisión de obligaciones de corto o largo plazo, es necesario identificar cada uno de los rubros en los que se incurren, para en lo posterior determinar el costo financiero y así poder estimar el costo real. A continuación se detallan los conceptos en los que incurre un emisor:

- Calificación de Riesgo.
- Estructuración Financiera.
- Colocación de los Títulos Valores (Casa de Valores).



- Costo del Piso de Bolsa de Valores respectiva.
- Representante de Obligacionistas.
- Inscripción y Mantenimiento en el Registro del Mercado y Bolsa de Valores.
- Impresión del Prospecto de Oferta Publica.
- Publicación de la Resolución Aprobatoria de la Emisión. (periódico)
- Costos del Depósito Descentralizado de Compensación de Valores.
- Costos de Notarias. (escritura pública de emisión y declaración juramentada de Activos libres de Gravamen).
- Costo del Registro Mercantil.

Es importante destacar que hay emisiones que pueden incurrir en otros costos adicionales, como por ejemplo cuando se constituye una garantía específica o se establecen resguardos adicionales que incurren en gastos y costos extras, como un encargo fiduciario, la constitución de una garantía específica, etc.

Para poder presentar de manera gráfica lo explicado en los párrafos precedentes se procedió a elaborar una tabla en la que se detallan todos los gastos en los que debe incurrir el emisor al momento de un proceso de financiamiento a través del mercado de valores, y sus respectivos costos.

Para el cuadro que se presenta a continuación, es necesario determinar en primer lugar el monto promedio de emisión de una Pyme, para lo cual en base a los datos históricos del mercado se puede observar que existen emisiones de obligaciones a corto y largo plazo que van desde los \$750.000.00 hasta \$1.250.000.00, y por estimación matemática se calculó el promedio, arrojando un monto promedio de emisión que asciende a \$1.000.000.00

**Tabla 9 Gastos Operativos de una Emisión de Renta Fija.**

<b>GASTOS OPERATIVOS DE UNA EMISIÓN DE RENTA FIJA</b>					
<b>Monto de la emisión:</b>	<b>\$1.000.000,00</b>				
<b>Detalle de gastos del proceso</b>	<b>Valor inicial</b>	<b>Valor actualización</b>	<b>Periodicidad actualización</b>	<b>Total gasto en el tiempo</b>	<b>% Respecto al monto a emitir</b>
Calificación de Riesgos	4.500,00	2.500,00	Semestral	12.000,00	1,20%
Estructuración financiera	10.000,00			10.000,00	1,00%
Colocación Casa de valores	15.000,00			15.000,00	1,50%
Piso de Bolsa	900,00			900,00	0,09%
Representante Obligacionistas	350,00	350,00	Trimestral	5.600,00	0,56%
Inscripción y mantenimiento RMV y Bolsa	700,00	200,00	Anual	1.300,00	0,13%
Impresión de títulos, prospecto, publicación	400,00			400,00	0,04%
Decevale	500,00	6,25	Trimestral	600,00	0,06%
Notarías	350,00			350,00	0,04%
Reg. Mercantil	50,00			50,00	0,01%
				<b>46.200,00</b>	<b>4,62%</b>

**Elaboración:** Autor.

En el cuadro precedente se han detallado los costos del proceso en los que incurre el emisor al momento de una emisión de obligaciones sea esta de corto o largo plazo, y se ha calculado el porcentaje de participación de cada rubro incurrido sobre el monto máximo de emisión, pero es importante señalar que el costo determinado en el cuadro anterior, no es el costo real de la emisión de obligaciones, ya que hace falta estimar el costo financiero de la misma, y así poder calcular el costo real.

#### **4.2.2.2. Costo Financiero de una Emisión de Obligaciones a Largo Plazo.**

Es por eso que se debe hacer un análisis minucioso de cada uno de los gastos y costos del proceso, adicionalmente se debe de igual manera elaborar la tabla de amortización de los títulos valores (emisión de obligaciones a largo plazo) para obtener el costo financiero que genera este mecanismo de financiamiento. Una vez que se obtienen todos los rubros, costos y gastos en lo que incurre un emisor, se puede construir una “Matriz de Costeo” que nos ayude a determinar el costo real de una emisión de obligaciones a largo plazo.

A continuación se anexa una tabla con la estimación de los costos del proceso más el costo financiero de la emisión por el monto promedio que según la capacidad de las Pequeñas y medianas empresas considerando a un plazo de 4 años, a una tasa del 8.5% fija y anual.

**4.2.2.2.1. Matriz para Determinar el Costo Financiero y Operativo de una Emisión de Obligaciones.**

Fuente: PlusBursátil Casa de Valores S.A.

Elaboración: Autor.

En la matriz anterior se ha especificado cada uno de los rubros y conceptos

en los que incurre un  
plazoconsiderando un  
financiero total de ut  
del 10.8477% anual.

Una Pyre pu

a largo  
el costo  
tiento es

que sea

aprobado por las  
(Superintendencia de  
asegura un éxito al  
valores, ya que exist  
de la venta y colocac

es competentes del mercado  
as y BCB Sa de Valores  
de la colocación o comercialización  
condiciones coyunturales que influye  
misión. (Punto 4.3 del Capítulo 4)

valores,  
esto no  
s títulos  
tomento

4.2.2.3.C

Plazo / Papel Comercial.

Corto

MATRIZ PARA DETERMINAR EL COSTO OPERATIVO Y FINANCIERO DE UNA EMISION DE OBLIGACIONES A LARGO PLAZO

mes	emision	intereses (8.50%)	amortización capital	pago papeles	saldo	Calificación de Riesgos	Estructuración financiera	Colocación Casa de valores	Piso de Bolsa	Representante Obligacionistas	Inscripción y mantenimiento RMV y Bolsa	Impresión de títulos, prospecto publicación	DCV	Notarías	Reg. Mercantil	Costos	flujo neto
sep/13	1.000.000				1.000.000	-4.500	-10.000	-15.000	-900		-700	-400	-600	-350	-50	-32.500	967.500
dic/13		21.250	62.500	83.750	937.500					-350						-350	-84.100
mar/14		19.927	50.000	82.422	875.000					-350						-350	-82.772
jun/14		18.594	50.000	81.094	812.500					-350						-350	-81.444
sep/14		17.266	50.000	79.766	750.000	-2.500				-350	-200					-350	-82.816
dic/14		15.938	50.000	78.438	687.500					-350						-350	-78.788
mar/15		14.609	50.000	77.109	625.000					-350						-350	-77.459
jun/15		13.281	50.000	75.781	562.500					-350	-200					-350	-76.131
sep/15		11.952	50.000	74.453	500.000	-2.500				-350						-350	-77.503
dic/15		10.625	50.000	73.125	437.500					-350						-350	-73.475
mar/16		9.297	50.000	71.797	375.000					-350						-350	-72.147
jun/16		7.968	50.000	70.469	312.500					-350						-350	-70.819
sep/16		6.641	50.000	69.141	250.000	-2.500				-350	-200					-350	-72.191
dic/16		5.313	50.000	67.813	187.500					-350						-350	-68.163
mar/17		3.984	50.000	66.484	125.000					-350						-350	-66.834
jun/17		2.656	50.000	65.156	62.500					-350						-350	-65.506
sep/17		1.328	50.000	63.828	-	-12.000	-10.000	-15.000	-900	-5.600	-1.300	-400	-600	-350	-50	-46.200	-64.178
<b>TIR 10,8952%</b>																	

El costo financiero de una emisión de obligaciones a largo plazo frente a una de corto plazo / papel comercial es diferente, por lo que se debe estimar en la tabla de amortización según el comportamiento del papel comercial, mas no como la emisión de obligaciones, que es una deuda con pagos periódicos, desde una fecha de inicio de generación de intereses hasta la fecha límite del proceso.

Se debe mencionar que en la parte operativa y los costos de estructuración financiera, tanto en la emisión de obligaciones a largo plazo como la de papel comercial se incurren en los mismos costos, solo que cambian en el plazo o el tiempo de cálculo de los mismos. Por otro lado, los costos financieros son completamente diferentes, en la forma del cálculo y por ende en el resultado, lo anteriormente señalado se sujeta básicamente a factores que contemplan la emisión de papel comercial, tales como la tasa de colocación con la que se venden los títulos valores, el plazo, la revolvencia, entre otros.

Es por eso que para estimar el cálculo financiero de cada uno de los procesos mencionados en el párrafo precedente se han hecho dos matrices distintas, una citada en el literal 4.2.2.3. que corresponde a la emisión de obligaciones a largo plazo, y más adelante, en el presente acápite se presentará la matriz para estimar el costo financiero de una emisión de papel comercial.

La tasa de descuento con la que se negocia un papel comercial o emisión de obligaciones a corto plazo está sujeta a factores que inciden directamente y determinan la tasa de descuento con la que se negocian los títulos valores, tales como la calificación de riesgo y el plazo del papel, que puede ser comúnmente en términos de negociación de noventa, ciento ochenta y trescientos sesenta días.

Antes de presentar la “matriz de costeo” de una emisión de papel comercial, es necesario presentar una tabla en la que se detalle según el plazo y la calificación, cual es la tasa estimada de negociación de los títulos valores. Para esto se presenta una tabla realizada por una entidad privada en base a datos históricos del mercado de capitales ecuatoriano.

**Tabla 10 Rendimiento según la Calificación y el Tiempo.**

SECTOR PRIVADO - NO FINANCIERO										
	1-30	31-60	61-90	91-120	121-150	151-180	181-270	211-240	241-270	271-365
AAA	4,00%	4,00%	5,00%	5,50%	5,75%	5,85%	6,00%	6,00%	6,25%	6,25%
AAA-	4,00%	4,00%	5,00%	5,50%	5,75%	5,85%	6,00%	6,00%	6,25%	6,25%
AA+	4,50%	4,50%	5,50%	6,00%	6,25%	6,35%	6,50%	6,50%	6,75%	6,75%
AA	4,50%	4,50%	5,50%	6,00%	6,25%	6,35%	6,50%	6,50%	6,75%	6,75%
AA-	5,00%	5,00%	6,00%	6,50%	6,75%	6,75%	6,75%	7,00%	7,25%	7,50%
A+	6,00%	6,25%	6,50%	7,00%	7,00%	7,15%	7,25%	7,50%	7,50%	7,75%
A	6,00%	6,50%	7,00%	7,50%	7,75%	7,85%	8,00%	8,00%	8,25%	8,25%
A-	6,25%	6,50%	7,25%	7,75%	8,00%	8,15%	8,25%	8,25%	8,50%	8,50%

**Fuente:** Registro del Mercado de Valores.

**Fuente:** Plusbursátil Casa de Valores S.A.

Considerando que una Pyme, por su estructura patrimonial, indicadores de liquidez, control de riesgos, previsiones de situaciones de riesgo, ausencia de prácticas de buen gobierno corporativo (empresas familiares), entre otros factores, se considera que está podría alcanzar una calificación de riesgo entre A+ y A-, obviando que podría constituir una garantía específica que eleve su calificación inicial.





**4.3. Analizar el mercado objetivo por el lado de la demanda de los títulos valores emitidos por Pymes, y determinar características generales que deben tener los instrumentos en su estructura para tener posibilidades de éxito en la colocación (venta de los títulos valores).**

**4.3.1. Clasificación de los Inversionistas.**

Para poder desarrollar el acápite 4.3, se debe en primer lugar estudiar e identificar a los inversionistas más fuertes y de mayor peso en el mercado de capitales ecuatoriano, para en base al criterio de selección para invertir que tienen ellos, se podrían determinar las características generales o particulares en ciertos casos, que los instrumentos financieros o títulos valores sea de renta fija o variable debe tener para así incrementar la posibilidad de éxito al momento de su comercialización.

En primer lugar, como se señaló en el Capítulo II Marco Teórico, se destaca que existen los inversionistas institucionales y los inversionistas privados. Pero en el mercado de valores ecuatoriano, se da lo que llamamos el denominador común de los mercados de capitales pequeños, que en su mayoría son inversionistas institucionales del sector público se destacan los siguientes:

- Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (BIESS),
- Corporación Financiera Nacional (CFN),
- Banco Nacional de Fomento (BNF).
- Banco Ecuatoriano de la Vivienda.
- Instituto de Seguridad Social de la Policía Nacional (ISPOL),
- Instituto de Seguridad de las Fuerzas Armadas (ISFA),
- Fondo de Cesantía de la Policía y Armada.

También se destacan los inversionistas institucionales privados, tales como:

- Sector Financiero (Bancos y Cooperativas de Ahorro).
- Compañías de Seguros.
- Fondos de Inversión.
- Fondos privados de Jubilación con recursos propios.

Finalmente, se menciona la existencia de inversionistas particulares o personas naturales, que invierten en su mayoría en papeles que su valor nominal no sea tan alto, y de los datos históricos se desprende que invierten más en títulos valores de renta variable (acciones), resaltando que el mercado de renta variable en el Ecuador en proporción es mínimo frente al mercado de renta fija.

#### **4.3.2. Inversionistas Institucionales vs Inversionistas Personales.**

Como se menciona en los párrafos precedentes, en el mercado de valores ecuatoriano existen en mayor proporción inversionistas institucionales, y de estos los de mayor cantidad de transacciones realizadas y monto colocados en el mercado de bursátil, son los de carácter público. Aquellos que forman parte del organigrama funcional del gobierno central, seguido por los inversionistas institucionales privados, y finalmente se encuentran los inversionistas como personas naturales.

Es importante señalar que desde el inicio del mercado de valores en el Ecuador, no fue diseñado y estructurado para captar dinero de personas naturales. Ya que los títulos valores físicos que se comercializaban en sus inicios, eran a partir de US\$20.000.00. Lo que causaba en primer lugar que una persona que tenía ahorrado una cantidad menor a esta, le fuese imposible acceder al mercado de capitales, por otro lado estaba que las personas podían tener la cantidad ahorrada, pero como el título valor tenía un valor alto no podían diversificar el riesgo de su inversión, y así algunas consideraciones adicionales que dificultaban el ingreso de inversionistas naturales al mercado bursátil.

Con un enfoque más abierto, buscando el desarrollo el mercado de valores ecuatoriano, con el tiempo se fue modificando esta práctica y fueron bajando el valor nominal de los títulos valores físicos, razón por la cual los intermediarios financieros y las empresas emisoras emiten títulos de valores nominales a partir de US\$1.000.00, para que así pueda acceder todo tipo de inversionista.

#### **4.3.3. Emisión Materializada o Desmaterializada.**

La Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores, contempla que las emisiones de títulos valores pueden darse de dos maneras, de manera materializada o desmaterializada.

Al referirnos Materializadas es cuando se emiten títulos valores físicos al portador, es decir, que cuando una inversionista institucional o personal invierte en un papel del mercado bursátil, se le entrega un título físico de propiedad, en el que constan los derechos, obligaciones e información relevante respecto al instrumento financiero que está adquiriendo, y al referirse al portador, es que da la capacidad de ser negociado en el mercado secundario, y en caso de darse, el título pasaría a propiedad del nuevo comprador.

En el caso de Desmaterializadas, por lo contrario, nos referimos que un inversionista al adquirir un título valor, no se le entrega un título físico, con el detalle mencionado en el párrafo anterior, si no que se realiza una anotación en cuenta a nombre de la persona o institución que está adquiriendo el valor, sin descartar la posibilidad de comercializarlo en el mercado secundario.

Remontándonos a los inicios del mercado de valores ecuatoriano, podemos destacar que los títulos valores que se comercializaban en su mayoría de forma materializada, desde la estructuración financiera de la emisión de valores, se precisaba dentro de las características de la emisión, el valor nominal y cuantos títulos físicos se iban a emitir, práctica que fue evolucionando con el paso del

tiempo, y en la actualidad, la mayoría de emisiones de valores son emitidas en forma desmaterializada, sea esta de renta fija o renta variable.

#### **4.3.4. Características Generales que Analizan los Inversionistas al momento de comprar un Título Valor.**

El momento final de una emisión de títulos valores realizada por una Pyme, es la colocación o la venta de los títulos valores. Llegar al mercado objetivo, convenciendo que el instrumento financiero que se oferta, es líquido, seguro, y tiene las garantías suficientes para que el inversionista decida adquirirlo.

Es por eso que en el presente apartado del capítulo 4. Se detallaran las características generales que deben tener los títulos valores, para aumentar la posibilidad de éxito al momento de su colocación. Para poder determinar estas características o particularidades, se realizó un análisis a 40 títulos valores, tomados de manera aleatorio del registro de títulos inscritos en las bolsas de valores del país, (Quito y Guayaquil). Adicionalmente también se determinaran, ciertas características adicionales en base a la experiencia consultada a operadores de valores del mercado bursátil ecuatoriano.

##### **4.3.4.1. Características comunes que buscan los inversionistas.**

###### **4.3.4.1.1. Tamaño de la Empresa:**

Muchos inversionistas en el mercado bursátil buscan colocar sus ahorros o excedentes de dinero en empresas de clasificación corporativas o medianas en camino de ser corporativas.

Los inversionistas instituciones o la banca pública que representan la mayoría de la demanda de títulos valores de nuestro mercado de valores han creado una discriminación hacia las Pymes, principalmente por el tamaño o dimensión de las empresas en las que invierten, seguido por la calificación de

riesgo que estas, por sus indicadores financieros, solidez patrimonial, generación de ingresos, entre otros aspectos, logran alcanzar.

La Banca Pública e inversionistas institucionales al momento de clasificar a las empresas, utilizan dos variables básicamente, una que es el nivel de activos de la empresa, seguido por la capacidad de generación de ingresos, medido de igual manera por el volumen de ventas anuales. Es por eso que del análisis realizado a las cuarenta emisiones de títulos valores (renta fija), se puede observar que el promedio de activos de las empresas analizadas es de 33, 28 millones de dólares, con una generación de ingresos brutos aproximadamente de 45 millones de dólares anuales.

Es importante señalar que del análisis realizado a los cuarenta títulos valores emitidos por empresas ecuatorianas, se desprende que existen emisiones de empresas medianas, pero los inversionistas, compensan de alguna manera el tamaño de la empresa, con la condición que el título valor tenga una calificación de riesgo mínima de AA-.

Incluso algunos fondos de cesantía privados con recursos públicos, tiene como política de inversión inquebrantable, que su portafolio de inversiones debe estar colocado en títulos valores que tenga calificaciones de riesgo mínima AA (doble A).

Finalmente, de esta característica que debe tener un título valor para ser atractivo, se debe mencionar que las Pequeñas y Medianas empresas de la economía ecuatoriana, en la mayoría de casos, no alcanzan el nivel de activos y monto de ventas requeridos por los inversionistas del mercado bursátil para ser consideradas dentro de su portafolio de inversiones.

#### **4.3.4.1.2. Fortaleza Administrativa.**

Otra característica que buscan y analizan los inversionistas del mercado bursátil ecuatoriano es la fortaleza administrativa, partiendo que la nómina de accionistas no interfiera con la dirección y la toma de decisiones de la empresa.

Es por eso que se señala que, el mercado inversor busca prácticas de buen gobierno corporativo, por ejemplo la Banca Pública (BIESS), dentro de sus políticas de inversiones esta que las empresas deben tener prácticas de buen gobierno corporativo, de no ser así desiste de cualquier tipo de inversión, aun siendo el caso que el título valor que se oferta tenga características financieras atractivas. De esta manera buscan que los tres grupos de poder de una organización (accionistas, directivos y alta dirección), no intervengan o interfieran entre sí, afectando la toma de decisiones y la dirección de la empresa. De esta manera mitigan en cierto porcentaje el riesgo de posibles sucesos negativos que pueda enfrentar la empresa, por conflicto de interés, toma de decisiones sesgada, etc.

Dentro de la fortaleza administrativa se destacan otras variables, que influyen al momento de la colocación de un título valor, como por ejemplo que la empresa emisora del título valor que se oferta tenga implementada Responsabilidad Social Empresarial (RSE), que es un signo o síntoma de fortaleza administrativa, de igual manera se destacan los certificados de procesos o de productos, como los sistemas de gestión de calidad, con los que cuente una empresa como carta de presentación.

Finalmente, se destaca que el denominador común de las pequeñas y medianas empresas de la economía ecuatoriana, es ser empresas familiares, en las que se refleja una ausencia total de prácticas de gobierno corporativo, carecen en su mayoría de sistemas de gestión integrados, y en porcentaje mínimo cuentan con certificaciones internacionales.

#### **4.3.4.1.3. Empresas que pertenezcan al sector estratégico o matriz productiva nacional.**

Hoy en día, el gobierno nacional busca en gran medida y destina esfuerzos a fortalecer la matriz productiva del país. Es por eso que ha creado políticas económicas, incentivos, y demás, con la intención de fortalecer a empresas que pertenecen al sector productivo nacional.

Es por eso que sea a través de financiamiento directo, o a través de compra de títulos valores, se ha instaurado como política de inversión que las empresas emisoras pertenezcan a la matriz productiva nacional.

CFN (2014), Para ilustrar lo anteriormente mencionado, se cita el caso de la Corporación Financiera Nacional, que decidió financiar a una empresa cuencana, dedicada a la fabricación de mainboards (tarjetas electrónicas para TV, radios, celulares, cocinas de inducción y electrodomésticos), otorgándole un crédito directo por la suma de USD 1.300.000.00 para la ampliación de su planta.

Por otro lado, está la inversión a través del mercado de valores, es por eso que la Banca Pública, tiene la instrucción del gobierno central, a través de una política económica definida, de destinar su portafolio de inversiones a empresas que pertenecen a la matriz productiva.

Es por eso que el Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social en conjunto a la Corporación Financiera Nacional, destinan sus fondos de inversión a empresas que se desenvuelven en el sector agrícola, acuícola, industrial, manufacturero, inmobiliario, de la construcción, de servicios, entre otros, siempre que estén dentro del sector estratégico productivo nacional.

#### **4.3.5. Características Adicionales que aumentarían la posibilidad de éxito al momento de colocación de un título valor de una Pyme.**

##### **4.3.5.1. Garantía Específica.**

#### **4.3.5.1.1. Aval de una empresa AAA**

Un aval es un compromiso que asume una persona natural o jurídica por una obligación contraída por un tercero. Es decir que en el caso de no pago de este tercero, la persona natural o jurídica que da el aval se compromete unilateralmente de manera irrevocable a ejercer el pago o el cumplimiento total de la obligación pendiente.

Es por eso, una emisión de títulos valores realizada por una Pyme, tendría mayor probabilidad de éxito al momento de la colocación en el mercado bursátil, si contara con el aval de una empresa AAA (triple A).

Sin duda alguna, el hecho de contar con esta particularidad, la hace más atractiva al mercado demandante de títulos valores. Ya que de esta manera se mitiga un poco el riesgo de la probabilidad de algún suceso adverso o negativo que enfrente la empresa. Incluso, de darse el escenario negativo, que lleve a la liquidación de la empresa, ya que existe la seguridad que hay otra empresa, de calificación AAA, respaldando el pago de esta obligación.

#### **4.3.5.1.2. Hipoteca o Prenda Comercial.**

La hipoteca o prenda comercial constituye un mecanismo de garantía específica, contemplado por la Ley de Mercado de Valores y su respectivo reglamento.

Estos mecanismos de garantía se otorgan para asegurar el cumplimiento de la emisión y el pago de los títulos valores no redimidos en el mercado bursátil. Es por eso que la empresa emisora confiere el derecho a favor del representante de obligacionistas, de realización sea de un bien inmueble o bien mueble, con la finalidad de garantizar el fiel cumplimiento del pago total de la emisión de valores.



Es importante señalar que cuando una emisión de valores cuenta con una garantía específica, se ve reflejado directamente en la calificación de riesgo obtenida.

De igual manera esta particularidad al igual que una emisión que cuenta con el Aval de una empresa AAA, hace que aumente significativamente la probabilidad de éxito de una emisión de renta fija, realizado por una Pyme, al momento de la colocación o venta de títulos valores.

## CAPITULO V.

### 5. Conclusiones.

#### 5.1. Conclusiones del Presente Estudio.

1. Una vez analizado los diferentes tipos de títulos valores contemplados en la ley de mercado de valores y su reglamento, entre los cuales se destacan la emisión de obligaciones a largo plazo, emisión de acciones y emisión de papel comercial, de lo que se concluye que una Pyme, está en la capacidad realizar la estructuración financiera y operativa de uno de los instrumentos financieros que se expiden en la Ley de Mercado de Valores y su respectivo reglamento.

2. Una vez que se analizó el impacto operativo y financiero, basado en los costos reales de una emisión de títulos valores, a través de la creación de una matriz en la que se pueden estimar los costos reales de la incursión bursátil de las pequeñas y medianas unidades de producción, se concluye que una Pyme obtendría una ventaja considerable de utilizar el mercado bursátil ecuatoriano como mecanismo de fondeo y financiamiento, ventaja que se basa en la disminución de costos financieros y operativos que ofrece la utilización del mercado bursátil.

3. Después de analizar los instrumentos financieros o títulos valores contemplados en la ley de mercado de valores y su respectivo reglamento, además de analizar los beneficios operativos y financieros que este ofrece, se llegó al punto crítico de estudiar la posibilidad de éxito que tendría un título valor en el mercado bursátil ecuatoriano, a través de estudiar el mercado objetivo o la demanda.

Es por eso que se concluye que los inversionistas del mercado de valores ecuatoriano demandan títulos valores emitidos por empresas que tengan prácticas de buen gobierno corporativo, que gocen de solidez en la composición patrimonial, independencia de accionistas con la toma de decisiones, calificaciones de riesgos mínimo de AA en adelante, fortaleza administrativa y que se encuentre dentro de los sectores considerados en la matriz productiva nacional.

Del análisis realizado a las cuarenta emisiones, se desprende que, la posibilidad de éxito de una Pyme en la colocación de los títulos valores, es relativamente baja, basados en la discriminación existente por parte de la Banca Pública, hacia las pequeñas y mediana empresas, adicionalmente por la ausencia de una administración sólida y eficaz.

## **5.2.Recomendaciones.**

1. Se debe socializar a las pequeñas y medianas empresa sobre el mercado de valores, además de informarles por los medios posibles como internet, prensa escrita o por medio de las entidades de control de las Pymes que están en condiciones y tienen la capacidad de incursionar en el mercado bursátil ecuatoriano.

Adicionalmente se recomienda que la Intendencia de Mercado de Valores junto a las Bolsas de Valores del país, inviertan en investigación y desarrollo, para la creación de nuevos instrumentos financieros al alcance de las pequeñas y medianas empresas, como existen en otros mercados de valores, con ciertas garantías o condiciones coyunturales que incrementa la posibilidad de éxito de los mismos.

2. Poner al alcance y conocimiento público la matriz de costeo, para estimar el impacto financiero y operativo de una emisión de obligaciones o papel comercial, demostrando el beneficio evidente que ofrece el mercado de valores ecuatoriano.

3. Promover ante las autoridades del gobierno central la creación de una política económica, que exija a la banca pública destinar una porción de su extenso portafolio de inversiones a la compra de títulos valores emitidos por pequeñas y medianas unidades de producción, así eliminando la discriminación existente entre las grandes corporaciones frente a las Pymes.

## 6. Cuadro de Esquematización de la Viabilidad del Tema.

### Esquematización de la Viabilidad del Tema

Tema Trabajo de Titulación:

OPORTUNIDADES DE FINANCIAMIENTO PARA PYMES MEDIANTE EL ACCESO AL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO.

Objetivo General:

Demostrar los beneficios que ofrece el Mercado de Valores como fuente de financiamiento alternativo para las Pymes

Objetivos Específicos	Conclusiones	Recomendaciones
1.- Analizar los diferentes instrumentos financieros de carácter específico que se contemplan dentro de la Ley de Mercado de Valores del Ecuador, aplicables al financiamiento de las Pymes.	Se concluye que existe la capacidad legal contemplada dentro de la Ley del Mercado de Valores y su reglamento para que las puedan realizar la estructuración de una emisión de Acciones, Obligaciones a largo plazo o Papel Comercial	1. Socializar a las Pymes sobre los mecanismos de fondeo a través del Mercado de Valores, utilizando canales como internet, prensa u otros. 2. Que las Intendencias de Mercado de Valores junto a las Bolsas de Valores del país, inviertan en investigación y desarrollo, para la creación de nuevos instrumentos financieros al alcance de las pequeñas y medianas empresas.
2.- Evaluar los impactos operativo y financiero del financiamiento a través del mercado de valores en las Pymes, a través de un matriz que determine el costo financiero neto de obtener financiamiento en el mercado de valores.	1. La matriz de costeo demuestra que: Financieramente emisiones de montos mayores a \$1,000,000,00 resulta beneficiosa, pero no para emisiones e menor cuantía. 2. El beneficio real esta en el costo de oportunidad y las condiciones coyunturales.	1. Poner al conocimiento del público la matriz de costeo operativo y financiero. 2. Analizar alternativas para reducir costos en los instrumentos financieros Pymes.
3.- Analizar el mercado objetivo por el lado de la demanda de los títulos valores emitidos por Pymes, y determinar características generales que deben tener los instrumentos en su estructura para tener posibilidades de éxito en la colocación (venta de los títulos valores).	1. Títulos valores AA, Fortaleza Administrativa, Sector Estratégicos. 2. Posibilidad de Éxito medianamente baja para títulos valores de Pymes.	1. Promover ante las autoridades del gobierno central la creación de una Política económica que exija a la banca pública destinar un porcentaje de su portafolio de inversiones a títulos valores emitidos por Pymes, 2. Creación de fondos o Seguros que permitan el desarrollo de mercado secundario.

## 7. Bibliografía.

- Administradora de Fondos Zion. (12 de 06 de 2013). *Zion Administradora de Fondos*. Recuperado el 26 de 07 de 2013, de [http://www.zion.com.ec/?qa\\_faqs=2-¿que-es-una-administradora-de-fondos-y-fideicomisos](http://www.zion.com.ec/?qa_faqs=2-¿que-es-una-administradora-de-fondos-y-fideicomisos): [http://www.zion.com.ec/?qa\\_faqs=2-¿que-es-una-administradora-de-fondos-y-fideicomisos](http://www.zion.com.ec/?qa_faqs=2-¿que-es-una-administradora-de-fondos-y-fideicomisos)
- Alvare-Moro, O. (18 de 02 de 2009). *Blog El Salmon*. Recuperado el 19 de 06 de 2013, de <http://www.elblogsalmon.com/>: <http://www.elblogsalmon.com/>
- Álvarez, R., & Sandoval, J. (2006). *Globalización, Integración y Fronteras en America Latina*. Venezuela: Biblioteca Digital Andina.
- Athahualpa. (21 de 11 de 2011). *Técnicas de Trading*. Recuperado el 12 de 06 de 2013, de <http://www.tecnicasdetrading.com/2010/11/historia-mercado-de-valores.html>: <http://www.tecnicasdetrading.com/2010/11/historia-mercado-de-valores.html>
- Blanco, J. (22 de 10 de 2011). *La Nación*. Recuperado el 29 de 06 de 2013, de <http://www.lanacion.com.ar/345093-los-valores-de-corto-plazo-otra-opcion>: <http://www.lanacion.com.ar/345093-los-valores-de-corto-plazo-otra-opcion>
- Bolsa de Valores de Guayaquil. (12 de 06 de 2013). *Bolsa de Valores de Guayaquil*. Recuperado el 12 de 06 de 2013, de <http://www.mundobvg.com/institucion.asp>: <http://www.mundobvg.com/institucion.asp><http://www.mundobvg.com/institucion.asp>
- Bolsa de Valores de Quito, B. (12 de 03 de 2013). *Bolsa de Valores de Quito*. Recuperado el 19 de 06 de 2013, de <http://www.bolsadequito.info/inicio/quienes-somos/antecedentes-historicos/>: <http://www.bolsadequito.info/inicio/quienes-somos/antecedentes-historicos/>
- BVQ. (12 de 09 de 2008). *Bolsa de Valores de Quito*. Recuperado el 29 de 10 de 2013, de [http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/manuales-de-inscripcion-de-valores/obligaciones/110517211450-0a932ed3e83f4deeb9a3b885de1b4717\\_comoemitirobligaciones.pdf](http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/manuales-de-inscripcion-de-valores/obligaciones/110517211450-0a932ed3e83f4deeb9a3b885de1b4717_comoemitirobligaciones.pdf): [http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/manuales-de-inscripcion-de-valores/obligaciones/110517211450-0a932ed3e83f4deeb9a3b885de1b4717\\_comoemitirobligaciones.pdf](http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/manuales-de-inscripcion-de-valores/obligaciones/110517211450-0a932ed3e83f4deeb9a3b885de1b4717_comoemitirobligaciones.pdf)
- Carrillo, S. (12 de 09 de 2011). *Grupo Enroke*. Recuperado el 22 de 06 de 2013, de <http://www.grupoenroke.com/index.php/proyecto-pymes/46-que-son-las-pymes>: <http://www.grupoenroke.com/index.php/proyecto-pymes/46-que-son-las-pymes>
- Consejo Nacional de Valores. (2013). *Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores*. Ecuador.
- Corporación Financiera Nacional. (30 de 01 de 2014). *Radio Huancavilca*. Recuperado el 30 de 01 de 2014, de Radio Huancavilca.:

<http://radiohuancavilca.com.ec/cifras/2014/01/30/cfn-visito-empresas-cuencanas-enfocadas-en-cambio-de-matriz-productiva/>

- Financieros Mex. (12 de 07 de 2006). <http://www.financiamiento.com.mx/wp/?p=11>. Recuperado el 14 de 09 de 2013, de <http://www.financiamiento.com.mx/wp/?p=11>: <http://www.financiamiento.com.mx/wp/?p=11>
- Global Securities Services. (01 de 01 de 2005). *Global Securities Services*. Recuperado el 26 de 07 de 2013, de <http://www.latam.citibank.com/peru/lapeco/spanish/services/general/prod1.htm>: <http://www.latam.citibank.com/peru/lapeco/spanish/services/general/prod1.htm>
- Gomez, L. (02 de 02 de 2002). *Gerencia Colombia*. Recuperado el 19 de 06 de 2012, de <http://www.gerencie.com/titulos-valores.html>: <http://www.gerencie.com/titulos-valores.html>
- Grupo Enroke. (01 de 01 de 2013). *Grupo Enroke*. Recuperado el 26 de 07 de 2013, de <http://www.grupoenroke.com/index.php/nosotros/historia>: <http://www.grupoenroke.com/index.php/nosotros/historia>
- Kronfle, R. (2012). *Guia Didactica del Mercado de Valores*. Guayaquil, Ecuador: Edictal OP842.
- Oficina Internacional del Trabajo. (2007). *La Promoción de Empresas Sostenibles*. Ginebra: Confrep.
- Paulino- Isabel. (s.f.). *Titulos Valores*. S/C: Documento Academico.
- S/A. (12 de 09 de 2002). *IIMV*. Recuperado el 25 de 07 de 2013, de <http://www.iimv.org/miembros/ecuador.htm>: <http://www.iimv.org/miembros/ecuador.htm>
- S/N. (08 de 07 de 2013). *Bolsa de Valores de Colombia*. Recuperado el 08 de 07 de 2013, de <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/descripciongeneral/rentafija>: <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/descripciongeneral/rentafija>
- Sanchez, C. (2004). *Mitos y Realidades, Argentina*. Buenos Aires: SolPrint S.A.
- SN. (12 de 09 de 2005). *Bolsa de Valores de Quito BVQ*. Recuperado el 19 de 06 de 2013, de <http://www.bolsadequito.info/inicio/quienes-somos/antecedentes-historicos/>: <http://www.bolsadequito.info/inicio/quienes-somos/antecedentes-historicos/>
- SRI. (01 de 01 de 2013). *Servicio de Rentas Internas*. Recuperado el 26 de 07 de 2013, de <http://www.sri.gob.ec/web/10138/32@public>: <http://www.sri.gob.ec/web/10138/32@public>
- Supercias Gov. (2012 йил 12-05). *Ley de Mercado de Valores*. Retrieved 2013 йил 16-10 from [http://www.supercias.gob.ec/visorPDF.php?url=bd\\_supercias/descargas/mv/Ley\\_MV.pdf](http://www.supercias.gob.ec/visorPDF.php?url=bd_supercias/descargas/mv/Ley_MV.pdf):

[http://www.supercias.gob.ec/visorPDF.php?url=bd\\_supercias/descargas/mv/Ley\\_MV.pdf](http://www.supercias.gob.ec/visorPDF.php?url=bd_supercias/descargas/mv/Ley_MV.pdf)

- Superintendencia de Compañías de Guayaquil. (13 de 05 de 2012). *Superintendencia de Compañías*. Recuperado el 19 de 06 de 2013, de [www.supercias.gob.ec](http://www.supercias.gob.ec): [www.supercias.gob.ec](http://www.supercias.gob.ec)
- Tagu. (12 de 03 de 2007). <http://www.tagu.com.ec/-financiamiento-pymes?gclid=CPzjbOvwzbnkCFcdr7AodTk8AUw>. Recuperado el 14 de 09 de 2013, de <http://www.tagu.com.ec/-financiamiento-pymes?gclid=CPzjbOvwzbnkCFcdr7AodTk8AUw>: <http://www.tagu.com.ec/-financiamiento-pymes?gclid=CPzjbOvwzbnkCFcdr7AodTk8AUw>
- Universidad Andina Simon Bolivar. (23 de 02 de 2010). [http://www.uasb.edu.ec/UserFiles/381/File/paulina\\_trujillo%20%5BModo%20de%20compatibilidad%5D.pdf](http://www.uasb.edu.ec/UserFiles/381/File/paulina_trujillo%20%5BModo%20de%20compatibilidad%5D.pdf). Recuperado el 14 de 09 de 2013, de [http://www.uasb.edu.ec/UserFiles/381/File/paulina\\_trujillo%20%5BModo%20de%20compatibilidad%5D.pdf](http://www.uasb.edu.ec/UserFiles/381/File/paulina_trujillo%20%5BModo%20de%20compatibilidad%5D.pdf): [http://www.uasb.edu.ec/UserFiles/381/File/paulina\\_trujillo%20%5BModo%20de%20compatibilidad%5D.pdf](http://www.uasb.edu.ec/UserFiles/381/File/paulina_trujillo%20%5BModo%20de%20compatibilidad%5D.pdf)
- Universidad Salesiana del Ecuador. (01 de 01 de 2013). *Universidad Politecnica Salesiana del Ecuador*. Recuperado el 26 de 07 de 2013, de <http://dspace.ups.edu.ec/bitstream/123456789/1442/5/Capitulo%202.pdf>: <http://dspace.ups.edu.ec/bitstream/123456789/1442/5/Capitulo%202.pdf>
- Valdivia, A. (31 de 07 de 2007). <http://dspace.ups.edu.ec/bitstream/123456789/80/8/Capitulo%20II.pdf>. Recuperado el 26 de 07 de 2013, de <http://dspace.ups.edu.ec/bitstream/123456789/80/8/Capitulo%20II.pdf>: <http://dspace.ups.edu.ec/bitstream/123456789/80/8/Capitulo%20II.pdf>



## 8. Anexos.

### A. Análisis a 30 Emisiones de Renta Fija del Mercado de Valores Ecuatoriano.

Emisor	Clasificación	Monto de Activos	Monto de Ventas	Calificación	Fortaleza Admistrativa	
					Si	No
Omarsa S.A.	Corporativa	< de 90 MM.	< de 130 MM	AA+	X	
Autolasa S.A.	Corporativa	< de 27 MM	< de 59 MM	AA	X	
Austral	Corporativa	< de 15 MM	< de 11 MM	AA	X	
Nederagro S.A.	Mediana / Corp.	< de 6 MM	< de 4 MM	AA-		X
Figurreti S.A.	Mediana / Corp.	< de 6 MM	< de 1,5 MM	AA-	X	
Galauto S.A.	Corporativa	< de 11 MM	< de 21 MM	AA	X	
Labiza S.A.	Mediana / Corp.	< de 5 MM	< de 11 MM	AA	X	
Talme S.A.	Corporativa	< de 45 MM	< de 19 MM	AA	X	
Furtera del Litoral S.A.	Corporativa	< de 16 MM	< de 45 MM	AA	X	
Grifinie S.A.	Corporativa	< de 20 MM	< de 12 MM	AA	X	
ILE S.A.	Corporativa	< de 12 MM	< de 21 MM	AA+	X	
Importadora del Monte S.A.	Corporativa	< de 27 MM	< de 25 MM	AA-	X	
Induato S.A.	Corporativa	< de 25 MM	< de 49 MM	AA+	X	
Jaroma S.A.	Corporativa	< de 10 MM	< de 10 MM	A+		X
La Fabril S.A.	Corporativa	< de 215 MM	< de 450 MM	AAA-	X	
L. Henriquez S.A.	Corporativa	< de 11 MM	< de 22 MM	AA	X	
La Ganga S.A.	Corporativa	< 154 MM	< 195 MM	AAA-	X	
La Tablita S.A.	Corporativa	< de 5 MM	< de 15 MM	AA	X	
Mamut Andino C.A.	Corporativa	< de 24 MM	< de 28 MM	AA+	X	
MeisterBlue S.A.	Corporativa	< de 38 MM	< de 7 MM	AA	X	
MobilSol S.A.	Corporativa	< de 70 MM	< de 12 MM	AA+	X	
Quimipac S.A.	Corporativa	< de 12 MM	< de 15 MM	AA+	X	
RedMagroveinn S.A.	Corporativa	< de 6,5 MM	< de 5 MM	A+	X	
Surfer S.A.	Mediana	< de 3,5 MM	< de 4,5 MM	AA	X	
Teojama Comercial S.A.	Corporativa	< de 120 MM	< de 100 Mm	AA		X
Avícola Fernandez S.A.	Corporativa	< de 19 Mm	< de 40 Mm	AA	X	
Austral Cia. Ltda	Corporativa	< de 15 Mm	< de 12 MM	AA	X	
Difare S.A.	Corporativa	< de 190 Mm	< de 396 Mm	AAA-	X	
Incable S. A.	Corporativa	< de 36 Mm	< de 4 Mm	AAA	X	

**Fuente:** Registro del Mercado de Valores.

**Elaboración:** Autor.

**B. Matriz de Costeo de Emisión de Obligaciones a largo plazo.**

<b>MATRIZ PARA DETERMINAR EL COSTO OPERATIVO Y FINANCIERO DE UNA EMISION DE OBLIGACIONES A LARGO PLAZO</b>																	
mes	emision	intereses (8.50%)	amortización capital	pago papeles	saldo	Calificación de Riesgos	Estructuración financiera	Colocación Casa de valores	Piso de Bolsa	Representante Obligacionistas	Inscripción mantenimiento RMV y Bolsa	Impresión de títulos, prospecto publicación	DCV	Notarías	Reg. Mercantil	Costos	flujo neto
sep/13	1.000.000			-	1.000.000	-4.500	-10.000	-15.000	-900	-900	-700	-400	-600	-350	-50	-32.500	967.500
dic/13		21.250	62.500	83.750	937.500					-350						-350	-84.100
mar/14		19.922	62.500	82.422	875.000					-350						-350	-82.772
jun/14		18.594	62.500	81.094	812.500					-350						-350	-81.444
sep/14		17.266	62.500	79.766	750.000	-2.500				-350	-200					-3.050	-82.816
dic/14		15.938	62.500	78.438	687.500	-				-350						-350	-78.788
mar/15		14.609	62.500	77.109	625.000					-350						-350	-77.459
jun/15		13.281	62.500	75.781	562.500	-				-350						-350	-76.131
sep/15		11.953	62.500	74.453	500.000	-2.500				-350	-200					-3.050	-77.503
dic/15		10.625	62.500	73.125	437.500	-				-350						-350	-73.475
mar/16		9.297	62.500	71.797	375.000	-				-350						-350	-72.147
jun/16		7.969	62.500	70.469	312.500	-				-350						-350	-70.819
sep/16		6.641	62.500	69.141	250.000	-2.500				-350	-200					-3.050	-72.191
dic/16		5.313	62.500	67.813	187.500	-				-350						-350	-68.163
mar/17		3.984	62.500	66.484	125.000					-350						-350	-66.834
jun/17		2.656	62.500	65.156	62.500	-				-350						-350	-65.506
sep/17		1.328	62.500	63.828	-					-350						-350	-64.178
		<b>180.625</b>				<b>-12.000</b>	<b>-10.000</b>	<b>-15.000</b>	<b>-900</b>	<b>-5.600</b>	<b>-1.300</b>	<b>-400</b>	<b>-600</b>	<b>-350</b>	<b>-50</b>	<b>-46.200</b>	<b>-226.825</b>
																	<b>TIR 10,8952%</b>

Elaboración: Autor.

C. Matriz de Costeo de Emisión de Papel Comercial.

MATRIZ PARA DETERMIANR EL COSTO OPERATIVO Y FINANCIERO DE UNA EMISION DE PAPEL COMERCIAL															
mes	tasa	emision	Colocación	Pago a inversionistas	saldo	Calificación de Riesgos	Estructuración financiera	Colocación Casa de valores	Piso de Bolsa	Representante Obligacionistas	Inscripción y mantenimiento RMV y Bolsa	Notarías, publicación, CDs.	Decevale (Desmaterialización y Cobro)	Costos	flujo neto
may/14	8,15%	1.000.000	960.846		1.000.000	-4.500	-10.000	-7.500	-450		-700	-350	-500	-24.000	936.846
jun/14			-		1.000.000			-	-				-	-	-
jul/14			-		1.000.000			-	-				-	-	-
ago/14			-		1.000.000			-	-	-350			-	-350	-350
sep/14			-		1.000.000			-	-				-	-	-
oct/14			-		1.000.000			-	-				-	-	-
nov/14	8,15%	1.000.000	960.846	-1.000.000	1.000.000	-2.500		-7.500	-450	-350			-100	-10.900	-50.054
dic/14			-		1.000.000			-	-				-	-	-
ene/15			-		1.000.000			-	-				-	-	-
feb/15			-		1.000.000			-	-	-350			-	-350	-350
mar/15			-		1.000.000			-	-				-	-	-
abr/15			-		1.000.000			-	-				-	-	-
may/15	8,15%	1.000.000	960.846	-1.000.000	1.000.000	-2.500		-7.500	-450	-350	-200		-100	-11.100	-50.254
jun/15			-		1.000.000			-	-				-	-	-
jul/15			-		1.000.000			-	-				-	-	-
ago/15			-		1.000.000			-	-	-350			-	-350	-350
sep/15			-		1.000.000			-	-				-	-	-
oct/15			-		1.000.000			-	-				-	-	-
nov/15	8,15%	1.000.000	960.846	-1.000.000	1.000.000	-2.500		-7.500	-450	-350			-100	-10.900	-50.054
dic/15			-		1.000.000			-	-				-	-	-
ene/16			-		1.000.000			-	-				-	-	-
feb/16			-		1.000.000			-	-	-350			-	-350	-350
mar/16			-		1.000.000			-	-				-	-	-
abr/16			-		1.000.000			-	-				-	-	-
may/16			-	-1.000.000	-	-12.000	-10.000	-30.000	-1.800	-2.450	-900	-350	-100	-58.750	-1.000.450
															-215.368
															TIR 11,17%

Elaboración: Autor.