



UNIVERSIDAD LAICA VICENTE ROCAFUERTE DE GUAYAQUIL

**DEPARTAMENTO DE FORMACIÓN DE POSGRADO
MAESTRÍA EN CONTABILIDAD Y AUDITORÍA**

TRABAJO DE TITULACIÓN

**PREVIO A LA OBTENCIÓN DEL TÍTULO DE
MAGÍSTER EN CONTABILIDAD Y AUDITORÍA**

TEMA

**LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES COMO ALTERNATIVA DE
FINANCIAMIENTO DE LAS PYMES DE LA CIUDAD DE GUAYAQUIL.**

Autor:

EC.- C.P.A. LENIN BENITO GONZÁLEZ CEME

Tutora:

MBA. DIANA GUERRERO LÓPEZ

GUAYAQUIL – ECUADOR

2018



REPOSITORIO NACIONAL EN CIENCIA Y TECNOLOGÍA		
FICHA DE REGISTRO DE TESIS		
TÍTULO: La emisión de obligaciones como alternativa de financiamiento de las pymes de la ciudad de Guayaquil		
AUTOR: ECON.- CPA. Lenin Benito González Ceme	REVISORA:	
INSTITUCIÓN: UNIVERSIDAD LAICA VICENTE ROCAFUERTE DE GUAYAQUIL	FACULTAD:	
CARRERA: Contabilidad y Auditoría		
FECHA DE PUBLICACIÓN:	N. DE PAGS: 180	
ÁREAS TEMÁTICAS: Contabilidad y Auditoría		
PALABRAS CLAVE: Activos financieros, Apalancamiento financiero, Calificación de Riesgo, Emisión de Deuda, financiamiento, Liquidez, Mercado de Valores, Obligaciones.		
<p>RESUMEN: Este estudio da a conocer como el instrumento financiero de la Emisión de Obligación permite a las pymes obtener recursos económicos más convenientes en comparación con el financiamiento tradicional o bancario. Las elevadas tasas de interés que ofertan las alternativas de financiamiento tradicionales se convierten en un obstáculo para la inversión de las empresas pymes, así como la falta de crédito a largo plazo, ante esta situación se deben encontrar formas para obtener créditos más ventajosos que permitan tener mayor liquidez en el corto, mediano y largo plazo. La propuesta de la investigación aborda los procedimientos para la elaboración de un modelo de informe técnico a partir del análisis del costo financiero, para determinar el ahorro financiero que existe comparando el costo del financiamiento bancario vs el costo mediante una emisión de obligaciones, con la finalidad de impulsar la utilización de este instrumento financiero y brindar un aporte al conocimiento que existe acerca de esta alternativa que algunas pocas empresas ya han utilizado y que está disponible para beneficio de todas las empresas que proyecten un crecimiento ordenado y a largo plazo.</p>		
N. DE REGISTRO (en base de datos):	N. DE CLASIFICACIÓN:	
DIRECCIÓN URL (tesis en la web):		
ADJUNTO URL (tesis en la web):		
ADJUNTO PDF:	SI <input checked="" type="checkbox"/>	NO <input type="checkbox"/>
CONTACTO CON EL AUTOR: Lenin Benito González Ceme	Teléfono: 0986651736	E-mail: leningonzalezc@outlook.com
CONTACTO EN LA INSTITUCIÓN:	MG. ING. COM. DARWIN DANIEL ORDÓÑEZ ITURRALDE Teléfono: 2596500 EXT. 201 DECANATO E-mail: dordonezy@ulvr.edu.ec MAE. ING. VERONICA ELIZABETH OCHOA, DIRECTORA DE LA CARRERA DE CONTABILIDAD Y AUDITORÍA Teléfono: 2596500 EXT. 272 Correo electrónico: vochoah@ulvr.edu.ec	
Quito: Av. Whymper E7-37 y Alpillana, edificio Delfos, teléfonos (593-2) 2505660/ 1; y en la Av. 9 de octubre 624 y carrión, Edificio Prometeo, teléfonos 2569898/ 9. Fax: (593 2) 2509054		

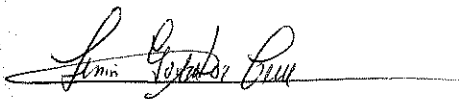
DECLARACIÓN DE AUTORÍA Y CESIÓN DE DERECHOS DE AUTOR

Guayaquil, 26 de Junio de 2018

Yo, **LENIN BENITO GONZÁLEZ CEME**, declaro bajo juramento, que la autoría del presente trabajo me corresponde totalmente y me responsabilizo con los criterios y opiniones científicas que en el mismo se declaran, como producto de la investigación realizada.

De la misma forma, cedo mis derechos de autor a la Universidad Laica VICENTE ROCAFUERTE de Guayaquil, según lo establecido por la Ley de Propiedad Intelectual, por su Reglamento y normativa Institucional vigente.

Autor:



LENIN BENITO GONZÁLEZ CEME

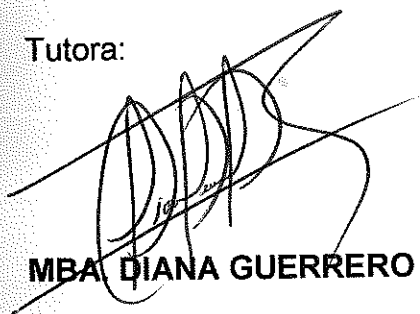
C.C. 0916565385

CERTIFICACIÓN DEL TUTOR DE LA TESIS

Guayaquil, 26 de Junio de 2018

Certifico que el trabajo titulado **LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO DE LAS PYMES DE LA CIUDAD DE GUAYAQUIL** ha sido elaborado por **LENIN BENITO GONZÁLEZ CEME**, bajo mi tutoría, y que el mismo reúne los requisitos para ser defendido ante el tribunal examinador que se designe al efecto.

Tutora:



MBA DIANA GUERRERO LÓPEZ

C.C. 0908771561

AGRADECIMIENTO

Agradezco a Dios Todopoderoso por cada oportunidad que me oferta en mi vida y la fortaleza que me da para continuar adelante a pesar de los obstáculos que pueda encontrar en el camino.

A mis padres, en especial a mi madre Domitila por su apoyo incondicional.

A mi esposa Ciria, mis hijas Anais y Estefanía por su apoyo, confianza y paciencia, que me permitieron sacrificar tiempos de unión familiar por culminar esta meta profesional.

Lenin González Ceme

DEDICATORIA

Dedico el presente trabajo de titulación a Dios todopoderoso, por todas sus bendiciones derramadas sobre mí y a mi familia.

A mi Esposa Ciria, a mis hijas Anais y Estefanía, por su apoyo incondicional en todo lo que me propongo, por su paciencia, comprensión y amor.

Lenin González Ceme

RESUMEN EJECUTIVO

La presente investigación sobre LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO DE LAS PYMES DE LA CIUDAD DE GUAYAQUIL, da a conocer como esta alternativa de financiamiento permite a las pymes obtener recursos económicos más convenientes en comparación con el financiamiento tradicional o bancario.

Las elevadas tasas de interés que ofertan las alternativas de financiamiento tradicionales se convierten en un obstáculo para la inversión de las empresas pymes, así como la falta de crédito a largo plazo, lo cual repercute en la escasa o nula inversión de estas empresas, ante esta situación se deben encontrar formas para obtener créditos más ventajosos que permitan tener mayor liquidez en el corto, mediano y largo plazo.

La propuesta de la investigación aborda los procedimientos para la elaboración de un modelo de informe técnico a partir del análisis del costo financiero, para determinar el ahorro financiero que existe comparando el costo del financiamiento bancario vs el costo mediante una emisión de obligaciones, con la finalidad de impulsar la utilización de este instrumento financiero y brindar un aporte al conocimiento que existe acerca de esta alternativa que algunas pocas empresas ya han utilizado y que está disponible para beneficio de todas las empresas que proyecten un crecimiento ordenado y a largo plazo. Mediante una emisión de obligaciones se mejora la planeación estratégica, las empresas emiten papeles de deuda a un determinado rendimiento y plazo y los ofrece en el mercado de valores al público general, con lo cual obtienen recursos a un costo financiero más conveniente, permitiéndoles de ser el caso utilizarlo para capital de trabajo, adquirir activos fijos, desarrollo tecnológico, ampliación de instalaciones, reestructurar sus pasivos (cancelando los pasivos de corto plazo y emitiendo una deuda a largo plazo), lo cual permite mejorar la liquidez y rentabilidad de las empresas.

Índice General

	PÁG.
Repositorio Nacional en Ciencia y Tecnología.....	II
Declaración de autoría y cesión de derechos del autor.....	III
Certificado del tutor de la tesis.....	IV
Agradecimiento.....	V
Dedicatoria.....	VI
Resumen Ejecutivo.....	VII
Índice general.....	VIII
Índice de figuras.....	XIII
Índice de tablas.....	XVI
CAPÍTULO I : MARCO GENERAL DE INVESTIGACIÓN.....	1
1.1. Tema.....	1
1.2. Planteamiento del problema.....	1
1.3. Formulación del Problema.....	4
1.4. Sistematización del Problema.....	5
1.5. Objetivo General.....	5
1.6. Objetivo Específico.....	5
1.7. Justificación de la Investigación.....	6
1.8. Delimitación del Problema de investigación.....	6
1.9. Idea a defender.....	7
1.10. Variable dependiente.....	7
1.11. Variable independiente.....	7
1.12. Operacionalización de las variables.....	8
CAPÍTULO II : MARCO TEÓRICO.....	9
2.1. Marco Teórico.....	9
2.1.1. Decisiones de Financiamiento en pymes.....	9

2.1.1.1. La Teoría de la Jerarquía.....	10
2.1.1.2. La Teoría del ciclo de vida.....	12
2.1.1.3. La Teoría del racionamiento del Crédito.....	14
2.1.1.4. La Teoría del Trade-off.....	15
2.1.1.5. La Teoría del Costo de Oportunidad.....	16
2.1.2. Fuentes de Financiamiento en el Ecuador.....	17
2.1.3. Mercados Financieros.....	19
2.1.3.1. Mercado de Dinero.....	20
2.1.3.2. Mercado de Capitales.....	20
2.1.3.3. Mercado de Valores.....	21
2.1.3.4. Clasificación del Mercado de Valores.....	24
2.1.3.4.1. Según su Estructura.....	24
2.1.3.4.2. Según el tipo de emisión.....	25
2.1.3.4.3. Según la clase de los títulos.....	25
2.1.4. Estructura y Normativa del Mercado de Valores ecuadoriano.....	26
2.1.4.1. Organismos Reguladores.....	27
2.1.4.2. Supervisión/Fiscalización.....	27
2.1.4.3. Emisores.....	28
2.1.4.4. Inversionistas.....	28
2.1.4.5. Intermediarios.....	29
2.1.4.5.1. Casas de Valores.....	29
2.1.4.6. Mercado.....	29
2.1.4.6.1. Bolsas de Valores.....	30
2.1.4.7. Liquidación de Valores.....	30
2.1.4.8. Entidades de Apoyo.....	31
2.1.5. Títulos Valores.....	32
2.1.5.1. Las Obligaciones.....	32
2.1.5.1.1. Obligaciones a Largo Plazo.....	33

2.1.5.1.2. Obligaciones a Corto Plazo o Papel Comercial.....	34
2.1.5.1.3. Obligaciones Convertibles en Acciones	34
2.1.5.2 Contenido de los valores representativos de las Obligaciones.....	35
2.2. Marco Conceptual.....	36
2.3. Marco Legal.....	41
2.3.1. Ley de Mercado de Valores, Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero; Título XVII Emisión de Obligaciones.....	41
CAPÍTULO III : METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN.....	48
3.1. Enfoque de la investigación.....	48
3.2. Tipo de Investigación.....	48
3.3. Método de Investigación.....	48
3.4. Población.....	48
3.5. Muestra.....	49
3.6. Técnicas e Instrumentos de Investigación.....	50
3.7. Análisis, Interpretación y discusión de los resultados de la encuesta.....	51
3.8. Conclusión de resultados de la encuesta.....	81
3.9. Entrevista aplicada a expertos en ámbito financiero y mercado de valores.....	83
3.10. Conclusiones de la aplicación de los instrumentos de investigación.....	94
CAPÍTULO IV : PROPUESTA	96
4.1. Título de la propuesta.....	96
4.2. Justificación.....	96
4.3. Objetivos de la propuesta	96
4.4. Componentes de la propuesta.....	96
4.5. Desarrollo de la propuesta.....	100
4.5.1. Elaboración del informe técnico a partir del análisis del costo financiero.....	100
4.5.2. Implementación del modelo de informe técnico a partir del análisis del costo financiero.....	115

4.5.3. Modelo de Informe técnico a partir del análisis del costo financiero.....	120
4.5.4. Análisis de los estados financieros comparativos entre emisión de obligaciones y préstamos bancarios (caso real).....	132
4.5.4.1. Análisis de los estados financieros antes y después del financiamiento mediante emisión de obligaciones.....	135
4.5.4.2. Determinación del ahorro del costo financiero comparando el financiamiento mediante emisión de obligaciones y financiamiento bancario.....	143
4.5.4.3 Análisis del impacto del ahorro del costo financiero en el Estado de Resultados....	148
4.5.5. Proceso para realizar una emisión de Obligaciones a largo plazo.....	151
4.5.5.1 Aprobación de la Junta general de socios O accionistas.....	151
4.5.5.2. Estructuración de la emisión de Obligaciones.....	151
4.5.5.3. Prospecto de oferta pública.....	151
4.5.5.4 Calificación de riesgo.....	159
4.5.5.5 Garantías y resguardos.....	161
4.5.5.6. Contratación del representante de los obligacionistas y del agente pagador...	163
4.5.5.7. Inscripción en el Catastro Público del Mercado de Valores.....	165
4.5.5.8 Colocación de las obligaciones.....	166
4.5.6. Controles posteriores a la emisión de obligaciones	166
4.5.6.1 Informes de gestión.....	166
4.5.6.2 Asamblea de Obligacionistas.....	167
4.5.6.3 Auditoría Externa.....	168
4.5.6.4 Actualización de la calificación de Riesgo	169
4.6. Factibilidad.....	169
4.7. Costos de la implementación.....	170
4.8. Validación de la propuesta.....	172
4.9. Beneficios de la Propuesta.....	173

CONCLUSIONES.....	174
RECOMENDACIONES.....	176
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	178
ANEXOS.....	181

Índice de figuras

Figura 1: Operacionalización de la Variable Independiente.....	8
Figura 2: Operacionalización de la Variable Dependiente.....	8
Figura 3: Fuentes de Financiamiento.....	17
Figura 4: Volumen de Crédito Otorgado por Entidades financieras 2016.....	18
Figura 5: Número de Emisores por Tipo de Emisión.....	22
Figura 6: Estructura y Normativa del Mercado de Valores.....	27
Figura 7: Fuentes de financiamiento utilizadas con mayor frecuencia.....	52
Figura 8: Considera obtener crédito con alguna institución financiera.....	53
Figura 9: Preferencia del plazo de financiamiento.....	54
Figura 10: Tipos de institución financiera que la ha otorgado Financiamiento.....	56
Figura 11: Tasa de interés que paga por el financiamiento actual...	57
Figura 12: Plazo del financiamiento obtenido.....	59
Figura 13: Garantías para obtener financiamiento.....	61
Figura 14: Motivos de preferencia de financiamiento bancario.....	63
Figura 15: Inconvenientes frecuentes al realizar operaciones de financiamiento.....	65
Figura 16: Atrasos en los pagos de créditos obtenidos en instituciones financieras.....	67
Figura 17: Fuentes de financiamiento no bancario.....	68
Figura 18: Conoce sobre la alternativa de financiamiento de emisión de obligaciones.....	70
Figura 19: Conoce que son Obligaciones.....	71
Figura 20: Conoce que las tasas son inferiores en una emisión de obligaciones.....	72
Figura 21: Conoce que los plazos son superiores en una emisión de obligaciones.....	74
Figura 22: Interés por conocer el ahorro financiero por utilizar las emisiones de Obligaciones en lugar del crédito bancario.....	75
Figura 23: Cree haber perdido oportunidades de obtener mayores utilidades por el hecho de no obtener financiamiento adecuado.....	77

Figura 24: Destino final del financiamiento mediante el uso del instrumento financiero de emisión de obligaciones.....	78
Figura 25: Monto estimado requerido para financiamiento mediante el uso del instrumento financiero de emisión de obligaciones.....	80
Figura 26: Componentes de la propuesta.....	97
Figura 27: Tabla de amortización de créditos otorgados por instituciones financieras Segmento productivo pymes	106
Figura 28: Tabla de amortización de créditos otorgados por instituciones financieras Segmento comercial prioritario pymes.....	107
Figura 29: Tabla de amortización y costos de la emisión de Obligaciones \$1 millón.....	110
Figura 30: Ahorro financiero emisión de Obligaciones vs crédito productivo pymes.....	111
Figura 31: Resumen de Flujos de 4 Años de emisión de obligaciones vs crédito obtenido con instituciones financieras segmento crédito productivo pymes.....	111
Figura 32: Ahorro financiero emisión de Obligaciones vs crédito comercial prioritario pymes.....	112
Figura 33: Resumen de Flujos de 4 Años de emisión de obligaciones vs crédito obtenido con instituciones financieras segmento crédito comercial prioritario pymes.....	112
Figura 34: Comparativo de las características de prestamos Bancarios y emisión de obligaciones.....	113
Figura 35: Tabla de amortización de créditos otorgados por Instituciones financieras.....	117
Figura 36: Tabla de amortización y costos de una emisión de Obligaciones.....	118
Figura 37: Ahorro financiero crédito bancarios vs emisión de Obligaciones	119
Figura 38: Resumen de flujos de 4 años de emisión de Obligaciones vs créditos obtenidos con instituciones Financieras.....	120
Figura 39: Análisis de Estados de Resultados Ryc S.A.2007-2014	136
Figura 40: Análisis de Estados de Situación financiera Ryc S.A. 2007-2014.....	137
Figura 41: Análisis de tendencia Estados de Resultados Ryc S.A. 2010-2014.....	138

Figura 42: Análisis de tendencia Estados de Situación financiera Ryc S.A. 2010-2014.....	139
Figura 43: Tabla de amortización de créditos otorgados por Instituciones financieras.....	144
Figura 44: Tabla de amortización y costos de una emisión de Obligaciones.....	147
Figura 45: Ahorro financiero crédito bancarios vs emisión de Obligaciones	148
Figura 46: Análisis comparativo de Estados de Resultados Ryc S.A. 2010-2014.....	149
Figura 47: Diagrama de Gantt.....	171

Índice de tablas

Tabla 1: Categoría de las Pymes sobre los montos de Ventas Anuales.....	2
Tabla 2: Tasas de Interés Activas Efectivas vigentes a Nov-2017	3
Tabla 3: Emisiones de Obligaciones autorizadas a Instituciones Del Sector Mercantil y Financiero Enero-Diciembre 2016 (Montos en miles dólares).....	23
Tabla 4: Emisores de Obligaciones autorizadas a Instituciones del Sector Mercantil y Financiero Enero-Diciembre 2016 (Montos en miles dólares).....	23
Tabla 5: Pymes domiciliadas en el cantón Guayaquil, Activas, Con activos entre \$1 a \$5 M, todos los tipos, empleados > 100, ramas: Agricultura, Ganadería, Silvicultura y pesca actividades de Servicios administrativos y de Apoyo; Industria manufactureras; y Construcción.....	50
Tabla 6: Técnicas de la Investigación para recopilar los datos necesarios para el desarrollo de la Investigación...	51
Tabla 7: Fuentes de financiamiento utilizadas con mayor frecuencia.....	51
Tabla 8: Considera obtener crédito con alguna institución financiera.....	53
Tabla 9: Preferencia del plazo de financiamiento.....	54
Tabla 10: Tipos de institución financiera que la ha otorgado financiamiento.....	55
Tabla 11: Tasa de interés que paga por el financiamiento actual...	57
Tabla 12: Plazo del financiamiento obtenido.....	59
Tabla 13: Garantías para obtener financiamiento.....	60
Tabla 14: Motivos de preferencia de financiamiento bancario.....	62
Tabla 15: Inconvenientes frecuentes al realizar operaciones de Financiamiento.....	64
Tabla 16: Atrasos en los pagos de créditos obtenidos en instituciones financieras.....	66
Tabla 17: Fuentes de financiamiento no bancario.....	68
Tabla 18: Conoce sobre la alternativa de financiamiento de emisión de obligaciones.....	69
Tabla 19: Conoce que son Obligaciones.....	71

Tabla 20: Conoce que las tasas son inferiores en una emisión de obligaciones.....	72
Tabla 21: Conoce que los plazos son superiores en una emisión de obligaciones.....	73
Tabla 22: Interés por conocer el ahorro financiero por Utilizar las emisiones de Obligaciones en lugar del crédito bancario.....	75
Tabla 23: Cree haber perdido oportunidades de obtener mayores utilidades por el hecho de no obtener financiamiento adecuado.....	76
Tabla 24: Destino final del financiamiento mediante el uso del instrumento financiero de emisión de obligaciones.....	78
Tabla 25: Monto estimado requerido para financiamiento mediante el uso del instrumento financiero de emisión de obligaciones.....	79
Tabla 26: Tasa de interés activas efectivas vigentes a Nov 2017 productivo pymes.....	102
Tabla 27: Tasa de interés activas efectivas vigentes a Nov 2017 comercial prioritario pymes.....	103
Tabla 28: Gastos para una emisión de obligaciones de \$ 1.500.000,00.....	104
Tabla 29: Condiciones de crédito con instituciones financieras crédito productivo Pymes.....	105
Tabla 30: Condiciones de crédito con instituciones financieras Crédito comercial Prioritario pymes.....	107
Tabla 31: Gastos para una emisión de obligaciones de \$ 1.000.000,00.....	108
Tabla 32: Características de una emisión de obligaciones \$ 1.000.000,00.....	109
Tabla 33: Gastos estimados de una emisión de obligaciones.....	118
Tabla 34: Condiciones de crédito con instituciones financieras	144
Tabla 35: Gastos de la primera emisión de obligaciones de Ryc...	145
Tabla 36: Características de una emisión de obligaciones \$ 1.000.000,00.....	146

Capítulo I : Marco general de Investigación

1.1. Tema

La emisión de obligaciones como alternativa de financiamiento de las pymes de la ciudad de Guayaquil.

1.2. Planteamiento del problema

Las Pymes en nuestro país se encuentran particularmente en la producción de bienes y servicios, siendo la base del desarrollo social del país tanto produciendo, demandando y comprando productos o añadiendo valor agregado, por lo que se constituyen en actores fundamental en la generación de riqueza y empleo. Siendo las pequeñas y medianas empresas quienes contribuyen mayoritariamente en la generación de empleo, es imprescindible su fortalecimiento mediante el uso de mecanismos ya estructurados, uno de ellos podría ser mediante la participación activa de las pymes en el mercado de valores a través de la emisión de obligaciones.

La definición de Pymes puede cambiar de acuerdo a la economía del país donde producen, por ende, se va a definir el concepto de Pymes en el Ecuador para declarar a quienes se refiere cuando se utilice el termino Pymes.

El concepto “Pymes” en el Ecuador tomó una figura distinta es así que, ahora se apela a un término más amplio pero que no difiere de su naturaleza, se trata pues de las “MIPymes”, comprendido por; la Micro, Pequeña y Mediana empresa. (Productividad, 2012, p.4).

En el Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones, Publicado en el Registro Oficial N° 351, en Quito al 29 de Diciembre del 2010, se establece en el Título I, Capítulo I, Art. 53. La Definición de las MIPymes:

Art. 53.- Definición y Clasificación de las MIPymes.- La Micro, Pequeña y Mediana empresa es toda persona natural o jurídica que, como una unidad productiva, ejerce una actividad de producción, comercio y/o servicios, y que cumple con el número de trabajadores y valor bruto de las ventas anuales, señalados para cada categoría, de conformidad con los rangos que se establecerán en el reglamento de este Código.

En caso de inconformidad de las variables aplicadas, el valor bruto de las ventas anuales prevalecerá sobre el número de trabajadores, para efectos de determinar la categoría de una empresa.

De acuerdo al Ministerio de Industrias y Productividad, las Pymes se clasifican de la siguiente manera:

Tabla 1:

Categoría de las Pymes sobre los montos de Ventas Anuales.

Categoría	Desde	Hasta
Microempresa	\$ 1.00	\$ 300,000.00
Pequeña empresa	\$ 300,001.00	\$ 1,000,000.00
Mediana empresa	\$ 1,000,001.00	\$ 5,000,000.00

Fuente: Sitio Web Ministerio de Industrias y Productividad

Adaptado por: González Lenin

En la investigación se consideró como pymes a las pequeñas y medianas empresas, excluyendo a las micro empresas por cuanto no poseen la capacidad económica-financiera que se requiere para emitir obligaciones en el mercado de valores.

Las Pymes requieren de financiamiento para diferentes destinos como para capital de trabajo, para reestructurar sus pasivos o para desarrollar nuevos proyectos de inversión que le permitan su crecimiento como empresa.

Las empresas tienen varias alternativas de financiamiento, por ejemplo: mediante el aporte de los socios o accionistas (aumento de capital), créditos bancarios (garantías reales), documentos negociables, préstamos privados, titularización de valores y emisión de obligaciones.

En el Ecuador la rigurosidad de las condiciones de los créditos otorgados por las instituciones financieras a las pymes se caracteriza por elevadas tasas de interés, plazos cortos y exigencias de garantías reales, lo cual afecta la situación financiera de las pymes que se ven reflejadas en la limitación de sus actividades de operación e inversión.

Tabla 2:

Tasas de interés activas efectivas vigentes Noviembre 2017.

Segmento	% anual referencial	% anual Máxima
Productivo Corporativo	7,34	9,33
Productivo Empresarial	9,84	10,21
Productivo Pymes	11,41	11,83
Comercial Ordinario	7,95	11,83
Comercial Prioritario Corporativo	7,79	9,33
Comercial Prioritario Empresarial	9,84	10,21
Comercial Prioritario Pymes	11,05	11,83

Fuente: Sitio Web Banco Central del Ecuador

Adaptado por: González Lenin

En la tabla 2 se puede apreciar la diferenciación de las tasas de interés activas efectivas de los segmentos corporativo, empresarial y pymes, donde la diferencia entre las tasas máximas más baja del sector corporativo y la tasa más alta del sector pymes, alcanzan los 2.5 puntos porcentuales.

En el Ecuador la opción más común de financiamiento se realiza mediante el endeudamiento bancario, debido que el mercado de valores

no ha alcanzado mayor desarrollo, a pesar de las alternativas de financiamiento que se ofertan en este, son muy poco explotadas por las empresas (incluidas las pymes), ya sea por desconocimiento o por la percepción de rigidez en su ingreso de participación.

Las alternativas de financiamiento que ofrece el sistema financiero se convierten en un obstáculo a la inversión de las empresas pymes y por ende al crecimiento económico de las actividades productivas del país.

Otro factor desfavorable que enfrentan las pymes es la falta de crédito a largo plazo, lo cual repercute en la escasa o nula inversión en propiedades, planta y equipo.

Uno de los factores que no permiten el desarrollo adecuado de las actividades económicas de las pymes, son los problemas de liquidez, por ende, es importante encontrar formas para obtener créditos más ventajosos que el crédito bancario o tradicional, que permitan tener mayor liquidez en el corto, mediano y largo plazo.

El deseo de emprendimiento de los inversionistas de las pymes, hacen que estas se apalanquen principalmente con sus proveedores, como primera fuente de financiamiento, sin embargo, en periodos de iliquidez, para cubrir obligaciones corrientes de operación como son el pago a proveedores, empleados o impuestos al fisco, etc., los socios de las pymes(principalmente los fundadores) inyectan con recursos propios a la compañía, por lo general estos recursos son limitados e insuficientes, por lo que terminan acudiendo a las instituciones financieras para financiar estas obligaciones corrientes.

1.3. Formulación del Problema

¿Es la emisión de obligaciones la alternativa de financiamiento que conviene financieramente a las pymes?

1.4. Sistematización del Problema.

¿Cuáles son las alternativas de financiamiento que existen en el mercado financiero para las pymes de la ciudad de Guayaquil?

¿Cuáles son las características de las fuentes de financiamiento existentes en el mercado financiero para las pymes de la ciudad de Guayaquil?

¿Cuál es la alternativa de financiamiento con terceros más utilizada por las Pymes de la ciudad de Guayaquil?

¿Cuáles son las necesidades de financiamiento que requieren las pymes de la ciudad de Guayaquil?

¿Es conveniente que las pymes de la ciudad de Guayaquil participen en el Mercado de Valores a través de la emisión de obligaciones, para su adecuado financiamiento?

1.5. Objetivo general

Analizar el instrumento financiero de la emisión de obligaciones como una alternativa de financiamiento conveniente para las pymes de la ciudad de Guayaquil.

1.6. Objetivos específicos

- Identificar las alternativas de financiamiento que existen en el mercado financiero para las pymes de la ciudad de Guayaquil.
- Establecer las fuentes de financiamiento utilizadas por las pymes de la ciudad de Guayaquil.

- Analizar las características de las fuentes de financiamiento existentes en el mercado financiero para las pymes de la ciudad de Guayaquil.
- Conocer cuáles son las necesidades de financiamiento que requieren las pymes de la ciudad de Guayaquil.
- Determinar la conveniencia de que las pymes de la ciudad de Guayaquil participen en el Mercado de Valores a través de la emisión de obligaciones, para su adecuado financiamiento.

1.7. Justificación de la Investigación

La presente investigación aborda la necesidad de determinar que existen varias alternativas de financiamiento para las Pymes, no obstante, algunas son desaprovechadas, subutilizadas u olvidadas y por supuesto existe una notable desinformación de ellas.

Es importante determinar la conveniencia de que las pymes participen en el mercado de valores mediante la emisión de obligaciones para solventar sus necesidades de financiamiento, para brindar un aporte al conocimiento que existe acerca de esta alternativa que algunas pocas empresas ya han utilizado y que está disponible para beneficio de todas las empresas que proyecten un crecimiento ordenado y a largo plazo.

Desde el punto de vista económico, con una mayor estabilidad y crecimiento planificado a largo plazo de las pymes, mediante el uso de este instrumento financiero se espera obtener un efecto multiplicador en la economía del país, reflejado en el aumento del empleo y contribución en impuestos, con lo cual se contribuye con uno de los doce objetivos (10) del plan nacional del Buen vivir 2013-2017 que se refiere a la transformación de la matriz productiva.

1.8. Delimitación del Problema de investigación

La información correspondiente a las pymes para la investigación se obtuvo del informe estadístico denominado “Mipymes del Guayas” publicado en página Web institucional de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros del Ecuador, en la sección Portal de información/ sector societario/ información estadística/opción “Mipymes del Guayas”, donde se presenta un listado de compañías mipymes activas de la Provincia del Guayas a diciembre de 2015, de las cuales se consideraron las pymes que cumplan con las siguientes características: Compañías Pymes en estado activas de la provincia del Guayas, domiciliadas en la ciudad de Guayaquil, cuyos totales de activos son superiores a \$1.000.000,00 e inferiores a \$ 5.000.000,00 que participen o no en el mercado de valores, de todos los tipos de compañías (Anónimas, Responsabilidad Limitada, etc.), cuyo número de empleados sea superior a 100 y que sus actividades se desarrollen en las ramas de Agricultura, Ganadería, Silvicultura y Pesa; actividades de Servicios administrativos y de Apoyo; Industrias Manufactureras; y Construcción.

1.9. Idea a defender

La emisión de obligaciones como instrumento financiero para las Pymes de la ciudad de Guayaquil es la alternativa que conviene por sus menores costos para el financiamiento crediticio con terceros.

1.10. Variable Dependiente

Financiamiento crediticio con terceros.

1.11. Variable Independiente

La emisión de obligaciones.

1.12. Operacionalización de las Variables

A continuación se procede a descomponer deductivamente las variables que conforman el problema de investigación, partiendo desde lo más general a lo más específico.

VARIABLES	DEFINICIÓN CONCEPTUAL	CATEGORÍA		INDICADORES	ESCALA DE MEDICIÓN
Variable Independiente: La emisión de Obligaciones.	Obligaciones son los valores emitidos por las compañías anónimas, de responsabilidad limitada, sucursales de compañías extranjeras domiciliadas en el Ecuador u organismos seccionales que reconocen o crean una deuda a cargo de la emisora.	Pymes que emiten obligaciones	Bolsa de Valores de Guayaquil	Obligaciones Emitidas	Montos de Emisión Numero de Emisiones

Figura 1: Operacionalización de la Variable Independiente

Adaptado por: González Lenin

VARIABLES	DEFINICIÓN CONCEPTUAL	CATEGORÍA		INDICADORES	ESCALA DE MEDICIÓN
Variable Dependiente: Financiamiento crediticio con terceros	Financiamiento es el conjunto de recursos monetarios y de crédito que se destinarán a una empresa, actividad, organización o individuo para que los mismos lleven a cabo una determinada actividad o concreten algún proyecto o apertura de un nuevo negocio . Las personas particulares o las empresas requieren de financiamiento para expandir o desarrollar comercios, también los gobiernos nacionales, provinciales o municipales de una nación suelen echar mano de esta alternativa para poder concretar obras en sus respectivas administraciones. También puede solicitarse financiamiento para contrarrestar una situación financiera deficitaria que no permite hacer frente a los compromisos contraídos.	Fuentes de Financiamiento a Corto Plazo	Instituciones Financieras	Líneas de Crédito para Capital de Trabajo Créditos Comerciales Descuentos o Factoring Cartas de crédito Leasing Aval Bancario Pagare Certificados de Inversión	Montos de Créditos otorgados a las Pymes
			Bolsa de Valores de Guayaquil	Emisión de Acciones Obligaciones Obligaciones Convertibles en Acciones Titularización	Montos de Emisión Numero de Emisiones
		Fuentes de Financiamiento a Largo Plazo	Instituciones Financieras	Créditos para Activos Fijos Crédito Automotriz Adquisición de Bienes Inmuebles	Montos de Créditos otorgados a las Pymes
			Bolsa de Valores de Guayaquil	Emisión de Acciones Obligaciones Obligaciones Convertibles en Acciones Titularización	Montos de Emisión Numero de Emisiones

Figura 2: Operacionalización de la Variable Dependiente

Adaptado por: González Lenin

Capítulo II: Marco Teórico

2.1. Marco Teórico

La arquitectura financiera de cada país determina, en gran medida, la eficiencia de estos mecanismos en la que las entidades financieras desempeñan un papel central, en los países en que las MIPYMES dependen de la financiación para desarrollar los proyectos.

Existen estudios sobre los diversos factores que determinan el crédito en las MIPYMES y las limitantes que ellas tienen para acceder al financiamiento bancario. Entre los que se menciona están principalmente los relacionados a la estructura financiera de las pymes, la cual se basa en las teorías financieras de: la Teoría de la Jerarquía, la teoría del ciclo de vida, la teoría del racionamiento del crédito y la teoría del trade-off.

Se presentan los segmentos considerados más relevantes para la investigación, sobre las revisiones de indagaciones realizadas en torno a los factores y decisiones que determinan el financiamiento por parte de las Pymes, así como de las principales fuentes de financiamiento en el Ecuador.

2.1.1. Decisiones de Financiamiento en Pymes. El Centro de Investigaciones Económicas y de la Micro, Pequeña y Mediana Empresa, integrado por la Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales [FLACSO] y el Ministerio de Industrias y Productividad [MIPRO] (2012), publicaron Estudios Sectoriales y de la Micro, pequeña y mediana empresa: Factores determinantes de acceso y racionamiento del crédito en las Mipymes ecuatorianas, donde se manifiesta que “Existen estudios sobre los diversos factores que determinan el crédito en las Mipymes y las limitantes que ellas tienen para acceder al financiamiento bancario”. (p.6).

Ese estudio menciona que los principales factores y limitantes para acceder al crédito relacionado a la estructura financiera de las pymes, se

basa en teorías financieras, entre las más importantes para la investigación se consideraron la teoría de la jerarquía, la teoría del ciclo de vida y la teoría del racionamiento del crédito.

Dada la importancia para lograr entender acerca de los factores y decisiones que determinan el financiamiento por parte de las pymes, en el mes de febrero 2016 en la revista científica Elsevier se publicó un artículo sobre las decisiones de financiamiento en pymes: ¿existen diferencias en función del tamaño y la forma legal? Briozzo, A., Vigier, H., Castillo, N., Pesce, G., & Speroni, M. C. (2016), en el cual se abordan las teorías financieras, en función de su tamaño y de su forma legal, entre las más importantes para la investigación se consideraron las teorías de la Jerarquía financiera, la teoría del enfoque del ciclo de vida y la teoría del trade-off.

2.1.1.1. La Teoría de la Jerarquía. La Flacso y el Mipro (2012) en su publicación Estudios Sectoriales y de la Micro, pequeña y mediana empresa: Factores determinantes de acceso y racionamiento del crédito en las Mipymes ecuatorianas, encontraron lo siguiente:

La Teoría de la Jerarquía o Jerarquía de Preferencia, fundamentada por Donaldson (1961) y propuesta por Myers y Majluf (1984) (...) establece que las empresas tienen un ordenamiento en las preferencias de financiamiento, que para poner en ejecución sus proyectos e inversiones, en primer lugar prefieren tomar los recursos propios originados en los excedentes financieros y/o utilidades retenidas y en las aportaciones de los propietarios; cuando estos recursos no son suficientes, recurren al endeudamiento, solicitando los préstamos a las entidad financieras o a particulares con la emisión de obligaciones y como último lugar está el aumento de capital a través de venta de acciones. (p. 6)

Briozzo et al. (2016) en el artículo publicado en la revista Científica Elsevier sobre las Decisiones de financiamiento en Pymes, encontraron lo siguiente:

Citando a Donaldson (1961); Myers y Majluf, 1984; Myers (1984), dentro de la hipótesis de la jerarquía financiera la cual afirma que las empresas tienen un orden de preferencias en la decisión de las fuentes de financiamiento. En particular, se presume que los propietarios y gerentes de las firmas poseen más información sobre la situación de las mismas, y prefieren mantener esa información privada. De esta manera, la utilización de fondos propios evita proporcionar al mercado información sobre la empresa.

La jerarquía financiera sostiene que las decisiones de financiamiento priorizan los fondos internos, empezando por la retención de beneficios, y sus decisiones transcurren seleccionando fuentes de financiamiento que signifiquen menores costos de agencia, originados en el hecho de compartir información interna con agentes externos a la empresa.

En este sentido, luego de la retención de beneficios, las empresas prefieren la emisión de deuda antes que la emisión de acciones, debido a los menores costos informativos que deben asumir. (p.73)

Teniendo en cuenta lo enunciado sobre la teoría de la jerarquía, se puede evidenciar que el orden jerárquico de las decisiones de financiamiento están motivados progresivamente de la siguiente manera:

En primer lugar: Recursos Propios originados en excedentes financieros, utilidades retenidas o aportaciones de los propietarios. Cuando estos recursos no son suficientes, recurren al endeudamiento con terceros.

En segundo lugar: Endeudamiento con entidades financieras, evitando proporcionar información sobre la empresa a agentes externos (exceptuando a las instituciones financieras).

En tercer lugar: Endeudamiento con particulares, utilizando la emisión de obligaciones, aceptando el hecho de compartir información con agentes externos (diferentes a las instituciones financieras).

En cuarto lugar: Aumento de Capital, a través de venta de acciones.

2.1.1.2. La Teoría del ciclo de vida. La Flacso y el Mipro (2012) en su publicación Estudios Sectoriales y de la Micro, pequeña y mediana empresa: Factores determinantes de acceso y racionamiento del crédito en las Mipymes ecuatorianas, encontraron lo siguiente:

La Teoría del Ciclo de Vida manifestada por Westhon y Brigham, (1981), explican que cada una de las etapas de vida de las empresas tienen sus propias características, necesidades financieras, riesgos, crecimientos acelerados, saltos importantes en los precios de los activos financieros que pueden enfrentar, tanto a la baja como en el alza, Berger y Udell (1998), citado por Gómez (2009), expresa en su modelo que, los tipos de financiamiento de la PYME tiene relación con el tamaño de la empresa, con su edad, pues mientras más edad tiene la empresa su requerimiento es menor debido a que en el transcurso del tiempo han ido acumulando los excedentes y sus reservas se han incrementado, las mismas que le sirven para financiar sus propias inversiones y por último se tiene que el tipo de financiamiento también depende de la calidad de información. (p.8)

Briozzo et al. (2016) en el artículo publicado en la revista Científica Elsevier sobre las Decisiones de financiamiento en Pymes, encontraron lo siguiente:

Desde el punto de vista de la demanda proponen el enfoque del ciclo de vida del dueño-administrador como una aplicación de la teoría de los altos mandos para las pymes (Hambrick y Mason, 1984). De acuerdo a esta teoría, las organizaciones son reflejo de sus administradores. Por ende, hay que considerar sus características personales y la forma de tomar las decisiones de financiamiento teniendo en cuenta sus objetivos individuales, su actitud frente a la deuda y su experiencia con el financiamiento externo (relacionado con su aversión al riesgo), su nivel de educación y sus costos personales de la quiebra, tanto socioeconómicos como emocionales.

En otros trabajos, Briozzo y Vigier (2014) y Pesce, Esandi, Briozzo y Vigier (2015) analizan los determinantes de la utilización del crédito personal en las pequeñas empresas, encontrando evidencia para apoyar el ciclo de vida del propietario-administrador. Los dueños jóvenes que buscan objetivos empresariales y que tienen bajos costos emocionales de quiebra utilizan en menor medida los créditos personales como fuentes de financiamiento de las actividades desarrolladas por sus pymes. También se encuentra evidencia a favor de un entrelazamiento más fuerte entre empresa-empresario en las firmas del sector de servicios. (p.74)

Se puede evidenciar que en la teoría del ciclo de vida, existe una relación inversa entre la edad de la empresa y los requerimientos de financiamiento, esto es, que a menor edad de la pyme mayor requerimiento financiero, y a mayor edad de la pyme menor requerimiento financiero, producto de la acumulación de excedentes.

Se plantea también que las organizaciones son el reflejo de sus administradores, por ende, a mayor edad de las pymes, los dueños jóvenes utilizan en menor medida los créditos personales como fuentes de financiamiento, a fin de mantener el estilo de vida y el ingreso de la familia.

2.1.1.3. La Teoría del racionamiento del Crédito. La Flacso y el Mipro (2012) en su publicación Estudios Sectoriales y de la Micro, pequeña y mediana empresa: Factores determinantes de acceso y racionamiento del crédito en las Mipymes ecuatorianas, encontraron lo siguiente:

La Teoría de Racionamiento de Crédito de (Stiglitz y Weiss, 1981), manifiesta que los bancos otorgan los préstamos en función de la tasa de interés la misma que puede ser afectada por las variaciones de los cambios en el mercado y considerando el riesgo al que se exponen cuando entregan al préstamo; ya que el banco no puede identificar fácilmente al mejor cliente, para lo cual tiene que establecer algunas acciones, incentivos, formas de conducir a estos, para de esta manera proteger sus intereses. Por lo que estas se plasman en las cláusulas contractuales. También se identifica en la teoría del racionamiento, que los bancos tratan de atraer a prestatarios cuyas características representen un menor riesgo, afectando esta situación a la PYME la cual es de mayor riesgo para la entidad financiera. (p.9)

Se evidencia que por el lado de la oferta la teoría del racionamiento del crédito manifiesta que las instituciones financieras tratan de minimizar los riesgos al otorgar préstamos con altas tasas de interés, numerosos trámites y exigencias de garantías reales, con el afán de proteger sus intereses, causando limitantes al acceso del crédito a las pymes, las mismas que son consideradas de mayor riesgo para los bancos.

2.1.1.4. La Teoría del Trade-off. Briozzo et al. (2016) en el artículo publicado en la revista Científica Elsevier sobre las Decisiones de financiamiento en Pymes, encontraron lo siguiente:

El enfoque denominado trade-off postula que existe una estructura de capital óptima que maximiza el valor de la empresa. Esta teoría considera que factores tales como los tributos, los costos de quiebra y los problemas de agencia actúan como ventajas y desventajas de endeudamiento y predice una estructura óptima derivada de equilibrar los costos y beneficios de la emisión de deuda y acciones. En particular, las asimetrías informativas, que dan origen a los problemas de agencia, son especialmente relevantes para las decisiones de financiamiento de las pymes. Al respecto, Ang (1991) y Chittenden, Hall y Hutchinson (1996) indican que los costos de monitoreo pueden ser particularmente altos para los proveedores de fondos externos debido a la escasez y a menudo baja calidad de la información interna en las pymes.

Por otra parte, los bancos prefieren prestar los fondos en el corto plazo para maximizar la efectividad del monitoreo. De esta forma, Scott (1977) argumenta que la deuda garantizada puede reducir los costos de monitoreo, ayudando a las empresas con activos colaterales a alcanzar menores asimetrías informativas. Por su parte, Diamond (1989) ha desarrollado un modelo en el que la reputación puede disminuir estas asimetrías para que las empresas de mayor edad sean capaces para tener un mejor acceso al crédito.

La teoría del trade-off predice que si a una empresa le corresponde una alícuota de impuesto a las ganancias elevada (y por lo tanto genera un escudo fiscal alto), enfrenta bajas asimetrías informativas con las instituciones financieras (relacionadas inversamente con tamaño de la empresa y con la edad y directamente con el crecimiento) y posee bajos costos de quiebra

esperados (relacionado con la magnitud de sus activos tangibles), debe tener una proporción de deuda más alta en relación con otras empresas comparables. (p.73)

Se evidencia que la teoría del trade-off postula la existencia de una estructura de capital que maximiza el valor de la empresa, medida en una alícuota elevada de impuesto a las ganancias, lo que implicaría bajos costos de monitoreo por parte de las instituciones bancarias. Haciendo referencia al valor de la empresa, las empresas con niveles de ventas altos y estables, tienen mejor acceso y obtienen mayores beneficios de los servicios crediticios ofrecidos por los bancos.

2.1.1.5. La Teoría del Costo de Oportunidad. En base a la problemática existente en los costos de financiamiento de las pymes, la propuesta de la investigación se fundamenta en la teoría del costo de oportunidad.

Wieser (1914) realizó la presentación de esta teoría en una de sus publicaciones más importantes titulada "Teoría de la economía social", donde manifiesta que el costo de la oportunidad es aquello a lo que renunciamos cuando tomamos una decisión económica.

En Economipedia (2018) encontramos lo siguiente:

El costo de oportunidad es el costo de la alternativa a la que renunciamos cuando tomamos una determinada decisión, incluyendo los beneficios que podríamos haber obtenido de haber escogido la opción alternativa.

Por lo tanto, el costo de oportunidad son aquellos recursos que dejamos de percibir o que representan un costo por el hecho de no haber elegido la mejor alternativa posible, cuando se tienen unos recursos limitados (generalmente dinero y tiempo). El término costo

de oportunidad también es denominado como “el valor de la mejor opción no seleccionada”.

Cada vez que las pymes deciden financiarse con la banca, al elegir una opción renuncian a todas las otras opciones o alternativas que tenían. El costo de oportunidad es lo que hubiera ganado con la mejor opción de todas ellas, de todas las que no eligió (entre ellas, la emisión de obligaciones).

2.1.2. Fuentes de Financiamiento en el Ecuador. En el Ecuador existen varias alternativas de financiamiento, las cuales se conocerán a través de un estudio realizado precedentemente, donde se detallan cuáles son las alternativas preferidas por los establecimientos ecuatorianos.

El Mipro(2012) público el estudio: Alternativas de Financiamiento a través del Mercado de Valores para Pymes, donde se evidencia que “la masa empresarial ecuatoriana revela que la realidad de las compañías que más generan contribución al Producto Interno Bruto (PIB) no son las micro ni pequeñas empresas, sino, las medianas-grandes y grandes” (p.18), por ende, la importancia de la utilización del instrumento financiero de emisión de obligaciones como alternativas de financiamiento de las Pymes.

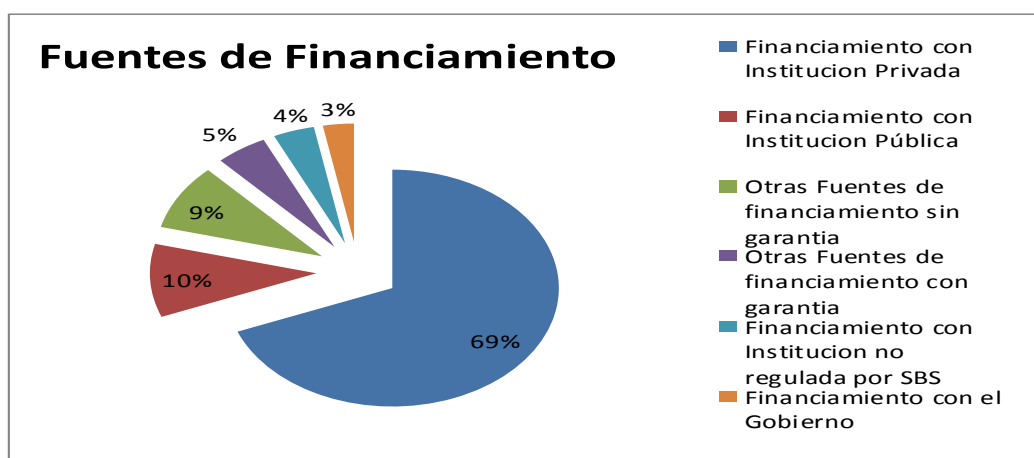


Figura 3. INEC, Censo Nacional Económico 2010

Adaptado por: Gonzalez Lenin

En el estudio se exponen como fuentes tradicionales de financiamiento preferidas por los establecimientos ecuatorianos, las siguientes: 69% Financiamiento con Institución Privada, 10% Financiamiento con Institución Pública, 9% Otras fuentes de financiamiento sin Garantía, 5% Otras fuentes de financiamiento con Garantía, 4% Financiamiento con Institución no Reguladas por la Superintendencia de Bancos y Seguros, finalmente 3% Financiamiento con el Gobierno.

Como se puede observar en los resultados del estudio, se determinó que la mayor fuente de financiamiento utilizada fue la de financiamiento con Instituciones Privadas.

Durante el año 2016 las entidades financieras otorgaron créditos por \$2.307.851.226 para el tipo de crédito comercial prioritario pymes, comercial pymes y productivo pymes.

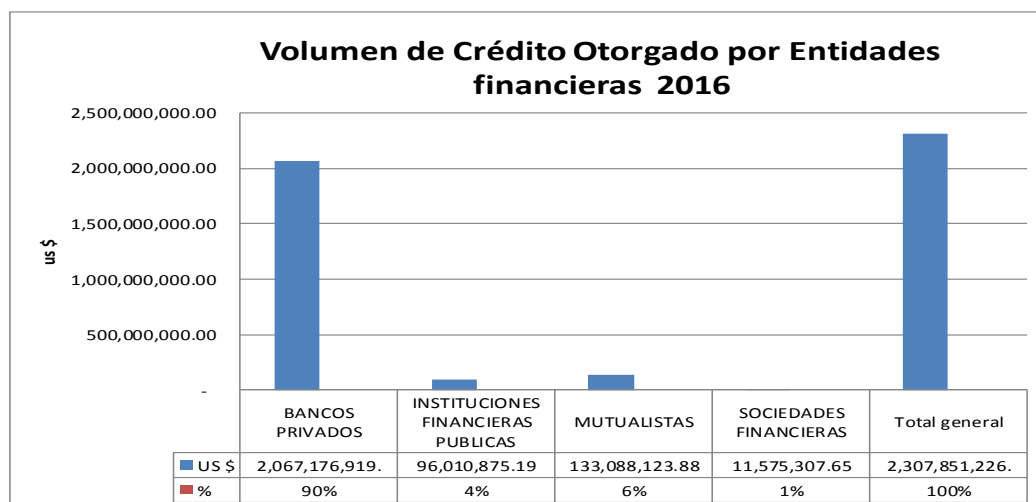


Figura 4. Superintendencia de Bancos del Ecuador, Volumen de Crédito Enero a Diciembre 2016
Adaptado por: Gonzalez Lenin

En la figura 4, se puede observar que el 90% del volumen de crédito entregado a las pymes fue entregado por los bancos privados, 6% por mutualistas, 4% por instituciones financieras públicas y 1% por sociedades financieras.

2.1.3. Mercados Financieros. Los mercados financieros desempeñan una función esencial en la movilización del ahorro y su asignación a inversiones productivas, estos traen muchas ventajas al permitir a los participantes diversificar mejor el riesgo.

En países industriales, como Estados Unidos y el Reino Unido, los mercados financieros han mejorado considerablemente el funcionamiento de las economías, a través del desarrollo de una amplia gama de productos que permiten asignar el ahorro de forma más eficiente, esta evolución promueve el fomento de la estabilidad y el crecimiento económico.

El mercado financiero es el lugar, mecanismo o sistema en el cual se compra y vende cualquier activo financiero, permite canalizar los recursos financieros de aquellos agentes que tengan excedentes de recursos financieros hacia los agentes económicos con déficit de recursos, a fin de dinamizar el proceso de producción y generación de riqueza de la economía.

López (2013) afirma lo siguiente:

El conjunto de entidades especializadas que relacionan oferentes, demandantes e instrumentos que intervienen en el proceso de transferencia de recursos financieros se denomina mercado financiero. El buen funcionamiento del sistema financiero de una economía es fundamental para el intercambio de los activos financieros entre las familias, las empresas y las entidades gubernamentales, lo cual, en condiciones perfectas, garantiza el financiamiento y la inversión en condiciones apropiadas. (p.14)

Entre los principales tipos de mercados financieros tenemos el Mercado de Dinero (Monetario) y el Mercado de Capitales.

2.1.3.1. Mercado de Dinero. Es un segmento de los mercados financieros donde se negocian instrumentos de gran liquidez, está orientado a financiar necesidades de corto plazo, por ende de bajo riesgo.

López (2013) afirma lo siguiente:

En el mercado de dinero se compra y vende dinero, el precio en el mercado de dinero se manifiesta en tasas de interés y se lo expresa en porcentajes. En éste mercado se negocian instrumentos de deuda a corto plazo (periodos menores a un año), con alta liquidez y con bajo riesgo en relación a su plazo, intervienen personas naturales como empresas y las instituciones financieras. Los individuos y las empresas actúan en la compra-venta de instrumentos de inversión (certificados de depósito), y las instituciones financieras con operaciones de interbancarios propias de éste mercado. (p.15)

2.1.3.2. Mercado de Capitales. Es un segmento de los mercados financieros donde se ofrecen y demandan fondos para financiar proyectos de mediano y largo plazo. Se negocian acciones y bonos emitidos por empresas privadas o entidades públicas. Las instituciones clásicas son las bolsas y casas de valores.

López (2013) afirma lo siguiente:

En el mercado de capitales se oferta y demanda fondos de mediano y largo plazo, intervienen principalmente las casas de valores. Se negocian títulos valores de mediano (de dos a cinco años) y largo plazo que pueden ser acciones comunes o acciones preferenciales y títulos de deuda como: bonos ordinarios, bonos convertibles y las obligaciones o títulos de tesorería de los gobiernos. (p.16)

2.1.3.3. Mercado de Valores. Es un segmento del mercado de capitales, en el cual se negocian valores (renta fija y variable) entre oferentes (emisores) y demandantes (inversionistas), a través de los mecanismos previstos en la Ley de mercado de valores, con la finalidad de permitir la canalización de los recursos hacia las actividades productivas, sin necesidad de la intermediación de entidades financieras.

Cevallos (2006) afirma lo siguiente:

El mercado de valores es el lugar donde concurre la oferta y la demanda de títulos valores. La existencia de un mercado nacional de valores hace posible que los propietarios de valores conviertan sus tenencias en efectivo y para aquellos que tienen efectivo que compren los valores de los propietarios actuales. (p.568)

López (2013) afirma lo siguiente:

En el mercado de valores a través de los instrumentos financieros que se negocian en las bolsas de valores, los fondos se canalizan hacia inversiones productivas y no para el consumo, tienen un papel primordial dentro de la economía de cada país, incrementa el volumen de fuentes de financiamiento, moviliza grandes cantidades de dinero de los ahorristas hacia el sector productivo. Los intermediarios en éste caso las casas de valores perciben una comisión por las transacciones efectuadas dentro del mercado. (p.16).

Las compañías ven al mercado de valores como una fuente importante y diferente de financiamiento, ya que a través de la utilización de los varios mecanismos que ofrece este mercado, como son las obligaciones, el papel comercial y las titularizaciones han conseguido liquidez a costos más bajos, y sobre todo a plazos más largos que el ofrecido por el sistema financiero tradicional.

En el Ecuador, de las compañías que han acudido al mercado de valores como fuente de financiamiento en los últimos 5 años, el mayor número de emisores se concentraron en el instrumento de financiamiento de las obligaciones.

Cabe mencionar que a partir del año 2013 este instrumento tuvo una tendencia a la baja en el número de emisiones, a tal punto que en el año 2016 las operaciones con el instrumento de papel comercial terminaron en el primer lugar como instrumento preferido por los emisores, relegando a las obligaciones a un segundo lugar de preferencia, seguido de las titularizaciones y dejando en último lugar a las emisiones de acciones.

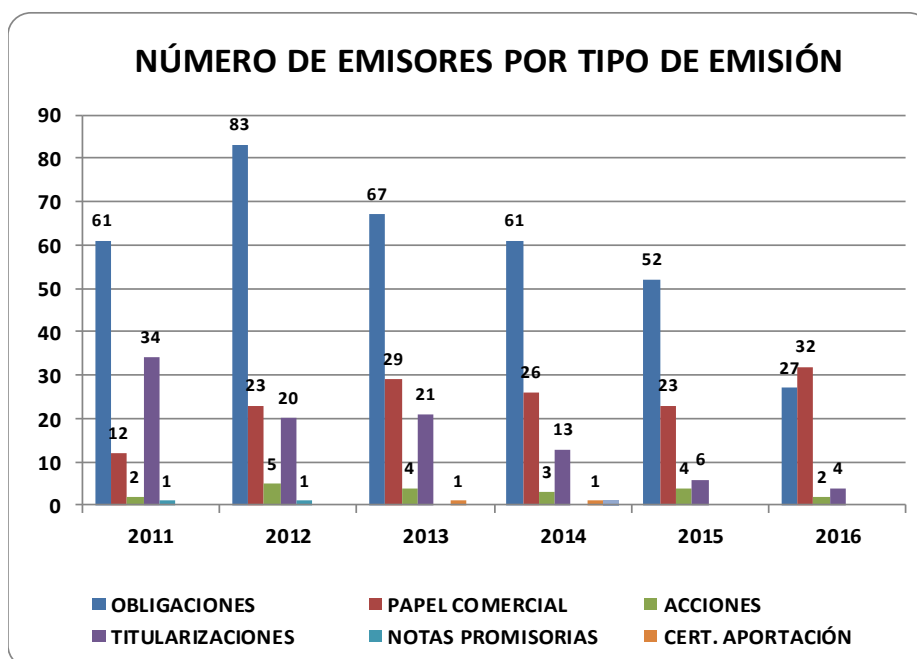


Figura 5. Superintendencia de Compañías, Sistema Integrado de Mercado de Valores
Elaborado por: Subdirección de Promoción, Orientación y Educación al Inversor

Durante al año 2016 el sector mercantil tuvo una mayor participación en la emisión de obligaciones, comparado con la participación del sector financiero, representado por una institución financiera.

Tabla 3:

Emisiones de Obligaciones autorizadas a las Instituciones del Sector Mercantil y Financiero Enero-Diciembre 2016 (Montos en miles de dólares)

Sector	Monto
Financiero	\$ 30.000,00
Mercantil	\$ 197.800,00
Total	\$ 227.800,00

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Adaptado por: González Lenin

A continuación se presenta el detalle de los emisores, sector, Ciudad y monto de las emisiones de obligaciones autorizadas durante enero a diciembre del año 2016:

Tabla 4:

Emisores de Obligaciones autorizadas a las Instituciones del Sector Mercantil y Financiero Enero-Diciembre 2016 (Montos en miles de dólares)

Emisor	Sector	Ciudad	Monto US
Corporación Jarrin Herrera cia.Ltda.	Mercantil	Guayaquil	7.000,00
Indeurec s.a.	Mercantil	Guayaquil	4.000,00
Veconsa s.a.	Mercantil	Guayaquil	6.000,00
Cartimex s.a.	Mercantil	Guayaquil	3.000,00
Renteco renta de equipos para la construcción	Mercantil	Guayaquil	4.000,00
Tiendas industriales asociadas Tía s.a.	Mercantil	Guayaquil	20.000,00
Surpapelcorp s.a.	Mercantil	Guayaquil	15.000,00
Intaco Ecuador s.a.	Mercantil	Guayaquil	8.000,00
Fábrica de envases s.a. fadesa	Mercantil	Guayaquil	8.000,00
Distribuidora farmacéutica ecuatoriana Difare	Mercantil	Guayaquil	15.000,00
Molinos Champion s.a.	Mercantil	Guayaquil	6.000,00
Quimpac Ecuador s.a.	Mercantil	Guayaquil	6.000,00
Importadora industrial agrícola del monte s.a.	Mercantil	Guayaquil	1.500,00
Telconet	Mercantil	Guayaquil	5.000,00
Corporación el Rosado s.a.	Mercantil	Guayaquil	20.000,00
Envases del Litoral s.a.	Mercantil	Guayaquil	6.000,00
Plásticos del Litoral Plaslit s.a.	Mercantil	Guayaquil	6.000,00
Productora Cartonera s.a.	Mercantil	Guayaquil	7.000,00
Total			227.800,00

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Adaptado por: González Lenin

2.1.3.4. Clasificación del Mercado de Valores. El mercado de valores se clasifica: según su estructura, según el tipo de emisión de los títulos, según la clase de los títulos.

2.1.3.4.1. Según su Estructura. La ley de mercado de valores (2014) agregada como libro II del código orgánico monetario y financiero, subdivide al mercado de valores según su estructura en los siguientes:

- a.** Mercado Bursátil. Es el conformado por ofertas, demandas y negociaciones de valores inscritos en el catastro público del mercado de valores, en las bolsas de valores y en el registro especial bursátil, realizadas por los intermediarios de valores autorizados, de acuerdo establecido en la presente ley. (p.3)

El mercado bursátil tiene lugar en la Bolsa de Valores, por ende se realiza en las mejores condiciones de seguridad, transparencia y precio.

- b.** Mercado Extrabursátil. Es el mercado primario que se genera entre la institución financiera y el inversor sin la intervención de un intermediario de valores, con valores genéricos o de giro ordinario de su negocio, emitidos por instituciones financieras, inscritos en el catastro público del mercado de valores y en las bolsas de valores. (p.3)

Estos mercados son conocidos con el nombre de Over the Count (OTC) y son mucho más flexibles, se efectúan fuera de la Bolsa de Valores. Se registran en los sistemas centralizados de información (mercado de mayoristas).

- c.** Mercado Privado. Se entenderá como negociaciones de mercado privado aquellas que se realizan en forma directa entre comprador y vendedor sin la intervención de intermediarios de valores o inversionistas institucionales, sobre valores no

inscritos en el catastro público de mercado de valores que estando inscritos sean producto de transferencias de acciones originadas en fusiones, escisiones, herencias, legados, donaciones y liquidaciones de sociedades conyugales y de hecho. (p.3)

2.1.3.4.2. Según el tipo de emisión de los títulos. La ley de mercado de valores (2014) agregada como libro II del código orgánico monetario y financiero, subdivide al mercado de valores según su estructura en los siguientes:

- a.** Mercado Primario. Es aquel en el que los compradores y el emisor participan directamente o a través de intermediarios, en la compraventa de valores de renta fija o variable y determinación de los precios ofrecidos al público por primera vez. (p.17)
- b.** Mercado Secundario. Comprende las operaciones o negociaciones que se realizan con posterioridad a la primera colocación; por lo tanto, los recursos provenientes de aquellas, los reciben sus vendedores. (p.17)

2.1.3.4.3. Según la clase de los títulos. La ley de mercado de valores (2014) agregada como libro II del código orgánico monetario y financiero, subdivide al mercado de valores en:

- a.** Mercados de Renta Fija. Son aquellos cuyo rendimiento no depende de los resultados de la compañía emisora, sino que están predeterminados en el momento de la emisión y es aceptado por las partes. (6.17)

Entre los principales títulos de valores emitidos por el sector público tenemos: Certificados de tesorería

- Títulos del Banco Central del Ecuador
- Bonos del estado
- Bonos de entidades públicas
- Bonos municipales y provinciales
- Bonos de deuda externa
- Notas de créditos tributarias
- Notas de crédito aduaneras.

Entre los principales valores emitidos por el sector privado tenemos:

- Papel bancario
- Papel comercial
- Cédulas hipotecarias
- Obligaciones y titularizaciones.

b. Mercados de Renta Variable. Son aquellos que no tienen un vencimiento determinado y cuyo rendimiento, en forma de dividendos ganancias de capital, variará según los resultados financieros del emisor. (p.18)

Los instrumentos de inversión y financiamiento de renta variable lo constituyen:

- Acciones emitidas por las empresas
- Obligaciones convertibles en acciones
- Fondos comunes de inversión de renta variable
- Derivados financieros.

2.1.4. Estructura y Normativa del Mercado de Valores Ecuatoriano. El mercado de valores está estructurado por diferentes instituciones e individuos.

Normativa	* Código Orgánico Monetario y Financiero, Libro II * Ley de Mercado de Valores * Codificación de Resoluciones de la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera
Reguladores	* Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera
Supervisión Fiscalización	* Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros * Intendencia Nacional de Mercado de Valores * Dirección Regional de Mercado de Valores
Emisores	* Públicos * Privados * Fideicomisos de Titularización * Fondos Colectivos
Inversionistas	* Sector Público * Inversionistas Privados * Inversionistas Extranjeros * Administradoras de Fondos
Intermediarios	* Casas de Valores
Mercado	* Bolsa de Valores de Guayaquil * Bolsa de Valores de Quito
Liquidación de Valores	* Depósitos Centralizados de Compensación y Liquidación de Valores Decevale (Público y Privado)
Entidades de Apoyo	* Calificadoras de Riesgo * Auditoras Externas * Agente Pagador * Estructuradores * Representantes de Obligaciones

Figura 6. Superintendencia de Compañías, Estructura y Normativa del Mercado de Valores
Adaptado por: Gonzalez Lenin

2.1.4.1. Organismos Reguladores. La Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera forma parte de la función ejecutiva, es responsable de la formulación de las políticas públicas y la regulación y supervisión monetaria, crediticia, cambiaria, financiera de seguros y valores.

2.1.4.2. Supervisión/Fiscalización. La Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, es el organismo técnico que supervisa y controla al sector societario, mercado de valores y seguros. Ejerce sus funciones y atribuciones en el ámbito del mercado de valores a través de la intendencia nacional de mercado de valores y de la dirección regional

de mercado de valores y sus áreas de control, autorización y registro, promoción, orientación y educación al inversionista, fiscalización, consultas y desarrollo normativo. Tiene entre sus funciones contribuir a lograr un mercado de valores organizado, integrado, eficaz y transparente, así como promover e impulsar el desarrollo del sector.

Las bolsas de valores a través de su facultad de autorregulación pueden dictar sus reglamentos y demás normas internas de aplicación general para todos sus partícipes, así como, ejercer el control de sus miembros e imponer las sanciones dentro del ámbito de su competencia.

2.1.4.3. Emisores. “Emisores son compañías públicas, privadas o instituciones del sector público que financian sus actividades mediante la emisión y colocación de valores, a través del mercado de valores”. (Bolsa de Valores de Quito, 2017)

Valdospinos (2012) afirma lo siguiente:

Los emisores son todas aquellas entidades o unidades económicas que necesitan financiamiento y acuden al mercado de valores para obtenerlo y se clasifican de la siguiente manera:

- Públicos: Gobierno central, gobiernos seccionales, municipios, instituciones y organismos del gobierno y empresas públicas.
- Privados: Instituciones financieras (bancarias y no bancarias), y empresas no financieras.
- Sector Mixto: Empresas con participación de capital privado y gubernamental. (p. 41)

2.1.4.4. Inversionistas. “Inversionistas son aquellas personas naturales o jurídicas que disponen de recursos económicos y los destinan

a la compra de valores, con el objeto de lograr una rentabilidad adecuada en función del riesgo adquirido”. (Bolsa de Valores de Quito, 2017).

Valdospinos (2012) encontró que “Inversionistas es el término utilizado en finanzas, bancos, títulos y valores financieros. Son los bancos, sociedades financieras, compañías de seguros, entidades nacionales de reaseguro y administradoras de fondos autorizados por ley”. (p.42).

2.1.4.5. Intermediarios. La ley de mercado de valores (2014) agregada como libro II del código orgánico monetario y financiero, establece que “son intermediarios de valores únicamente las casas de valores, las que podrán negociar en dichos mercados por cuenta de terceros o por cuenta propia, de acuerdo a las normas que expida la junta de política y regulación monetaria y financiera”. (p. 3)

2.1.4.5.1. Casas de Valores. “Son compañías anónimas autorizadas, miembros de las bolsas de valores cuya principal función es la intermediación de valores, además de asesorar en materia de inversiones, ayudar a estructurar emisiones y servir de agente colocador de las emisiones primarias”. (Bolsa de Valores de Quito, 2017).

2.1.4.6. Mercado. En Ecuador operan dos bolsas de valores, la de Guayaquil siendo esta la primera en crearse y la de la ciudad de Quito posteriormente. La constitución de estas bolsas se fue dando mediante un largo proceso que se iba acelerando a medida que evolucionaba la economía y el comercio del país.

Valdospinos (2012) encontró lo siguiente:

En el mercado de valores se reúnen muchos oferentes de títulos valores (empresas) y muchos demandantes de éstos (inversionistas), los cuales realizan una serie de operaciones a fin

de llegar a una negociación de títulos valores (acciones, obligaciones, reportes, certificados de inversión, títulos estatales, etc.), permitiendo, de esta forma, canalizar eficientemente el ahorro del público al sector productivo. (p. 42)

2.1.4.6.1. Bolsas de Valores. La ley de mercado de valores (2014) agregada como libro II del código orgánico monetario y financiero, indica:

Las bolsas de valores son sociedades anónimas, cuyo objeto social único es brindar los servicios y mecanismos requeridos para la negociación de valores.

Podrán realizar las demás actividades conexas que sean necesarias para el adecuado desarrollo del mercado de valores, las mismas que serán previamente autorizadas por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, mediante norma de carácter general. (p. 21)

“La Bolsa de Valores es un mercado en el que participan intermediarios (...) debidamente autorizados con el propósito de realizar operaciones, por encargo de sus clientes, sean estas de compra o venta, de títulos valores (...) emitidos por empresas inscritas en ella (emisores)”. (Muñoz, 2005, p.64).

2.1.4.7. Liquidación de Valores. La liquidación de valores se la realiza a través de compañías anónimas dedicadas a la conservación, protección y mantenimiento de los títulos valores.

“El Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores (DECEVALE), es una compañía anónima que se encarga de proveer servicios de depósito, custodia, conservación, liquidación y registro de transferencia de los valores. Opera también como cámara de compensación”. (Bolsa de Valores de Quito, 2017).

2.1.4.8. Entidades de Apoyo. La ley de mercado de valores (2014) agregada como libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero, define a las entidades de apoyo como:

- **Calificadoras de Riesgo.** Son sociedades anónimas o de responsabilidad limitada autorizada y controlada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, que tienen por objeto principal la calificación de riesgo de los valores y emisores. (p. 73)

- **Auditoras Externas.** Son entidades encargadas del examen crítico y sistemático que realiza una persona o grupo de personas independientes del sistema auditado.

Se entenderá por auditoría externa la actividad que realicen personas jurídicas, que, especializadas en esta área, den a conocer su opinión sobre la razonabilidad de los estados financieros para representar la situación financiera y los resultados de las operaciones de la entidad auditada. (p. 80)

- **Representante de los Obligacionistas.** La emisora, como parte de las características de la emisión, deberá celebrar con una persona jurídica, especializada en tal objeto, un convenio de representación a fin de que ésta tome a su cargo la defensa de los derechos e intereses que colectivamente corresponda a los obligacionistas durante la vigencia de la emisión y hasta su cancelación total, dicho representante quedará sujeto a la supervisión y control de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, en cuanto a su calidad de representante. (p. 70)

- **Agente Pagador.** Entidad (normalmente un banco) que paga una emisión de bonos periódicos de interés y capital a los tenedores de bonos en nombre del emisor. (Valdospinos, 2012, p. 43)

2.1.5. Títulos Valores. La ley de mercado de valores (2014) agregada como libro II del código orgánico monetario y financiero, en su artículo 2 indica:

Que se considera valor al derecho o conjunto de derechos de contenido esencialmente económico, negociables en el mercado de valores, incluyendo, entre otros, acciones, obligaciones, bonos, cédulas, cuotas de fondos de inversión colectivos, contratos de negociación a futuro o a término, permutas financieras, opciones de compra o venta, valores de contenido crediticio de participación y mixto que provengan de procesos de titularización y otros que determine la junta de política y regulación monetaria y financiera. (p.2)

En la investigación se enfatiza la emisión y oferta Pública de deuda mediante el uso del instrumento financiero de emisión de Obligaciones.

2.1.5.1. Las Obligaciones. Es un mecanismo de financiamiento utilizado por las compañías para captar recursos del público, así de esta manera financiar sus actividades productivas.

“Son los valores emitidos por las compañías anónimas, de responsabilidad limitada, sucursales de compañías extranjeras domiciliadas en el Ecuador u organismos seccionales que reconocen o crean una deuda a cargo de la emisora”. (López, 2013, p. 28).

La ley de mercado de valores (2014) agregada como libro II del código orgánico monetario y financiero, en su artículo 160 define las Obligaciones como:

Obligaciones son valores de contenido crediticio representativos de deuda a cargo del emisor que podrán ser emitidos por personas jurídicas de derecho público o privado, sucursales de compañías

extranjeras domiciliadas en el Ecuador, y por quienes establezca la junta de política y regulación monetaria y financiera, con los requisitos que también sean establecidos por la misma en cada caso.

La emisión de obligaciones se instrumentará a través de un contrato que deberá elevarse a escritura pública y ser otorgado por el emisor y el representante de los tenedores de obligaciones, y deberá contener los requisitos esenciales determinados por la junta de regulación de mercado mediante norma de carácter general.

López (2013) indica también que:

Una emisión de obligaciones se inicia con la decisión por parte de los miembros de la junta general de accionistas de una empresa, frente a una necesidad de financiamiento. Para ello la empresa emisora a través de junta general de accionistas o delegado en representación de ésta debe presentar mediante escritura pública la decisión de iniciar un proceso de emisión de obligaciones. (p.28)

La emisión de valores consistentes en obligaciones podrá ser de largo o corto plazo.

2.1.5.1.1. Obligaciones a Largo Plazo. Las características de una emisión de largo plazo son las siguientes:

- Aplicada para financiar programas productivos, de expansión o reestructuración de pasivos de las empresas.
- El pago del capital se lo puede realizar al vencimiento, mediante amortizaciones periódicas o anticipadamente a través de sorteos, los mismos que deberá constar en la escritura pública de emisión.
- Plazo superior a 360 días de vencimiento.

- Requieren de una escritura pública de emisión y de un prospecto de oferta pública.
- Tienen cupones de interés, la misma que puede ser fija o reajutable, la tasa que devengue las obligaciones deben estar vinculado a la evolución de una tasa de interés referencial, como lo serían las tasas del Banco Central o tasa de interés internacionales como la Libor o Prime. (López, 2013, p. 28)

2.1.5.1.2. *Obligaciones a Corto Plazo o Papel Comercial.* Las características de una emisión de corto plazo son las siguientes

- No es indispensable de un prospecto de oferta, ni de escritura pública, únicamente de una circular de oferta pública que contenga toda la información económica, legal y financiera.
- Requiere de una calificación de riesgo;
- Su plazo no debe exceder los 359 días;
- La emisión se la realiza a través de un sistema de cupo de emisión revolvente y su autorización hasta por un plazo de 720 días para emitir y colocar papel comercial;
- Destinada a financiar capital de trabajo. (López, 2013, p. 28)

2.1.5.1.3. *Obligaciones Convertibles en Acciones.* Como su nombre lo indica, son aquellas obligaciones que dan el derecho a convertirse en acciones, tanto de la sociedad emisora como de otra, al respecto López (2013) indica que:

Son aquellas que dan derecho al tenedor de las obligaciones, de exigir a la empresa emisora que le pague el valor de los títulos o las convierta en acciones, según las condiciones estipulas en la escritura de emisión en una fecha o plazo determinado. Existirá un factor de conversión que es el número de acciones que se le

entregue al inversionista por cada obligación de la misma clase. (p. 28)

2.1.5.2. Contenido de los valores representativos de las Obligaciones. Las obligaciones podrán estar representadas en títulos o en cuentas en un depósito centralizado de compensación y liquidación de valores, tanto los títulos como los certificados de las cuentas tendrán las características de títulos ejecutivos y su contenido se sujetara a las disposiciones que para el efecto dictara la junta de política y regulación monetaria y financiera.

En caso de estar representadas en títulos, contendrán al menos, lo siguiente:

1. La denominación de: "Obligación", en la parte superior central de cada título, los mismos que deberán numerarse continua y sucesivamente.
2. El nombre y domicilio del emisor.
3. Fecha y número de la notaría pública en la que se otorgó la escritura pública de la emisión.
4. La indicación de ser, a la orden o al portador; y, si tiene cupones, para reconocer los intereses, éstos podrán ser a la orden o al portador.
5. Se podrán emitir obligaciones sin cupón de interés: los aspectos relacionados al pago de intereses no serán aplicables a este tipo de obligaciones.
6. El plazo de la emisión.

7. El factor de conversión, cuando se trate de obligaciones convertibles en acciones.
8. La especificación de la forma de amortización, con las fechas, tanto para el pago de la obligación como para el de sus intereses.
9. La indicación de la garantía de la obligación.
10. La fecha de escritura de constitución de la compañía emisora y la de su inscripción en el registro mercantil.
11. El valor nominal, precisando la moneda o unidad monetaria.
12. La indicación de la tasa de interés, que será de libre contratación y su forma de reajuste, de haberlo.
13. La indicación del representante de los obligacionistas: Nombre, dirección, teléfono, fax correo electrónico del mismo.
14. La indicación del agente pagador y lugar de pago de la obligación.
15. El número y fecha de la resolución de inscripción en el Catastro público del mercado de valores.

En caso de que las obligaciones se encuentren representadas en anotaciones en cuenta, además de la información descrita en los numerales precedentes, en el depósito centralizado de compensación y liquidación de valores, constarán el o los nombres de los obligacionistas.

2.2. Marco Conceptual.

Se presenta ciertas definiciones o conceptos que están directamente relacionados al tema en general, y que tienen connotaciones

más complejas, especialmente en términos financieros, mercado de valores y financiamiento de las pymes.

Activo financiero. Un activo financiero es un instrumento financiero que otorga a su comprador el derecho a recibir ingresos futuros por parte del vendedor, es decir, es un derecho sobre los activos reales del emisor y el efectivo que generen. Pueden ser emitidas por cualquier unidad económica (empresa, Gobierno, etc.). (Economipedia, 2017).

Activos diferidos. Representan costos y gastos que no se registran en el período en el cual se efectúa el desembolso, sino que se pospone para cargarse en períodos futuros, los cuales se beneficiarán con los ingresos producidos por estos desembolsos; aplicando el principio contable de la asociación de ingresos y gastos. (Registro Contable, 2017).

Anotación en cuenta. Nota contable efectuada en un registro electrónico, la cual es constitutiva de la existencia de valores desmaterializados, así como los derechos y obligaciones de sus emisores y de sus legítimos propietarios. (Codificación de las resoluciones expedidas por la Junta de política y regulación monetaria y financiera, 2017, p.1).

Apalancamiento financiero. Es el uso de los valores de renta fija (deuda y acciones preferentes) en la estructura de capital de una compañía, concentrando el riesgo del negocio en los tenedores de acciones, ya que los que reciben un pago fijo de intereses no asumen ningún riesgo de negocio (Macarlupo, 2014, p.22).

Asimetría de información. La asimetría de información ocurre cuando una parte tiene más información que su contraparte acerca de las características del bien o servicio que es objeto de la transacción. (Economipedia, 2017).

Auditoría externa. Se entenderá por auditoría externa la actividad que realicen personas jurídicas, que especializadas en esta área, den a conocer su opinión sobre la razonabilidad de los estados financieros para representar la situación financiera y los resultados de las operaciones de la entidad auditada. (Ley de Mercado de Valores, 2017, p. 80).

Aval. Un aval es un activo que una persona u organización presenta como garantía en pro de cumplir con una obligación a la que se ha predispuesto. (Economipedia, 2017).

Calificación de riesgo. Se entenderá por calificación de riesgo, la actividad que realicen entidades especializadas, denominadas calificadoras de riesgo, mediante la cual den a conocer al mercado y público en general su opinión sobre la solvencia y probabilidad de pago que tiene el emisor para cumplir con los compromisos provenientes de sus valores de oferta pública. (Ley de Mercado de Valores, 2017, p. 76)

Cámara de compensación. La Cámara de Compensación es una asociación o institución cuya misión es garantizar y velar por las entidades de crédito, inversores y demás agentes financieros, con la finalidad de que puedan realizar sus pagos y se puedan compensar y liquidar entre ellos. (Economipedia, 2017).

Cero cupón. Son aquellos valores vendidos con descuento, por los que no se abona cantidad alguna en concepto de intereses o de amortización, hasta la fecha de vencimiento (Codificación de las resoluciones expedidas por la Junta de política y regulación monetaria y financiera, 2017, p.2)

Contrato de underwriting. Es aquel en virtud del cual la casa de valores y una persona emisora o tenedora de valores, convienen en que la primera asuma la obligación de adquirir una emisión o un paquete de valores, o garantice su colocación o venta en el mercado, o la realización

de los mejores esfuerzos para ello. (Codificación de las resoluciones expedidas por la Junta de política y regulación monetaria y financiera, 2017, p.18).

Cupón: Parte de un valor, que da derecho al cobro de sus intereses o dividendos (Codificación de las resoluciones expedidas por la Junta de política y regulación monetaria y financiera, 2017, p.2).

Desmaterialización de valores. Consiste en sustituir valores físicos por “Anotaciones Electrónicas en Cuenta”. Estas anotaciones electrónicas en cuenta poseen la misma naturaleza y contienen en sí, todos los derechos, obligaciones, condiciones y otras disposiciones que contienen los valores físicos (Codificación de las Resoluciones expedidas por la Junta de política y regulación monetaria y financiera, 2017, p.3).

Derivados financieros. Es un activo financiero cuyo valor cambia, se deriva de los cambios en otro activo llamado activo subyacente (Materias primas, índices, valores de renta fija y renta variable, tipos de interés, tipos interbancarios). (Economipedia, 2017).

Emisión de deuda. La emisión de deuda es una forma de financiación que consiste en la emisión de títulos financieros que prometen un pago futuro a cambio de un precio, es decir, consiste en pedir dinero prestado mediante la emisión de títulos financieros en forma de deuda. (Economipedia, 2017).

Fianza. Es aquella garantía que trata de asegurar el cumplimiento de una obligación (deuda). Las fianzas son contratos y acuerdos que permiten dar seguridad jurídica a una obligación. Mediante esta modalidad, una persona se compromete al pago de una deuda en favor de un tercero, que podrá hacer uso de la fianza en caso de fallo del cumplimiento de la obligación por parte del fiador (deudor). (Economipedia, 2017).

Liquidez. Es la capacidad de un activo de convertirse en dinero gastable en el corto plazo sin tener que arriesgar a vender ese activo a un precio más barato. Cuando se dice que un mercado es líquido significa que en ese mercado se mueve mucho dinero y por lo tanto será fácil intercambiar activos de ese mercado por dinero. (Economipedia, 2017).

Participantes del mercado de valores. Son aquellas personas naturales, jurídicas o corporaciones civiles que intervienen de forma directa en el mercado de valores, como son: emisores, casas de valores, administradoras de fondos y fideicomisos; bolsas de valores, depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores; calificadoras de riesgo, auditoras externas, operadores, representantes de los obligacionistas, asociaciones gremiales y demás participantes que, de cualquier manera, actúen en el mercado de valores (Codificación de las Resoluciones expedidas por la junta de política y regulación monetaria y financiera, 2017, p.3).

Permuta financiera. El SAWP o contrato de permuta financiera de intereses es un acuerdo entre dos partes para intercambiar los flujos de pagos en concepto de intereses derivados de una operación financiera sobre un importe principal teórico y durante un periodo de tiempo determinado. Un swap se considera un instrumento derivado, ya que se compone de la agregación de instrumentos financieros "simples". (Rankia España, 2017).

Tasa libor o Prime. Es la tasa aplicada por los bancos de Estados Unidos de América, a los créditos a corto plazo, concedidos a los clientes de primera fila. (Codificación de las resoluciones expedidas por la Junta de política y regulación monetaria y financiera, 2017, p.4).

2.3. Marco Legal.

El marco legal para una emisión de obligaciones está regulado por la Ley de mercado de valores, su reglamento general y el reglamento de emisión de obligaciones.

2.3.1. Ley de Mercado de Valores, Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero; Título XVII Emisión de Obligaciones. La Ley de mercado de valores y sus reformas se encuentran incorporadas en el Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero, el mismo que fue promulgado en el Segundo Suplemento del R.O. No. 332 del 12 de septiembre del 2014, a continuación se enunciarán las partes más importantes concernientes a la emisión de Obligaciones:

Título XVII. Emisión de Obligaciones

Art. 160.- Definición.- Obligaciones son valores de contenido crediticio representativos de deuda a cargo del emisor que podrán ser emitidos por personas jurídicas de derecho público o privado, sucursales de compañías extranjeras domiciliadas en el Ecuador, y por quienes establezca la Junta de política y regulación monetaria y financiera, con los requisitos que también sean establecidos por la misma en cada caso.

La emisión de obligaciones se instrumentará a través de un contrato que deberá elevarse a escritura pública y ser otorgado por el emisor y el representante de los tenedores de obligaciones, y deberá contener los requisitos esenciales determinados por la Junta de regulación de mercado mediante norma de carácter general.

La emisión de valores consistentes en obligaciones podrá ser de largo o corto plazo. En este último caso se tratará de papeles comerciales. Los bancos privados no podrán emitir obligaciones de corto plazo.

Se entenderá que son obligaciones de largo plazo, cuando éste sea superior a trescientos sesenta días contados desde su emisión hasta su vencimiento.

Podrán emitirse también obligaciones sindicadas efectuadas por más de un emisor en un solo proceso de oferta pública, de conformidad con lo dispuesto en esta ley y las disposiciones de carácter general que dicte la Junta de política y regulación monetaria y financiera para ese efecto.

Art. 161.- Requisito de calificación de riesgo.- Toda emisión de obligaciones requerirá de calificación de riesgo, efectuada por compañías calificadoras de riesgo inscritas en el catastro público del mercado de valores. Durante el tiempo de vigencia de la emisión, el emisor deberá mantener la calificación actualizada de conformidad con las normas que para el efecto expida la junta de política y regulación monetaria y financiera.

Art. 162.- De la garantía.- Toda emisión estará amparada por garantía general y además podrá contar con garantía específica. Las garantías específicas podrán asegurar el pago del capital, de los intereses parcial o totalmente, o de ambos.

Por garantía general se entiende la totalidad de los activos no gravados del emisor que no estén afectados por una garantía específica de conformidad con las normas que para el efecto determine la Junta de política y regulación monetaria y financiera. Por garantía específica se entiende aquella de carácter real o personal, que garantiza obligaciones para asegurar el pago del capital, de los intereses o de ambos.

Admítase como garantía específica, la consistente en valores o en obligaciones ejecutivas de terceros distintos del emisor o en flujo de fondos predeterminado o específico. En estos casos, los valores deberán

depositarse en el depósito centralizado de compensación y liquidación; y, de consistir en flujos de fondos fideicomisar los mismos.

Si la garantía consistiere en prenda, hipoteca, la entrega de la cosa empeñada, en su caso, se hará a favor del representante de obligacionistas o de quien éstos designen. La constitución de la prenda se hará de acuerdo a las disposiciones del código de comercio.

La Junta de política y regulación monetaria y financiera, regulará los montos máximos de emisión de obligaciones en relación con el tipo de garantías y determinará qué otro tipo de garantías pueden ser aceptadas.

Art. 164.- Del proceso de emisión.- La junta general de accionistas o de socios, según el caso, resolverá sobre la emisión de obligaciones. Podrá delegar a un órgano de administración la determinación de aquellas condiciones de la emisión que no hayan sido establecidas por ella, dentro del límite autorizado.

La emisión de obligaciones deberá efectuarse mediante escritura pública. El contrato de emisión de obligaciones deberá contener tanto las características de la emisión como los derechos y obligaciones del emisor, de los obligacionistas y de la representante de estos últimos. Dicho contrato contendrá a lo menos las siguientes menciones:

a) Nombre y domicilio del emisor, fecha de la escritura de constitución de la compañía emisora y fecha de inscripción en el registro mercantil, donde se inscribió;

b) Términos y condiciones de la emisión, monto, unidad monetaria en que ésta se exprese, rendimiento, plazo, garantías, sistemas de amortización, sistemas de sorteos y rescates, lugar y fecha de pago, series de los títulos, destino detallado y descriptivo de los fondos a captar;

- c) Indicación de la garantía específica de la obligación y su constitución, si la hubiere;
- d) En caso de estar representada en títulos, la indicación de ser a la orden o al portador;
- e) Procedimientos de rescates anticipados, los que sólo podrán efectuarse por sorteos u otros mecanismos que garanticen un tratamiento equitativo para todos los tenedores de obligaciones;
- f) Limitaciones del endeudamiento a que se sujetará la compañía emisora;
- g) Obligaciones adicionales, limitaciones y prohibiciones a que se sujetará el emisor mientras esté vigente la emisión, en defensa de los intereses de los tenedores de obligaciones, particularmente respecto a las informaciones que deben proporcionarles en este período; al establecimiento de otros resguardos en favor de los obligacionistas; al mantenimiento, sustitución o renovación de activos o garantías; facultades de fiscalización otorgadas a estos acreedores y a sus representantes;
- h) Objeto de la emisión de obligaciones;
- i) Procedimiento de elección, reemplazo, remoción, derechos, deberes y, responsabilidades de los representantes de los tenedores de obligaciones y normas relativas al funcionamiento de las asambleas de los obligacionistas;
- j) Indicación del representante de obligacionistas y determinación de su remuneración;
- k) Contrato de underwriting, si lo hubiere.

l) Indicación del agente pagador y del lugar de pago de la obligación y, determinación de su remuneración;

m) El trámite de solución de controversias que, en caso de ser judicial será en la vía verbal sumaria.

Si, por el contrario, se ha estipulado la solución arbitral, deberá constar la correspondiente cláusula compromisoria conforme a la ley de arbitraje y mediación; y,

Como documentos habilitantes de la escritura de emisión se incluirán todos aquellos que determine la junta de política y regulación monetaria y financiera.

La Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros y la Superintendencia de Bancos aprobarán la emisión de obligaciones de las entidades sujetas a su respectivo control.

Será atribución exclusiva de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros la aprobación del contenido del prospecto de oferta pública de la emisión de obligaciones, incluso cuando dicha emisión hubiere sido aprobada por la Superintendencia de Bancos.

Art. 165.- Del convenio de representación.- La emisora, como parte de las características de la emisión, deberá celebrar con una persona jurídica, especializada en tal objeto, un convenio de representación a fin de que ésta tome a su cargo la defensa de los derechos e intereses que colectivamente corresponda a los obligacionistas durante la vigencia de la emisión y hasta su cancelación total, dicho representante quedará sujeto a la supervisión y control de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, en cuanto a su calidad de representante.

El representante legal de la persona jurídica que sea representante de los obligacionistas deberá asumir responsabilidad solidaria con ésta.

El representante de obligacionistas no podrá mantener ningún tipo de vínculo con la emisora, el asesor, agente pagador, garante, ni compañías relacionadas por gestión, propiedad o administración del emisor.

Actuará por el bien y defensa de los obligacionistas, respondiendo hasta por culpa leve, para lo cual podrá imponer condiciones al emisor, solicitar la conformación de un fondo de amortización, demandar a la emisora, solicitar a los jueces competentes la subasta de la propiedad prendada u otros actos contemplados en la ley.

Este representante contará con todas las facultades y deberes que le otorga esta ley y sus normas, con las otorgadas e impuestas en el contrato de emisión o por la asamblea de obligacionistas.

Las relaciones entre los obligacionistas y su representante se regirán por las normas de esta ley y por las que expida la junta de política y regulación monetaria y financiera, procurando su especialización en la materia. Los honorarios de este representante correrán a cargo de la emisora.

Art. 171.- De las obligaciones convertibles.- Las compañías anónimas, podrán emitir obligaciones convertibles en acciones, que darán derecho a su titular o tenedor para exigir alternativamente o que el emisor le pague el valor de dichas obligaciones, conforme a las disposiciones generales, o las convierta en acciones de acuerdo a las condiciones estipuladas en la escritura pública de emisión. La conversión puede efectuarse en época o fechas determinadas o en cualquier tiempo a partir de la suscripción, o desde cierta fecha o plazo.

La resolución sobre la emisión de obligaciones convertibles implica simultáneamente la resolución de aumentar el capital de la compañía emisora por lo menos hasta el monto necesario para atender las posibles conversiones.

Los accionistas tendrán derecho de preferencia de conformidad con la Ley de compañías, valores y seguros para adquirir las obligaciones convertibles que se emitan.

En caso de no ejercerlo, no se podrá reclamar derecho alguno sobre las acciones que se emitan para atender el derecho de conversión.

Para segundas y ulteriores emisiones de obligaciones convertibles en acciones se respetará el derecho de preferencia de los accionistas y el derecho de los tenedores de obligaciones convertibles pertenecientes a emisiones anteriores, en la proporción que les corresponda.

Art. 174.- De las obligaciones de corto plazo o papel comercial.- Las compañías emisoras inscritas en el catastro público del mercado de valores podrán emitir obligaciones de corto plazo con garantía general, también denominado papel comercial con plazo inferior a trescientos sesenta días. La inscripción deberá efectuarse con sujeción a las disposiciones de esta ley y a las que establezca la junta de política y regulación monetaria y financiera, mediante normas de aplicación general.

Para efectuar esta oferta pública se requerirá solamente de una circular de oferta pública que contendrá información legal, económica y financiera actualizada del emisor; monto de la emisión, modalidades y características de la misma; lugar y fecha de pago del capital y sus intereses; menciones que deberán tener los títulos a emitir; obligaciones adicionales de información y restricciones a las que se someterá el emisor, establecidas en el contrato de emisión; y, derechos, deberes y responsabilidades de los tenedores de papel comercial.

Capítulo III : Metodología de la investigación.

3.1. Enfoque de la Investigación

La investigación tiene un enfoque de campo, bibliográfico y cuantitativo.

3.2. Tipo de Investigación

La investigación será de tipo exploratoria y descriptiva.

La Investigación es de tipo exploratoria con la finalidad de ampliar la información que se tiene sobre el financiamiento de las pymes en la ciudad de Guayaquil, para tener una visión más amplia de la situación permitiendo determinar con mayor claridad investigaciones posteriores.

La investigación es de tipo descriptiva porque se describen las características del financiamiento obtenido de las pymes, sin utilizar juicios de valor en procura de altos niveles de objetividad.

3.3. Método de Investigación

Por medio del método deductivo se obtuvieron datos generales sobre el financiamiento de las pymes en la ciudad de Guayaquil aceptados como válidos, para llegar a una conclusión de tipo particular a partir de los resultados obtenidos.

3.4. Población

Se determinó la población objeto de estudio con los datos del informe estadístico denominado “Mipymes del Guayas” publicado en la página Web institucional de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros del Ecuador, en la sección Portal de información/ sector societario/ información estadística/opción “Mipymes del Guayas” .

En este informe estadístico se presenta un listado de todas las compañías mipymes activas de la provincia del Guayas a diciembre de 2015, de las cuales solo se considerarán las compañías pymes domiciliadas en la ciudad de Guayaquil, cuyos totales de activos son superiores a \$1.000.000,00 e inferiores a \$ 5.000.000,00 que participen o no en el mercado de valores, de todos los tipos de compañías (anónimas, responsabilidad limitada, etc.), cuyo número de empleados sea superior a 100 y que sus actividades se desarrollen en las ramas de agricultura, ganadería, silvicultura y pesca; actividades de servicios administrativos y de apoyo; industrias manufactureras; y construcción.

La población obtenida desde el informe estadístico “Mipymes del Guayas” corresponde a:

- 34 compañías pymes activas
- Domiciliadas en la ciudad de Guayaquil
- Totales de activos son superiores a \$1.000.000,00 e inferiores a \$ 5.000.000,00
- Que no participan en el mercado de valores
- De todos los tipos de compañías
- Con un número de empleados superior a 100
- Que desarrollan sus actividades en las ramas de agricultura, ganadería, silvicultura y pesca; actividades de servicios administrativos y de apoyo; industrias manufactureras; y construcción.

3.5. Muestra

Para obtener mayor representatividad, la muestra es igual al número de empresas pymes que indica la población, esto es 34 empresas pymes. De cada una de estas compañías participará un representante vinculado al área administrativa o financiera.

Tabla 5:

Pymes domiciliadas en el cantón Guayaquil, Activas, con activos entre \$1 a \$ 5 M de dólares, todos los tipos, empleados >100, actividades: Ganadería, silvicultura y pesca; Servicios administrativos y de Apoyo; Industrias manufactureras y construcción.

Rama de Actividad	N° de Compañías	Encuestas por Compañías
Actividades de Servicios Administrativos y de apoyo	8	8
Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	13	13
Construcción	6	6
Industrias Manufactureras	7	7
Total	34	34

Fuente: Informe “MiPymes del Guayas” Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Adaptado por: González Lenin

3.6. Técnicas e Instrumentos de la Investigación

Aplicando el enfoque cuantitativo a los resultados obtenidos en la investigación se utilizó la técnica de la encuesta, con el objetivo de recopilar la información mediante un formulario de preguntas estructuradas a través de un cuestionario. A través de la encuesta se pudo conocer sobre el financiamiento utilizado por las pymes, así como el grado de conocimiento que tienen estas sobre las ventajas del financiamiento no bancario, específicamente sobre la emisión de obligaciones. La técnica de la entrevista se utilizó en la investigación, con el objetivo de recolectar información de expertos financieros, para conocer sobre la participación de las pymes en el mercado de valores, en base a la opinión de ellos.

Tabla 6:

Técnicas de la Investigación para recopilar datos necesarios para el desarrollo de la Investigación.

Técnica	Instrumento	Aplicado a	Encuestados	Entrevistados
Encuesta	Cuestionario de 19 preguntas	Gerentes, jefes financieros,	34	0
Entrevista	Cuestionario de 10 preguntas	Expertos financieros	0	2

Adaptado por: González Lenin

Como se puede apreciar en la tabla 6, las encuestas fueron aplicadas a gerentes, jefes financieros o contadores, quienes tienen conocimiento pleno acerca del financiamiento de la pymes.

3.7. Análisis, Interpretación y discusión de los resultados de la encuesta.

Las respuestas de las preguntas de la encuesta realizada a las pymes se presentan de manera cuantitativa y cualitativa, las mismas que corresponden a la muestra escogida.

Pregunta N° 1

¿Cuál de las siguientes fuentes de financiamiento su empresa ha utilizado con mayor frecuencia?

Tabla 7:

Fuentes de financiamiento utilizadas con mayor frecuencia.

Alternativas	Frecuencia	Porcentajes
Líneas de Crédito con Instituciones	27	60%
Créditos Comerciales	8	18%
Descuentos o Factoring	2	4%
Cartas de Crédito	3	7%
Leasing	2	4%
Otras	3	7%
Total	45	100%

Nota: Resultado de frecuencias y porcentajes con seis variables de fuentes de financiamiento utilizadas con mayor frecuencia.

Adaptado por: González Lenin

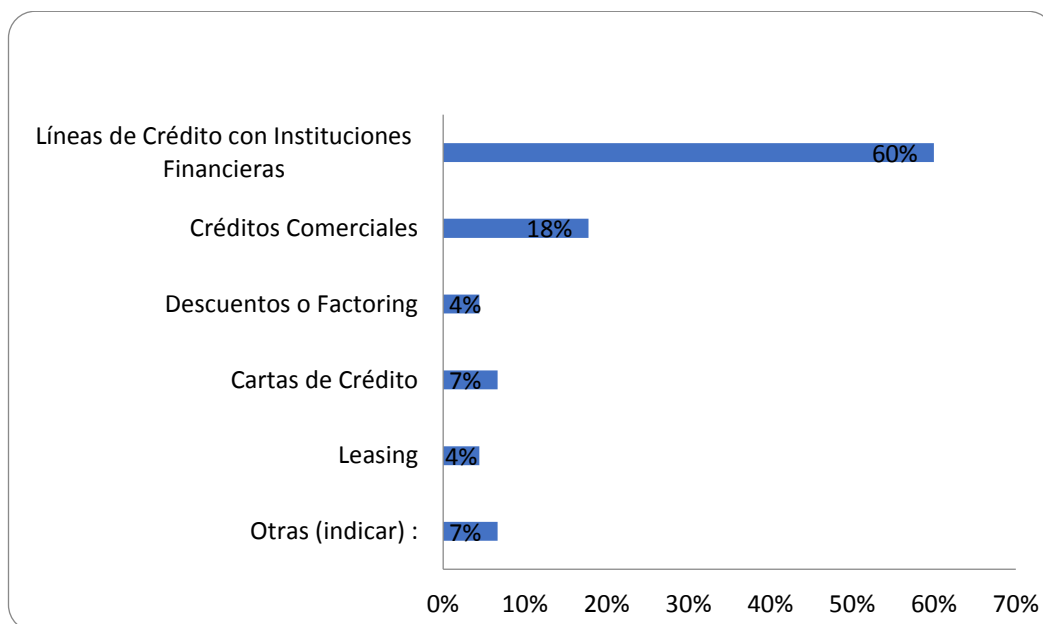


Figura 7: Fuentes de financiamiento utilizadas con mayor frecuencia.

Adaptado por: González Lenin

De acuerdo a la figura 7, el 60% de las pymes se financian a través de líneas de crédito con instituciones financieras, el 18% lo hace mediante créditos comerciales, el 7% utiliza cartas de crédito y otras fuentes de financiamiento, finalmente se pudo observar que el 4% de estas utiliza frecuentemente descuentos(factoring) y leasing.

Análisis: Como se aprecia en la lectura de los resultados, la fuente de financiamiento mayoritariamente utilizada por las pymes es el instrumento de las líneas de crédito con instituciones financieras, esta deducción coincide con el estudio presentado por el Mipro (2012) en el cual se expuso que la fuente tradicional de financiamiento preferida por las pymes es el financiamiento bancario, el estudio reveló que el 69% prefería el financiamiento con instituciones privadas y el 10% prefería el financiamiento con instituciones públicas.

Pregunta N° 2

¿Considera obtener un crédito con alguna Institución Financiera, para financiar el desarrollo de sus actividades empresariales?

Tabla 8:

Considera obtener un crédito con alguna institución financiera.

Alternativas	Frecuencia	Porcentajes
Si	33	97%
No	1	3%
Total	34	100%

Nota: Resultado de frecuencias y porcentajes con dos variables para considerar obtener un crédito con alguna institución financiera.

Adaptado por: González Lenin

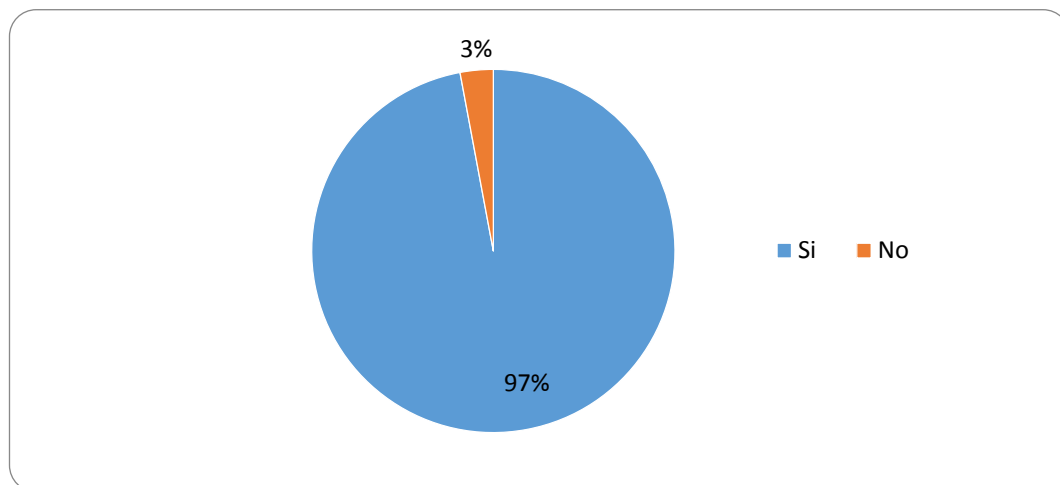


Figura 8: Considera obtener un crédito con alguna institución financiera.

Adaptado por: González Lenin

De acuerdo a los resultados de la pregunta, el 97% de las empresas pymes están considerando obtener un crédito con alguna institución financiera, para el desarrollo de sus actividades empresariales, mientras que apenas el 3% no lo está considerando.

Análisis: Como se aprecia en la lectura de los resultados, las pymes en su afán de emprendimiento buscan apalancarse mediante créditos con instituciones financieras, tal como lo sostiene la teoría de la jerarquía, las empresas tienen un ordenamiento de preferencias de financiamiento y que cuando los recursos propios no son suficientes recurren al endeudamiento con las entidades financieras.

Conforme a lo indicado en la teoría del ciclo de vida de la empresa, los dueños jóvenes buscan objetivos empresariales con bajos costos

emocionales de quiebra, por ello utilizan en menor medida los créditos personales como fuentes de financiamiento y prefieren obtener un crédito directo para financiar las actividades desarrolladas por las pymes.

Pregunta N° 3

¿Qué plazo de financiamiento le parece más conveniente para su empresa?

Tabla 9:

Preferencia del plazo de financiamiento.

Alternativas	Frecuencia	Porcentajes
Corto plazo (Pago en menos de un año)	4	11%
Largo plazo (Pago mayor a un año)	16	46%
Ambos	15	43%
Total	35	100%

Nota: Resultado de frecuencias y porcentajes con tres variables para conocer sobre la preferencia del plazo de financiamiento.

Adaptado por: González Lenin

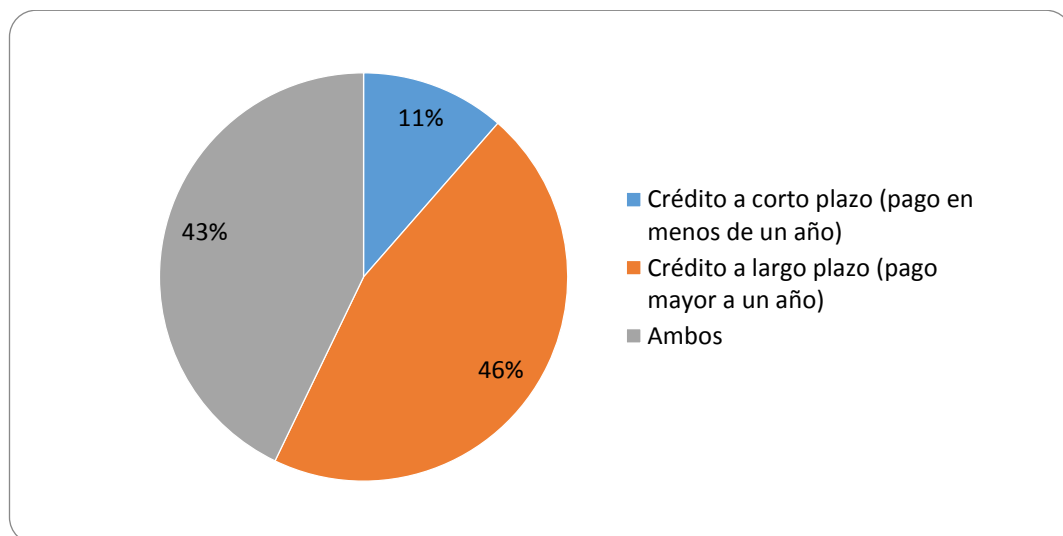


Figura 9: Preferencia del plazo de financiamiento.

Adaptado por: González Lenin

En la figura 9 se observa que el 46% de las empresas pymes prefieren obtener un crédito a largo plazo (pago mayor a un año), el 43% de ellas prefiere obtener créditos a corto y largo plazo, mientras que el 11% de ellas prefiere obtener un crédito a corto plazo (pago menor a un año).

Análisis: Como se puede observar en la lectura de los resultados, las pymes en su gran mayoría prefieren obtener un crédito a largo plazo, los mismos que por lo general están orientados a cubrir financiamiento de propiedad, planta y equipo, de lo contrario, si obtuvieran crédito a corto plazo para financiar este tipo de inversión, los importes de las cuotas de los préstamos serían elevados y podrían provocar insolvencia de las empresas si no son capaces de generar los suficientes recursos, es por esta razón que se recomienda que la financiación a corto plazo debe utilizarse para financiar el ciclo de explotación de la empresa y no para inversiones productivas de largo plazo como son las propiedades, plantas y equipos.

Pregunta N° 4

¿Qué tipo de institución financiera le ha otorgado algún tipo de financiamiento?

Tabla 10:

Tipo de institución financiera que la ha otorgado financiamiento.

Alternativas	Frecuencia	Porcentajes
Institución financiera privada	32	94%
Institución financiera pública	0	0%
Otras	2	6%
Total	34	100%

Nota: Resultado de frecuencias y porcentajes con tres variables para conocer sobre qué tipo de institución le ha otorgado financiamiento.

Adaptado por: González Lenin

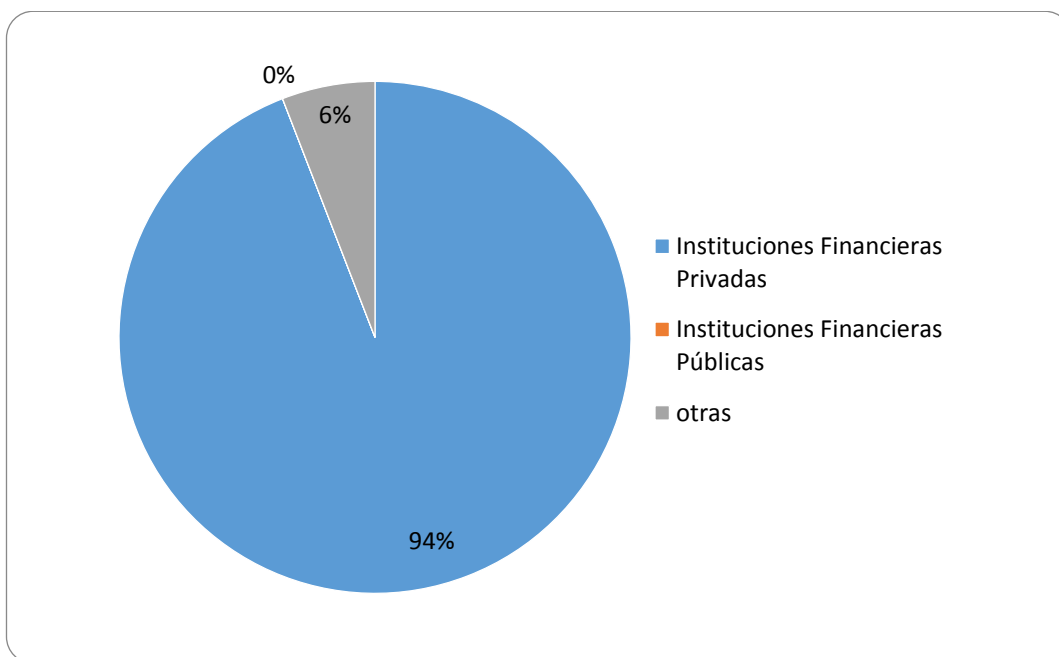


Figura 10: Tipo de institución que la ha otorgado financiamiento.

Adaptado por: González Lenin

En la figura 10 se puede observar que el 94% de las empresas pymes han obtenido financiamiento con instituciones financieras privadas, ninguna de ellas se ha financiado con instituciones financieras públicas, y el 2% de ellas ha obtenido financiamiento con otras instituciones.

Análisis: Como se aprecia en la lectura de los resultados, las pymes en su gran mayoría ha obtenido financiamiento con instituciones financieras privadas, esta realidad se la puede evidenciar en el volumen de crédito entregado por los bancos privados, quienes en el año 2016 entregaron el 90% del volumen de crédito para el tipo de crédito comercial prioritario pymes, comercial pymes y productivo pymes.

Ninguna pymes ha conseguido financiamiento con instituciones financieras públicas, sin embargo, una pequeña parte de las pymes indica haber obtenido créditos de otras instituciones.

Pregunta N° 5

¿Qué tasa de interés actualmente paga a las Instituciones Financieras con las que mantiene créditos vigentes?

Tabla 11:

Tasa de interés que paga por financiamiento actual.

Alternativas	Frecuencia	Porcentajes
Del 5 al 10 %	14	41%
Del 11 al 15 %	8	53%
Del 16 al 20 %	2	6%
Total	34	100%

Nota: Resultado de frecuencias y porcentajes con tres variables para conocer sobre qué tasa de interés paga por el financiamiento actual.

Adaptado por: González Lenin

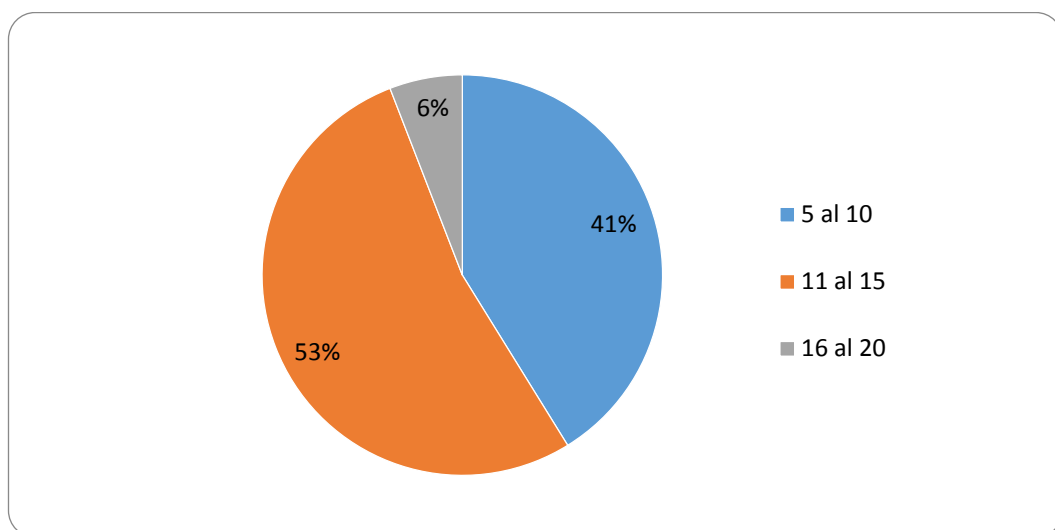


Figura 11: Tasa de interés que paga por préstamos actuales.

Adaptado por: González Lenin

De acuerdo a la figura 11, el 53% de las empresas pymes tiene un costo financiero entre el 11 al 15%, el 41% de ellas tiene un costo financiero entre el 5 al 10% y el 6% de ellas tiene un costo financiero entre el 16 al 20%.

Análisis: Como se observa en la lectura de los resultados, las pymes en su gran mayoría (53%), tiene un costo financiero del 11 al 15%,

el mismo que se enmarca en los parámetros de los tipos de créditos ofertados por las instituciones financieras en los segmentos de crédito productivo pymes y crédito comercial prioritario pymes. En abril del 2015 la Junta Reguladora, máximo ente de control del sector monetario y financiero, cambió la segmentación de los créditos de las entidades financieras del país. Con esta regulación las entidades financieras podrán otorgar 10 tipos de créditos; antes existían ocho tipos.

El crédito productivo pymes se oferta para financiar proyectos productivos que en, al menos, un 90% sea para adquirir bienes de capital. Las tasas de interés vigentes al mes de noviembre de 2017 para este segmento era: tasa referencial 10,80% y tasa máxima 11,83%.

El crédito comercial prioritario pymes se oferta para financiar adquisiciones de bienes y servicios para actividades productivas y comerciales, que no estén dentro del crédito comercial ordinario (vehículos livianos).

Las tasas de interés vigentes al mes de noviembre de 2017 para este segmento fueron:

- Tasa referencial 11,18%; y
- Tasa máxima 11,83%.

Por otro lado, tal como se puede apreciar en la teoría del racionamiento del crédito, los bancos otorgan los préstamos en función de las tasas de interés y el riesgo al que se exponen, por ello justifican las altas tasas que son aplicadas a las pymes, lo cual afecta la rentabilidad de estas cuando obtienen financiamiento bancario.

Con el afán de proteger sus intereses, las instituciones financieras otorgan préstamos con altas tasas de interés, numerosos trámites y exigencias de garantías reales.

Pregunta N° 6

¿Cuál es el plazo del financiamiento obtenido por su empresa por parte de las Instituciones financieras?

Tabla 12:

Plazo de financiamiento obtenido.

Alternativas	Frecuencia	Porcentajes
Corto plazo (Pago en menos de un año)	7	21%
Largo plazo (Pago mayor a un año)	16	47%
Ambos	11	32%
Total	34	100%

Nota: Resultado de frecuencias y porcentajes con tres variables para conocer sobre el plazo de financiamiento obtenido.

Adaptado por: González Lenin

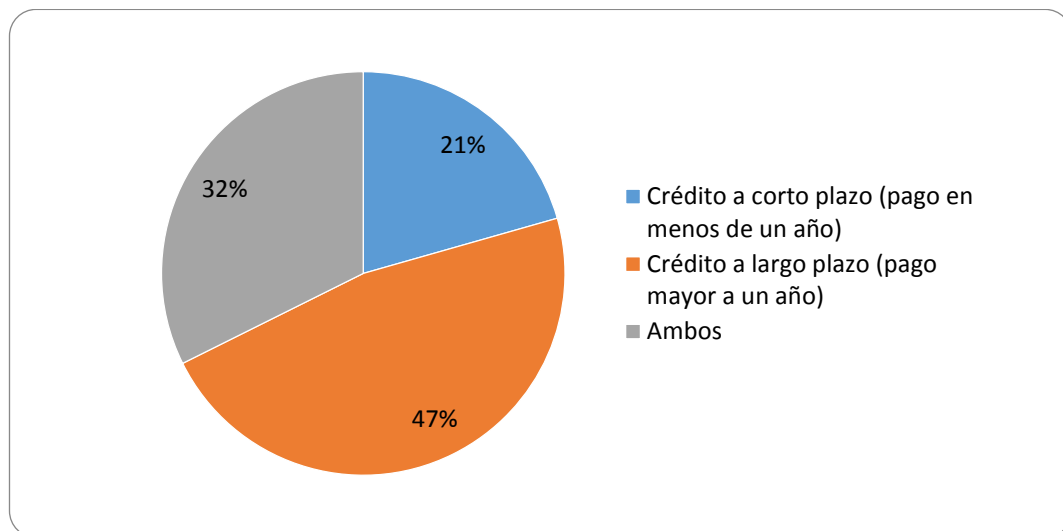


Figura 12: Plazo de financiamiento obtenido.

Adaptado por: González Lenin

Se observa, conforme a los resultados de la pregunta que las empresas pymes revelaron que el 47% de ellas indica que obtuvo un crédito a largo plazo (pago mayor a un año), el 32% de ellas obtuvo créditos a corto y largo plazo, mientras que el 21% de ellas obtuvo un crédito a corto plazo (pago menor a un año).

Análisis: Como se observa en la lectura de los resultados, las pymes en su gran mayoría (47%) obtuvieron un crédito a largo plazo, los mismos que por lo general están orientados a cubrir financiamiento de propiedad, planta y equipo, acorde a lo consultado en la pregunta N° 3 sobre la preferencia del plazo crediticio, el 46% de los encuestados prefería el financiamiento de largo plazo.

Las condiciones que impone el sistema financiero en cuanto a la oferta de créditos de corto plazo se puede evidenciar en esta pregunta, debido que el 21% de las pymes encuestadas indica que obtuvo un crédito a corto plazo (pago menor a un año), sin embargo, comparando con la pregunta N° 3 sobre la preferencia del plazo crediticio, apenas el 11% de los encuestas indico que prefería obtener un crédito a corto plazo.

Tal como se observa en la teoría del trade-off, los bancos prefieren prestar los fondos en el corto plazo, justamente para maximizar la efectividad del monitoreo a sus clientes.

Los préstamos a corto plazo tienen el propósito de sostener a las empresas en temporadas de necesidades de financiamiento especialmente de capital de trabajo, para suplir las necesidades en periodos de iliquidez.

Se evidencia que la teoría del trade-off postula la existencia de un estructura de capital que maximiza el valor de la empresa, medida en una alícuota elevada de impuesto a las ganancias, lo que implicaría bajos costos de monitoreo por parte de las instituciones bancarias.

Pregunta N° 7

¿Aportó con algún tipo de garantía para obtener crédito con las instituciones financieras?

Tabla 13:

Garantías para financiamiento.

Alternativas	Frecuencia	Porcentajes
Bienes inmuebles de propiedad de la empresa	17	39%
Activos de dueños/ socios de la empresa	5	11%
Maquinara y equipo de la empresa	7	16%
Cuentas por cobrar de la empresa	4	9%
No tuve que aportar con ninguna garantía real	11	25%
Total	44	100%

Nota: Resultado de frecuencias y porcentajes con cinco variables para conocer sobre las garantías para obtener financiamiento.

Adaptado por: González Lenin

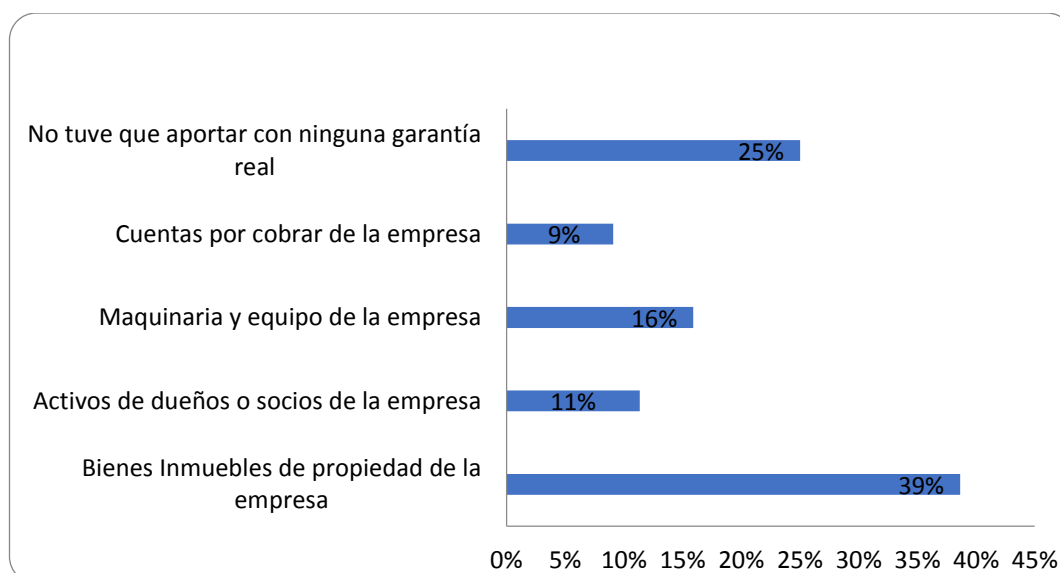


Figura 13: Garantías para financiamiento obtenido.

Adaptado por: González Lenin

Se observa, conforme a los resultados de la pregunta que las empresas pymes revelaron que el 39% de ellas indica que para obtener financiamiento tuvo que garantizar el crédito con bienes inmuebles de propiedad de la empresa, el 25% no tuvo que aportar con ninguna garantía real, el 16% tuvo que garantizar el crédito con maquinaria y equipo de la empresa, el 11% con activos de los dueños o socios de la empresa, mientras que el 9% con cuentas por cobrar de la empresa.

Análisis: Como se aprecia en la lectura de los resultados, las pymes en su gran mayoría tuvo que aportar con garantías para obtener financiamiento bancario. Tal como se lo expreso anteriormente, esto es por el afán de proteger sus intereses, las instituciones financieras otorgan préstamos con exigencias de garantías reales, lo cual, reiteramos causa limitantes al acceso del crédito a las pymes.

Pregunta N° 8

¿Cuáles fueron los motivos por los que eligió a una institución financiera para obtener financiamiento?

Tabla 14:

Motivos de preferencia de financiamiento bancario.

Alternativas	Frecuencia	Porcentajes
La institución ofreció una tasa fija	6	10%
La institución ofreció servicios adicionales	4	6%
Tramites rápidos	12	19%
Posee garantías hipotecarias	5	8%
Montos aprobados a los superiores a los requeridos	8	13%
Plazos muy largos	3	5%
Hizo varias solicitudes y solo esta institución se le otorgo	4	6%
Tiene una relación comercial antigua con esta institución	17	27%
Tasa de interés baja	2	3%
Otros	1	2%
Total	62	100%

Nota: Resultado de frecuencias y porcentajes con diez variables para conocer sobre los motivos de preferencia de financiamiento bancario.

Adaptado por: González Lenin

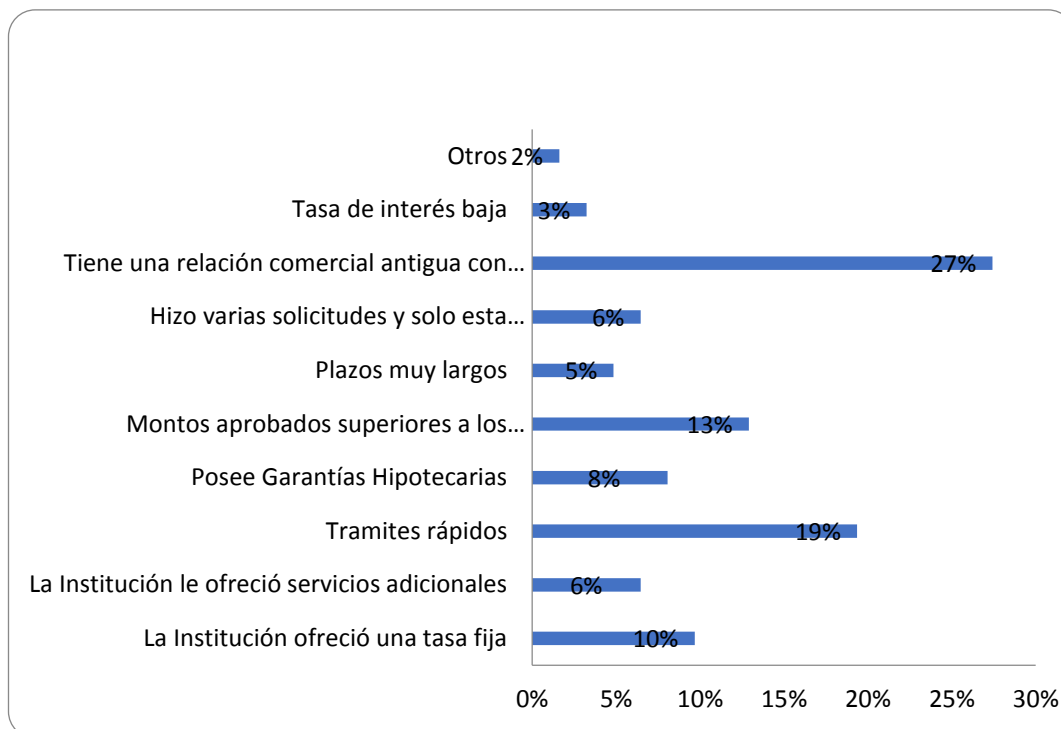


Figura 14: Motivos de preferencia de financiamiento bancario.

Adaptado por: González Lenin

Conforme a los resultados de la pregunta se observa, que las empresas pymes revelaron los principales motivos por los cuales prefieren financiarse con las instituciones financieras privadas. El 27% de las empresas pymes indica tener una relación comercial antigua con esta institución que le da crédito; el 19% indica que los trámites son rápidos; el 13% indica que recibió créditos por montos superiores a los requeridos.

Análisis: Como se observa en la lectura de los resultados, las pymes prefieren en su gran mayoría obtener financiamiento bancario porque tienen una relación bancaria antigua, lo cual les permite realizar trámites rápidos de renovaciones de líneas de crédito y cuando las condiciones lo admiten, obtienen montos de créditos superiores a los requeridos.

De acuerdo a la teoría del trade-off, que postula la existencia de una estructura de capital que maximiza el valor de la empresa, lo que implica bajos costos de monitoreo por parte de las instituciones bancarias,

por el hecho de mantener una relación financiera antigua (expresada por las pymes encuestadas) que le permite conocer de primera mano cual ha sido el comportamiento de los pagos por los créditos entregados a sus clientes, por esta razón, pueden ofrecer mejor acceso y beneficios de los servicios crediticios ofrecidos a sus clientes.

Pregunta N° 9

¿Cuál de los siguientes inconvenientes con mayor frecuencia ha tenido al realizar operaciones financieras bancarias?

Tabla 15:

Inconvenientes frecuentes al realizar operaciones de financiamiento bancario.

Alternativas	Frecuencia	Porcentajes
Elevadas tasas de interés	11	17%
Exigencia de garantías o colaterales que no tiene	12	19%
Insuficiente información financiera	1	2%
Dificultad para cumplir con los requisitos legales	3	5%
Montos aprobados inferiores a los requeridos	7	11%
Plazos muy cortos	6	9%
La empresa no tiene estados financieros auditados	1	2%
La empresa tiene muchas deudas	3	5%
La capacidad de pago de la empresa es baja	4	6%
Documentación inadecuada	6	9%
Ninguno	10	16%
Total	64	100%

Nota: Resultado de frecuencias y porcentajes con once variables para conocer sobre los inconvenientes frecuentes al realizar operaciones de financiamiento bancario.

Adaptado por: González Lenin

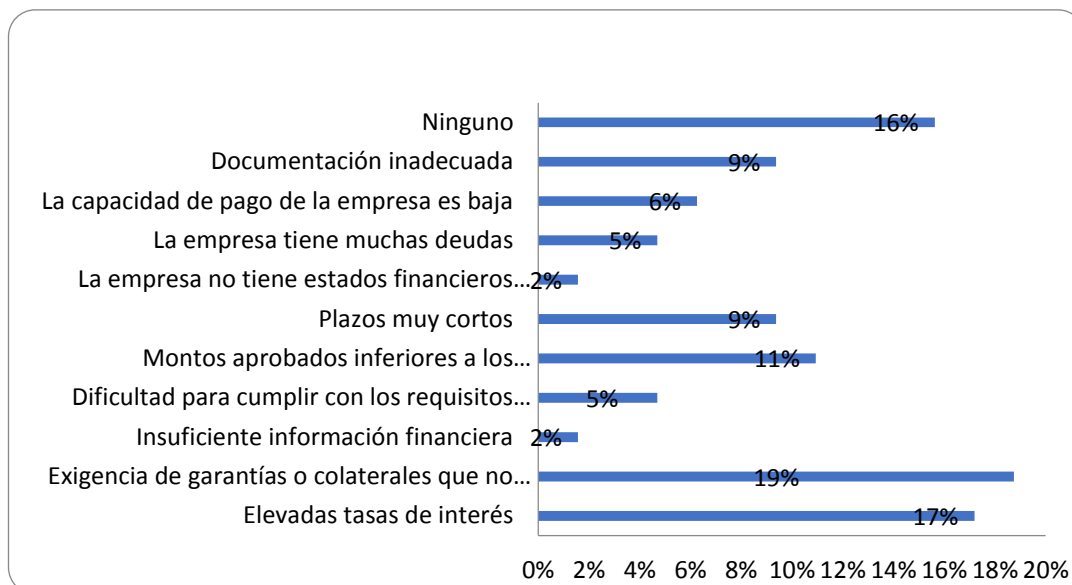


Figura 15: Inconvenientes frecuentes al realizar operaciones de financiamiento bancario.

Adaptado por: González Lenin

En la figura 15, se aprecia que el 19% de las empresas pymes tienen inconvenientes al solicitar financiamiento bancario porque no cuentan con garantías o colaterales que no disponen; el 17% por las elevadas tasas de interés; el 11% por montos aprobados inferiores a los requeridos; el 9% por documentación inadecuada; el 9% por plazos muy cortos; el 6% por baja capacidad de pago de la empresa; el 5% por dificultades para cumplir con los requisitos legales; el 5% indica que la empresa tiene muchas deudas; el 2% por insuficiente información financiera; el 2% porque la empresa no tiene estados financieros auditados.

Cabe resaltar que el 16% de las pymes encuestadas indicaron que no tuvieron ningún inconveniente con el financiamiento bancario.

Análisis: Como se observa en la lectura de los resultados, las pymes en su gran mayoría identifican como inconvenientes del financiamiento bancario, la exigencia de garantías o colaterales que no dispone, elevadas tasas de interés y montos aprobados inferiores a los requeridos, tal como se pudo apreciar anteriormente con la teoría del racionamiento del crédito, que indica que los bancos otorgan los

préstamos en función de las tasas de interés y el riesgo al que se exponen, por ello justifican las altas tasas que son aplicadas a las pymes, lo cual afecta la rentabilidad de estas cuando obtienen financiamiento con altas tasas de interés. Con la finalidad de proteger sus intereses, las instituciones financieras otorgan préstamos con elevadas tasas de interés, lo cual ocasiona limitantes al acceso del crédito a las pymes.

No deja de llamar la atención el hecho que una parte importante de las pymes encuestadas indique que no tiene ningún inconveniente con financiarse a través de las instituciones bancarias, cabe recordar que en el Ecuador esta es la opción más común de financiamiento, debido que el mercado de valores no ha logrado un mayor desarrollo, a pesar de las otras alternativas de financiamiento que se ofertan en este mercado, las cuales son muy poco explotadas por las empresas (incluidas las pymes), ya sea por desconocimiento o por la percepción de rigidez en su ingreso de participación.

Pregunta N° 10

¿Ha tenido algún atraso en el pago de créditos obtenidos en las Instituciones Financieras?

Tabla 16:

Atrasos en los pagos de créditos obtenidos en alguna institución financiera.

Alternativas	Frecuencia	Porcentajes
Si	7	21%
No	27	79%
Total	34	100%

Nota: Resultado de frecuencias y porcentajes con dos variables para conocer sobre atrasos en pagos de créditos en alguna institución financiera.

Adaptado por: González Lenin

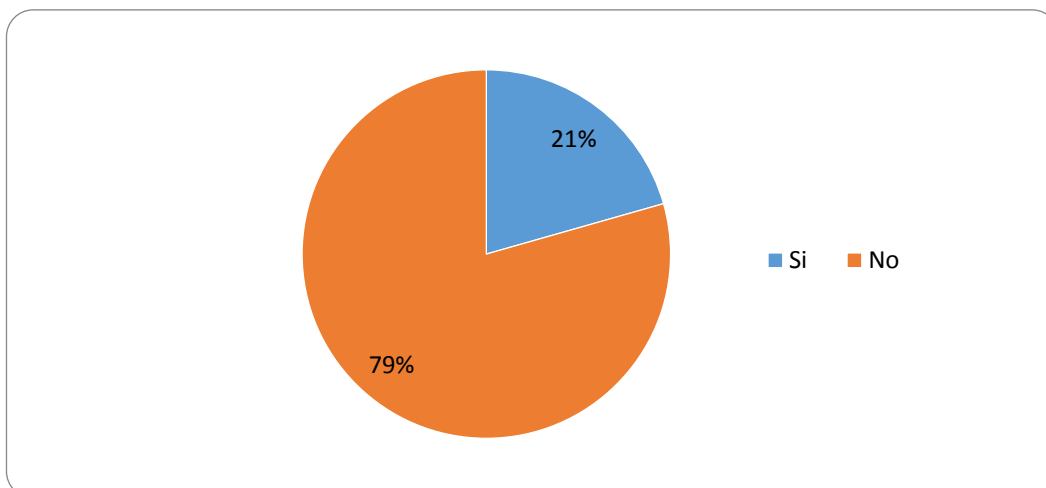


Figura 16: Atrasos en pagos de créditos en alguna institución financiera.

Adaptado por: González Lenin

De acuerdo a los resultados de la pregunta el 79% de las empresas pymes no tuvieron atrasos en los pagos de créditos con alguna institución financiera, mientras que el 21% de ellas indicó que si tuvo algún atraso en sus pagos de créditos obtenidos.

Análisis: Como se aprecia en la lectura de los resultados, las pymes en su gran mayoría no tuvieron mayores inconvenientes al cumplir con los pagos de los créditos obtenidos, esto permite a las pymes conseguir o renovar créditos rápidamente con los bancos, acorde a lo evidenciado en la teoría del trade-off, que postula la existencia de un estructura de capital que maximiza el valor de la empresa, lo que implicaría bajos costos de monitoreo por parte de las instituciones bancarias, por el hecho de que esta cumple satisfactoriamente con los pagos de los créditos obtenidos, lo cual le permite ofrecer mejor acceso y beneficios de los servicios crediticios ofrecidos a sus clientes.

Pregunta N° 11

¿Cuál de las fuentes de financiamiento No bancarias su empresa ha utilizado con mayor frecuencia?

Tabla 17:

Fuentes de financiamiento no bancario.

Alternativas	Frecuencia	Porcentajes
Créditos de proveedores	17	34%
Utilidades retenidas	5	10%
Préstamos a familiares o amigos	10	20%
Préstamos a instituciones no bancarias	1	2%
Anticipo de clientes	8	16%
Aportaciones de socios o propietarios	5	10%
Operaciones en Bolsa de Valores	0	0%
Ninguna de las anteriores	4	8%
Total	50	100%

Nota: Resultado de frecuencias y porcentajes con ocho variables para conocer sobre las fuentes de financiamiento no bancarias.

Adaptado por: González Lenin

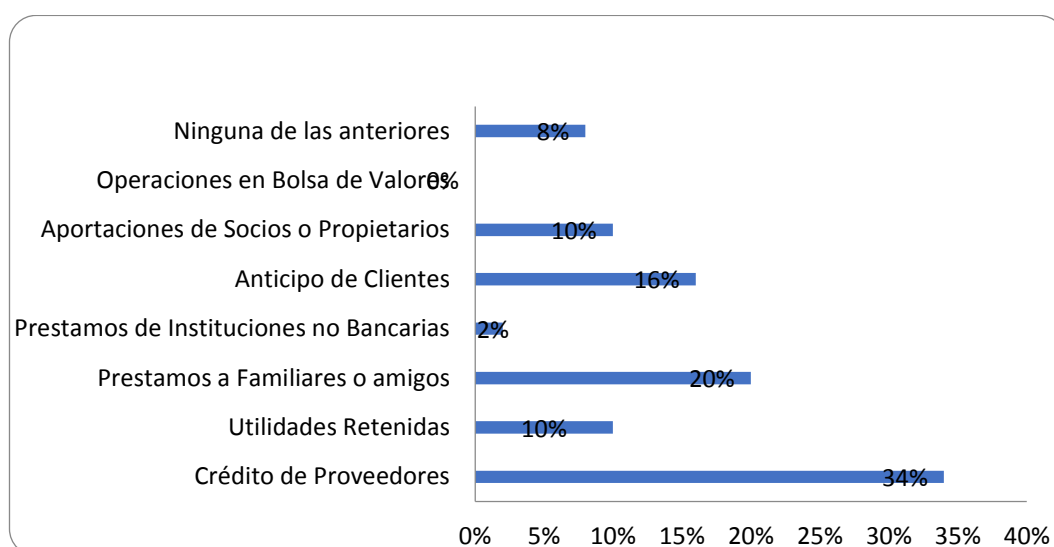


Figura 17: Fuente de financiamiento no bancarias.

Adaptado por: González Lenin

De acuerdo a la figura 17, el 34% de las empresas pymes indica que utiliza el crédito de proveedores como principal fuente de financiamiento no bancario; el 20% utiliza préstamos de familiares o amigos; el 16% utiliza anticipo de clientes; el 10% utiliza aportes de socios o propietarios y utilidades retenidas; el 2% utiliza préstamos a instituciones no bancarias y el 0%, es decir, ninguna de las empresas

pymes encuestadas realiza operaciones en Bolsa de Valores como fuentes de financiamiento no bancario.

Análisis: Como se observa en la lectura de los resultados, las pymes en su gran mayoría se apalanca con sus proveedores como primera fuente de financiamiento no bancario, es un financiamiento directo al capital de trabajo de las empresas (inmerso en el ciclo operativo), este tipo de financiamiento es más económico y la condición para obtenerlo, por lo general, es comprar el producto a su proveedor.

Se puede advertir también que las pymes inyectan recursos provenientes de préstamos a familiares y de fondos propios de los socios (utilidades retenidas), sin embargo, al tratarse de recursos limitados e insuficientes, por lo general terminan acudiendo a las instituciones bancarias en busca de financiamiento.

Pregunta N° 12

¿Conoce usted Sobre la alternativa de financiamiento que ofrece el mercado de Valores mediante la emisión de Obligaciones en la Bolsa de Valores de Guayaquil?

Tabla 18:

Conoce sobre la alternativa de financiamiento en el Mercado de Valores mediante la emisión de Obligaciones en la Bolsa de Valores de Guayaquil.

Alternativas	Frecuencia	Porcentajes
Si	8	24%
No	26	76%
Total	34	100%

Nota: Resultado de frecuencias y porcentajes con dos variables sobre el conocimiento de la alternativa de financiamiento en el mercado de valores mediante la emisión de obligaciones en la Bolsa de Valores de Guayaquil.

Adaptado por: González Lenin

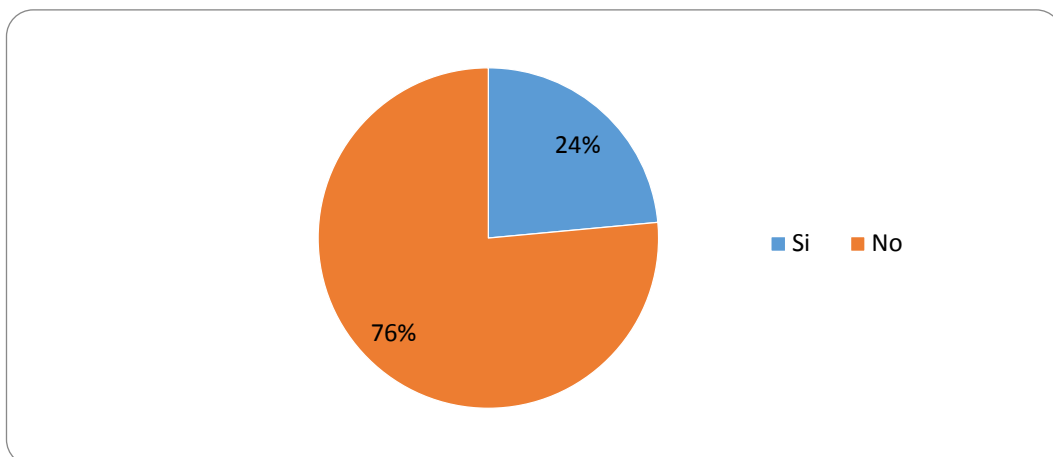


Figura 18: Conoce sobre la alternativa de financiamiento en el mercado de valores mediante la emisión de obligaciones en la Bolsa de Valores de Guayaquil.

Adaptado por: González Lenin

En la figura 18 se observa que el 76% de las empresas pymes revelaron que no conocen sobre la alternativa de financiamiento que ofrece el mercado de valores mediante la emisión de obligaciones en la Bolsa de Valores de Guayaquil, mientras que el 24% indica que si conoce esta alternativa de financiamiento.

Análisis: Como se observa en la lectura de los resultados, las pymes en su gran mayoría no conoce de la alternativa de financiamiento mediante la emisión de obligaciones, debido que el mercado de valores no ha logrado un mayor desarrollo, a pesar de las otras alternativas de financiamiento que se ofertan en este, las cuales son muy poco explotadas por las empresas (incluidas las pymes), ya sea por desconocimiento o por la percepción de rigidez en su ingreso de participación.

Pregunta N° 13

¿Sabía usted Que las "Obligaciones" son valores emitidos por personas jurídicas de derecho público o privado que reconocen o crean una deuda a cargo de la emisora?

Tabla 19:

Conoce que las “Obligaciones” son valores emitidos por personas jurídicas que reconocen o crean una deuda a cargo de la emisora.

Alternativas	Frecuencia	Porcentajes
Si	17	50%
No	17	50%
Total	34	100%

Nota: Resultado de frecuencias y porcentajes con dos variables sobre el conocimiento que las “Obligaciones” son valores emitidos por personas jurídicas que reconocen o crean una deuda a cargo de la emisora

Adaptado por: González Lenin

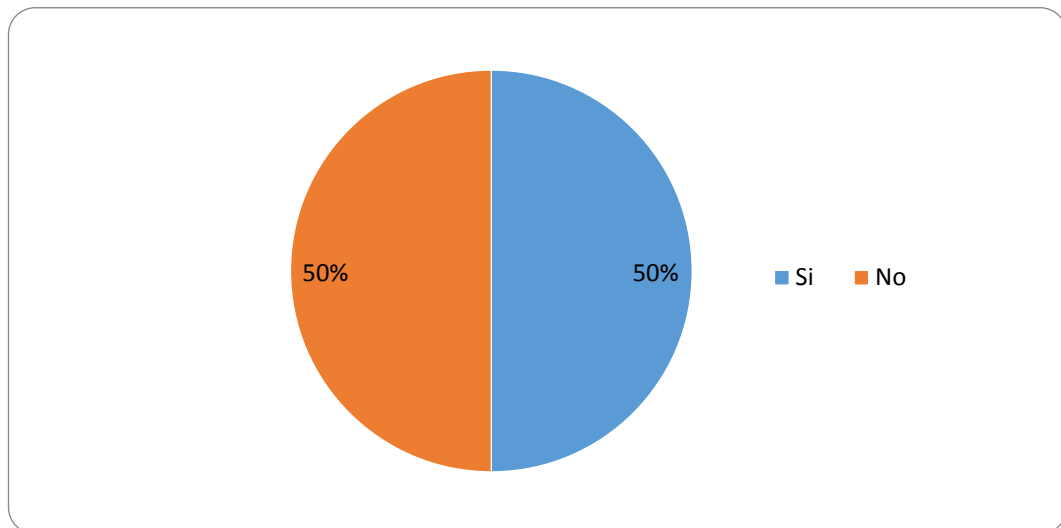


Figura 19: Conoce que las “Obligaciones” son valores emitidos por personas jurídicas que reconocen o crean una deuda a cargo de la emisora

Adaptado por: González Lenin

De acuerdo a los resultados de la pregunta el 50% de las pymes revelaron que conocen que la emisión de obligaciones son valores emitidos por personas jurídicas de derecho público o privado que reconocen o crean una deuda a cargo de la emisora, mientras que el otro 50% indica que no sabe lo que es una emisión de obligaciones.

Análisis: Como se aprecia en la lectura de los resultados, la mitad de los administradores o financieros de las pymes encuestadas conoce o tiene idea básica de lo que es una emisión de obligaciones.

Pregunta N° 14

¿Sabía usted Que las tasas que se pagan como emisor de obligaciones son inferiores a las tasas que se pagan por créditos a las instituciones financieras?

Tabla 20:

Conoce que las tasas que se pagan como emisor de obligaciones son inferiores a las tasas que se pagan por créditos a las instituciones financieras.

Alternativas	Frecuencia	Porcentajes
Si	12	35%
No	22	65%
Total	34	100%

Nota: Resultado de frecuencias y porcentajes con dos variables sobre el conocimiento que las tasas que se pagan como emisor de obligaciones son inferiores a las tasas que se pagan por créditos a las instituciones financieras.

Adaptado por: González Lenin

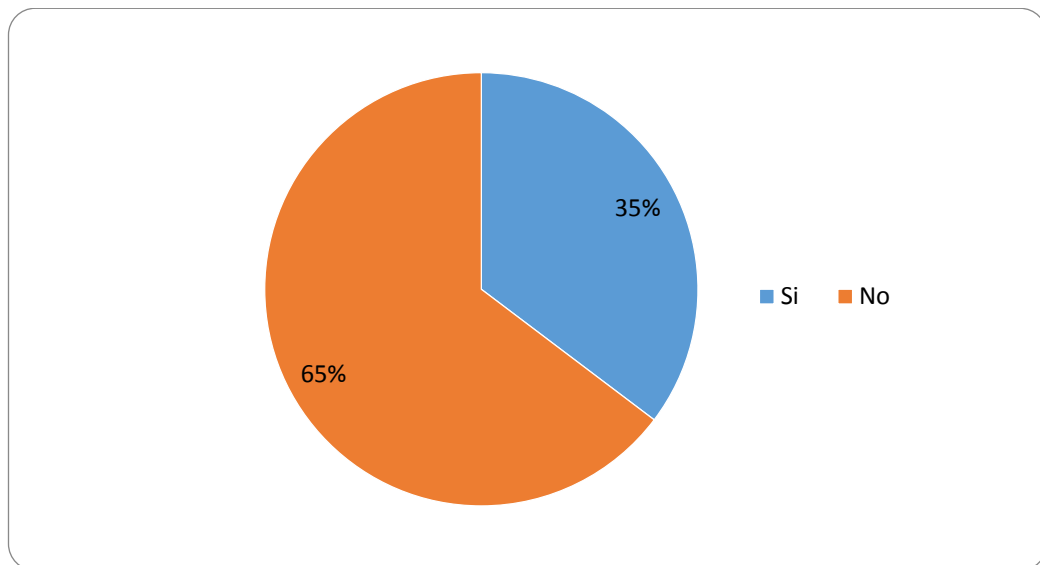


Figura 20: Conoce que las tasas que se pagan como emisor de obligaciones son inferiores a las tasas que se pagan por créditos a las instituciones financieras.

Adaptado por: González Lenin

En la figura 20, se observa que el 65% de las empresas pymes revelaron que no saben que las tasas que se pagan como emisor de obligaciones son inferiores a las tasas que se pagan por créditos a las

instituciones financieras, mientras que el 35% de ellas indica si conocer el tema.

Análisis: Como se observa en la lectura de los resultados, la mayoría de las pymes encuestadas desconoce que los costos financieros son inferiores en comparación con el crédito de instituciones financieras, lo cual implicaría un ahorro en el costo financiero en el caso de que una pymes decida utilizar este instrumento para financiarse.

Cabe recordar que en la pregunta N° 5 la mayoría de las pymes encuestadas indicó que las tasas que pagaban por préstamos actuales a instituciones financieras estaban entre el 11 al 15%, los cuales se enmarcan en los parámetros de los tipos de créditos ofertados por las instituciones financieras en los segmentos de crédito productivo pymes y crédito comercial prioritario pymes. Estas tasas son superiores a la tasa que se paga como emisor de obligaciones.

Pregunta N° 15

¿Sabía usted Que los plazos de una emisión de obligaciones pueden ser superiores a los plazos de los créditos otorgados por las instituciones financieras a las pymes?

Tabla 21:

Conoce que los plazos de una emisión de obligaciones son superiores a los plazos de los créditos otorgados por las instituciones financieras.

Alternativas	Frecuencia	Porcentajes
Si	12	32%
No	22	68%
Total	34	100%

Nota: Resultado de frecuencias y porcentajes con dos variables sobre el conocimiento que los plazos de una emisión de obligaciones son superiores a los plazos de los créditos otorgados por las instituciones financieras.

Adaptado por: González Lenin

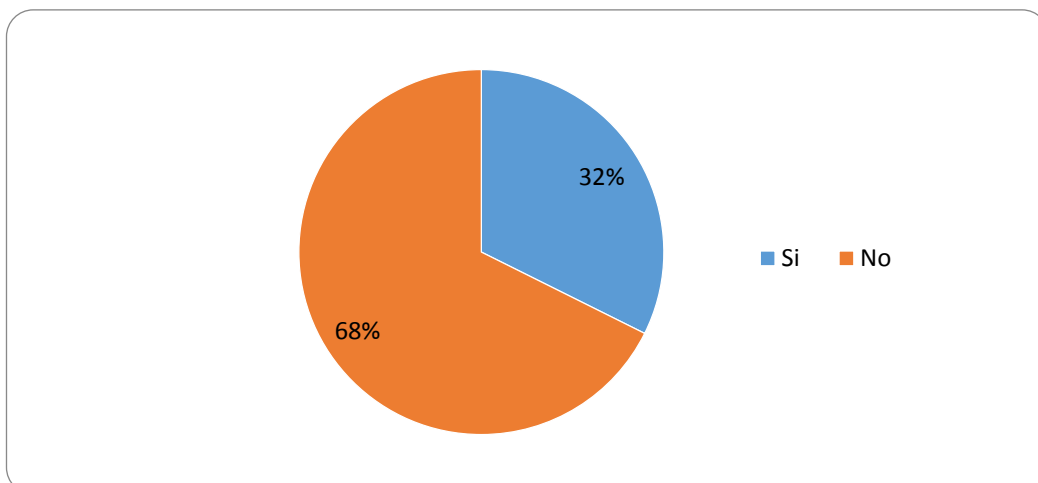


Figura 21: Conoce que los plazos de una emisión de obligaciones son superiores a los plazos de los créditos otorgados por las instituciones financieras.

Adaptado por: González Lenin

De acuerdo a la figura 21, el 65% de las empresas pymes revelaron que no conocen que los plazos de una emisión de obligaciones pueden ser superiores a los plazos de los créditos otorgados por las instituciones financieras a las pymes, mientras que el 32% de ellas indica si conoce el asunto.

Análisis: Como se puede apreciar en los resultados de la encuesta, la mayoría de las pymes encuestadas desconoce que los plazos de una emisión de obligaciones pueden ser superiores a los plazos de los créditos otorgados por las instituciones financieras a las pymes, lo cual implica una desventaja para las ellas, porque si estas aprovecharan un apalancamiento a largo plazo o una reestructuración de pasivos, podrían mejorar los índices de liquidez y por ende, cubrir las necesidades de capital de trabajo de la empresa emisora.

Pregunta N° 16

¿Le interesaría conocer el ahorro financiero que podría obtener si utiliza el?

Tabla 22:

Interés por conocer el ahorro financiero que podría obtener si utiliza el financiamiento a través de la emisión de obligaciones en lugar del financiamiento bancario.

Alternativas	Frecuencia	Porcentajes
Si	34	100%
No	0	0%
Total	34	100%

Nota: Resultado de frecuencias y porcentajes con dos variables sobre el Interés por conocer el ahorro financiero que podría obtener si utiliza el financiamiento a través de la emisión de obligaciones en lugar del financiamiento bancario.

Adaptado por: González Lenin

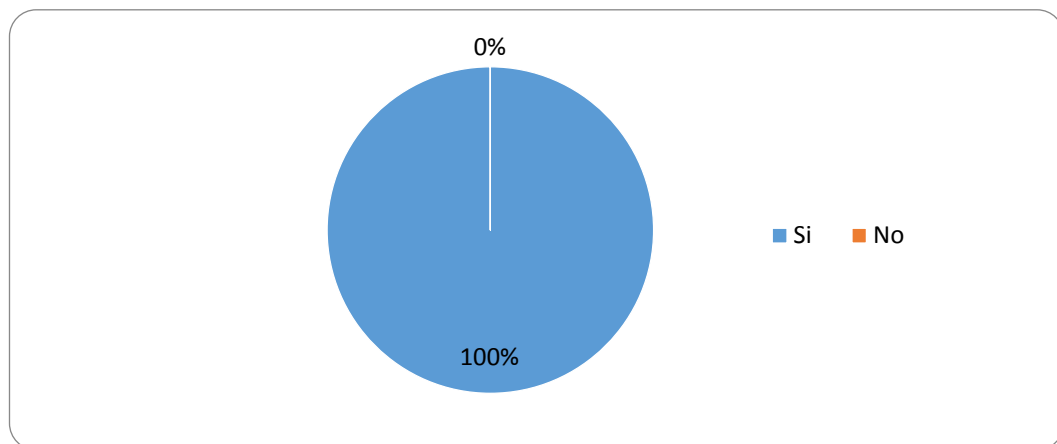


Figura 22: Interés por conocer el ahorro financiero que podría obtener si utiliza el financiamiento a través de la emisión de obligaciones en lugar del financiamiento bancario.

Adaptado por: González Lenin

De acuerdo a los resultados de la pregunta, el 100% de las empresas pymes están interesadas en conocer el ahorro financiero que podrían obtener si utilizan el financiamiento a través de la emisión de obligaciones en lugar del financiamiento bancario.

Análisis: Como se observa en la lectura de los resultados, la totalidad de las pymes encuestadas están interesadas en conocer cuál es el ahorro financiero que podrían llegar a obtener en el caso que decidan cambiar el financiamiento bancario actual, para ello deberán contar con la información suficiente respecto a los costos de una emisión, así como de

las ventajas y desventajas del financiamiento a través del instrumento financiero de la emisión de Obligaciones.

A simple vista se puede considerar que el costo de emisión de obligaciones es solamente la tasa de rentabilidad que ofrece la empresa a sus inversionistas; no obstante, son varios los elementos que intervienen para que se lleve a cabo esta acción, por lo que es necesario tomarlos en cuenta como parte de los costos que representa la emisión de obligaciones. Como se ha podido constatar, existe un gran desconocimiento de las empresas pymes sobre la opción de financiamiento a largo plazo y con una tasa de interés inferior a la otorgada por las instituciones financieras, por ello, es necesario difundir y darles a conocer a las pymes la importancia del uso de esta opción que ofrece el mercado de valores, así como las condiciones en que las pymes podrían estar incursionando en el mercado bursátil, para cubrir sus necesidades de financiamiento a un menor costo financiero.

Pregunta N° 17

¿Cree haber perdido oportunidades de obtener mayores utilidades por el hecho de no obtener financiamiento adecuado?

Tabla 23:

Cree haber perdido oportunidades de obtener mayores utilidades por el hecho de no obtener financiamiento adecuado.

Alternativas	Frecuencia	Porcentajes
Si	24	71%
No	10	29%
Total	34	100%

Nota: Resultado de frecuencias y porcentajes con dos variables sobre si cree haber perdido oportunidades de obtener mayores utilidades por el hecho de no obtener financiamiento adecuado.

Adaptado por: González Lenin

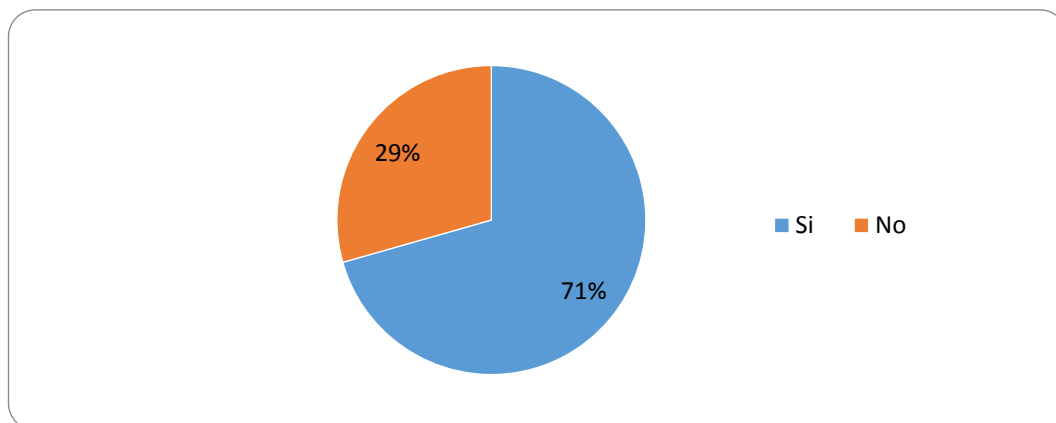


Figura 23: Cree haber perdido oportunidades de obtener mayores utilidades por el hecho de no obtener financiamiento adecuado.

Adaptado por: González Lenin

En la figura 23, se observa que el 71% de las empresas pymes creen haber perdido oportunidades para obtener mayores utilidades por el hecho de no conseguir un financiamiento adecuado, mientras que el 29% no lo cree así.

Análisis: Como se aprecia en la lectura de los resultados, la mayoría de las pymes encuestadas creen que debido a la falta de financiamiento adecuado, no pudieron obtener mayores beneficios reflejados en sus utilidades, esto se debe al elevado costo de financiamiento que se refleja en los estados financieros, el cual afecta a la rentabilidad de las empresas pymes.

La rentabilidad neta podría verse afectada positivamente en la medida en que se disminuyan los costos financieros, precisamente utilizando instrumentos adecuados de financiamiento como el propuesto en la investigación.

Pregunta N° 18

¿Cuál es o sería el destino final del financiamiento obtenido de su empresa mediante la emisión de obligaciones?

Tabla 24:

Destino final del financiamiento mediante el uso del instrumento financiero de emisión de obligaciones.

Alternativas	Frecuencia	Porcentajes
Reestructurar pasivos	3	5%
Adquisición de Activos Fijos	13	23%
Capital de Trabajo	24	43%
Desarrollo tecnológico	4	7%
Ampliación de instalaciones	6	11%
Apertura de sucursales	4	7%
Otros	2	4%
Total	34	100%

Nota: Resultado de frecuencias y porcentajes con siete variables para conocer cuál es o sería el destino final del financiamiento mediante el uso del instrumento financiero de emisión de obligaciones.

Adaptado por: González Lenin

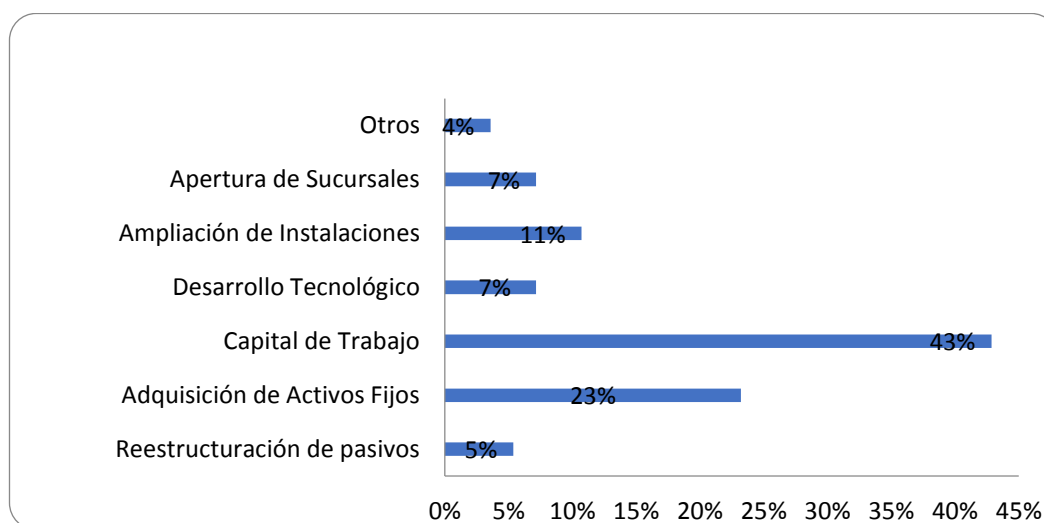


Figura 24: Destino final del financiamiento mediante el uso del instrumento financiero de emisión de obligaciones.

Adaptado por: González Lenin

De acuerdo a los resultados de la pregunta, el 43% de las empresas pymes destinarían para capital de trabajo los fondos obtenidos por terceros mediante una emisión de obligaciones; el 23% para adquisición de activos fijos; el 11% para ampliación de instalaciones; el 7% para desarrollo tecnológico y apertura de sucursales; el 5% para reestructuración de pasivos y el 4% para otros fines.

Análisis: Como se observa en la lectura de los resultados, la mayoría de las pymes encuestadas utilizarían los fondos obtenidos de una emisión de obligaciones, para operaciones de capital de trabajo (corto plazo), pero una parte importante de las pymes expresan que también utilizarían estos fondos en inversiones a largo plazo. Cabe recalcar que el instrumento financiero de emisión de obligaciones no se limita a un destino específico de uso de los fondos obtenidos.

El destino de los recursos debe indicarse expresamente en las características de la emisión en el prospecto de oferta pública de las emisiones de obligaciones ofertadas en el mercado de valores, cuyo destino final puede ser total, parcial o mixto, dependiendo de las necesidades de la empresa emisora de obligaciones.

Pregunta N° 19

¿En el caso de requerir financiamiento, cual es el monto que usted estima requeriría para financiamiento?

Tabla 25:

Monto estimado requerido para financiamiento mediante el uso del instrumento financiero de emisión de obligaciones.

Alternativas	Frecuencia	Porcentajes
Menos de \$ 500.000,00	23	68%
De \$ 500.000,00 a \$ 1.000.000,00	11	32%
De \$ 1.000.001,00 a \$ 1.500.000,00	0	0%
De \$ 1.500.001,00 a \$ 2.000.000,00	0	0%
Más de \$ 2.000.000,00	0	0%
Total	34	100%

Nota: Resultado de frecuencias y porcentajes con cinco variables para conocer cuál es o sería el monto estimado requerido para financiamiento mediante el uso del instrumento financiero de emisión de obligaciones

Adaptado por: González Lenin

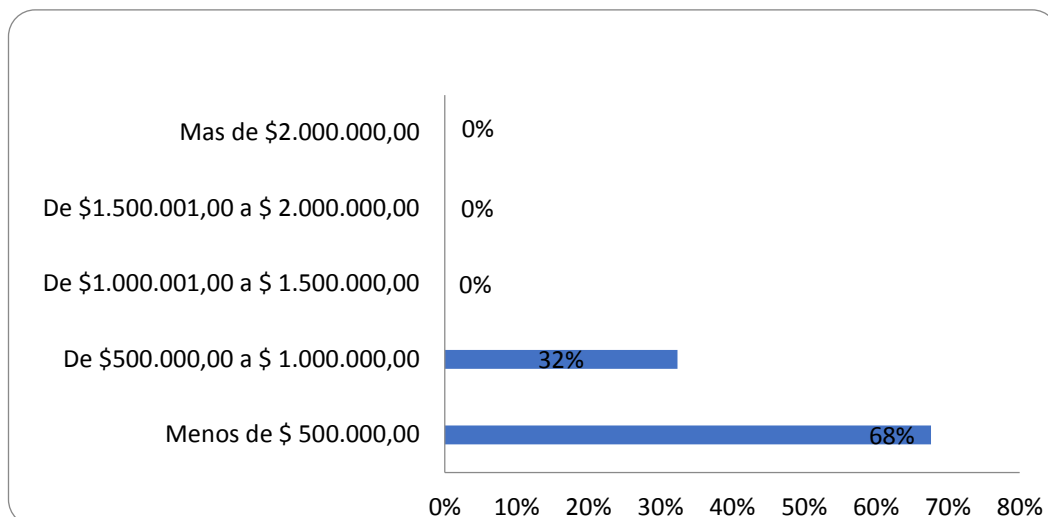


Figura 25:Cuál es o sería el monto estimado requerido para financiamiento mediante el uso del instrumento financiero de emisión de obligaciones.

Adaptado por: González Lenin

De acuerdo a la figura 25, el 68% de las empresas pymes revelaron que requieren financiamiento menor a \$ 500.000,00, y el 32% de ellas requiere financiamiento entre \$500.001,00 a \$ 1.000.000,00.

Análisis: Como se observa en la lectura de los resultados, la mayoría de las pymes encuestadas requieren un financiamiento inferior a \$500.000,00 por lo tanto, para este grupo de empresas no es conveniente financieramente emitir obligaciones para financiarse, mientras que para el resto de compañías que requieren financiamiento entre \$500.001,00 a \$ 1.000.000,00 emitir obligaciones es conveniente financieramente.

Una desventaja del financiamiento mediante la emisión de obligaciones es que para evitar hacer emisiones relativamente pequeñas que conllevarían la pérdida de las importantes economías de escala que existen en este proceso, los emisores se podrían ver obligados a colocar obligaciones por montos superiores a sus necesidades reales en el corto plazo, con lo cual podrían llegar a tener excedentes de efectivo, los cuales lograrían ser invertidos en instrumentos que casi seguramente les

generarían un menor rendimiento que el costo que estarían pagando por ellos, es decir, generarían un margen financiero negativo.

3.8. Conclusión de los resultados de la encuesta

Una vez analizada la información obtenida mediante la recolección de datos a través de la encuesta, las conclusiones de los resultados son las siguientes:

La principal fuente de financiamiento preferida por las pymes es el financiamiento bancario, lo que ratifica que se mantiene esta preferencia respecto otras fuentes de financiamiento mencionadas en estudios anteriores.

Para desarrollar sus actividades las pymes consideran realizar créditos con instituciones bancarias privadas para apalancarse financieramente, estos créditos prefieren que sean a largo plazo.

Los créditos que mantienen las pymes se enmarcan en el segmento de crédito productivo pymes y crédito comercial prioritario pymes, cuya tasa máxima es el 11,83%, tal como se pudo apreciar en la Tabla 2 (Tasas de interés activas efectivas vigentes a Noviembre 2017; Fuente: Banco Central del Ecuador).

Por el lado de la oferta, las instituciones financieras prefieren entregar recursos a corto plazo, con altas tasas de interés y exigencia de garantías reales. Para poder cumplir con este requisito, las pymes entregan como garantía bienes inmuebles de propiedad de la empresa, por tratarse de una relación antigua entre la pymes y la institución bancaria, los trámites para obtener créditos son rápidos, también manifiestan que no han tenido atrasos en los pagos de las cuotas de los créditos obtenidos en instituciones bancarias, razón por la cual pueden renovar rápidamente las líneas de crédito con estas.

La mayoría de las pymes se apalanca con sus proveedores como primera fuente de financiamiento no bancario, sin embargo, por lo general terminan acudiendo a las instituciones bancarias en busca de financiamiento. Existe desconocimiento de las otras alternativas de financiamiento que se ofertan en el mercado de valores, a pesar de ello, la mitad de la pymes encuestadas a través de sus administradores o financieros indican que si conocen o han escuchado sobre la alternativa más frecuente en este mercado, como es la emisión de obligaciones, sin embargo, la mayoría desconoce sobre las tasas inferiores y plazos superiores que se pueden obtener con este instrumento financiero.

Las pymes encuestadas indican que requieren financiamiento máximo hasta \$ 1.000.000,00 cuyo destino principal sería capital de trabajo, seguido por la adquisición de activos fijos y ampliación de instalaciones. A todas las pymes encuestadas les interesa conocer cuál es el ahorro financiero que podrían obtener si utilizan el financiamiento a través de la emisión de obligaciones en lugar del financiamiento bancario, por lo tanto, existe la necesidad de contar con información específica acorde a la realidad económica de las pymes, su estructura y sus necesidades de financiamiento.

Se puede concluir que ante el desconocimiento de los empresarios y administradores financieros de las pymes y por la falta de un instrumento que recoja la información relevante respecto a las ventajas financieras que brinda una emisión de obligaciones, es necesario contar con un modelo de informe técnico a partir del análisis del costo financiero que permita estimar cual podría ser el ahorro en el costo financiero que repercuta positivamente en sus utilidades netas, así también que permita conocer cuáles son las condiciones necesarias para que las pymes puedan incursionar en el mercado bursátil, para cubrir sus necesidades de financiamiento a un menor costo financiero a través de la emisión de obligaciones.

3.9. Entrevista aplicada a expertos en ámbito financiero y mercado de valores.

Durante el proceso de la investigación, se realizó entrevistas a especialistas en el ámbito financiero y mercado de valores, para recopilar datos de sus experiencias, para ello se presentaron preguntas abiertas que fueron contestadas por los entrevistados.

Entrevista 1. La entrevista fue aplicada al gerente de productos de la compañía Plus Valores Casas de Valores sr. Andrés Viteri, quien accedió a contestar las inquietudes presentadas a continuación.

Pregunta 1.

¿Podría indicar cuál es su experiencia profesional como participante en el mercado de valores?

Respuesta: Alrededor de 7 años laborando para una Casa de Valores, en la cual he desempeñado funciones de análisis de emisiones, estructuración de procesos, así como manejo de la mesa de dinero (Corretaje de Valores).

Análisis: Como se puede apreciar el entrevistado posee una amplia experiencia en el proceso de emisiones y estructuración de obligaciones.

Pregunta 2.

¿Conoce usted las ventajas de participar en el mercado de valores?

Respuesta: El mercado de valores brinda muchas ventajas, básicamente, el mercado de valores se caracteriza por conectar directamente al emisor y al inversionista, lo que permite, por un lado, a las

empresas que necesitan obtener financiamiento, conseguir tasas competitivas a largo plazo. Por otro lado, a los inversionistas la oportunidad de obtener rendimientos superiores a los que podrían obtener en el sistema financiero.

Análisis: Como se puede apreciar el entrevistado identifico claramente las ventajas del mercado de valores, tanto para el emisor como para el inversionista.

Pregunta 3.

¿Ha participado en el proceso de alguna emisión de obligaciones?
¿Cuál es su opinión respecto sobre si el proceso de una emisión de obligaciones es muy largo y complejo?

Respuesta: Tuve la oportunidad de participar en la estructuración de varios procesos de emisión de valores. Dentro de la experiencia hemos visto que la tramitología es un limitante para el mercado de valores. En algunos casos los procesos de emisión han tomado meses en ser aprobados por el órgano de control y esto perjudica a la negociación de los títulos.

Análisis: Como se puede considerar el entrevistado manifiesta que el proceso de emisión en algunos casos puede llevar a tomar meses, lo cual puede afectar la negociación de las emisiones.

Pregunta 4.

¿Cuál es su opinión acerca del funcionamiento del Registro Especial Bursátil (REB)?

Respuesta: No existe aún alguna experiencia en este segmento de mercado, lo que no permite evaluar su funcionamiento. Sin embargo, la

idea planteada es muy interesante por cuanto abre el espectro de participación de las empresas en el Mercado de Valores, incluyendo por ejemplo a las PYMES.

Análisis: El entrevistado manifiesta que existe la norma, sin embargo, los inversionistas no confían en este producto, porque no cuentan con calificación de riesgos, por ende, no hay inversión en ellos por el alto riesgo que representan para el inversionista.

Pregunta 5.

¿A qué atribuiría el desconocimiento de las empresas pymes sobre la opción de financiamiento mediante la emisión de obligaciones?

Respuesta: Básicamente considero que la causa es la poca difusión y promoción del mercado a todo nivel, no necesariamente sólo dirigido las empresas.

Asimismo, pasa por un tema cultural, el no conocer que existe un mercado de valores en el Ecuador, no permite que las empresas puedan evaluar una opción distinta a la tradicional en el momento en que requieran financiamiento.

Análisis: El entrevistado manifiesta que la escasa difusión y promoción del mercado de valores y de los productos financieros que se puede encontrar en ellos, son la causa del desconocimiento de las pymes sobre la opción de financiamiento mediante las obligaciones, así como la falta de incentivos para que las pymes puedan ingresar a este mercado.

Pregunta 6.

¿Cuál es su opinión respecto al motivo por el cual las empresas pymes no participan activamente en el mercado de valores?

Respuesta: Como lo mencioné anteriormente, pasa por la falta de difusión y promoción del mercado, lo que a su vez se traduce en un tema cultural.

Análisis: El entrevistado reitera que la escasa difusión y promoción del mercado de valores y de los productos financieros que se puede encontrar en ellos, son la causa del desconocimiento de las pymes sobre la opción de financiamiento mediante la emisión de obligaciones.

Pregunta 7.

¿Cuál considera usted que sean los motivos por los cuales los gerentes y administradores financieros de las pymes no evalúan la emisión de obligaciones como alternativa de financiamiento?

Respuesta: Al ser una opción nueva y poco conocida, considero que los administradores de las empresas no tendrían la pretensión de “arriesgarse” a trabajar bajo una modalidad distinta a la tradicional como lo hacen con los bancos, principalmente.

Análisis: El entrevistado manifiesta que los gerentes y administradores financieros de las pymes, prefieren no arriesgarse a utilizar una nueva modalidad de financiamiento.

Pregunta 8.

¿Conoce usted que se necesitaría para que las pymes participen activamente en el mercado de valores?

Respuesta: La difusión y promoción del mercado es fundamental, con esto se logrará que se generen incluso espacios de participación para las pymes en los que puedan conocer más a detalle las ventajas y beneficios que el mercado ofrece.

Análisis: El entrevistado manifiesta que es necesario una mayor difusión del mercado de valores y de las ventajas que ofrecen los productos financieros que se puede encontrar en ellos.

Pregunta 9.

¿Al utilizar la emisión de obligaciones como fuente de financiamiento en lugar del financiamiento bancario! ¿Existen mayores riesgos? ¿Existen ventajas? ¿Cuáles serían las desventajas? ¿Considera que como estrategia de financiamiento mejoraría la rentabilidad de la empresa?

Respuesta: El posible riesgo existente en mercado de valores podría ser que la emisión no se coloque. Sin embargo, para que esto no ocurra, previamente, en el proceso de estructuración, se evalúan todas las posibilidades. Las ventajas son que el mercado de valores sirve como una fuente de financiamiento alternativo, es decir que permite que las empresas mantengan los cupos de crédito en las instituciones financieras. Además, los costos pueden ser mucho más competitivos en el mercado de valores que en la banca. Una desventaja puede ser la demora en la estructuración y aprobación del proceso. Esto generaría perder oportunidad a las empresas para gestionar sus actividades.

Sin duda que mejoraría la rentabilidad de la compañía. Si las emisiones en el mercado de valores permiten tener un menor costo y estructuras que no afecten a la liquidez de la compañía, eso se traduciría en mejores resultados.

Análisis: El entrevistado identifica un riesgo posterior a la emisión, el cual correspondería al riesgo de no poder colocar los valores emitidos, sin embargo, recalca que para que eso no ocurra, la casa de valores contratada para realizar la estructuración de las obligaciones debe evaluar adecuadamente desde el inicio del proceso las posibilidades de

colocación de los valores de las empresas emisoras que buscan financiarse mediante el uso de la emisión de obligaciones.

El entrevistado expresa que el financiamiento obtenido en el mercado de valores, debe considerarse como una fuente alternativa de financiamiento, es decir, considera que debe mantenerse las operaciones de créditos con las instituciones financieras.

En cuanto a los costos financieros, expresa que son más competitivos los costos del mercado de valores que los de la banca.

El entrevistado identifica como desventaja la demora en la estructuración y aprobación del proceso, lo cual podría ocasionar desfases de liquidez en las empresas participantes.

Pregunta 10.

¿Recomendaría utilizar el instrumento financiero de emisión de obligaciones como alternativa de financiamiento de las pymes de la ciudad de Guayaquil, en lugar del financiamiento bancario?

Respuesta: No hablaría de sustituir el financiamiento bancario por el financiamiento a través del mercado de valores. Considero que los dos mercados son complementarios y sería muy beneficioso para la empresa, tener un abanico más grande de opciones.

Análisis: El entrevistado reitera su recomendación de financiarse a través de varias alternativas disponibles en los mercados, debido a que el financiamiento obtenido en el mercado de valores, debe considerarse como una fuente alternativa de financiamiento y considera que debe mantenerse los cupos de créditos en las instituciones financieras con las que habitualmente se financia.

Entrevista 2. La entrevista fue aplicada al vicepresidente de la compañía Intervalores Casas de Valores sr. Juan Xavier Muñoz Gallardo, quien accedió a contestar las inquietudes presentadas a continuación.

Pregunta 1.

¿Podría indicar cuál es su experiencia profesional como participante en el mercado de valores?

Respuesta: Alrededor de 5 años y medio laborando para una casa de valores en la cual hemos desempeñado funciones de análisis de emisiones y estructuración de procesos, actualmente me desempeño como vicepresidente de la compañía.

Análisis: Como se puede apreciar el entrevistado posee una amplia experiencia en el proceso de análisis de emisiones y estructuración de obligaciones

Pregunta 2.

¿Conoce usted Las ventajas de participar en el mercado de valores?

Respuesta: Si, me parece que es el lugar adecuado para financiar una compañía, independiente del tamaño de la misma, ya sea pequeña, mediana o grande, debido a que en este mercado se obtiene financiamiento a mayor plazo, con menores tasas de interés en comparación con las tasas bancarias. Además se puede emitir obligaciones hasta el 80% del monto de sus activos libres de gravámenes.

Análisis: El entrevistado identifica al mercado de valores como el mercado ideal para el financiamiento de las empresas en general.

Hizo énfasis en las ventajas como el mayor plazo, menor tasa de interés y las garantías sobre las cuales se pueden emitir los títulos de obligaciones.

Pregunta 3.

¿Ha participado en el proceso de alguna emisión de obligaciones?
¿Cuál es su opinión respecto sobre si el proceso de una emisión de obligaciones es muy largo y complejo?

Respuesta: Si, he participado en alrededor de 20 procesos de emisión de obligaciones. El proceso depende de la información financiera de la compañía y que tan preparada esté para el inicio de este proceso. Nos hemos encontrado con compañías que les ha tomado entre tres a seis meses la estructuración de obligaciones.

Análisis: Como se puede apreciar el entrevistado manifiesta que el proceso de emisión dependerá de cómo esté preparada la empresa para incursionar en este campo. En el caso de Intervalores, ellos hacen una pre-calificación de riesgos de la empresa, donde se definen las áreas que deben ser reforzadas para obtener una mejor calificación de riesgos (de AA hacia arriba) y de esta manera no tener mayores inconvenientes al estructurar la emisión de obligaciones.

Pregunta 4.

¿Cuál es su opinión acerca del funcionamiento del Registro Especial Bursátil (REB)?

Respuesta: Se debe trabajar en él. Es una gran idea pero tiene poca acogida entre los compradores, especialmente porque no tienen calificación de riesgos. Los inversionistas confían en los títulos que poseen una adecuada calificación de riesgos, en el momento que les toca

elegir entre otro producto de alto riesgo y que no tiene una calificación de riesgo, obviamente eligen al producto que ya conocen y que les brinda una mayor seguridad.

Análisis: El entrevistado manifiesta que existe la norma, sin embargo, los inversionistas no confían en este producto, porque no cuentan con calificación de riesgos, por ende, no hay inversión en ellos.

Pregunta 5.

¿A qué atribuiría el desconocimiento de las empresas pymes sobre la opción de financiamiento mediante la emisión de obligaciones?

Respuesta: Al desconocimiento de este medio como un lugar de financiamiento, ya que se tiene miedo incursionar en él, es como un tabú el mercado de valores.

Análisis: El entrevistado manifiesta que hay mucha resistencia a lo desconocido respecto al mercado de valores, además la escasa difusión y promoción del mercado de valores, de los productos financieros que se puede encontrar en ellos, son causa del desconocimiento de las pymes sobre la opción de financiamiento mediante las obligaciones.

Pregunta 6.

¿Cuál es su opinión respecto al motivo por el cual las empresas pymes no participan activamente en el mercado de valores?

Respuesta: No conocen del tema y sienten temor, prefieren que nadie se fije en ellos.

Análisis: El entrevistado reitera que la escasa difusión y promoción del mercado de valores, son la causa del desconocimiento de las pymes

sobre la opción de financiamiento mediante las obligaciones. También expresa que las pymes prefieren no ser constantemente supervisadas por los entes de control, inversionistas externos u otros participantes del proceso de emisión de obligaciones.

Pregunta 7.

¿Cuál considera usted que sean los motivos por los cuales los gerentes y administradores financieros de las pymes no evalúan la emisión de obligaciones como alternativa de financiamiento?

Respuesta: Como lo mencioné anteriormente, existe algún tipo de prejuicio acerca del mercado, de sus costos y sus compradores.

Análisis: El entrevistado manifiesta que hay una opinión preconcebida, generalmente negativa hacia el mercado de valores, por esta razón los gerentes y administradores financieros de las pymes, prefieren no arriesgarse a utilizar una nueva modalidad de financiamiento.

Pregunta 8.

¿Conoce usted que se necesitaría para que las pymes participen activamente en el mercado de valores?

Respuesta: Un impulso a los gerentes para que coticen, se reúnan con los representantes de las casas de valores y por último realizar un proceso pequeño (menor a \$ 1 millón) y así van creciendo.

Análisis: El entrevistado manifiesta que es necesario incentivar a los gerentes de las pymes a acudir a las casas de valores para que a través del adecuado asesoramiento del personal calificado de las casas de valores puedan conocer de primera mano las ventajas que pueden encontrar en el mercado de valores.

También expresa que con este acercamiento a las casas de valores podrían incluso conocer directamente las ventajas en los costos financieros para su financiamiento mediante la realización de una emisión inicial menor a \$ 1 millón, o acorde a sus necesidades puntuales.

Pregunta 9.

¿Al utilizar la emisión de obligaciones como fuente de financiamiento en lugar del financiamiento bancario! ¿Existen mayores riesgos? ¿Existen ventajas? ¿Cuáles serían las desventajas? ¿Considera que como estrategia de financiamiento mejoraría la rentabilidad de la empresa?

Respuesta: El riesgo es la capacidad de pago de la empresa y su compromiso con los compradores.

Ventajas: Mayor plazo, menor tasa, menor garantía de resguardo.

Análisis: El entrevistado identifica un riesgo posterior a la emisión, el cual correspondería al riesgo de no poder cumplir con los pagos de capital e intereses de las obligaciones emitidas. En cuanto a los costos financieros, expresa que son más competitivos los costos del mercado de valores que los de la banca (mayor plazo, menor tasa y menor garantía).

Pregunta 10.

¿Recomendaría utilizar el instrumento financiero de emisión de obligaciones como alternativa de financiamiento de las pymes de la ciudad de Guayaquil, en lugar del financiamiento bancario?

Respuesta: Pienso que estos dos se complementan. Para que una empresa crezca necesita financiamiento de sus proveedores, el banco y el mercado de valores.

Análisis: El entrevistado manifiesta que las empresas deben financiarse a través de varias alternativas disponibles en los mercados, no solo deben utilizar una alternativa, sino que deben utilizar todas las alternativas que tengan disponibles, dando prioridad a la alternativa que sea más económica y ventajosa.

3.10. Conclusiones de la aplicación de los instrumentos de investigación.

En base a los resultados de la investigación se puede concluir que entre las alternativas de financiamiento que existen en el mercado financiero para las pymes de la ciudad de Guayaquil existen las alternativas tradicionales como: Líneas de crédito con Instituciones financieras, créditos comerciales, descuentos o factoring, cartas de crédito, leasing; y entre las alternativas no tradicionales se tienen: crédito de proveedores, autofinanciamiento, préstamos a familiares o amigos, préstamos a instituciones no bancarias, arrendamiento financiero y operaciones en Bolsa de Valores.

Los resultados obtenidos mediante la aplicación de la técnica de la encuesta en la investigación ayudaron a confirmar que la principal fuente de financiamiento utilizada por las pymes de la ciudad de Guayaquil corresponde a líneas de crédito con instituciones financieras. Las características principales de las fuentes de financiamiento existentes en el mercado financiero para las pymes de la ciudad de Guayaquil son: la exigencia de garantías o colaterales, elevadas tasas de interés, montos aprobados inferiores a los requeridos y plazos muy cortos.

Las necesidades de financiamiento son de menos de \$500.000,00 los cuales serían utilizados mayoritariamente para capital de trabajo y adquisición de Activos fijos; el valor máximo requerido por las pymes asciende a \$ 1.000.000,00. Los administradores financieros de las pymes

no evalúan la emisión de obligaciones como alternativa de financiamiento puesto que la consideran como demasiada lejana y costosa

Los estudios previos enunciados con anterioridad respecto a las decisiones de financiamiento de las pymes permitieron determinar que existen factores que inciden en el acceso al financiamiento de las pymes respecto al ordenamiento de las preferencias de financiamiento, edad de las empresas, racionamiento del crédito y la estructura de capital. A través de la técnica de la entrevista a expertos en el ámbito bursátil, se corroboró que mediante una emisión de obligaciones se mejora la planeación estratégica a largo plazo, ya que las empresas emiten papeles de deuda a un determinado rendimiento y plazo y los ofrece en el mercado de valores al público general, con lo cual obtienen recursos a un costo financiero más conveniente, permitiéndoles de ser el caso reestructurar sus pasivos, lo cual permite mejorar la liquidez y rentabilidad de las empresas.

Se puede concluir que la aplicación de los instrumentos si permitieron confirmar la existencia de la problemática, en cuanto a las alternativas de financiamiento existentes en los mercados financieros; las características de las fuentes de financiamiento, así como para determinar cuál es la alternativa de financiamiento con terceros más utilizada por las pymes de la ciudad de Guayaquil; también para conocer cuáles son las necesidades de financiamiento que requieren las pymes.

La existencia de estas problemáticas permitieron identificar elementos necesarios para la construcción de la propuesta, respecto a la comparación en términos monetarios de los costos financieros implícitos en cualquier operación de crédito con terceros, también permitieron obtener las conclusiones necesarias para realizar el análisis de las ventajas y desventajas de utilizar diferentes alternativas de financiamiento con terceros, para proporcionar un modelo de análisis financiero a partir del costo financiero.

Capítulo IV: Propuesta

4.1. Título de la Propuesta

Diseñar un modelo de informe técnico a partir del análisis del costo financiero.

4.2. Justificación

La presente propuesta de la investigación aborda los procedimientos para la elaboración de un modelo de informe técnico a partir del análisis del costo financiero, con la finalidad de determinar el ahorro financiero comparando el costo del financiamiento bancario vs el costo de financiamiento mediante una emisión de obligaciones, para promocionar la utilización de la emisión de obligaciones como alternativa de financiamiento para obtener recursos financieramente convenientes para las pymes y de esta manera brindar un aporte al conocimiento que existe acerca de esta alternativa que algunas pocas empresas ya han utilizado y que está disponible para beneficio de todas las empresas que proyecten un crecimiento ordenado y a largo plazo. La disminución de los costos financieros al utilizar la emisión de obligaciones, repercutirá positivamente en el aumento de las ganancias a los socios o accionistas y también beneficiará a los trabajadores en la participación de utilidades.

4.4. Objetivo de la propuesta

Demostrar que mediante el análisis del costo financiero la emisión de obligaciones como alternativa de financiamiento, es conveniente para obtener recursos financieros y optimizar costos financieros para las pymes de la ciudad de Guayaquil.

4.3. Componentes de la Propuesta

Los componentes de la propuesta se detallan a continuación:

Componente	N°	Actividades	Condición
Elaboración del informe técnico a partir del análisis del costo financiero	1	Identificación del monto y plazo para el modelo de informe técnico	Monto \$ 1 millón Plazo 4 años
	2	Evaluación del financiamiento bancario	
	3	Evaluación del financiamiento mediante una emisión de obligaciones	
	4	Comparación de los costos de financiamiento y determinación del ahorro en el costo financiero	
	5	Comparativo de las características de prestamos bancario y emisión de obligaciones	
	6	Identificación de ventajas, desventajas y riesgos de una emisión de obligaciones	
Implementación del modelo de informe técnico a partir del análisis del costo financiero	7	Recopilación y análisis de datos	Montos y plazos acorde a las necesidades individuales de las pymes
	8	Evaluación del financiamiento bancario	
	9	Evaluación del financiamiento mediante una emisión de obligaciones	
	10	Comparación de los costos de financiamiento y determinación del ahorro en el costo financiero	
Informe	11	Informe técnico a partir del análisis del costo financiero	Pymes
Análisis de los estados financieros comparativos entre emisión de obligaciones y préstamos bancarios (caso real)		Análisis de los estados financieros antes y después del financiamiento mediante emisión de obligaciones	
		Determinación del ahorro del costo financiero comparando el financiamiento mediante emisión de obligaciones y financiamiento bancario	
		Análisis del impacto del ahorro del costo financiero en el Estado de Resultados	
Proceso para realizar una emisión de obligaciones a Largo Plazo		Aprobación de la Junta general de socios o accionistas	Cumplimiento de la normativa legal, situación económica y financiera.
		Estructuración de la emisión de obligaciones	
		Prospecto de Oferta Pública	
		Calificación de Riesgo	
		Garantías y Resguardos	
		Contratación del representante de los obligacionistas y del agente pagador	
		Inscripción en el catastro público del mercado de valores	
		Colocación de las Obligaciones	
Controles posteriores a la emisión de obligaciones		Informes de Gestión	
		Asamblea de Obligacionistas	
		Auditoría externa	
		Actualización de la calificación de Riesgo	

Figura 26. Componentes de la propuesta

Adaptado por: González Lenin

La propuesta de la investigación se realizará en las empresas pymes cuyos directivos, socios, accionistas y/o administradores financieros tomen la decisión de incursionar en la emisión de obligaciones en la Bolsa de Valores de Guayaquil, para captar fondos de mediano y largo plazo para financiar actividades productivas. Las actividades necesarias a ejecutar para la presente propuesta de la investigación se agrupan en tres primeras etapas de acuerdo al esquema propuesto en la figura 26.

Actividades. La primera etapa del desarrollo de la propuesta consiste en la elaboración de un informe técnico a partir del análisis del costo financiero, para lo cual se debe determinar el monto y plazo requerido; evaluar el financiamiento bancario para lo cual se debe determinar el costo financiero al que podría tener en la banca tradicional; evaluar el financiamiento mediante una emisión de obligaciones, para ello se deben estimar los gastos de emisión y las características de la emisión; comparar los costos de financiamiento para poder determinar el ahorro del costo financiero al utilizar el instrumento financiero de emisión de obligaciones; realizar un cuadro comparativo de las características de préstamos bancarios y emisión de obligaciones; finalmente se identifican las ventajas, desventajas y riesgos de una emisión de obligaciones.

La segunda etapa del desarrollo de la propuesta consiste en la implementación del modelo de informe técnico a partir del análisis del costo financiero, mediante la recopilación y análisis de los datos de la empresa pymes, evaluación del financiamiento bancario, evaluación del financiamiento mediante una emisión de obligaciones, comparar los costos de financiamiento y determinar el ahorro del costo financiero al utilizar el instrumento financiero de emisión de obligaciones.

Finalmente se emitirá el modelo de informe técnico a partir del análisis del costo financiero.

Tiempo de Ejecución. Para la primera etapa del desarrollo de la propuesta correspondiente a la elaboración de un informe técnico a partir del análisis del costo financiero, determinar el monto y plazo requerido podrá tomar 8 horas; evaluar el financiamiento bancario para lo cual se debe determinar el costo financiero al que podría tener acceso en la banca tradicional podría tomar entre 1 a 16 horas; evaluar el financiamiento mediante una emisión de obligaciones, para lo cual se deben estimar los gastos de emisión y las características de la emisión podría tomar entre 8 a 16 horas; comparar los costos de financiamiento para determinar el ahorro del costo financiero al utilizar el instrumento financiero de emisión de obligaciones podría tomar entre 2 horas; realizar un cuadro comparativo de las características de préstamos bancarios y emisión de obligaciones podría tomar 2 horas; identificar las ventajas, desventajas y riesgos de una emisión de obligaciones podría tomar 1 hora;

La segunda etapa del desarrollo de la propuesta corresponde a la implementación del modelo de informe técnico a partir del análisis del costo financiero, la recopilación y análisis de los datos de la pymes podría tomar entre 1 a 24 horas; evaluar el financiamiento bancario para lo cual se debe determinar el costo financiero al que podría tener acceso en la banca tradicional podría tomar entre 1 a 16 horas; evaluar el financiamiento mediante una emisión de obligaciones, para lo cual se deben estimar los gastos de emisión y las características de la emisión podría tomar entre 8 a 16 horas; comparar los costos de financiamiento para determinar el ahorro del costo financiero al utilizar el instrumento financiero de emisión de obligaciones podría tomar entre 2 horas.

Finalmente emitir el modelo de informe técnico a partir del análisis del costo financiero acorde a las necesidades individuales de las pymes, podría tomar 2 horas.

Participantes. Los principales participantes en la propuesta son los administradores financieros de las pymes, quienes deberán designar al profesional o profesionales financieros y/o contables, quienes prepararán y adecuarán el informe acorde a las necesidades particulares de las pymes.

Si es decisión de los directivos de las pymes, se podría contratar a un profesional externo con experiencia en el ámbito contable y financiero, para que elabore el informe propuesto.

Orientaciones metodológicas. Respecto a los medios utilizados para obtener los datos, el proyecto de investigación tiene un enfoque bibliográfico.

Se seleccionó el enfoque de investigación bibliográfica por cuanto se obtuvo la información contenida en documentos tales como el código orgánico monetario y financiero, libro II ley de mercado de valores, reglamento de tarifas de inscripción y cuota anual de mantenimiento de emisores en bolsa, tasas de interés activas efectivas referenciales publicadas por el Banco Central del Ecuador, etc.

4.4. Desarrollo de la Propuesta

Mediante el modelo de informe técnico a partir del análisis del costo financiero, se demostrará cuantitativamente que la emisión de obligaciones es la alternativa de financiamiento que conviene por sus menores costos de financiamiento a las pymes de la ciudad de Guayaquil.

4.5.1. Elaboración del informe técnico a partir del análisis del costo financiero. Las actividades necesarias para desarrollar la propuesta de la investigación se ejecutan en once actividades que se detallan a continuación:

1) Identificación del monto y plazo para el modelo de informe técnico. Para alcanzar los objetivos de la propuesta, se debe identificar el monto y plazo que se va a utilizar para el modelo de informe técnico.

Se pudo observar a través de la encuesta (pregunta N°19) que el 68% de las empresas pymes requieren financiamiento menor a \$ 500.000,00, y el 32% de ellas requiere financiamiento entre \$500.001,00 a \$ 1.000.000,00.

Para el modelo de informe se utilizará el monto máximo requerido por las pymes, es decir, \$ 1.000.000,00.

También se pudo observar a través de la encuesta (pregunta N°3) que el 46% de las empresas pymes prefieren obtener un crédito a largo plazo (pago mayor a un año), el 43% de ellas prefiere obtener créditos a corto y largo plazo, mientras que el 11% de ellas prefiere obtener un crédito a corto plazo (pago menor a un año).

Para el modelo de informe se utilizará un plazo de 4 años (largo plazo).

2) Evaluación del financiamiento bancario. Para evaluar el financiamiento bancario, se debe conocer los componentes del costo del mismo. Para determinar los componentes del costo del dinero ofertado por la banca tradicional a las pymes, hay que hacer una distinción entre el tipo de crédito al cual podrían acceder, en el caso de las pymes existen dos segmentos de crédito:

a) *Crédito Productivo Pymes.* Este tipo de crédito es entregado para financiar proyectos productivos que en, al menos, un 90% sea para adquirir bienes de capital, terrenos, construcción de infraestructura y compra de derechos de propiedad industrial, exceptuando la adquisición

de franquicias, marcas, pagos de regalías, licencias y la compra de vehículos de combustible fósil.

Las ventas de las pymes deberán estar comprendidas entre el rango de USD 100. 000,00 y hasta USD 1.000.000,00

Las tasas de interés Activas efectivas vigentes de este segmento al mes de Noviembre de 2017, publicadas en la página web institucional del Banco Central del Ecuador son las siguientes:

Tabla 26:

Tasa de interés activas efectivas vigentes a Noviembre 2017.

Segmento	% Anual referencial	% Anual máxima
Productivo Pymes	11,41%	11,83%

Fuente: Banco Central del Ecuador

Adaptado por: González Lenin

b) *Crédito Comercial Prioritario Pymes.* Este tipo de crédito es otorgado a personas naturales obligadas a llevar contabilidad o a empresas con ventas anuales superiores a USD 100.000 para adquirir bienes y servicios para actividades productivas y comerciales, que no estén dentro del crédito comercial ordinario (vehículos livianos).

Se incluye créditos para vehículos pesados y entre entidades financieras; con ventas anuales de más de USD 100.000 y hasta USD 1 millón.

Las tasas de interés Activas efectivas vigentes de este segmento al mes de Noviembre de 2017, publicadas en la página web institucional del Banco Central del Ecuador son las siguientes:

Tabla 27:

Tasa de interés activas efectivas vigentes a Noviembre 2017.

Segmento	% Anual referencial	% Anual máxima
Comercial prioritario Pymes	11,05%	11,83%

Fuente: Banco Central del Ecuador

Adaptado por: González Lenin

Otro costo que se debe considerar vigente desde el 28 de octubre de 2014 es el que dispone el cobro de una tasa del 0,5% a los créditos, sobregiros y consumos diferidos de las tarjetas de crédito. El dinero recaudado será destinado a financiar la atención integral del cáncer, según establece el Código Orgánico Monetario y Financiero.

3) Evaluación del financiamiento mediante una emisión de obligaciones. Para evaluar el financiamiento mediante una emisión de obligaciones, se debe conocer los componentes del costo del mismo.

Los costos financieros en los que incurre una empresa que decide instrumentar una emisión de obligaciones son varios, debido que existen algunos participantes en el proceso, sin embargo como se podrá observar más adelante, existe un margen de ahorro frente al financiamiento bancario tradicional. Los costos financieros en los que una empresa incurre para instrumentar las obligaciones empiezan con los gastos de emisión. En la instrumentación de la emisión dentro de las características de la emisión se determinan las tasas de interés que el emisor está dispuesto a pagar a los inversionistas.

Para realizar el comparativo en función de la propuesta de la investigación, se analizó los datos publicados en la página Web institucional de la Bolsa de Valores de Guayaquil, donde se pudo determinar que 16 empresas emitieron obligaciones cuyos montos de emisión fueron entre \$ 700.000,00 y \$ 1.000.000,00 de las cuales el 63% emitió por primera vez, el 93% del monto emitido fue colocado, el 69%

emitió a 1440 días plazo, el 13% emitió a 1800 días plazo, el 38% emitió a una tasa del 8%, otro 38% emitió a una tasa del 8.5%, y el 63% de ellas obtuvo una calificación de riesgo AA.

Con estos antecedentes se tomaron los datos de los costos de la emisión de una compañía que emitió \$1.500.000,000 cuyos valores fueron inscritos en Marzo/2017, la tasa de interés que el emisor estuvo dispuesto a pagar a los inversionistas fue del 8%, los plazos de la emisión fueron 720 y 1.080 días y la calificación de riesgos fue AA+.

A pesar de que en la página web institucional de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, la información está disponible para el público en general, se va a omitir el nombre de la compañía que emitió las obligaciones que sirvieron como referencia para conocer los gastos de dicha emisión.

Los datos de los gastos para la emisión fueron los siguientes:

Tabla 28:

Gastos para una emisión de obligaciones de \$ 1.500.000,00

Detalle de gastos	Proveedor del Servicio	% s/monto	Gastos
Estructurador financiero	Casa de valores	1,00%	\$ 15.000,00
Comisión de colocación (1)	Casa de valores	2,00%	\$ 30.000,00
Calificación de riesgo (2)	Calificadora de riesgos	0,47%	\$ 7.000,00
Representante de obligacionistas	Representante de obligacionistas	0,30%	\$ 4.500,00
Comisión	Bolsa de Valores	0,09%	\$ 1.350,00
Inscripción (3)	Bolsa de Valores	0,09%	\$ 1.289,00
Desmaterialización de valores	Decevale	0,05%	\$ 750,00
Agente pagador	Decevale	0,01%	\$ 150,00
Inscripción Catastro público		0,05%	\$ 750,00
Total Costo para la Emisión de Obligaciones		4.05%	\$ 60.789,00

(1) Comisión depende del valor total de la emisión

(2) Incluye calificación inicial y actualizaciones semestrales

(3) El mantenimiento anual de la inscripción en la Bolsa de valores es igual al 0,02% sobre el patrimonio de la empresa. Para el caso de esta compañía se ha realizado el cálculo sobre el patrimonio al 31-Dic-2016 multiplicado por los 4 años de emisión.

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Adaptado por: González Lenin

4) Comparación de los costos de financiamiento y determinación del ahorro en el costo financiero. Una vez que ya se ha conocido los costos de ambas opciones de financiamiento, se puede cuantificar dichos costos, para posteriormente determinar el ahorro en el costo financiero, para lo cual se procedió a determinar los costos financieros de un crédito con instituciones financieras, con condiciones semejantes (monto y plazo) a las características de la emisión de obligaciones.

Para realizar la comparación de los costos de financiamiento, se procedió a cuantificar los costos financieros de los segmentos crédito productivo pymes, crédito comercial prioritario pymes y los costos en los que se incurren para instrumentar una emisión de obligaciones en la Bolsa de Valores de Guayaquil.

a) *Cuantificación del costo de financiamiento bancario del segmento de crédito productivo pymes.* A continuación se presentarán las condiciones particulares de un crédito para este segmento.

Tabla 29:

Condiciones de crédito con instituciones financieras en el segmento crédito productivo pymes.

Condiciones particulares			
Nominal			\$ 1.000.000,00
Tasa activa	efectiva	referencial	11,41%
Plazo anual			4
Amortización de capital			Trimestral
Amortización interés			Trimestral
Dividendo			\$ 78.715,85
Nº dividendos			16

Fuente: Banco Central del Ecuador

Adaptado por: González Lenin

A continuación se presenta el detalle de la tabla de amortización y el costo por la contribución para el financiamiento de la atención integral del cáncer:

TABLA DE AMORTIZACION BANCARIA					
N°	fechas	SALDO DE CAPITAL	INTERES	CAPITAL	DIVIDENDO
-	01/01/2018	1,000,000.00			
1	01/04/2018	949,809.15	28,525.00	50,190.85	\$ 78,715.85
2	30/06/2018	898,186.61	27,093.31	51,622.54	\$ 78,715.85
3	28/09/2018	845,091.53	25,620.77	53,095.08	\$ 78,715.85
4	27/12/2018	790,481.91	24,106.24	54,609.61	\$ 78,715.85
5	27/03/2019	734,314.56	22,548.50	56,167.35	\$ 78,715.85
6	25/06/2019	676,545.03	20,946.32	57,769.53	\$ 78,715.85
7	23/09/2019	617,127.63	19,298.45	59,417.40	\$ 78,715.85
8	22/12/2019	556,015.35	17,603.57	61,112.28	\$ 78,715.85
9	21/03/2020	493,159.83	15,860.34	62,855.51	\$ 78,715.85
10	19/06/2020	428,511.37	14,067.38	64,648.47	\$ 78,715.85
11	17/09/2020	362,018.80	12,223.29	66,492.56	\$ 78,715.85
12	16/12/2020	293,629.54	10,326.59	68,389.26	\$ 78,715.85
13	16/03/2021	223,289.47	8,375.78	70,340.07	\$ 78,715.85
14	14/06/2021	150,942.96	6,369.33	72,346.52	\$ 78,715.85
15	12/09/2021	76,532.75	4,305.65	74,410.20	\$ 78,715.85
16	11/12/2021	0.00	2,183.10	76,532.75	\$ 78,715.85
		Sub-total	259,453.60	1,000,000.00	1,259,453.60
		(+) 0,5% Contribución para el financiamiento de la atención integral del cancer	5,000.00		
		Costo Total	\$ 264,453.60		

Figura 27. Tabla de amortización de créditos otorgados por instituciones financieras.

Adaptado por: González Lenin

El costo del financiamiento de \$1.000.000 por los 4 años de plazo, a una tasa activa efectiva referencial del 11.41% para el segmento de Crédito Productivo Pymes asciende a \$ 259.453,60

El costo de la contribución para el financiamiento de la atención integral del cáncer asciende a \$ 5.000,00

El costo total de financiamiento asciende a \$ 264.453,60

b) *Cuantificación del costo de financiamiento bancario del segmento de crédito comercial prioritario pymes.* A continuación se presentarán las condiciones particulares de un crédito para este segmento.

Tabla 30:

Condiciones de crédito con instituciones financieras en el segmento crédito comercial prioritario pymes.

Condiciones particulares	
Nominal	\$ 1.000.000,00
Tasa activa efectiva referencial comercial	11,05%
Plazo anual	4
Amortización de capital	Trimestral
Amortización interés	Trimestral
Dividendo	\$ 78.172,41
Nº dividendos	16

Fuente: Banco Central del Ecuador

Adaptado por: González Lenin

TABLA DE AMORTIZACION BANCARIA					
Nº	fechas	SALDO DE CAPITAL	INTERES	CAPITAL	DIVIDENDO
-	01/01/2018	1,000,000.00			
1	01/04/2018	949,452.59	27,625.00	50,547.41	\$ 78,172.41
2	30/06/2018	897,508.80	26,228.63	51,943.79	\$ 78,172.41
3	28/09/2018	844,130.06	24,793.68	53,378.73	\$ 78,172.41
4	27/12/2018	789,276.74	23,319.09	54,853.32	\$ 78,172.41
5	27/03/2019	732,908.10	21,803.77	56,368.64	\$ 78,172.41
6	25/06/2019	674,982.27	20,246.59	57,925.83	\$ 78,172.41
7	23/09/2019	615,456.24	18,646.39	59,526.03	\$ 78,172.41
8	22/12/2019	554,285.80	17,001.98	61,170.44	\$ 78,172.41
9	21/03/2020	491,425.53	15,312.15	62,860.27	\$ 78,172.41
10	19/06/2020	426,828.75	13,575.63	64,596.78	\$ 78,172.41
11	17/09/2020	360,447.48	11,791.14	66,381.27	\$ 78,172.41
12	16/12/2020	292,232.43	9,957.36	68,215.05	\$ 78,172.41
13	16/03/2021	222,132.93	8,072.92	70,099.49	\$ 78,172.41
14	14/06/2021	150,096.94	6,136.42	72,035.99	\$ 78,172.41
15	12/09/2021	76,070.95	4,146.43	74,025.99	\$ 78,172.41
16	11/12/2021	-	2,101.46	76,070.95	\$ 78,172.41
TOTAL			250,758.63	1,000,000.00	1,250,758.63
(+) 0,5% Contribución para el financiamiento de la atención integral del cancer			5,000.00		
Costo Total			\$ 255,758.63		

Figura 28. Tabla de amortización de créditos otorgados por instituciones financieras.

Adaptado por: González Lenin

El costo del financiamiento de \$1.000.000 por los 4 años de plazo, a una tasa activa efectiva referencial del 11,05% para el segmento de crédito comercial prioritario pymes asciende a \$ 250.758,63

El costo de la contribución para el financiamiento de la atención integral del cáncer asciende a \$ 5.000,00

El costo total de financiamiento asciende a \$ 255.758,63

c) *Cuantificación del costo de financiamiento de instrumentar una emisión de obligaciones.* Como referencia se tomaron los datos de los costos de la emisión de una compañía que emitió \$1.500.000 cuyos valores fueron inscritos en Marzo de 2017 cuya tasa de interés que el emisor estuvo dispuesto a pagar a los inversionistas fue del 8%, los plazos de la emisión fueron 720 y 1.080 días y la calificación de riesgos fue AA+. (Tabla 28).

Tabla 31:

Gastos para una emisión de obligaciones de \$ 1.000.000,00

Detalle de gastos	Proveedor del Servicio	% sobre monto	Gastos
Estructurador financiero	Casa de valores	1,00%	\$ 10.000,00
Comisión de colocación (1)	Casa de valores	2,00%	\$ 20.000,00
Calificación de riesgo (2)	Calificadora de riesgos	0,47%	\$ 4.666,67
Representante de obligacionistas	Representante de obligacionistas	0,30%	\$ 3.000,00
Comisión	Bolsa de Valores	0,09%	\$ 900,00
Inscripción (3)	Bolsa de Valores	0,09%	\$ 859,33
Desmaterialización de valores	Decevale	0,05%	\$ 500,00
Agente pagador	Decevale	0,01%	\$ 100,00
Inscripción Catastro público		0,05%	\$ 500,00
Total Costo para la Emisión de Obligaciones		4.05%	\$ 40.526,00

(1) Comisión depende del valor total de la emisión

(2) Incluye calificación inicial y actualizaciones semestrales

(3) El mantenimiento anual de la inscripción en la Bolsa de valores es igual al 0,02% sobre el patrimonio de la empresa. Para el caso de esta compañía se ha realizado el cálculo sobre el patrimonio al 31-Dic-2016 multiplicado por los 4 años de emisión.

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Adaptado por: González Lenin

Los costos fueron calculados en base a la emisión de \$1.000.000,00, cabe mencionar que los porcentajes del estructurador financiero y comisión de colocación depende de los valores acordados con las casas de valores contratadas para llevar a cabo este proceso, sin embargo, estas no varían considerablemente, puesto que al ser un mercado pequeño, la mayoría de casas de valores estipulan costos similares.

En la tabla que se presenta a continuación, se detallan las características de una emisión de obligaciones acorde a la propuesta de la investigación.

Tabla 32:

Características de la Emisión de Obligaciones \$1.000.000,00

Características	
Monto Nominal	\$ 1.000.000,00
Tasa	8,00%
Plazo anual	4
Amortización de capital	Trimestral
Amortización interés	Trimestral
Dividendo	\$72.922,85
Nº cupones	16
Rendimiento	8%
Precio	99%
Duración	1.94

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Adaptado por: González Lenin

Con los datos de las características de la emisión propuesta, se puede obtener los costos financieros totales de esta emisión:

TABLA DE AMORTIZACION Y COSTO DE LA EMISION DE OBLIGACIONES									
cupón	fechas	SALDO DE CAPITAL	INTERES	CAPITAL	FLUJO (A)	PERIODO	VALOR ACTUAL	VALOR ACTUAL PONDERADO	TIR
-	01/01/2018	1,000,000.00							(996,737.54)
1	01/04/2018	937,500.00	18,750.00	62,500.00	81,250.00	0.25	\$ 79,701.67	\$ 19,925.42	81,250.00
2	30/06/2018	875,000.00	17,578.13	62,500.00	80,078.13	0.50	\$ 77,071.69	\$ 38,321.76	80,078.13
3	28/09/2018	812,500.00	16,406.25	62,500.00	78,906.25	0.74	\$ 74,528.46	\$ 55,275.27	78,906.25
4	27/12/2018	750,000.00	15,234.38	62,500.00	77,734.38	0.99	\$ 72,037.85	\$ 71,237.43	77,734.38
5	27/03/2019	687,500.00	14,062.50	62,500.00	76,562.50	1.24	\$ 69,599.77	\$ 86,226.38	76,562.50
6	25/06/2019	625,000.00	12,890.63	62,500.00	75,390.63	1.48	\$ 67,257.20	\$ 99,764.84	75,390.63
7	23/09/2019	562,500.00	11,718.75	62,500.00	74,218.75	1.73	\$ 64,977.77	\$ 112,267.15	74,218.75
8	22/12/2019	500,000.00	10,546.88	62,500.00	73,046.88	1.98	\$ 62,746.53	\$ 123,924.40	73,046.88
9	21/03/2020	437,500.00	9,375.00	62,500.00	71,875.00	2.22	\$ 60,576.31	\$ 134,614.03	71,875.00
10	19/06/2020	375,000.00	8,203.13	62,500.00	70,703.13	2.47	\$ 58,478.11	\$ 144,246.01	70,703.13
11	17/09/2020	312,500.00	7,031.25	62,500.00	69,531.25	2.71	\$ 56,437.08	\$ 153,007.19	69,531.25
12	16/12/2020	250,000.00	5,859.38	62,500.00	68,359.38	2.96	\$ 54,440.17	\$ 161,052.17	68,359.38
13	16/03/2021	187,500.00	4,687.50	62,500.00	67,187.50	3.21	\$ 52,487.26	\$ 168,396.64	67,187.50
14	14/06/2021	125,000.00	3,515.63	62,500.00	66,015.63	3.45	\$ 50,610.65	\$ 174,747.34	66,015.63
15	12/09/2021	62,500.00	2,343.75	62,500.00	64,843.75	3.70	\$ 48,785.76	\$ 180,371.79	64,843.75
16	11/12/2021	-	1,171.88	62,500.00	63,671.88	3.94	\$ 47,001.26	\$ 185,393.86	63,671.88
		Sub-total	159,375.00	1,000,000.00	1,159,375.00		\$ 996,737.54	\$ 1,908,771.67	2%
		(+) Costos de estructuración	40,526.00						7.9%
		Costo Total	\$ 199,901.00						

Figura 29. Tabla de amortización y costos de una emisión de obligaciones \$1.000.000,00

Adaptado por: González Lenin

El costo del financiamiento de \$1.000.000 por los 4 años de plazo, a una tasa del 8% para una emisión de obligaciones asciende a \$ 199.901,00

d) *Determinación del ahorro del costo de financiamiento.* Conocidos los costos financieros de ambas opciones de financiamiento, se puede realizar el análisis comparativo y determinar el ahorro neto que existe al elegir la opción más ventajosa.

d1) *Ahorro del costo financiero comparando préstamo bancario segmento productivo pymes vs emisión de obligaciones.* Conocidos los costos financieros de ambas opciones de financiamiento, se está en condiciones de poder realizar el análisis comparativo, para determinar el ahorro neto que existe al elegir la opción más favorable.

Costo de financiamiento	Segmento	US\$
Préstamo bancario	Productivo Pymes	264,453.60
Emisión de obligaciones		199,901.00
Ahorro financiero		64,552.60

Figura 30. Ahorro financiero crédito productivo pymes vs emisión de obligaciones.

Adaptado por: González Lenin

El ahorro en el costo del financiamiento de \$1.000.000 por los 4 años de plazo, utilizando el instrumento financiero de emisión de obligaciones asciende a \$ 64.552,60

Si las pymes requieren financiamiento para adquirir bienes de capital, financiándose mediante la emisión de obligaciones, podrían tener un ahorro de \$ 64.552,60

A continuación se detalla el flujo anual de los costos de financiamiento y el ahorro que existe para las sociedades pymes que eligen financiarse mediante la emisión de obligaciones.

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Total
Préstamo bancario	110,345.31	80,396.83	52,477.60	21,233.86	\$ 264,453.60
Emisión de obligaciones	108,494.75	49,218.75	30,468.75	11,718.75	199,901.00
Ahorro financiero	1,850.56	31,178.08	22,008.85	9,515.11	64,552.60

Figura 31. Resumen de flujos de 4 años de emisión de obligaciones vs créditos obtenidos con instituciones financieras.

Adaptado por: González Lenin

Durante los 4 años del plazo del crédito existe un superávit en el comparativo de fondos.

En cuestión de liquidez, los desembolsos correspondientes a los gastos de emisión por lo general son compensados con los ingresos obtenidos por la colocación de las emisiones, esto se negocia inicialmente con la casa de valores que realiza la estructuración y colocación de los valores emitidos.

d2) *Ahorro del costo financiero comparando Préstamo Bancario Segmento Comercial Prioritario Pymes vs emisión de obligaciones.* Conocidos los costos financieros de ambas opciones de financiamiento, estamos en condiciones de poder realizar el análisis comparativo, para determinar el ahorro neto que existe al elegir la opción más ventajosa.

Costo de financiamiento	Segmento	US\$
Préstamo bancario	Comercial Prioritario Pymes	255,758.63
Emisión de obligaciones		199,901.00
Ahorro financiero		55,857.63

Figura 32. Ahorro financiero crédito comercial prioritario pymes vs emisión de obligaciones.

Adaptado por: González Lenin

El ahorro en el costo del financiamiento de \$1.000.000 por los 4 años de plazo, utilizando el instrumento financiero de emisión de obligaciones asciende a \$ 55.857,63

Si las pymes requieren financiamiento para adquirir bienes y servicios para actividades productivas, comerciales y otros, financiándose mediante la emisión de obligaciones, podrían tener un ahorro de \$ 55.857,63

A continuación se detalla el flujo anual de los costos de financiamiento y el ahorro que existe para las sociedades pymes que eligen financiarse mediante la emisión de obligaciones.

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Total
Préstamo bancario	106,966.40	77,698.72	50,636.28	20,457.23	\$ 255,758.63
Emisión de obligaciones	108,494.75	49,218.75	30,468.75	11,718.75	199,901.00
Ahorro financiero	(1,528.35)	28,479.97	20,167.53	8,738.48	55,857.63

Figura 33. Resumen de flujos de 4 años de emisión de obligaciones vs créditos obtenidos con instituciones financieras.

Adaptado por: González Lenin

Solo en el primer año existe un déficit en el comparativo de flujo de fondos, el cual se debe a los gastos de emisión de las obligaciones, sin embargo en los siguientes años se tiene superávit en el comparativo de fondos.

En cuestión de liquidez, los desembolsos correspondientes a los gastos de emisión por lo general son compensados con los ingresos obtenidos por la colocación de las emisiones, esto se negocia inicialmente con la casa de valores que realiza la estructuración y colocación de los valores emitidos.

5) Comparativo de las características de préstamos bancarios y emisión de obligaciones. Las principales diferencias que existen entre estas alternativas de financiamiento son las que se detallan en la siguiente figura:

Características	Préstamo con instituciones bancarias	Emisión de Obligaciones
Plazo	Determinado según la negociación, mayoritariamente corto plazo	Plazo determinado por el emisor, acorde al flujo proyectado a largo plazo
Tasa	Tasa activa, acorde al segmento y determinada por el banco	Determinada por el emisor inferior a la tasa activa bancaria superior a la tasa pasiva bancaria
Garantía	Garantía real, cubre en un mayor porcentaje el valor solicitado	Garantía general y/o específica, según monto y calificación de riesgo de la compañía
Pagos	Tabla de amortización de acuerdo a la negociación	Emisor estructura pagos de acuerdo al flujo proyectado
Anticipos	Costo por pago anticipado	Se puede cancelar con anticipación
Imagen	Línea de crédito y conocido solo por la entidad bancaria	Se da a conocer en el mercado de valores, entidades de regulación e inversionistas

Figura 34. Comparativo de las características de préstamos bancarios y emisión de obligaciones.

Adaptado por: González Lenin

6) Identificación de las ventajas, desventajas y riesgos de una emisión de obligaciones. El costo del financiamiento no es la única variable que deben considerar las pymes al momento de recurrir a terceros, por esta razón también se deben tomar en cuenta las ventajas, desventajas y riesgos que presenta este instrumento de financiamiento, las cuales influirán en la decisión sobre cuál será el medio adecuado a los intereses de las pymes.

Ventajas:

- Costos inferiores en comparación con el crédito de instituciones financieras tradicionales.
- Apalancamiento a largo plazo y estructura cíclica de flujos.
- Definición propia de características financieras de la emisión.
- Seguridad Jurídica.
- Mejora la planeación estratégica a largo plazo, optimizando los índices de liquidez y por ende, el capital de trabajo de la empresa emisora.
- Las sociedades que cotizan en Bolsa de Valores ganan una reputación de solidez y seriedad dentro de su mercado, lo cual abre oportunidades de negocios y financiamiento.
- Incentiva principios de buen gobierno corporativo.
- El tenedor no participa de los beneficios adicionales en cuanto a la rentabilidad del emisor, el inversionista recibirá el pago de sus intereses y capital según lo pactado en cada título de obligación adquirida.

Desventajas:

- El tiempo del proceso de estructuración y posterior colocación de las obligaciones pueden tomar algunos meses

- La información de los estados financieros serán públicos, esta es la razón para que muchos socios y administradores de las pymes desistan del financiamiento a través de la emisión de obligaciones.
- Algunas pymes no disponen de información organizada, ante lo cual la empresa necesita crear una estructura para producir regularmente estos reportes.
- Durante el tiempo de vigencia de la emisión, están bajo la supervisión de los órganos de control como la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, bolsas de valores, calificadoras de riesgos y representantes de obligacionistas.

Riesgos:

- Incumplimiento de las obligaciones contraídas.
- Incumplimiento de las condiciones de la emisión con los obligacionistas puede llevar a la empresa a sanciones legales.
- Calificación semestral otorgada por la calificadora de riesgos.

4.5.2. Implementación del modelo de informe técnico a partir del análisis del costo financiero. Una vez que se ha conocido el ahorro financiero que se puede llegar a obtener por el financiamiento de \$ 1.000.000,00 a 4 años plazo, las pymes podrán calcular el ahorro financiero que pueden llegar a obtener por el monto de financiamiento que ellas requieran, acorde a las necesidades y situación individual de las pymes, para ello las actividades necesarias son las siguientes:

7) *Recopilación y análisis de datos.* Como se ha mencionado anteriormente, las pymes requieren de financiamiento para diferentes

destinos tales como: capital de trabajo, reestructurar sus pasivos o para desarrollar nuevos proyectos de inversión, etc.

Para alcanzar los objetivos de la propuesta, y determinar el ahorro en el costo financiero que obtendrían las pymes al utilizar el instrumento financiero de la emisión de obligaciones, en lugar del financiamiento bancario, las pymes deben inicialmente identificar los siguientes rubros:

- Destino de los Recursos
- Monto requerido
- Plazo
- Tasa de interés
- Periodicidad de pago de capital e interés
- Tipo de garantía

8) Evaluación del financiamiento bancario. Para determinar el costo del dinero ofertado por la banca tradicional a las pymes, se debe definir el tipo de crédito a obtener, para identificar si es crédito productivo pymes o crédito comercial prioritario pymes o también se puede cotizar mediante una solicitud de crédito a una institución financiera.

Los datos necesarios para realizar la evaluación del financiamiento bancario son los siguientes:

- Tasa de interés (i)
- Plazo
- Monto financiado
- Periodicidad de pago de capital e interés (n)
- Tipo de garantía requerida

Con esta información se procede a elaborar la tabla de amortización bancaria.

TABLA DE AMORTIZACION BANCARIA					
N°	fechas	SALDO DE CAPITAL	INTERES	CAPITAL	DIVIDENDO
1	2	3	4	5	6
		Sub-total	7	8	9
(+ 0,5% Contribución para el financiamiento de la atención integral del cancer			10		
(A) Costo Total financiamiento préstamo bancario			11		

Figura 35. Tabla de amortización de créditos otorgados por instituciones financieras.

Adaptado por: González Lenin

Datos y cálculos:

- (1) N°= Numero de cuotas a pagar
- (2) Fechas= Fechas de pago de cada cuota
- (3) Saldo financiado= Monto financiado (-) amortización de capital(5)
- (4) Interés= saldo de capital x tasa de interés x periodicidad de la tasa de interés (mensual, trimestral, semestral, anual)
- (5) Capital amortizado= dividendo (-) interés
- (6) Se aplica el tipo de amortización francés, con dividendos iguales

$$\text{Dividendo} = \text{capital} \left[\frac{i}{1 - (1 + i)^{-n}} \right]$$

- (7) Sumatoria de la carga financiera por intereses
- (8) Sumatoria del capital amortizado
- (9) Sumatoria de todos los dividendos
- (10) Monto financiado x 0.5%
- (11) Costo total financiamiento préstamo bancario

9) Evaluación del financiamiento mediante una emisión de obligaciones. Para evaluar el financiamiento mediante una emisión de obligaciones, se procedió a utilizar los gastos estimados para una emisión de obligaciones presentados en la tabla 33, correspondientes a los costos para la emisión.

Tabla 33:

Gastos estimados para una emisión de obligaciones

Detalle de gastos	Proveedor del Servicio	% sobre monto
Estructurador financiero	Casa de valores	1,00%
Comisión de colocación (1)	Casa de valores	2,00%
Calificación de riesgo (2)	Calificadora de riesgos	0,47%
Representante de obligacionistas	Representante de obligacionistas	0,30%
Comisión	Bolsa de Valores	0,09%
Inscripción (3)	Bolsa de Valores	0,09%
Desmaterialización de valores	Decevale	0,05%
Agente pagador	Decevale	0,01%
Inscripción Catastro público Mercado de Valores		0,05%
Total Costo para la Emisión de Obligaciones		4.05%

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Adaptado por: González Lenin

Para obtener los costos totales del financiamiento mediante una emisión de obligaciones, se tomarán los datos correspondientes a la tasa de interés, plazo y periodicidad de los pagos que se indicaron anteriormente en la sección de recopilación y análisis de datos, los mismos servirán para elaborar la tabla de amortización respectiva.

TABLA DE AMORTIZACION Y COSTO DE LA EMISION DE OBLIGACIONES					
cupón	fechas	SALDO DE CAPITAL	INTERES	CAPITAL	DIVIDENDO (FLUJO)
1	2	3	4	5	6
		Sub-total	7	8	9
(+) Costos de estructuración			10		
(B) Costo total financiamiento emisión obligaciones			11		

Figura 36. Tabla de amortización y costos de una emisión de obligaciones

Adaptado por: González Lenin

Datos y cálculos:

- (1) N°= Numero de cupones a pagar
- (2) Fechas= Fechas de pago de cada cupón
- (3) Saldo financiado= Monto emitido (-) amortización de capital(5)
- (4) Interés= saldo de capital x tasa de interés x periodicidad de la tasa de interés (mensual, trimestral, semestral, anual)
- (5) Capital amortizado= dividendo(flujos) (-) interés
- (6) Se aplica el tipo de amortización francés, con dividendos iguales

$$\text{Dividendo} = \text{capital} \left[\frac{i}{1 - (1 + i)^{-n}} \right]$$

- (7) Sumatoria de la carga financiera por intereses
- (8) Sumatoria del capital amortizado
- (9) Sumatoria de todos los dividendos(flujos)
- (10) Monto financiado x 4,05% (tabla 33)
- (11) Costo total financiamiento emisión de obligaciones

10) Comparación de los costos de financiamiento y determinación del ahorro en el costo financiero. Una vez que se han conocido los costos financieros con condiciones semejantes (monto y plazo) de ambas opciones de financiamiento, se puede cuantificar dichos costos para determinar el ahorro en el costo de financiamiento con terceros.

Costo de financiamiento	Segmento	US\$
Préstamo bancario	Productivo Pymes / Comercial Prioritario Pymes	(A)
Emisión de obligaciones		(B)
Ahorro financiero		Diferencia (A - B)

Figura 37. Ahorro financiero crédito bancario vs emisión de obligaciones.

Adaptado por: González Lenin

A continuación se detalla el flujo anual de los costos de financiamiento y el ahorro que existe para las sociedades pymes que elijan financiarse mediante la emisión de obligaciones.

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Total
Préstamo bancario	intereses+ contrib.solca	intereses	intereses	intereses	Σ costos
Emisión de obligaciones	intereses+costos de emision	intereses	intereses	intereses	Σ costos
Ahorro financiero	diferencia	diferencia	diferencia	diferencia	diferencia

Figura 38. Resumen de flujos de 4 años de emisión de obligaciones vs créditos obtenidos con instituciones financieras.

Adaptado por: González Lenin

4.5.3. Informe técnico a partir del análisis del costo financiero.

Las pymes interesadas en conocer sobre el ahorro en el costo financiero que podrían obtener mediante el financiamiento mediante la emisión de obligaciones en lugar del financiamiento bancario, podrán calcular dicho ahorro, acorde a las necesidades particulares de las pymes.

11) Modelo de Informe técnico a partir del análisis del costo financiero. A continuación se presenta el modelo de informe técnico a partir del análisis del costo financiero, en el cual se determinó el ahorro en el costo financiero entre el financiamiento del costo financiero bancario del segmento de crédito comercial prioritario pymes y el costo financiero de emitir obligaciones de largo plazo, en la Bolsa de Valores de Guayaquil.

El informe consta de cinco secciones detalladas a continuación: 1) Datos de la empresa, identificación del monto y plazo; 2) Evaluación del financiamiento bancario; 3) Evaluación del financiamiento mediante una emisión de obligaciones; 4) Comparativo de los costos de financiamiento y determinación del ahorro en el costo financiero; 5) Implementación del modelo de informe técnico a partir del análisis del costo financiero.

INFORME TÉCNICO A PARTIR DEL ANÁLISIS DEL COSTO FINANCIERO DE LA COMPAÑÍA ABC S.A.

1.- Datos de la Empresa, Identificación del monto y plazo:

La compañía se constituyó bajo la denominación ABC S.A. mediante escritura pública otorgada el 01 de Febrero de 2010 e inscrita en el Registro Mercantil el 02 de Febrero de 2010.

La compañía se dedica a la fabricación y comercialización de pinturas, así como brindar servicios integrados relacionados.

La empresa ha incursionado en un nuevo mercado relacionado con la aplicación de pinturas para piso tipo epóxicos, poliuretano y otros, para lo cual requiere financiamiento para la adquisición de inventario de productos terminados y materia prima para esta nueva línea de productos.

El Monto requerido asciende a US\$ 1.000.000,00 y el plazo es de 4 años.

2.- Evaluación del financiamiento bancario

La compañía cuenta con una línea de crédito en una institución financiera, la misma que le otorga un crédito por el monto y plazo requerido, a una tasa de interés acorde al segmento al que pertenece la empresa.

- El crédito será destinado a la adquisición de inventarios.
- Las ventas anuales ascienden a \$900.000,00

El tipo de crédito correspondería al crédito comercial prioritario pymes, cuya tasa de interés activa efectiva anual referencial a Noviembre de 2017 era del 11,83%.

Otro costo que se debe considerar vigente desde el 28 de octubre de 2014 es el que dispone el cobro de una tasa del 0,5% a los créditos, sobregiros y consumos diferidos de las tarjetas de crédito.

3.- Evaluación del financiamiento mediante una emisión de obligaciones

Para evaluar el financiamiento mediante una emisión de obligaciones, se debe conocer los componentes del costo del mismo. Los costos financieros en los que incurre una empresa que decide instrumentar una emisión de obligaciones son varios, debido que existen algunos participantes en el proceso. Se analizó los datos publicados en la página Web institucional de la Bolsa de Valores de Guayaquil, donde se pudo determinar que 16 empresas emitieron obligaciones cuyos montos de emisión fueron entre \$ 700.000,00 y \$ 1.000.000,00 de las cuales el 63% emitió por primera vez, el 93% del monto emitido fue colocado, el 69% emitió a 1440 días plazo, el 13% emitió a 1800 días plazo, el 38% emitió a una tasa del 8%, otro 38% emitió a una tasa del 8.5%, y el 63% de ellas obtuvo una calificación de riesgo AA.

Con estos antecedentes se tomarán los datos de los costos de la emisión de una compañía que emitió \$1.500.00,000, la tasa de interés que el emisor estuvo dispuesto a pagar a los inversionistas fue del 8%, los plazos de la emisión fueron 720 y 1.080 días y la calificación de riesgos fue AA+.

Gastos para una emisión de obligaciones de \$ 1.500.000,00

Detalle de gastos	Proveedor del Servicio	% s/monto
Estructurador financiero	Casa de valores	1,00%
Comisión de colocación (1)	Casa de valores	2,00%
Calificación de riesgo (2)	Calificadora de riesgos	0,47%
Representante de obligacionistas	Representante de obligacionistas	0,30%
Comisión	Bolsa de Valores	0,09%
Inscripción (3)	Bolsa de Valores	0,09%
Desmaterialización de valores	Decevale	0,05%
Agente pagador	Decevale	0,01%
Inscripción Catastro público Mercado		0,05%
Total Costo para la Emisión de Obligaciones		4.05%

(1) Comisión depende del valor total de la emisión

4.- Comparativo de los costos de financiamiento y determinación del ahorro en el costo financiero

Una vez que se conocen los costos de ambas opciones de financiamiento, se puede cuantificar dichos costos para posteriormente determinar el ahorro en el costo financiero, para lo cual procedió a determinar los costos financieros del crédito con instituciones financieras, con condiciones semejantes (monto y plazo) a las características de la emisión de obligaciones.

Para realizar la comparación de los costos de financiamiento, se procedió a cuantificar los costos financieros del segmento de crédito comercial prioritario pymes y los costos en los que se incurren para instrumentar una emisión de obligaciones en la Bolsa de Valores de Guayaquil.

1) Cuantificación del costo de financiamiento bancario del segmento de crédito comercial prioritario pymes. A continuación se presentaran las condiciones particulares de un crédito para el segmento de crédito comercial prioritario pymes, para posteriormente elaborar la tabla de amortización de capital e intereses respectivos.

Condiciones particulares	
Nominal	\$ 1.000.000,00
Tasa activa efectiva referencial comercial prioritario pymes	11,05%
Plazo anual	4
Amortización de capital	Trimestral
Amortización interés	Trimestral
Dividendo	\$ 78.172,41
Nº dividendos	16

TABLA DE AMORTIZACION BANCARIA					
N°	fechas	SALDO DE CAPITAL	INTERES	CAPITAL	DIVIDENDO
-	01/01/2018	1,000,000.00			
1	01/04/2018	949,452.59	27,625.00	50,547.41	\$ 78,172.41
2	30/06/2018	897,508.80	26,228.63	51,943.79	\$ 78,172.41
3	28/09/2018	844,130.06	24,793.68	53,378.73	\$ 78,172.41
4	27/12/2018	789,276.74	23,319.09	54,853.32	\$ 78,172.41
5	27/03/2019	732,908.10	21,803.77	56,368.64	\$ 78,172.41
6	25/06/2019	674,982.27	20,246.59	57,925.83	\$ 78,172.41
7	23/09/2019	615,456.24	18,646.39	59,526.03	\$ 78,172.41
8	22/12/2019	554,285.80	17,001.98	61,170.44	\$ 78,172.41
9	21/03/2020	491,425.53	15,312.15	62,860.27	\$ 78,172.41
10	19/06/2020	426,828.75	13,575.63	64,596.78	\$ 78,172.41
11	17/09/2020	360,447.48	11,791.14	66,381.27	\$ 78,172.41
12	16/12/2020	292,232.43	9,957.36	68,215.05	\$ 78,172.41
13	16/03/2021	222,132.93	8,072.92	70,099.49	\$ 78,172.41
14	14/06/2021	150,096.94	6,136.42	72,035.99	\$ 78,172.41
15	12/09/2021	76,070.95	4,146.43	74,025.99	\$ 78,172.41
16	11/12/2021	-	2,101.46	76,070.95	\$ 78,172.41
TOTAL			250,758.63	1,000,000.00	1,250,758.63
(+) 0,5% Contribución para el financiamiento de la atención integral del cancer			5,000.00		
		Costo Total	\$ 255,758.63		

El costo del financiamiento de \$1.000.000 por los 4 años de plazo, a una tasa activa efectiva referencial del 11,05% para el segmento de crédito comercial prioritario pymes asciende a \$ 250.758,63

El costo de la contribución para el financiamiento de la atención integral del cáncer asciende a \$ 5.000,00

El costo total de financiamiento asciende a \$ 255.758,63

2) Cuantificación del costo de financiamiento de instrumentar una emisión de obligaciones. Como se indicó anteriormente, se tomarán los datos de los costos de la emisión de una compañía que emitió \$1.500.000 cuya tasa de interés que el emisor estuvo dispuesto a pagar a los inversionistas fue del 8%, los plazos de la emisión fueron 720 y 1.080 días y la calificación de riesgos fue AA+.

Gastos para una emisión de obligaciones de \$ 1.000.000,00

Detalle de gastos	Proveedor del Servicio	% sobre monto	Gastos
Estructurador financiero	Casa de valores	1,00%	\$ 10.000,00
Comisión de colocación (1)	Casa de valores	2,00%	\$ 20.000,00
Calificación de riesgo (2)	Calificadora de riesgos	0,47%	\$ 4.666,67
Representante de obligacionistas	Representante de obligacionistas	0,30%	\$ 3.000,00
Comisión	Bolsa de Valores	0,09%	\$ 900,00
Inscripción (3)	Bolsa de Valores	0,09%	\$ 859,33
Desmaterialización de valores	Decevale	0,05%	\$ 500,00
Agente pagador	Decevale	0,01%	\$ 100,00
Inscripción Catastro público		0,05%	\$ 500,00
Total Costo para la Emisión de Obligaciones		4.05%	\$ 40.526,00

Los costos fueron calculados en base a la emisión de \$1.000.000,00, cabe mencionar que los costos porcentuales del estructurador financiero y comisión de colocación depende de los valores acordados con las casas de valores contratadas para llevar a cabo este proceso, sin embargo, estas no varían considerablemente, por ser un mercado pequeño la mayoría de las casas de valores estipulan costos similares.

A continuación, se indican los datos de las características de una emisión de obligaciones acorde a la propuesta:

Características de la Emisión de Obligaciones	
Monto Nominal	\$ 1.000.000,00
Tasa	8,00%
Plazo anual	4
Amortización de capital	Trimestral
Amortización interés	Trimestral
Dividendo	\$72.922,85
N° cupones	16
Rendimiento	8%
Precio	99%
Duración	1.94

Con los datos de las características de la emisión propuesta, se calcularán los costos financieros totales de esta emisión mediante la tabla siguiente:

TABLA DE AMORTIZACION Y COSTO DE LA EMISION DE OBLIGACIONES									
cupón	fechas	SALDO DE CAPITAL	INTERES	CAPITAL	FLUJO (A)	PERIODO	VALOR ACTUAL	VALOR ACTUAL PONDERADO	TIR
-	01/01/2018	1,000,000.00							(996,737.54)
1	01/04/2018	937,500.00	18,750.00	62,500.00	81,250.00	0.25	\$ 79,701.67	\$ 19,925.42	81,250.00
2	30/06/2018	875,000.00	17,578.13	62,500.00	80,078.13	0.50	\$ 77,071.69	\$ 38,321.76	80,078.13
3	28/09/2018	812,500.00	16,406.25	62,500.00	78,906.25	0.74	\$ 74,528.46	\$ 55,275.27	78,906.25
4	27/12/2018	750,000.00	15,234.38	62,500.00	77,734.38	0.99	\$ 72,037.85	\$ 71,237.43	77,734.38
5	27/03/2019	687,500.00	14,062.50	62,500.00	76,562.50	1.24	\$ 69,599.77	\$ 86,226.38	76,562.50
6	25/06/2019	625,000.00	12,890.63	62,500.00	75,390.63	1.48	\$ 67,257.20	\$ 99,764.84	75,390.63
7	23/09/2019	562,500.00	11,718.75	62,500.00	74,218.75	1.73	\$ 64,977.77	\$ 112,267.15	74,218.75
8	22/12/2019	500,000.00	10,546.88	62,500.00	73,046.88	1.98	\$ 62,746.53	\$ 123,924.40	73,046.88
9	21/03/2020	437,500.00	9,375.00	62,500.00	71,875.00	2.22	\$ 60,576.31	\$ 134,614.03	71,875.00
10	19/06/2020	375,000.00	8,203.13	62,500.00	70,703.13	2.47	\$ 58,478.11	\$ 144,246.01	70,703.13
11	17/09/2020	312,500.00	7,031.25	62,500.00	69,531.25	2.71	\$ 56,437.08	\$ 153,007.19	69,531.25
12	16/12/2020	250,000.00	5,859.38	62,500.00	68,359.38	2.96	\$ 54,440.17	\$ 161,052.17	68,359.38
13	16/03/2021	187,500.00	4,687.50	62,500.00	67,187.50	3.21	\$ 52,487.26	\$ 168,396.64	67,187.50
14	14/06/2021	125,000.00	3,515.63	62,500.00	66,015.63	3.45	\$ 50,610.65	\$ 174,747.34	66,015.63
15	12/09/2021	62,500.00	2,343.75	62,500.00	64,843.75	3.70	\$ 48,785.76	\$ 180,371.79	64,843.75
16	11/12/2021	-	1,171.88	62,500.00	63,671.88	3.94	\$ 47,001.26	\$ 185,393.86	63,671.88
		Sub-total	159,375.00	1,000,000.00	1,159,375.00		\$ 996,737.54	\$ 1,908,771.67	2%
		(+) Costos de estructuración	40,526.00						7.9%
		Costo Total	\$ 199,901.00						

El costo del financiamiento de \$1.000.000 por los 4 años de plazo, a una tasa del 8% para una emisión de obligaciones asciende a \$ 199.901,00

3) Determinación del ahorro del costo de financiamiento. Conocidos los costos financieros de ambas opciones de financiamiento, se está en condiciones de poder realizar el análisis comparativo, para determinar el ahorro neto que existe al elegir la opción más ventajosa.

Costo de financiamiento	Segmento	US\$
Préstamo bancario	Comercial Prioritario Pymes	255,758.63
Emisión de obligaciones		199,901.00
Ahorro financiero		55,857.63

El ahorro en el costo del financiamiento de \$1.000.000 por los 4 años de plazo, utilizando el instrumento financiero de emisión de obligaciones asciende a \$ 55.857,63

Las pymes que requieren financiamiento para adquirir bienes y servicios para actividades productivas, comerciales y otros, financiándose mediante la emisión de obligaciones, podrían tener un ahorro de \$ 55.857,63

A continuación se detalla el flujo anual de los costos de financiamiento y el ahorro que existe para las sociedades pymes que eligen financiarse mediante la emisión de obligaciones.

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Total
Préstamo bancario	106,966.40	77,698.72	50,636.28	20,457.23	\$ 255,758.63
Emisión de obligaciones	108,494.75	49,218.75	30,468.75	11,718.75	199,901.00
Ahorro financiero	(1,528.35)	28,479.97	20,167.53	8,738.48	55,857.63

Solo en el primer año existe un déficit en el comparativo de flujo de fondos, el cual se debe a los gastos de emisión de las obligaciones, sin embargo en los siguientes años se tiene un superávit en el comparativo de fondos.

En cuestión de liquidez, los desembolsos correspondientes a los gastos de emisión por lo general son compensados con los ingresos obtenidos por la colocación de las emisiones, esto se negocia inicialmente con la casa de valores que realiza la estructuración y colocación de los valores emitidos.

5.- Implementación del modelo de informe técnico a partir del análisis del costo financiero.

Una vez que se ha conocido el ahorro financiero que se puede llegar a obtener por el financiamiento de \$ 1.000.000,00 a 4 años plazo, las pymes podrán calcular el ahorro financiero que pueden llegar a obtener por el monto de financiamiento que ellas requieran, acorde a las necesidades y situación individual de las pymes, para ello las actividades necesarias son las siguientes:

1) Recopilación y análisis de datos. Como se ha mencionado anteriormente, las pymes requieren de financiamiento para diferentes destinos tales como: capital de trabajo, reestructurar sus pasivos o para desarrollar nuevos proyectos de inversión, etc.

Para alcanzar los objetivos de la propuesta, y determinar el ahorro en el costo financiero que conseguirían las pymes al utilizar el instrumento financiero de la emisión de obligaciones, en lugar del financiamiento bancario, las pymes deben inicialmente identificar los siguientes rubros:

- Destino de los Recursos
- Monto requerido
- Plazo
- Tasa de interés
- Periodicidad de pago de capital e interés
- Tipo de garantía

2) Evaluación del financiamiento bancario. Para determinar el costo del dinero ofertado por la banca tradicional a las pymes, se debe definir el tipo de crédito a obtener, para identificar si es crédito productivo pymes o crédito comercial prioritario pymes o también se puede cotizar mediante una solicitud de crédito a una institución financiera, con la finalidad de obtener los siguientes datos:

- Tasa de interés (i)

- Plazo
- Monto financiado
- Periodicidad de pago de capital e interés (n)
- Tipo de garantía requerida

Con estos datos se procede a elaborar la tabla de amortización bancaria:

TABLA DE AMORTIZACION BANCARIA					
N°	fechas	SALDO DE CAPITAL	INTERES	CAPITAL	DIVIDENDO
1	2	3	4	5	6
		Sub-total	7	8	9
(+) 0,5% Contribución para el financiamiento de la atención integral del cancer			10		
(A) Costo Total financiamiento préstamo bancario			11		

Datos y cálculos:

- (1) N°= Numero de cuotas a pagar
- (2) Fechas= Fechas de pago de cada cuota
- (3) Saldo financiado= Monto financiado (-) amortización de capital(5)
- (4) Interés= saldo de capital x tasa de interés x periodicidad de la tasa de interés (mensual, trimestral, semestral, anual)
- (5) Capital amortizado= dividendo (-) interés
- (6) Se aplica el tipo de amortización francés, con dividendos iguales

$$\text{Dividendo} = \text{capital} \left[\frac{i}{1 - (1 + i)^{-n}} \right]$$

- (7) Sumatoria de la carga financiera por intereses
- (8) Sumatoria del capital amortizado
- (9) Sumatoria de todos los dividendos
- (10) Monto financiado x 0.5%
- (11) Costo total financiamiento préstamo bancario

3) Evaluación del financiamiento mediante una emisión de obligaciones. Para evaluar el financiamiento mediante una emisión de obligaciones, se procedió a utilizar los gastos estimados para una emisión

de obligaciones presentados en la tabla 3, correspondientes a los costos para la emisión.

Gastos estimados para una emisión de obligaciones

Detalle de gastos	Proveedor del Servicio	% sobre monto
Estructurador financiero	Casa de valores	1,00%
Comisión de colocación (1)	Casa de valores	2,00%
Calificación de riesgo (2)	Calificadora de riesgos	0,47%
Representante de obligacionistas	Representante de obligacionistas	0,30%
Comisión	Bolsa de Valores	0,09%
Inscripción (3)	Bolsa de Valores	0,09%
Desmaterialización de valores	Decevale	0,05%
Agente pagador	Decevale	0,01%
Inscripción Catastro público		0,05%
Total Costo para la Emisión de Obligaciones		4.05%

Para obtener los costos totales del financiamiento mediante una emisión de obligaciones, se tomarán los datos correspondientes a la tasa de interés, plazo y periodicidad de los pagos que se indicaron anteriormente en la sección de recopilación y análisis de datos, los mismos servirán para elaborar la tabla de amortización respectiva.

TABLA DE AMORTIZACION Y COSTO DE LA EMISION DE OBLIGACIONES					
cupón	fechas	SALDO DE CAPITAL	INTERES	CAPITAL	DIVIDENDO (FLUJO)
1	2	3	4	5	6
		Sub-total	7	8	9
(+) Costos de estructuración			10		
(B) Costo total financiamiento emisión obligaciones			11		

Datos y cálculos:

(1) N°= Numero de cupones a pagar

- (2) Fechas= Fechas de pago de cada cupón
- (3) Saldo financiado= Monto emitido (-) amortización de capital(5)
- (4) Interés= saldo de capital x tasa de interés x periodicidad de la tasa de interés (mensual, trimestral, semestral, anual)
- (5) Capital amortizado= dividendo(flujos) (-) interés
- (6) Se aplica el tipo de amortización francés, con dividendos iguales

$$\text{Dividendo} = \text{capital} \left[\frac{i}{1 - (1 + i)^{-n}} \right]$$

- (7) Sumatoria de la carga financiera por intereses
- (8) Sumatoria del capital amortizado
- (9) Sumatoria de todos los dividendos(flujos)
- (10) Monto financiado x 4,05% (tabla 33)
- (11) Costo total financiamiento emisión de obligaciones

4) Comparación de los costos de financiamiento y determinación del ahorro en el costo financiero. Una vez que se han conocido los costos financieros con condiciones semejantes (monto y plazo) de ambas opciones de financiamiento, se puede cuantificar dichos costos para determinar el ahorro en el costo de financiamiento con terceros.

Costo de financiamiento	Segmento	US\$
Préstamo bancario	Productivo Pymes / Comercial Prioritario Pymes	(A)
Emisión de obligaciones		(B)
Ahorro financiero		Diferencia (A - B)

A continuación se detalla el flujo anual de los costos de financiamiento y el ahorro que existe para las sociedades pymes que elijan financiarse mediante la emisión de obligaciones.

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Total
Préstamo bancario	intereses+ contrib.solca	intereses	intereses	intereses	Σ costos
Emisión de obligaciones	intereses+costos de emision	intereses	intereses	intereses	Σ costos
Ahorro financiero	diferencia	diferencia	diferencia	diferencia	diferencia

4.5.4. Análisis de los estados financieros comparativos entre emisión de obligaciones y préstamos bancarios (caso real).

Para justificar la propuesta de la investigación, se procedió a realizar el análisis de los estados financieros de una compañía pymes que emitió obligaciones a partir del año 2010.

Los datos de las empresas que participan en el mercado de valores son públicos, razón por la cual se obtuvo la información de la compañía sujeto de análisis, desde la página web institucional de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, cuyos datos son los siguientes:

Datos Generales:

Nombre	RYC S.A.
Registro Único de contribuyentes	0990026394001
Domicilio principal	Guayaquil, Ecuador Urbanización Santa Leonor Av. Benjamín Rosales Mz 11 s4-7
Objeto Social	Importación, exportación, comercialización y alquiler de maquinarias y equipos camineros
Capital Autorizado	US \$ 30.000,00
Capital Suscrito y pagado	US\$ 15.000,00
Número de acciones	15.000 Acciones
Número de trabajadores-	57

Estrategia de financiamiento

El emisor RYC S.A compite desde 1981 a nivel nacional como distribuidor de mini cargadores y mini tractores de la marca BOBCAT de uso en los sectores agrícolas y de construcción. A partir del año 2008, ha

incorporado a su línea de productos maquinarias y repuestos de la marca JOHN DEERE utilizados por ingenios azucareros.

La empresa cerró el ejercicio 2009 con ingresos de US\$ 3.5 millones esperando alcanzar en el próximo año ventas cercanas a US \$ 4.0 millones. Aprovechando la creciente demanda que tiene su portafolio de productos por las condiciones de su entorno económico, RYC S.A. busca mediante su Primera emisión de títulos financiar un incremento de capital de trabajo que le permita acumular ingresos anuales superiores a US\$ 5.0 millones.

El financiamiento del crecimiento de RYC S.A. lo ha venido logrando a través de capital propio, el crédito de sus proveedores internacionales, pequeño financiamiento bancario y ahora que busca financiamiento a través del mercado de valores con su primera emisión de obligaciones por US\$ 1.00 millones de dólares. El 100% de la emisión de obligaciones objeto de análisis se utilizara para reactivar el capital de trabajo de la compañía.

Las políticas de inversión de RYC S.A. están orientadas principalmente hacia los activos productivos, así como a la inversión en capacitación y el desarrollo de sus productos propios.

Con la primera emisión de obligaciones, la estructura de capital de la empresa estará constituida por similar monto de deuda financiera –US\$ 1.19 millones- como de aportaciones patrimoniales – US\$ 1.27 millones- lo cual muestra un equilibrio entre ambas fuentes de fondos. Los pasivos con costo que en su mayoría son de largo plazo financian 34.8% del monto total de activos.

Los activos líquidos disponibles permiten cubrir adecuadamente los vencimientos corrientes de los pasivos.

Características de la primera emisión de obligaciones

Monto de la emisión	US \$ 1.000.000,00
Clase de emisión	Clase D
Plazo	1.440 días, base comercial 360/360
Junta General extraordinaria de accionistas aprobando la emisión de obligaciones	19 de Julio de 2010
Plazo	1.440 días, base comercial 360/360
Obligaciones	Al portador
Tasa de interés	8% fija anual
Forma de amortización y plazos	Amortización de capital e intereses: Trimestral
Tipo de Garantía	General
Sistema de colocación	Bursátil o extrabursátil
Tipo de emisión	Desmaterializada o materializada de acuerdo a las condiciones del mercado

El comité de calificación de Humbphreys s.a. le otorgo a los títulos la categoría de “A+” que corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen buena capacidad de pago de capital e intereses, en los términos y plazos pactados, pero que es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía.

El signo (+) indica la posibilidad de que la categoría asignada podrá subir hacia su inmediato superior.

La primera emisión de obligaciones de RYC S.A. conto con un resguardo adicional consistente en el Fideicomiso Mercantil Irrevocable

de Administración de flujo de fondos denominado “Fideicomiso Emisión de Obligaciones RYC”.

El fideicomiso tiene como finalidad servir como fuente de pago de las obligaciones, siendo las obligaciones los valores que emitió RYC S.A. como constituyente del fideicomiso.

El derecho de cobro corresponde a la totalidad de las cuentas por cobrar que se generó a favor de RYC S.A. ante los compradores, en virtud de las transacciones de compraventa de los productos derivados de las operaciones entre RYC S.A. y sus compradores.

4.5.4.1. Análisis de los estados financieros antes y después del financiamiento mediante emisión de obligaciones. Mediante el análisis a los estados financieros se desagrega en partes los estados financieros para conocer los elementos que lo integran para efectos de comparación.

Análisis estructural o método de porcentajes. Con el objetivo de expresar cada cuenta como un porcentaje de un subgrupo de cuentas o del total de las partidas que constituyen el estado financiero, se analizaron las cifras de la compañía RYC S.A., que emitió obligaciones por primera vez en el ejercicio 2010, por ende, se analizó información de periodos anteriores (2007-2009) y periodos posteriores (2010-2014) a la emisión de obligaciones.

Análisis de tendencias porcentajes. Con el objetivo de determinar las tendencias de un subgrupo de cuentas o del total de las partidas que constituyen el estado financiero, se analizaron las cifras de la compañía RYC S.A., que emitió obligaciones por primera vez en el ejercicio 2010, por ende, se analizó información de periodos anteriores (2007-2009) y periodos posteriores (2010-2014) a la emisión de obligaciones.

RYC S.A. Estados financieros Comparativos	Antes de emitir Obligaciones						Posterior a la emisión de Obligaciones					
							I EO (Sep-2010)		II EO (Ene-2013)			
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014				
Estado de Resultados												
Ingresos	3.714.539,00 100%	4.825.084,00 100%	3.493.698,00 100%	3.009.832,00 100%	3.177.031,00 100%	4.252.502,00 100%	4.363.056,00 100%	4.168.737,00 100%				
Costo de ventas	2.726.824,00 73%	3.558.615,00 74%	2.321.151,00 66%	1.832.802,00 61%	1.873.942,00 59%	2.722.776,00 64%	2.697.770,00 62%	2.663.290,00 64%				
Utilidad bruta	987.715,00 27%	1.266.469,00 26%	1.172.547,00 34%	1.177.030,00 39%	1.303.089,00 41%	1.529.726,00 36%	1.665.286,00 38%	1.505.447,00 36%				
Gastos administrativos y ventas	999.883,00 27%	1.273.399,00 26%	1.108.191,00 32%	1.053.564,00 35%	1.150.974,00 36%	1.383.111,00 33%	1.461.317,00 33%	1.236.734,00 30%				
Utilidad Operativa	-12.168,00 0%	-6.930,00 0%	64.356,00 2%	123.466,00 4%	152.115,00 5%	146.615,00 3%	203.969,00 5%	268.713,00 6%				
Gastos financieros	0,00 0%	0,00 0%	76.465,00 2%	104.424,00 3%	108.820,00 3%	90.796,00 2%	151.597,00 3%	116.504,00 3%				
Otros ingresos (egresos) netos	52.418,00 1%	66.302,00 1%	36.162,00 1%	31.503,00 1%	8.476,00 0%	19.864,00 0%	64.028,00 1%	0,00 0%				
Utilidad antes de pago Impuestos y Particip.	40.250,00 1%	59.372,00 1%	24.053,00 1%	50.545,00 2%	51.771,00 2%	75.683,00 2%	116.400,00 3%	152.209,00 4%				
Participación empleados	6.038,00 0%	8.906,00 0%	3.608,00 0%	7.582,00 0%	7.766,00 0%	11.352,00 0%	17.460,00 0%	22.831,00 1%				
Impuesto a la Renta	10.193,00 0%	9.569,00 0%	5.268,00 0%	31.465,00 1%	29.735,00 1%	31.908,00 1%	37.111,00 1%	45.278,00 1%				
Utilidad Neta	24.019,00 1%	40.897,00 1%	15.177,00 0%	11.498,00 0%	14.270,00 0%	32.423,00 1%	61.829,00 1%	84.100,00 2%				
EBITDA	52.427,00	65.823,00	173.782,38	236.474,83	267.458,39	175.854,00	231.409,33	300.217,00				
Índices de rentabilidad												
Margen bruto	26,59%	26,25%	33,56%	39,11%	41,02%	35,97%	38,17%	36,11%				
Margen operativo	-0,33%	-0,14%	1,84%	4,10%	4,79%	3,45%	4,67%	6,45%				
Margen neto	0,65%	0,85%	0,43%	0,38%	0,45%	0,76%	1,42%	2,02%				
Margen EBITDA	1,41%	1,36%	4,97%	7,86%	8,42%	4,14%	5,30%	7,20%				
Rentabilidad sobre activos	38,78%	40,04%	42,02%	45,08%	44,62%	52,74%	56,59%	49,72%				
Rendimiento sobre la inversión (ROA)	0,94%	1,29%	0,54%	0,44%	0,49%	1,12%	2,10%	2,78%				
Rentabilidad sobre el patrimonio (ROE)	5,20%	3,75%	1,33%	1,00%	1,22%	2,69%	4,88%	6,24%				
Índices de Cobertura												
Gastos financieros/ventas	0,00%	0,00%	2,19%	3,47%	3,43%	2,14%	3,47%	2,79%				
Utilidad neta/gastos financieros			19,85%	11,01%	13,11%	35,71%	40,79%	72,19%				

Figura 39. Análisis de Estado de Resultados Ryc s.a. periodos 2007-2014
Adaptado por: González Lenin

RYC S.A. Estados financieros Comparativos	Antes de emitir Obligaciones						Posterior a la emisión de Obligaciones									
	2007		2008		2009		I EO (Sep-2010)		II EO (Ene-2013)		2014					
Estado de Situación Financiera																
Caja y equivalentes de efectivo	129.769,00	6%	130.731,00	5%	168.330,55	7%	376.098,22	21%	187.941,40	7%	181.150,00	7%	198.443,00	8%	332.855,00	14%
Deudores	520.931,00	24%	692.468,00	26%	417.892,79	17%	290.765,37	17%	266.688,35	10%	566.046,00	21%	378.548,00	16%	626.961,00	27%
Existencias	982.635,00	46%	916.546,00	34%	1.066.875,55	43%	772.797,74	44%	1.480.505,84	54%	1.402.306,73	52%	1.388.423,00	59%	1.243.375,00	53%
Otros Activos Corrientes	509.404,00	24%	950.005,00	35%	832.404,15	33%	321.976,41	18%	808.807,50	29%	572.151,00	21%	396.561,00	17%	153.671,00	7%
Total Activos Corrientes	2.142.739,00	100%	2.689.750,00	100%	2.485.503,04	100%	1.761.637,74	100%	2.743.943,09	100%	2.721.653,73	100%	2.361.975,00	100%	2.356.862,00	100%
Activo Fijo	332.053,00	82%	402.230,00	85%	206.431,83	68%	106.553,06	13%	165.029,05	93%	167.744,45	94%	189.860,71	33%	200.418,00	30%
Otros Activos No Corrientes	72.318,00	18%	71.336,00	15%	98.630,21	32%	742.672,50	87%	11.552,19	7%	10.889,00	6%	390.689,00	67%	470.700,00	70%
Total Activos No Corrientes	404.371,00	100%	473.566,00	100%	305.062,04	100%	849.225,56	100%	176.581,24	100%	178.633,45	100%	580.549,71	100%	671.118,00	100%
ACTIVOS TOTALES	2.547.110,00	100%	3.163.316,00	100%	2.790.565,08	100%	2.610.863,30	100%	2.920.524,33	100%	2.900.287,18	100%	2.942.524,71	100%	3.027.980,00	100%
Pasivo financiero C/P	219.988,00	32%	277.991,00	21%	282.014,61	27%	132.700,70	34%	304.637,85	49%	278.767,14	44%	138.828,30	42%	236.907,00	50%
Pasivos con proveedores	264.195,00	38%	538.305,00	40%	520.831,02	50%	69.406,94	18%	175.564,17	28%	187.294,86	30%	51.360,00	16%	34.063,00	7%
Otros pasivos corrientes	203.186,00	30%	526.530,00	39%	244.257,88	23%	193.798,94	49%	141.986,15	23%	166.710,00	26%	137.647,00	42%	204.008,00	43%
Total Pasivos Corrientes	687.369,00	100%	1.342.826,00	100%	1.047.103,51	100%	395.906,58	100%	622.188,17	100%	632.772,00	100%	327.835,30	100%	474.978,00	100%
Pasivo financiero L/P	297.000,00	21%	0,00	0%	52.752,15	9%	1.001.138,84	94%	750.000,00	67%	556.826,66	52%	1.144.591,00	85%	920.335,00	76%
Otros pasivos No corrientes	1.100.845,00	79%	731.340,00	100%	550.113,75	91%	61.722,40	6%	375.838,30	33%	506.049,17	48%	203.746,00	15%	284.304,00	24%
Total Pasivos No Corrientes	1.397.845,00	100%	731.340,00	100%	602.865,90	100%	1.062.861,24	100%	1.125.838,30	100%	1.062.875,83	100%	1.348.337,00	100%	1.204.639,00	100%
PASIVOS TOTALES	2.085.214,00	82%	2.074.166,00	66%	1.649.969,41	59%	1.458.767,82	56%	1.748.026,47	60%	1.695.647,83	58%	1.676.172,30	57%	1.679.617,00	55%
Patrimonio	461.896,00	100%	1.089.150,00	100%	1.140.595,67	100%	1.152.095,48	100%	1.172.497,86	100%	1.204.639,35	100%	1.266.352,41	100%	1.348.363,00	100%
PATRIMONIO TOTAL	461.896,00	100%	1.089.150,00	100%	1.140.595,67	100%	1.152.095,48	100%	1.172.497,86	100%	1.204.639,35	100%	1.266.352,41	100%	1.348.363,00	100%
TOTAL PASIVO + PATRIMONIO	2.547.110,00	100%	3.163.316,00	100%	2.790.565,08	100%	2.610.863,30	100%	2.920.524,33	100%	2.900.287,18	100%	2.942.524,71	100%	3.027.980,00	100%
Índices de Liquidez																
Índice de solvencia (AC/PC)	3,12		2,00		2,37		4,45		4,41		4,30		7,20		4,96	
Prueba acida(AC-I/PC)	1,69		1,32		1,35		2,50		2,03		2,09		2,97		2,34	
Capital de trabajo (AC-PC)	1.455.370,00		1.346.924,00		1.438.399,53		1.365.731,16		2.121.754,92		2.088.881,73		2.034.139,70		1.881.884,00	
Capital de trabajo/ventas	0,39		0,28		0,41		0,45		0,67		0,49		0,47		0,45	
Índices de Endeudamiento																
Índice de endeudamiento (PT/AT)	82%		66%		59%		56%		60%		58%		57%		55%	
Autonomía (PT/PAT)	451%		190%		145%		127%		149%		141%		132%		125%	
Deuda financiera /patrimonio	112%		26%		29%		98%		90%		69%		101%		86%	
Deuda financiera /activo	20%		9%		12%		43%		36%		29%		44%		38%	

Figura 40. Análisis de Estados Situación financiera Ryc s.a. periodos 2007-2014

Adaptado por: González Lenin

RYC S.A. Estados financieros Comparativos Estado de Resultados	Análisis de tendencias									
	2009/2010		2010/2011		2011/2012		2012/2013		2013/2014	
	absoluta	%	absoluta	%	absoluta	%	absoluta	%	absoluta	%
Ingresos	-483.866,00	-14%	167.199,00	6%	1.075.471,00	34%	110.554,00	3%	-194.319,00	-4%
Costo de ventas	-488.349,00	-21%	41.140,00	2%	848.834,00	45%	-25.006,00	-1%	-34.480,00	-1%
Utilidad bruta	4.483,00	0%	126.059,00	11%	226.637,00	17%	135.560,00	9%	-159.839,00	-10%
Gastos administrativos y ventas	-54.627,00	-5%	97.410,00	9%	232.137,00	20%	78.206,00	6%	-224.583,00	-15%
Utilidad Operativa	59.110,00	92%	28.649,00	23%	-5.500,00	-4%	57.354,00	39%	64.744,00	32%
Gastos financieros	27.959,00	37%	4.396,00	4%	-18.024,00	-17%	60.801,00	67%	-35.093,00	-23%
Otros ingresos (egresos) netos	-4.659,00	-13%	-23.027,00	-73%	11.388,00	134%	44.164,00	222%	-64.028,00	-100%
Utilidad antes de pago Impuestos y Particip.	26.492,00	110%	1.226,00	2%	23.912,00	46%	40.717,00	54%	35.809,00	31%
Participación empleados	3.974,00	110%	184,00	2%	3.586,00	46%	6.108,00	54%	5.371,00	31%
Impuesto a la Renta	26.197,00	497%	-1.730,00	-5%	2.173,00	7%	5.203,00	16%	8.167,00	22%
Utilidad Neta	-3.679,00	-24%	2.772,00	24%	18.153,00	127%	29.406,00	91%	22.271,00	36%

Figura 41. Análisis de tendencia Estados de Resultados Ryc s.a. periodos 2010-2014

Adaptado por: González Lenin

RYC S.A. Estados financieros Comparativos Estado de Situación Financiera	Análisis de tendencias									
	2009/2010		2010/2011		2011/2012		2012/2013		2013/2014	
	absoluta	%	absoluta	%	absoluta	%	absoluta	%	absoluta	%
Caja y equivalentes de efectivo	207.767,67	123%	-188.156,82	-50%	-6.791,40	-4%	17.293,00	10%	134.412,00	68%
Deudores	-127.127,42	-30%	-24.077,02	-8%	299.357,65	112%	-187.498,00	-33%	248.413,00	66%
Existencias	-294.077,81	-28%	707.708,10	92%	-78.199,11	-5%	-13.883,73	-1%	-145.048,00	-10%
Otros Activos Corrientes	-510.427,74	-61%	486.831,09	151%	-236.656,50	-29%	-175.590,00	-31%	-242.890,00	-61%
Total Activos Corrientes	-723.865,30	-29%	982.305,35	56%	-22.289,36	-1%	-359.678,73	-13%	-5.113,00	0%
Activo Fijo	-99.878,77	-48%	58.475,99	55%	2.715,40	2%	22.116,26	13%	10.557,29	6%
Otros Activos No Corrientes	644.042,29	653%	-731.120,31	-98%	-663,19	-6%	379.800,00	3488%	80.011,00	20%
Total Activos No Corrientes	544.163,52	178%	-672.644,32	-79%	2.052,21	1%	401.916,26	225%	90.568,29	16%
ACTIVOS TOTALES	-179.701,78	-6%	309.661,03	12%	-20.237,15	-1%	42.237,53	1%	85.455,29	3%
Pasivo financiero C/P	-149.313,91	-53%	171.937,15	130%	-25.870,71	-8%	-139.938,84	-50%	98.078,70	71%
Pasivos con proveedores	-451.424,08	-87%	106.157,23	153%	11.730,69	7%	-135.934,86	-73%	-17.297,00	-34%
Otros pasivos corrientes	-50.458,94	-21%	-51.812,79	-27%	24.723,85	17%	-29.063,00	-17%	66.361,00	48%
Total Pasivos Corrientes	-651.196,93	-62%	226.281,59	57%	10.583,83	2%	-304.936,70	-48%	147.142,70	45%
Pasivo financiero L/P	948.386,69	1798%	-251.138,84	-25%	-193.173,34	-26%	587.764,34	106%	-224.256,00	-20%
Otros pasivos No corrientes	-488.391,35	-89%	314.115,90	509%	130.210,87	35%	-302.303,17	-60%	80.558,00	40%
Total Pasivos No Corrientes	459.995,34	76%	62.977,06	6%	-62.962,47	-6%	285.461,17	27%	-143.698,00	-11%
PASIVOS TOTALES	-191.201,59	-12%	289.258,65	20%	-52.378,64	-3%	-19.475,53	-1%	3.444,70	0,21%
Patrimonio	11.499,81	1%	20.402,38	2%	32.141,49	3%	61.713,06	5%	82.010,59	6%
PATRIMONIO TOTAL	11.499,81	1%	20.402,38	2%	32.141,49	3%	61.713,06	5%	82.010,59	6%
TOTAL PASIVO + PATRIMONIO	-179.701,78	-6%	309.661,03	12%	-20.237,15	-1%	42.237,53	1%	85.455,29	3%

Figura 42. Análisis de tendencias Estados Situación financiera Ryc s.a. periodos 2010-2014
Adaptado por: González Lenin

Resultados, Rentabilidad y Eficiencia.

La compañía RYC S.A. presenta un nivel de ingresos creciente en el periodo 2007-2014 registrando ventas por US\$ 3.7 millones en el 2007 hasta acumular ingresos de US\$ 4.1 millones al término del año 2014. En el periodo 2010 el emisor muestra una caída en sus ingresos en promedio del 6%, tal reducción fue producto de menores ventas en la línea de repuestos y talleres, lo cual guarda relación con la disminución de las importaciones de bienes de capital evidenciada en esos años. En el año 2012 experimentó una recuperación de sus ingresos al alcanzar un monto de \$ 4.2 millones equivalente al 34% de incremento resultado del fortalecimiento de la economía ecuatoriana que mostró uno de los crecimientos más altos de América Latina, además del incentivo que le dio el gobierno al sector agrícola en ese año. En el 2013, el monto de ingresos fue de US\$ 4.36, millones manteniéndolo sin mayor variación en relación con el año anterior, -debido a la desaceleración de la economía ecuatoriana- sin embargo logró incrementarlos en 3%. En el 2014 los ingresos por la venta de sus productos y servicios fue de US\$ 4.36 millones, equivalente a una disminución del 4 % de las ventas obtenidas en el 2013.

Los ingresos de la Compañía provienen de sus cuatro divisiones de negocios los que tienen una participación sobre el ingreso de 25% Repuestos, 59 % Equipos, 15 % Servicios Taller, y 1 %Caña de Azúcar.

Entre los años 2007-2009 el costo de ventas tuvo una participación promedio del 71%, descendiendo a 62 % en promedio en el periodo 2010-2014, tal comportamiento se ha visto reflejado en el margen bruto con una tendencia creciente iniciada en el 2009 hasta el 2011 y decreciendo en los tres últimos años. De la misma manera el margen operativo muestra una tendencia creciente hasta el año 2011 alcanzando un margen de 4.79 %. En el 2012 una mayor participación del costo de ventas se reflejó tanto en el margen bruto como en el operativo al descender este último a 3.45 %,

sin embargo no fue significativo gracias a las estrategias adoptada por la compañía en la optimización de sus recursos con una menor participación de los gastos operativos sobre el ingreso. A pesar que en el 2013 no se observó un crecimiento significativo en las ventas, (2.6 %) el costo de ventas decreció en 0.92 %, lo que dio lugar a una utilidad bruta de US\$ 1.67, millones, 10 % mayor a la obtenida en el año anterior. Con una eficiencia en el uso de sus recursos, la utilidad operativa también experimentó un crecimiento del 39 % al pasar de US\$ 146.62 mil a US\$ 203.97 mil. En 2014 se observaron ingresos por US\$ 4.17 millones con participación de 64.73 % del costo de ventas, la utilidad bruta alcanzó un monto de US\$ 1.5 millones equivalente a un margen de 36 %. Con gastos operativos del orden de 29.5 % la utilidad operacional estuvo en un monto de US\$ 268 mil con margen operativo de 6 %.

El EBITDA por su parte, muestra una tendencia creciente en el periodo 2009-2011 con un monto promedio de US\$ 226 mil, para descender a US\$ 175.85 mil en el año 2012 producto tanto de una disminución de la utilidad operacional como del monto de depreciación. A diciembre de 2013 se registra un incremento a US\$ 231 mil con margen de 5.30 % producto de un mayor margen operativo, finalmente en 2014 el monto EBITDA presentado fue de US\$ 300.21 mil con un margen que asciende a 7.20 %.

Estructura de Activos.

Al cierre del ejercicio económico 2013, La compañía RYC S.A. acumuló un monto de activos por US\$ 2.94 millones compuesto por 80 % de activos corrientes US\$ 2.36 millones y 20 % de activos no corrientes US\$ 580.55 mil. A Diciembre de 2014 los activos ascienden a US\$ 3.02 millones compuesto en 78 % corriente equivalente a US\$ 2.35 millones y 22 % no corriente igual a US\$ 671 mil. A su vez el activo corrientes estuvo compuesto de US\$ 332.86 mil activos de alta liquidez, US\$ 626.96 mil

cuentas por cobrar clientes, US\$ 1.24 millones inventarios y otros activos corrientes por US\$ 153 mil. El activo no corriente se compone de US\$ 200.41 mil de propiedad planta y equipo; US\$ 458.13 mil compañías relacionadas y varios por US\$ 12.55 mil.

Estructura de Financiamiento.

El pasivo total no muestra mayor variación, US\$ 1,69 millones en el 2012 y US\$ 1.67 millones al 2013. A Diciembre de 2014 el pasivo alcanza un monto de US\$ 1.67 millones, mostrando un incremento del 0.21%, a causa del incremento en el 45% de las obligaciones corrientes y una disminución del 11% de largo plazo.

El pasivo con costo financia el 38% del activo total de la empresa que en su mayoría es de largo plazo. A diciembre de 2013 el capital social de la Empresa se mantiene en un monto de US\$ 15 mil mostrando un patrimonio creciente a lo largo de los años analizados.

El patrimonio neto del Emisor refleja un incremento del 5%, en relación al año 2012 al pasar de US\$ 1.20 millones a US\$ 1.27. Los pasivos con costo de la Empresa alcanzan una relación de 0.86 con respecto a su patrimonio, manteniendo niveles similares en los últimos cinco años con excepción del año 2012 en el que cayó a 0.7 a causa de una disminución de sus pasivos con costo en el 34 % y un incremento de su patrimonio en 3 %. Esto demuestra que el Emisor se apalanca tanto con recursos propios como de terceros.

Liquidez.

La Compañía generalmente mantiene un nivel de liquidez alto, debido a una concentración importante en los inventarios, al 2013 este índice fue de 7.20, resultado de una disminución del pasivo corriente en el 48 % manteniendo un monto elevado en inventarios.

A Diciembre de 2014 el ratio fue de 4.96, el capital de trabajo comercial fue 0.45 veces sus ingresos, es decir que puede manejar su operación comercial con el 45% de sus ingresos.

Cobertura.

La cobertura de los gastos financieros muestra una tendencia al alza a partir del año 2012, pasando del 35% en el 2012, al 40% en el 2013, finalmente se ubicó en el 72% en el 2014. Lo cual demuestra la capacidad de la empresa para absorber los intereses de su deuda.

En el 2013 los gastos financieros tuvieron una variación del 3% en relación con el año anterior producto de una segunda emisión de obligaciones

4.5.4.2. Determinación del ahorro del costo financiero comparando el financiamiento mediante emisión de obligaciones y financiamiento bancario. Se analizaron las cifras de la compañía RYC S.A., que emitió obligaciones por primera vez en el ejercicio 2010, por ende, se comparó la información de los costos financieros de los periodos posteriores a la emisión de obligaciones (2010-2014), con la finalidad de cuantificar el ahorro en el costo financiero que obtuvo esta compañía al utilizar el instrumento de emisión de obligaciones en lugar del financiamiento bancario.

a) Cuantificación del costo de financiamiento bancario. A continuación se presentan las condiciones particulares del crédito. La tasa de interés es la misma que la empresa había obtenido por créditos vigentes a la fecha de la emisión de obligaciones, con lo cual se conocerán los costos financiero si la compañía hubiese elegido el financiamiento bancario en lugar del financiamiento mediante emisión de obligaciones, durante el plazo de la operación de financiamiento.

Tabla 34:

Condiciones de crédito con instituciones financieras

Condiciones particulares	
Nominal	\$ 1.000.000,00
Tasa activa efectiva referencial	11,20%
Plazo anual	4
Amortización de capital	Trimestral
Amortización interés	Trimestral
Dividendo	\$ 78.398,60
Nº dividendos	16

Fuente: Estados financieros Auditados RYC S.A.

Adaptado por: González Lenin

TABLA DE AMORTIZACION BANCARIA					
Nº	fechas	SALDO DE CAPITAL	INTERES	CAPITAL	DIVIDENDO
-	01/10/2010	1,000,000.00			
1	30/12/2010	949,601.40	28,000.00	50,398.60	\$ 78,398.60
2	30/03/2011	897,791.64	26,588.84	51,809.76	\$ 78,398.60
3	28/06/2011	844,531.20	25,138.17	53,260.43	\$ 78,398.60
4	26/09/2011	789,779.48	23,646.87	54,751.73	\$ 78,398.60
5	25/12/2011	733,494.70	22,113.83	56,284.77	\$ 78,398.60
6	24/03/2012	675,633.96	20,537.85	57,860.75	\$ 78,398.60
7	22/06/2012	616,153.11	18,917.75	59,480.85	\$ 78,398.60
8	20/09/2012	555,006.79	17,252.29	61,146.31	\$ 78,398.60
9	19/12/2012	492,148.38	15,540.19	62,858.41	\$ 78,398.60
10	19/03/2013	427,529.94	13,780.15	64,618.45	\$ 78,398.60
11	17/06/2013	361,102.18	11,970.84	66,427.76	\$ 78,398.60
12	15/09/2013	292,814.44	10,110.86	68,287.74	\$ 78,398.60
13	14/12/2013	222,614.64	8,198.80	70,199.80	\$ 78,398.60
14	14/03/2014	150,449.25	6,233.21	72,165.39	\$ 78,398.60
15	12/06/2014	76,263.23	4,212.58	74,186.02	\$ 78,398.60
16	10/09/2014	(0.00)	2,135.37	76,263.23	\$ 78,398.60
		Total	254,377.60	1,000,000.00	1,254,377.60

Figura 43. Tabla de amortización de créditos otorgados por instituciones financieras.

Adaptado por: González Lenin

El costo del financiamiento de \$1.000.000 por los 4 años de plazo, a una tasa activa efectiva referencial del 11,20% para el segmento de crédito de la pymes asciende a \$ 254.377,60

b) Cuantificación del costo de financiamiento de instrumentar la emisión de obligaciones. Para conocer los costos de instrumentar la primera emisión de obligaciones de la compañía RYC S.A., se tomaron los datos del prospecto de oferta pública publicada por la compañía, para la negociación de las obligaciones.

Tabla 35:

Gastos de la primera emisión de obligaciones RYC S.A.

Detalle de gastos	Proveedor del Servicio	% sobre monto	Gastos
Estructurador financiero	Casa de valores	0,10%	\$ 1.000,00
Comisión de colocación (1)	Casa de valores	2,00%	\$ 20.000,00
Calificación de riesgo (2)	Calificadora de riesgos	1,40%	\$ 14.000,00
Representante de obligacionistas	Representante de obligacionistas	0,56%	\$ 5.600,00
Comisión	Bolsa de Valores	0,09%	\$ 900,00
Inscripción (3)	Bolsa de Valores	0,05%	\$ 500,00
Desmaterialización de valores	Decevale	0,06%	\$ 600,00
Gastos notariales y publicaciones en diarios		0,35%	\$ 3.500,00
Estructuración, administración y liquidación de fideicomiso		0,81%	\$ 8.100,00
Total Costo para la Emisión de Obligaciones		5.42%	\$ 54.200,00

Fuente: Prospecto de Oferta Pública Primera emisión de Obligaciones RYC S.A

Adaptado por: González Lenin

Cabe mencionar que los costos del estructurador financiero y comisión de colocación depende de los valores acordados con las casas de valores contratadas para llevar a cabo este proceso, sin embargo,

estas no varían considerablemente, puesto que al ser un mercado pequeño, la mayoría de casas de valores estipulan costos similares.

Comparando estos costos de emisión vs los costos de emisión de la propuesta de la investigación, podemos notar que los costos de emisión de RYC S.A. fueron más elevados específicamente por la estructuración, administración y liquidación del fideicomiso constituido como resguardo adicional a la garantía general presentada por la empresa. Mucho tiene que ver esto con la calificación recibida “A+”, ya que los costos de emisión de la propuesta corresponden a empresas con calificación “AA” que no necesitaron un garantía adicional.

En la tabla que se presenta a continuación, se detallarán las características de la primera emisión de obligaciones acorde al prospecto de oferta pública.

Tabla 36:

Características de la Emisión de Obligaciones \$1.000.000,00

Características	
Monto Nominal	\$ 1.000.000,00
Tasa	8,00%
Plazo anual	4
Amortización de capital	Trimestral
Amortización interés	Trimestral
Dividendo	\$62.500,00
N° cupones	16

Fuente: Prospecto de Oferta Pública Primera emisión de Obligaciones RYC S.A

Adaptado por: González Lenin

Con los datos de las características de la primera emisión de obligaciones, se obtuvieron los costos financieros totales de esta emisión:

TABLA DE AMORTIZACION Y COSTO DE LA EMISION DE OBLIGACIONES					
cupón	fechas	SALDO DE CAPITAL	INTERES	CAPITAL	FLUJO
-	01/10/2010	1,000,000.00			
1	30/12/2010	937,500.00	18,750.00	62,500.00	81,250.00
2	30/03/2011	875,000.00	17,578.13	62,500.00	80,078.13
3	28/06/2011	812,500.00	16,406.25	62,500.00	78,906.25
4	26/09/2011	750,000.00	15,234.38	62,500.00	77,734.38
5	25/12/2011	687,500.00	14,062.50	62,500.00	76,562.50
6	24/03/2012	625,000.00	12,890.63	62,500.00	75,390.63
7	22/06/2012	562,500.00	11,718.75	62,500.00	74,218.75
8	20/09/2012	500,000.00	10,546.88	62,500.00	73,046.88
9	19/12/2012	437,500.00	9,375.00	62,500.00	71,875.00
10	19/03/2013	375,000.00	8,203.13	62,500.00	70,703.13
11	17/06/2013	312,500.00	7,031.25	62,500.00	69,531.25
12	15/09/2013	250,000.00	5,859.38	62,500.00	68,359.38
13	14/12/2013	187,500.00	4,687.50	62,500.00	67,187.50
14	14/03/2014	125,000.00	3,515.63	62,500.00	66,015.63
15	12/06/2014	62,500.00	2,343.75	62,500.00	64,843.75
16	10/09/2014	-	1,171.88	62,500.00	63,671.88
		Sub-total	159,375.00	1,000,000.00	1,159,375.00
		(+) Costos de estructuración	54,200.00		
		Costo Total	\$ 213,575.00		

Figura 44. Tabla de amortización y costos de una emisión de obligaciones \$1.000.000,00

Adaptado por: González Lenin

El costo del financiamiento de \$1.000.000 por los 4 años de plazo, a una tasa del 8% para esta emisión de obligaciones ascendió a \$ 213.575,00

c) Determinación del ahorro del costo de financiamiento.

Conocidos los costos financieros de ambas opciones de financiamiento, se pudo realizar el análisis comparativo, para determinar el ahorro neto que existió al elegir la opción más ventajosa.

A continuación se detalla el flujo anual de los costos de financiamiento y el ahorro que existió para la empresa RYC S.A., la cual prefirió financiarse mediante la emisión de obligaciones.

Costo de financiamiento	2010	2011	2012	2013	2014	Total
Préstamo bancario	28,000.00	97,487.70	72,248.08	44,060.66	12,581.16	254,377.60
Emisión de obligaciones	55,550.00	68,481.25	49,731.25	30,981.25	8,831.25	213,575.00
Ahorro financiero	(27,550.00)	29,006.45	22,516.83	13,079.41	3,749.91	40,802.60

Figura 45. Ahorro financiero crédito productivo pymes vs emisión de obligaciones.

Adaptado por: González Lenin

El ahorro en el costo del financiamiento de \$1.000.000 por los 4 años de plazo, utilizando el instrumento financiero de emisión de obligaciones ascendió a \$ 40.802,60

4.5.4.3. Análisis del impacto del ahorro del costo financiero en el Estado de Resultados. Con el objetivo de analizar el impacto del costo financiero en los estados financieros de la compañía RYC S.A. financiada mediante emisión de obligaciones a partir del año 2010 vs el costo financiero si se hubiese financiado mediante préstamos bancarios durante el mismo periodo.

El financiamiento de RYC S.A. lo ha venido logrando a través de capital propio, el crédito de sus proveedores internacionales, pequeño financiamiento bancario y en el año 2010 busco financiamiento a través del Mercado de Valores con su primera emisión de Obligaciones por US \$ 1.000.000,00 de dólares. El 100% de la emisión de obligaciones objeto de análisis se utilizó para reactivar el capital de trabajo de la compañía.

Para realizar el análisis comparativo de los costos financieros de ambas opciones, se utilizaron los valores del ahorro en el costo financiero calculado anteriormente, con lo cual varían los valores de la utilidad antes de pago de impuestos y participación, ya que al disminuir paulatinamente los costos financieros, esto repercute en una mayor utilidad, por ende también se obtendría una mayor participación de empleados sobre las utilidades y un mayor impuesto a la renta por pagar a la administración tributaria.

RYC S.A. Estados financieros Comparativos	Financiamiento mediante la emisión de Obligaciones									
	I EO (Sep-2010)					II EO (Ene-2013)				
	2010		2011		2012		2013		2014	
Estado de Resultados										
Ingresos	3.009.832,00	100%	3.177.031,00	100%	4.252.502,00	100%	4.363.056,00	100%	4.168.737,00	100%
Costo de ventas	1.832.802,00	61%	1.873.942,00	59%	2.722.776,00	64%	2.697.770,00	62%	2.663.290,00	64%
Utilidad bruta	1.177.030,00	39%	1.303.089,00	41%	1.529.726,00	36%	1.665.286,00	38%	1.505.447,00	36%
Gastos administrativos y ventas	1.053.564,00	35%	1.150.974,00	36%	1.383.111,00	33%	1.461.317,00	33%	1.236.734,00	30%
Utilidad Operativa	123.466,00	4%	152.115,00	5%	146.615,00	3%	203.969,00	5%	268.713,00	6%
Gastos financieros	104.424,00	3%	108.820,00	3%	90.796,00	2%	151.597,00	3%	116.504,00	3%
Otros ingresos (egresos) netos	31.503,00	1%	8.476,00	0%	19.864,00	0%	64.028,00	1%	0,00	0%
Utilidad antes de pago Impuestos y Particip.	50.545,00	2%	51.771,00	2%	75.683,00	2%	116.400,00	3%	152.209,00	4%
Participación empleados	7.582,00	0%	7.766,00	0%	11.352,00	0%	17.460,00	0%	22.831,00	1%
Impuesto a la Renta	31.465,00	1%	29.735,00	1%	31.908,00	1%	37.111,00	1%	45.278,00	1%
Utilidad Neta	11.498,00	0%	14.270,00	0%	32.423,00	1%	61.829,00	1%	84.100,00	2%
Índices de rentabilidad										
Margen bruto	39,11%		41,02%		35,97%		38,17%		36,11%	
Margen operativo	4,10%		4,79%		3,45%		4,67%		6,45%	
Margen neto	0,38%		0,45%		0,76%		1,42%		2,02%	

RYC S.A. Estados financieros Comparativos	Financiamiento Bancario									
	2010		2011		2012		2013		2014	
	Estado de Resultados									
Ingresos	3.009.832,00	100%	3.177.031,00	100%	4.252.502,00	100%	4.363.056,00	100%	4.168.737,00	100%
Costo de ventas	1.832.802,00	61%	1.873.942,00	59%	2.722.776,00	64%	2.697.770,00	62%	2.663.290,00	64%
Utilidad bruta	1.177.030,00	39%	1.303.089,00	41%	1.529.726,00	36%	1.665.286,00	38%	1.505.447,00	36%
Gastos administrativos y ventas	1.053.564,00	35%	1.150.974,00	36%	1.383.111,00	33%	1.461.317,00	33%	1.236.734,00	30%
Utilidad Operativa	123.466,00	4%	152.115,00	5%	146.615,00	3%	203.969,00	5%	268.713,00	6%
Gastos financieros	76.874,00	3%	137.826,45	4%	113.312,83	3%	164.676,41	4%	120.253,91	3%
Otros ingresos (egresos) netos	31.503,00	1%	8.476,00	0%	19.864,00	0%	64.028,00	1%	0,00	0%
Utilidad antes de pago Impuestos y Particip.	78.095,00	3%	22.764,55	1%	53.166,17	1%	103.320,59	2%	148.459,09	4%
Participación empleados	11.714,25	0%	3.414,68	0%	7.974,93	0%	15.498,09	0%	22.268,86	1%
Impuesto a la Renta	38.352,50	1%	22.773,45	1%	26.729,13	1%	34.233,53	1%	44.453,02	1%
Utilidad Neta	28.028,25	1%	-3.423,59	0%	18.462,12	0%	53.588,97	1%	81.737,21	2%
Índices de rentabilidad										
Margen bruto	39,11%		41,02%		35,97%		38,17%		36,11%	
Margen operativo	4,10%		4,79%		3,45%		4,67%		6,45%	
Margen neto	0,93%		-0,11%		0,43%		1,23%		1,96%	

Variación:	2010		2011		2012		2013		2014	
Gastos financieros	27.550,00	26%	(29.006,45)	-27%	(22.516,83)	-25%	(13.079,41)	-9%	(3.749,91)	-3%
Participación empleados	(4.132,25)	-55%	4.351,32	56%	3.377,07	30%	1.961,91	11%	562,14	2%
Impuesto a la Renta	(6.887,50)	-22%	6.961,55	23%	5.178,87	16%	2.877,47	8%	824,98	2%
Utilidad Neta	(16.530,25)	-144%	17.693,59	124%	13.960,88	43%	8.240,03	13%	2.362,79	3%

Figura 46. Análisis comparativo de Estado de Resultados Ryc s.a. periodos 2010-2014

Adaptado por: González Lenin

Durante los 4 años que duro el financiamiento de \$1.000.000 mediante la primera emisión de obligaciones, la empresa tuvo un ahorro acumulado en el costo financiero de \$ 40.802,60 que representa una disminución del 7,13%. Este ahorro tuvo un impacto positivo en la participación de utilidades de \$6.120,62 equivalente a un incremento del 9,14%, también tuvo un impacto positivo en el impuesto a la renta de \$ 8.955,62 equivalente a un incremento del 5,10%, finalmente el impacto en la utilidad neta alcanzo los \$25.727,41 equivalente a un incremento del 12,60%. En el análisis anual, solo en el primer año (2010) existió un déficit en el comparativo de flujo de fondos, el cual se debe a los gastos de emisión de obligaciones, sin embargo, en los años siguientes (2011-2014) se produjo un superávit en el comparativo de los costos financieros, participación de utilidades, impuesto a la renta y en la utilidad neta.

Una de las opciones más comunes de financiamiento con terceros en el Ecuador es el endeudamiento bancario. Lamentablemente el mercado de valores no ha alcanzado gran desarrollo, pues para comparar la conveniencia de estos mecanismos, se deben considerar algunas variables, tales como la relación Deuda/Capital, el costo del apalancamiento (financiamiento), riesgo inherente al tipo de financiamiento, la estructura de propiedad y la posibilidad de diversificar las inversiones. Entre estas variables se destaca, como una de las más relevantes, al costo del financiamiento en el momento de tomar una decisión, bajo el criterio de la maximización de utilidades y a obtener los recursos necesarios al menor costo.

Tanto en la propuesta de la investigación y en el análisis de los estados financieros comparativos de un caso real de una compañía que se financio mediante la emisión de obligaciones, se pudo demostrar que existe un ahorro en el costo financiero comparando los costos del financiamiento bancario vs los costos del financiamiento mediante la emisión de obligaciones.

4.5.5. Proceso para realizar una emisión de Obligaciones a largo plazo. A continuación se presentan los procesos necesarios para realizar una emisión de Obligaciones a largo plazo:

4.5.5.1. Aprobación de la Junta general de socios o accionistas. La junta general de accionistas o de socios, según el caso, resolverá sobre la emisión de obligaciones. Podrá delegar a un órgano de administración la determinación de aquellas condiciones de la emisión que no hayan sido establecidas por la junta, dentro del límite autorizado.

4.5.5.2. Estructuración de la emisión de obligaciones. Para estructurar la emisión, las pymes pueden solicitar asesoría de cualquier casa de valores autorizada, que se encargará de toda la estructuración, gestiones y trámites posteriores que se requieran, la casa de valores se demora hasta un plazo de 30 días en el desarrollo de la estructuración considerando si la compañía dispone de toda la información completa y actualizada. Los costos de asesoría dependerán de los servicios que la empresa emisora requiera.

La casa de valores estructuradora de la emisión por lo general se encarga de la elaboración del prospecto de oferta pública de las obligaciones, proyección del balance general, resultados y flujos de caja; y colocación de la emisión de obligaciones.

4.5.5.3. Prospecto de oferta pública. El prospecto de oferta pública “es el documento que contiene las características concretas de los valores a ser emitidos y, en general, los datos e información relevantes del emisor”. (Ley de mercado de valores, 2017, p. 9).

Este prospecto deberá ser aprobado por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, una vez aprobado podrá ser puesto en circulación y publicado en la página web institucional de la Bolsa de Valores para su difusión.

En la codificación de las resoluciones expedidas por la Junta de política y regulación monetaria y financiera, en su artículo 13, Capítulo III, sección I, sobre la emisión y oferta pública de valores, indica que el prospecto de oferta pública primaria de obligaciones, elaborado por sociedades nacionales, contendrá, al menos, la siguiente información:

1. Portada:

1.1 Título: "PROSPECTO DE OFERTA PÚBLICA", debidamente destacado.

1.2 Razón social, y en caso de existir el nombre comercial del emisor, del estructurador, del colocador y de los promotores.

1.3 Características de la emisión.

1.4 Razón social de la calificadora de riesgo y la categoría de la calificación de la emisión.

1.5 Número y fecha de la resolución expedida por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros que aprueba la emisión y el contenido del prospecto, autoriza la oferta pública y dispone su inscripción en el catastro público del mercado de valores; y, número y fecha de la resolución expedida por la Superintendencia de Bancos que aprueba la emisión de obligaciones, de ser el caso.

1.6 Cláusula de exclusión, según lo establece el artículo 15 de la ley de mercado de valores.

2. Información general sobre el emisor:

2.1 Razón social, y en caso de existir el nombre comercial del emisor.

2.2 Número del R.U.C.

2.3 Domicilio, dirección, número de teléfono, número de fax y dirección de correo electrónico del emisor y de sus oficinas principales.

2.4 Fechas de otorgamiento de la escritura pública de constitución e inscripción en el Registro Mercantil.

2.5 Plazo de duración de la compañía.

2.6 Objeto social.

2.7 Capital suscrito, pagado y autorizado, de ser el caso.

2.8 Número de acciones, valor nominal de cada una, clase y series.

2.9 Nombres y apellidos de los principales accionistas propietarios de más del diez por ciento de las acciones representativas del capital suscrito de la compañía, con indicación del porcentaje de su respectiva participación.

2.10 Cargo o función, nombres y apellidos del representante legal, de los administradores y de los directores, si los hubiere.

2.11 Número de empleados, trabajadores y directivos de la compañía

2.12 Organigrama de la empresa.

2.13 Referencia de empresas vinculadas, de conformidad con lo dispuesto en la ley de mercado de valores, en esta codificación, así como en la ley general de instituciones del sistema financiero y en sus normas complementarias, de ser el caso.

2.14 Participación en el capital de otras sociedades.

2.15 Gastos de la emisión: Un estado razonablemente detallado de las categorías más importantes de gastos incurridos en conexión con la emisión y distribución de los valores negociables a ser cotizados u ofrecidos, tales como pagos a la casa de valores, a las personas que hubieren efectuado la estructuración, calificadora de riesgo, representante de obligacionistas, inscripción (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, Bolsa de Valores y cualquiera otra entidad) y publicidad. Estos datos deben indicarse a manera de montos totales y porcentaje del total de la emisión. Cuando alguna partida de gastos no sea conocida, la misma podrá ser estimada e identificada como tal.

3. Descripción del negocio del emisor:

3.1 Descripción del entorno económico en que desarrolla sus actividades y el desempeño de la empresa, en el sector al que pertenece.

3.2 Principales líneas de productos, servicios, negocios y actividades de la compañía.

3.3 Descripción de las políticas de inversiones y de financiamiento, de los últimos tres años o desde su constitución, si su antigüedad fuere menor.

3.4 Factores de riesgo asociados con la compañía, con el negocio y con la oferta pública que incluyan: desarrollo de la competencia, pérdidas operativas, tendencia de la industria, regulaciones gubernamentales y procedimientos legales.

3.5 Se proporcionará una descripción sucinta de la estrategia de desarrollo del emisor en los últimos tres años, incluyendo actividades de

investigación y desarrollo de los productos nuevos o mejoramiento de los ya existentes.

4. Características de la emisión:

4.1 Fecha del acta de junta general de accionistas o de socios que haya resuelto la emisión.

4.2 Monto y plazo de la emisión.

4.3 Unidad monetaria en que se representa la emisión.

4.4 Número y valor nominal de las obligaciones que comprenden cada serie.

4.5 Obligaciones con la indicación respectiva de ser a la orden o al portador.

4.6 Tasa de interés o rendimiento y forma de reajuste, de ser el caso.

4.7 Forma de cálculo.

4.8 Fecha a partir de la cual el tenedor de las obligaciones comienza a ganar intereses.

4.9 Indicación de la presencia o no de cupones para el pago de intereses, en los valores.

En caso de presencia de cupones, se deberá indicar su valor nominal o la forma de determinarlo; los plazos, tanto para el pago de la obligación como para el de sus intereses; y el número de serie.

4.10 Forma de amortización y plazos, tanto para el pago de la obligación como para el de sus intereses.

4.11 Razón social del agente pagador, dirección en la que se realizará el pago e indicación de la modalidad de pago.

4.12 Detalle de los activos libres de todo gravamen con su respectivo valor en libros, si la emisión está amparada solamente con garantía general; y además, si está respaldada con garantía específica, ésta deberá describirse; en caso de consistir en un fideicomiso mercantil deberá incorporarse el nombre de la fiduciaria, del fideicomiso y el detalle de los activos que integran el patrimonio autónomo, cuyo contrato de constitución y reformas, de haberlas, deben incorporarse íntegramente al prospecto de oferta pública.

4.13 Denominación o razón social del representante de los obligacionistas, dirección domiciliaria y casilla postal, número de teléfonos, número de fax, página web y dirección de correo electrónico, si lo hubiere.

4.14 Tratándose de emisiones convertibles en acciones se deberá especificar los términos en que se realizará la conversión.

4.15 Resumen del convenio de representación.

4.16 Declaración juramentada del representante de los obligacionistas, de no estar incurso en las prohibiciones del artículo 165 de la ley de mercado de valores.

4.17 Descripción del sistema de colocación, con indicación del responsable y del asesor de la emisión.

4.18 Resumen del contrato de underwriting, de existir.

4.19 Procedimiento de rescates anticipados.

4.20 Destino detallado y descriptivo del uso de los recursos provenientes de la colocación de la emisión de obligaciones.

4.21 Informe completo de la calificación de riesgo. La fecha del Informe de calificación de riesgo tendrá un plazo máximo de 30 días de vigencia para la presentación de la solicitud de autorización del trámite de oferta pública.

5. Información económico financiera del emisor:

5.1 Se proporcionará la siguiente información financiera comparativa de los últimos tres ejercicios económicos, o desde su constitución si su antigüedad fuere menor y con una vigencia de un mes anterior a la fecha de presentación del trámite a la institución. Si el emisor presentare la información financiera para el trámite de aprobación dentro de los primeros quince días del mes, será necesario únicamente que el corte de dicha información tenga como base el último día del mes considerando dos meses inmediatamente anteriores; pero, si la información financiera fuere presentada a partir del primer día hábil luego de transcurridos los primeros quince días del mes, la obligatoriedad en el corte de dicha información tendrá como base el último día del mes inmediatamente anterior:

5.1.1 Los estados financieros auditados con las notas.

5.1.2 Análisis horizontal y vertical de los estados financieros señalados anteriormente y, al menos los siguientes indicadores:

5.1.2.1 Liquidez.

5.1.2.2 Razón corriente:

5.1.2.3 Rotación de cuentas por cobrar.

5.1.2.4 Endeudamiento.

5.1.2.5 Rentabilidad.

5.1.2.6 Margen de utilidad sobre ventas.

5.1.2.7 Utilidad por acción.

5.1.2.8 Volumen de ventas en unidades físicas y monetarias.

5.1.2.9 Costos fijos y variables.

5.1.2.10 Detalle de las principales inversiones.

5.1.2.11 Detalle de las contingencias en las cuales el emisor sea garante o fiador de obligaciones de terceros.

En el caso de instituciones sujetas al control de la Superintendencia de Bancos, se presentarán los indicadores que ésta haya establecido.

5.1.3 Estado de resultados, estado de flujo de efectivo, y de flujo de caja trimestrales proyectados, al menos, para el plazo de la vigencia de la emisión

5.1.4 Opinión emitida por la compañía auditora externa con respecto a la presentación, revelación y bases de reconocimiento como activos en los estados financieros de las cuentas por cobrar a empresas vinculadas.

5.2 Descripción de los principales activos productivos e improductivos existentes a la fecha, con indicación de las inversiones,

adquisiciones y enajenaciones de importancia, realizadas en el último ejercicio económico.

6. *Declaración juramentada del representante legal de la compañía emisora*, en la que conste que la información contenida en el prospecto de oferta pública es fidedigna, real y completa; y que será penal y civilmente responsable, por cualquier falsedad u omisión contenida en ella.

7. *Declaración bajo juramento otorgada ante Notario Público*, por el representante legal del emisor en la que detalle los activos libres de gravámenes.

4.5.5.4. Calificación de riesgo. La empresa emisora de obligaciones está obligada por la ley a obtener una calificación de riesgo, la cual no es más que una opinión acerca de la capacidad de pagar la deuda contraída.

Esta calificación es otorgada por compañías especializadas calificadoras de riesgo, que para dictar su opinión solicitan información de la empresa emisora tales como:

Estructura de la Empresa:

- Organigrama de la empresa como se encuentra conformado;
- Participación de empresas relacionadas;
- Estructura accionaria;
- Porcentajes de participación de los accionistas de la compañía;
- Detalle del número de funcionarios, empleados y trabajadores.

Posición en el mercado:

- Canales de distribución;
- Fortaleza, oportunidades, debilidades y amenazas que percibe la empresa.
- Detallar las principales áreas del negocio por producto.

Información Financiera:

- Estados de situación financiera y de resultados debidamente auditados e internos firmados por el representante legal a la fecha, estado de cambios de la situación patrimonial, estado de flujo de caja; composición de la cartera en tiempos de mora.
- Las instituciones reguladas por esta ley, así como los emisores de valores inscritos en el catastro público del mercado de valores estarán obligadas a llevar auditoría externa. Dicha auditoría deberá efectuarse por lo menos anualmente de acuerdo con las normas que para el efecto dicte la junta de política y regulación monetaria y financiera.
- Proyecciones y perspectivas de crecimiento de la empresa (se puede ayudar con la casa de valores estructuradora de la emisión de obligaciones);

En función de la información solicitada las firmas calificadoras de riesgo realizan sus análisis de varios factores tales como, el entorno macroeconómico, análisis del sector; posición de la empresa en el mercado, análisis de la estructura financiera, aquí analizan el funcionamiento de la empresa, en términos de gestión operativa, niveles

de producción, capacidad de pago, liquidez, niveles de endeudamiento, calidad de los activos, proyecciones financieras, ratios financieros, análisis de la estructura accionaria en la calidad e imagen de los accionistas mayoritarios, política de distribución de dividendos, políticas de contribuciones de capital, estructura administrativa la calidad de la gerencia en términos de profesionalismo y experiencia en el sector y análisis de la garantía, el mecanismo de garantía que respalde la emisión de los títulos valores.

En base al análisis de estos aspectos las calificadoras deciden la calificación que corresponda según su criterio, y el emisor puede continuar con su proceso de la emisión de obligaciones.

La ley determina que para cada emisión de obligaciones se necesita una calificación de riesgo al inicio y un seguimiento semestral hasta el vencimiento de la misma.

4.5.5.5. Garantías y Resguardos. Un aspecto importante en una emisión de obligaciones es la garantía, con la cual el emisor respalda el cumplimiento y pago de la deuda contraída mediante la emisión de obligaciones.

Las garantías pueden ser de tipo general y específica.

Garantía general. Toda emisión de corto o largo plazo debe estar respalda en una garantía de tipo general, que no deberá ser superior al 80% de total de los activos libres de gravámenes, excluyendo los activos diferidos. Tomando en consideración que el monto no redimido de cada emisión en circulación no supere el porcentaje antes mencionado.

Garantía Específica. A más de las garantías de tipo general que el emisor establece, se puede respaldar la emisión con garantías de tipo específico, las mismas que pueden ser prendas, hipotecas, avales o

fianzas. Estas podrán respaldar el pago de capital, de intereses, sea parcial o total.

Resguardos. Acorde a lo estipulado en la normativa vigente, la compañía debe obligarse a:

1.- Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:

a) Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno, a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores.

b) Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno, entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.

2.- No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.

3.- Mantener la relación de los activos libres de gravamen hasta la total redención de las obligaciones en circulación, según lo establecido en el Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

Art. 13.- Monto de emisión de obligaciones con garantía general. El monto máximo para emisiones amparadas con garantía general, deberá calcularse de la siguiente manera:

Al total de activos del emisor deberá restarse lo siguiente: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la

instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; el monto no redimido de obligaciones en circulación; el monto no redimido de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan en los que el emisor haya actuado como originador; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el registro especial para valores no inscritos – REVNI; y, 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 y sus normas complementarias.

Una vez efectuadas las deducciones antes descritas, se calculará sobre el saldo obtenido el 80%, siendo este resultado el monto máximo a emitir.

El cálculo referido en este artículo deberá constar en una certificación suscrita por el representante legal del emisor, que se insertará en el prospecto de oferta pública.

La relación porcentual del 80% establecida en este artículo deberá mantenerse hasta la total redención de las obligaciones, respecto del monto de las obligaciones en circulación. El incumplimiento de esta disposición dará lugar a declarar de plazo vencido a la emisión.

4.5.5.6. Contratación del representante de los obligacionistas y del agente pagador. La empresa emisora está obligada por la ley en contratar un representante de los obligacionistas o tenedores de los títulos valores, que será la persona encargada de velar por los intereses de los compradores de las obligaciones.

Las obligaciones del representante de los obligacionistas son:

- Verificar el cumplimiento por parte del emisor, de las cláusulas, términos y demás obligaciones contraídas en el contrato de emisión;
- Informar respecto del cumplimiento de cláusulas y obligaciones por parte del emisor a los obligacionistas y a la Superintendencia de compañías valores y seguros, con la periodicidad que ésta señale;
- Verificar periódicamente el uso de los fondos declarados por el emisor, en la forma y conforme a lo establecido en el contrato de emisión;
- Velar por el pago equitativo y oportuno a todos los obligacionistas, de los correspondientes intereses, amortizaciones y reajustes de las obligaciones sorteadas o vencidas, pudiendo actuar como agente pagador en caso de haberlo convenido con la compañía emisora;
- Acordar con el emisor las reformas específicas al contrato de emisión que hubiera autorizado la junta de obligacionistas;
- Elaborar el informe de gestión para ponerlo a consideración de la asamblea de obligacionistas; y,
- Ejercer las demás funciones y atribuciones que establezca el contrato de emisión.

Si la empresa estima conveniente que una determinada institución bancaria se encargue de realizar los pagos de intereses y/o capital a los

tenedores de las obligaciones, se suscribe un contrato aparte como agente pagador.

4.5.5.7. Inscripción en el Catastro Público del Mercado de Valores. En el título V del libro II ley de mercado de valores del código orgánico monetario y financiero art. 18, se creó dentro de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros el catastro público del mercado de valores en el cual se inscribirá la información pública respecto de los emisores, los valores y las demás instituciones reguladas por esta ley.

La inscripción en el catastro público del mercado de valores, constituye requisito previo para participar en los mercados bursátil y extrabursátil. En el catastro público del mercado de valores deberán inscribirse los valores que sean objeto de oferta pública y sus emisores (obligaciones).

Para la inscripción de un emisor y sus valores, se requerirá previamente de calificación de riesgo, excepto en los casos previstos en la ley de mercado de valores.

La Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros procederá a la inscripción correspondiente en el catastro público del mercado de valores en cuanto las entidades sujetas a su supervisión y control le hayan proporcionado información completa, veraz y suficiente sobre su situación jurídica, económica y financiera y hayan satisfecho, cuando correspondiere, los demás requisitos que establezca la ley de mercado de valores y las normas de aplicación general que se expidan.

La inscripción obliga a los registrados a difundir esta información en forma continua y al cumplimiento permanente de las exigencias correspondientes. Todos los documentos e informaciones existentes en el catastro público del mercado de valores estarán a disposición del público,

excepto aquellos que la junta de política y regulación monetaria y financiera los califique como reservados.

4.5.5.8. Colocación de las Obligaciones. Una vez que la empresa emisora ha presentado toda la información pertinente, es revisada y analizada, y la Superintendencia de Compañías, valores y seguros envía un comunicado aprobando la emisión, autorizando la oferta pública e inscripción en el catastro público del mercado de valores, podrán ser negociadas en el mercado bursátil y extrabursátil.

4.5.6. Controles posteriores a la emisión de Obligaciones. Durante el tiempo de vigencia de la emisión de obligaciones, las empresas emisoras están bajo la supervisión de los órganos de control como la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, bolsas de valores, calificadoras de riesgos y representantes de obligacionistas.

4.5.6.1. Informes de Gestión. En protección y defensa de los intereses y derechos que colectivamente corresponden a los tenedores de obligaciones, el art. 167 de la Ley de Mercado de Valores dispone la elaboración semestral de un Informe de Gestión respecto del cumplimiento de las cláusulas, términos y demás obligaciones contraídas en el contrato de emisión.

La veracidad de la información (Estados financieros y Anexos) que sustentan ese informe es responsabilidad del emisor, corresponde al representante de los obligacionistas verificar e informar el cumplimiento de los términos, condiciones y demás compromisos contraídos en el contrato de emisión de obligaciones, tales como:

- Mantener una política proactiva en cuanto a la comercialización y prudente en cuanto al crecimiento, privilegiando la eficiencia frente al volumen.

- No repartir dividendos mientras existan títulos valores obligaciones en mora.
- Cumplimiento de los resguardos de la garantía específica si la hubiere.
- Cumplimiento de la garantía general, en cuanto a que el total de activos libres de gravamen no superen el 80% del monto de la emisión.
- Cumplimiento en el pago de intereses y amortización de capital.
- Cumplimiento de la actualización de la calificación de riesgo.

4.5.6.2. Asamblea de Obligacionistas. La asamblea de obligacionistas está constituida por los tenedores de cada emisión de obligaciones.

Corresponde a la asamblea de obligacionistas:

- a) Aprobar el informe de gestión del representante de los obligacionistas, sobre el cumplimiento de sus obligaciones;
- b) Designar nuevo representante de los obligacionistas, si lo estimare conveniente;
- c) Confirmar al representante de los obligacionistas designado por el emisor en la escritura del contrato de emisión, si lo estimare conveniente; y,
- d) Autorizar modificaciones al contrato de emisión propuestas por el emisor, con los dos tercios de los votos pertenecientes a los instrumentos de la emisión correspondiente y, que no fueran de

aquellas en que el representante de obligacionistas tiene facultades propias.

Se requiere de la resolución unánime de los obligacionistas de la clase y emisión correspondiente, para efectuar modificaciones que afecten las tasas de interés o su forma de reajuste, el plazo y forma de amortización de capital, el plazo y forma de pago de intereses, modificación de garantías o modalidad de pago, contempladas en el contrato original. Los acuerdos legalmente adoptados serán de aceptación obligatoria para todos los obligacionistas de esa emisión o clase.

La asamblea está constituida por los tenedores de cada emisión de obligaciones, la cual podrá ser convocada:

- 1) Cuando así lo justifique el interés de los tenedores a juicio del representante;
- 2) Cuando así lo solicite el emisor;
- 3) Cuando lo soliciten obligacionistas que reúnan, a lo menos, el veinte por ciento del valor nominal de las obligaciones en circulación de la respectiva clase o emisión; y,
- 4) Cuando lo requiera la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, con respecto a los emisores sometidos a su control, sin perjuicio de convocarla directamente en cualquier tiempo.

4.5.6.2. Auditoría Externa. Las instituciones reguladas por la Ley de Mercado de Valores, así como los emisores de valores inscritos en el Catastro Público del Mercado de Valores estarán obligadas a llevar auditoría externa.

Dicha auditoría deberá efectuarse por lo menos anualmente de acuerdo con las normas que para el efecto dicte la Junta de Política y regulación monetaria y financiera.

Ninguna persona jurídica podrá efectuar auditoría externa por más de tres años consecutivos respecto de un mismo sujeto de auditoría. Las sociedades de auditoría externa deben ser independientes de las entidades auditadas, por lo que no podrán poseer, directa o indirectamente, más del cinco por ciento del capital suscrito de éstas.

4.5.6.3. Actualización de la calificación Riesgos. Toda emisión de obligaciones requerirá de calificación de riesgo, efectuada por compañías calificadoras de riesgo inscritas en el Catastro Público del Mercado de Valores. Durante el tiempo de vigencia de la emisión, el emisor deberá mantener la calificación actualizada de conformidad con las normas que para el efecto expida la Junta de Política y regulación monetaria y financiera.

4.6 Factibilidad

Factibilidad Económica. Para la factibilidad económica se debe considerar el análisis de costos y beneficios asociados de la propuesta.

La principal inversión en la propuesta de la investigación es en capital humano, debido que el mismo debe contar con conocimientos suficientes para elaborar los informes requeridos. La justificación económica se verá plasmada en los beneficios que obtendrán las pymes que se acojan a la opción de financiamiento no bancaria propuesta en la investigación.

Factibilidad Técnica. Para la implementación de la propuesta presentada en la investigación se dispone de los conocimientos,

habilidades en el manejo económico-financiero, procedimientos y funciones requeridas para el desarrollo del informe de la propuesta.

Factibilidad Operativa. Los procesos necesarios para el desarrollo de la propuesta, están plenamente identificados y son los siguientes:

- 1) Elaboración de un modelo de informe técnico a partir del análisis del costo financiero.
- 2) Implementación del modelo de informe.
- 3) Informe.

Factibilidad de Recursos Humanos. Para la implementación de la propuesta presentada en la investigación se dispone con personal capacitado y experimentado en el área contable y financiero, competente para la preparación del informe técnico requerido para el proceso.

Factibilidad Legal. La propuesta es legalmente factible, ya que esta no infringe ninguna norma o ley establecida por la Constitución de la República del Ecuador, por ende, se puede afirmar que se garantiza su viabilidad legal.

4.5. Costos de implementación de la propuesta

Las acciones enunciadas anteriormente, se ejecutarán de acuerdo al diagrama de Gantt elaborado para reflejar el orden secuencial de las acciones propuestas, así como los tiempos de ejecución y el costo estimado para cada una de ellas, hasta la elaboración del modelo de informe.

Cabe mencionar que el costo por hora está en función del valor percibido por el profesional que elabore el informe.

Componente	N°	Actividades	Tiempo Estimado de Ejecución	Horas Requeridas estimadas	Costo Hora (\$1.000/240)	Costo
Elaboración del informe técnico a partir del análisis del costo financiero	1	Identificación del monto y plazo para el modelo de informe técnico	8 horas	8,00	4,17	33,33
	2	Evaluación del financiamiento bancario	1-16 horas	4,00	4,17	16,67
	3	Evaluación del financiamiento mediante una emisión de obligaciones	8-16 horas	8,00	4,17	33,33
	4	Comparación de los costos de financiamiento y determinación del ahorro en el costo financiero	2 horas	2,00	4,17	8,33
	5	Comparativo de las características de prestamos bancario y emisión de obligaciones	2 horas	2,00	4,17	8,33
	6	Identificación de ventajas, desventajas y riesgos de una emisión de obligaciones	1 hora	1,00	4,17	4,17
Implementación del modelo de informe técnico a partir del análisis del costo financiero	7	Recopilación y análisis de datos	1-24 horas	8,00	4,17	33,33
	8	Evaluación del financiamiento bancario	1-16 horas	4,00	4,17	16,67
	9	Evaluación del financiamiento mediante una emisión de obligaciones	8-16 horas	8,00	4,17	33,33
	10	Comparación de los costos de financiamiento y determinación del ahorro en el costo financiero	2 horas	2,00	4,17	8,33
Informe	11	Informe técnico a partir del análisis del costo financiero	2 horas	2,00	4,17	8,33
Total				49,00	4,17	204,17

Figura 47. Diagrama de Gannt
Adaptado por: González Lenin

4.6. Validación de la Propuesta



UNIVERSIDAD LAICA VICENTE ROCAFUERTE DE GUAYAQUIL
CENTRO DE ESTUDIO DE POSGRADO

VALIDACIÓN DE PROPUESTAS-CRITERIO DE EXPERTOS

Maestrante: Ec. Lenin Benito González Ceme

Título de la Tesis: La Emisión de Obligaciones como alternativa de financiamiento de las pymes de la ciudad de Guayaquil.

ASPECTOS EVALUADOS	ESCALA DE APRECIACIÓN		
	SI	NO	NA
CLARIDAD La propuesta es clara y concisa?	X		
ESTRUCTURA Se ha presentado una propuesta con una estructura adecuada?	X		
APLICABILIDAD La propuesta ha planificado actividades de acuerdo a situaciones previstas?	X		
FACTIBILIDAD La propuesta se puede llevar a la realidad, según los recursos disponibles y la realidad imperante?	X		
PERTENENCIA Existe una vinculación entre el problema planteado y el contenido de la propuesta?	X		
SOSTENIBILIDAD La propuesta es sostenible en el tiempo?	X		
IMPACTO SOCIAL El diseño de la propuesta evidencia, como consecuencia de su aplicación, influencias positivas para los involucrados y la sociedad en general?	X		
MEDIO AMBIENTE El diseño de la propuesta evidencia un respecto al medio ambiente?	X		

Comentarios: Ante la problemática planteada es este trabajo de investigación es aplicable la
Por otra parte es de gran interés y utilidad nacional y a nivel local por lo que emito mi opinión

Validador: Ec. Juan Xavier Muñoz Gallardo
C.I. 0914815972

4.7. Beneficios que aporta la Propuesta

4.9.1 Beneficiarios Directos. Las sociedades pymes que utilicen la emisión de obligaciones como alternativa de financiamiento para obtener recursos financieramente más convenientes serán los beneficiarios directos de la propuesta de la investigación. Los empleados de las pymes se beneficiarán del incremento en la participación de utilidades por el incremento de la rentabilidad que obtenga la compañía, ya que al disminuir el costo financiero las utilidades netas aumentan, por ende, aumenta la participación de los trabajadores sobre las utilidades.

Cabe resaltar el hecho que las pymes de la muestra escogida corresponden a empresas con más de 100 trabajadores, por lo tanto, por cada pymes que utilice este instrumento financiero, se beneficiará directamente a más de 100 trabajadores y su familia (estimando 4 familiares se beneficiaría a 400 personas directamente).

4.9.2 Beneficiarios Indirectos. Entre los beneficiarios indirectos que se favorecerían con la incorporación de un mayor número de empresas pymes participantes en el mercado de valores mediante la emisión de obligaciones tenemos a los siguientes:

- 1.- El estado.
- 2.- Los inversionistas.
- 3.- Las bolsas de valores.
- 4.- Las casas de valores.
- 5.- Las empresas calificadoras de riesgos.
- 6.- Las compañías auditoras.

CONCLUSIONES

- Existe un gran desconocimiento en las empresas pymes sobre la opción de financiamiento a largo plazo y con una tasa de interés inferior a la otorgada por las instituciones financieras, como lo son la emisión de obligaciones, por ello como parte de la solución, es necesario difundir y darles a conocer a las pymes la importancia del uso de esta opción que ofrece el mercado de capitales, así como las condiciones en que las pymes podrían estar incursionando en el mercado de valores para cubrir sus necesidades de financiamiento a un menor costo financiero. Es importante señalar que en el instrumento de la encuesta, todas las pymes de la muestra seleccionada manifestaron que están interesadas en conocer el ahorro financiero que podrían obtener si utilizaran el financiamiento a través de la emisión de obligaciones en lugar del financiamiento bancario.
- Para las empresas que buscan financiamientos inferiores a \$ 500.000,00 el financiamiento bancario suele ser más económico, debido que es más costoso montar una estructura de elaboración de reportes frecuentes para presentar a las autoridades de control como la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.
- Del análisis de la principal fuente de financiamiento utilizada por las pymes de la ciudad de Guayaquil correspondiente a líneas de crédito con instituciones financieras, se conoce que al solicitar un crédito la compañía pymes debe presentar abundante información sobre la marcha del negocio, información que el banco utilizará para evaluar el riesgo crediticio y decidir si le otorga un préstamo. Estos datos quedan reservados para el uso exclusivo del banco y no son divulgados al público en general. Por el contrario, las regulaciones de los mercados de capitales exigen a las compañías brindar información periódica sobre la marcha de sus negocios, cuanto más pequeño es el inversor al que se quiere captar, más

abundante es la información a proporcionar, para el empresario, esto presenta dos desventajas, por un lado, se somete a la obligación de revelar datos que, por el motivo que sea, preferiría mantener en privado, y por el otro, la empresa necesita crear una estructura para producir regularmente estos reportes con el consiguiente aumento de los costos.

- Mediante la propuesta de la investigación se logró cumplir con el objetivo general y probar la idea a defender respectiva, así finalmente se puede concluir que una emisión de obligaciones como alternativa de financiamiento beneficia económicamente a las empresas pymes, tal como se lo pudo comprobar con el modelo de informe técnico a partir del análisis del costo financiero.

RECOMENDACIONES

- Se recomienda utilizar la emisión de obligaciones como alternativa de financiamiento para obtener recursos financieramente convenientes para las pymes.
- Las decisiones de financiamiento de las empresas, deben estar en función de la estructura y visión a largo plazo de sus propietarios y administradores, quienes deben buscar asesoramiento profesional para incursionar en esta fuente de financiamiento no bancario.
- Se debe capacitar al personal financiero de las empresas en el funcionamiento del mercado de valores, para lo cual podrían aprovechar la capacitación que brinda la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, a través del Programa de formación en Mercado de Valores, el cual es realizado sin costo alguno, ya que promueve la incursión del público en general en el Mercado de valores.
- Para utilizar el instrumento financiero de emisión de obligaciones se deben considerar las bondades, riesgos y oportunidades que ofrece este instrumento como fuente de financiamiento. El costo del financiamiento no es la única variable que deben considerar las pymes, por ello deben conocer los gastos adicionales y comisiones a pagar inicialmente, también se debe tener en cuenta el tiempo que llevaría estructurar, emitir y colocar las obligaciones emitidas con la finalidad de no ocasionar desfases en el flujo de fondos operativos.
- Finalmente se recomienda la socialización de este modelo de informe técnico a partir del análisis del costo financiero, con la finalidad de determinar el ahorro financiero comparando el costo del financiamiento bancario vs el costo mediante una emisión de obligaciones, para promocionar la utilización del instrumento financiero de la emisión de obligaciones como alternativa de financiamiento para obtener recursos financieramente más

convenientes para las pymes, ya que el mismo puede ser aplicado a empresas pymes de los demás sectores económicos no considerados en la muestra de la investigación, tales como: Transporte y almacenamiento, enseñanza, profesionales, científicas y técnicas, comercio al por mayor y menor, información y comunicación, alojamiento y de servicios de comidas, atención de la salud humana, etc.

Bibliografía

Banco Central del Ecuador. Recuperado el 13 de Junio de 2016, de Banco Central del Ecuador: <http://www.bce.fin.ec>

Bolsa de Valores de Guayaquil. Recuperado el 23 de Febrero de 2016, de Bolsa de Valores de Guayaquil: <http://www.bolsadevaloresguayaquil.com/>

Bolsa de Valores de Quito (2017). El mercado de Valores. Recuperado de www.bolsadequito.info

Briozzo, A., Vigier, H., Castillo, N., Pesce, G., & Speroni, M. C. (2016). *Decisiones de financiamiento en pymes: ¿ existen diferencias en función del tamaño y la forma legal?*. Estudios Gerenciales, 32(138), 71-81. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.estger.2015.11.003>

Casco, E., 2005. *La teoría general de los títulos valores*. s.l.: Universidad Centroamericana, 2005. pág. 64.

Castro, V., & Andrés, E. (2012). *La emisión de obligaciones en el mercado de valores ecuatoriano* (Doctoral dissertation, Quito: Universidad Internacional SEK). Recuperado el 23 de Febrero de 2016, de repositorio.uisek.edu.ec.

Cevallos, V., 2006. *Manual de Derecho Mercantil*. 4. Quito: Editorial Jurídica del Ecuador, 2006. pág. 568.

Codificación de las resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores. *Resolucion No.CNV-008-2006*. Recuperado de www.supercias.gob.ec.

Código Orgánico Monetario y Financiero (2017). Libro II, Ley de Mercado de Valores.

Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones, Publicado en el Registro Oficial N° 351, en Quito al 29 de Diciembre del 2010.

Definicion.org (2017). *Definición costo financiero*. Recuperado de <http://www.definicion.org/costo-financiero>.

Economipedia (2017). *Diccionario económico y financiero*. Recuperado de [www. http://economipedia.com/definiciones/html](http://www.economipedia.com/definiciones/html).

García, G.,(2012), *Mercado de Valores y su importancia*, El Universal, Caracas. Recuperado de www.eluniversal.com

Lopez, J. (2013). *La emisión de obligaciones como una estrategia de financiamiento de mediano y largo plazo para reestructuración del pasivo, análisis práctico de sus ejecución en Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A.* (Tesis doctoral, Escuela Politécnica Nacional, Quito, Ecuador). Recuperado de repositorio <http://bibdigital.epn.edu.ec/handle/15000/6837>

Macarlupo, A. (2014). *Registro especial de valores no inscritos (REVNI) en el mercado de valores Guayaquil* (Tesis Titulación, Universidad Católica de Santiago de Guayaquil, Guayaquil, Ecuador). Recuperado de repositorio <http://repositorio.ucsg.edu.ec/handle/3317/1084>

Ministerio de Industrias y Productividad[MIPRO], Facultad Latinoamericana de ciencias Sociales[FLACSO].(2012). *Factores determinantes de acceso y racionamiento del crédito en las MIPYMES ecuatorianas*. Recuperado de www.industrias.gob.ec

Ministerio de Industrias y Productividad[MIPRO](2012). *Alternativas de financiamiento a través del mercado de Valores para pymes*. Recuperado de www.industrias.gob.ec

Rankia España (2017). *Derivados financieros OTC*. Recuperado de <https://www.rankia.com/blog/derivados-financieros-otc/1691908-que-son-contratos-permuta-financiera-intereses-swaps>.

Registro Contable (2017). *Activos Diferidos*. Recuperado de www.registrocontable.wikispaces.com/Activos+diferidos.

Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros de la República del Ecuador (2017). Portal de Información, Sector Societario, Mipymes del Guayas. Recuperado de www.supercias.gob.ec.

Superintendencia de Bancos y Seguros República del Ecuador (2017). Volumen de crédito y contingentes. Datos Enero a Diciembre de 2016. Recuperado de www.sbs.gob.ec

Valdospinos, E. (2012). *La emisión de obligaciones en el mercado de valores ecuatoriano* (Tesis Doctoral, Universidad Internacional SEK, Quito, Ecuador). Recuperado de repositorio <http://hdl.handle.net/123456789/219>

Wieser, F. (1914). *Teoría de la economía social*. Costo de oportunidad. Recuperado de https://es.wikipedia.org/wiki/Friedrich_von_Wieser#Teor%C3%ADa_del_coste_alternativo_o_de_oportunidad

Anexos



Técnica: Encuesta

INSTRUMENTO: Cuestionario de preguntas

OBJETIVO: Identificar las fuentes de financiamiento a las que acceden las Pymes de la ciudad de Guayaquil

DIRIGIDO A: Personas que administran pymes de los sectores de Agricultura, Ganadería, Silvicultura y Pesca; Actividades de Servicios Administrativos y de Apoyo; Industrias Manufactureras y Construcción; Personas que laboran en pymes en cargos de Gerentes, Jefes Financieros o Contables.

ESPACIO: Ciudad de Guayaquil, Sector Norte y Centro de la Ciudad

FECHA DE APLICACIÓN: Agosto 2017

INSTRUCCIONES: Para cada pregunta escoja una o más respuestas marcando con X la(s) que considere conveniente(s) para su caso.

CUESTIONARIO DE PREGUNTAS

1.- ¿Cuál de las siguientes fuentes de financiamiento su empresa ha utilizado con mayor frecuencia?

a) Líneas de Crédito con Instituciones Financieras

b) Créditos Comerciales

- c) Descuentos o Factoring
- d) Cartas de Crédito
- e) Leasing
- f) Otras (indicar) :

2.- ¿Considera obtener un crédito con alguna institución financiera, para financiar el desarrollo de sus actividades empresariales?

- a) Si
- b) No

3.- ¿Qué plazo de financiamiento le parece más conveniente para su empresa?

- a) Crédito a corto plazo (pago en menos de un año)
- b) Crédito a largo plazo (pago mayor a un año)
- c) Ambas

4.- ¿Qué tipo de institución financiera le ha otorgado algún tipo de financiamiento?

- a) Instituciones Financieras Privadas
- b) Instituciones Financieras Públicas
- c) Otras

5.- ¿Qué tasa de interés actualmente paga a las instituciones financieras con las que mantiene créditos vigentes?

- a) Del 5 al 10%
- b) Del 11 al 15%
- c) Del 16 al 20%

6.- ¿Cuál es el plazo de financiamiento obtenido por su empresa por parte de las instituciones financieras?

- a) Crédito a corto plazo (pago en menos de un año)
- b) Crédito a largo plazo (pago mayor a un año)
- c) Ambas

7.- ¿Aportó con algún tipo de garantía para obtener crédito con las instituciones financieras?

- a) Bienes Inmuebles de propiedad de la empresa
- b) Activos de dueños o socios de la empresa
- c) Maquinaria y equipo de la empresa
- d) Cuentas por cobrar de la empresa
- e) No tuve que aportar con ninguna garantía real

8.- ¿Cuáles fueron los motivos por los que eligió a una institución financiera para obtener financiamiento?

- a) La Institución ofreció una tasa fija

- b) La Institución le ofreció servicios adicionales
- c) Tramites rápidos
- d) Posee Garantías Hipotecarias
- e) Montos aprobados superiores a los requeridos
- f) Plazos muy largos
- g) Hizo varias solicitudes y solo esta institución se lo otorgo
- h) Tiene una relación comercial antigua con esta institución financiera
- i) Tasa de interés baja
- j) Otros

9.- ¿Cuál de los siguientes inconvenientes con mayor frecuencia ha tenido al realizar operaciones financieras bancarias?

- a) Elevadas tasas de interés
- b) Exigencia de garantías o colaterales que no tiene
- c) Insuficiente información financiera
- d) Dificultad para cumplir con los requisitos legales
- e) Montos aprobados inferiores a los requeridos
- f) Plazos muy cortos
- g) La empresa no tiene estados financieros auditados
- h) La empresa tiene muchas deudas

- i) La capacidad de pago de la empresa es baja
- j) Documentación inadecuada
- k) Ninguno

10.- ¿Ha tenido algún atraso en el pago de créditos obtenidos en las instituciones financieras?

- a) Si
- b) No

11.- ¿Cuál de las fuentes de financiamiento No bancarias su empresa ha utilizado con mayor frecuencia?

- a) Crédito de Proveedores
- b) Utilidades Retenidas
- c) Préstamos a Familiares o amigos
- d) Prestamos de Instituciones no Bancarias
- e) Anticipo de Clientes
- f) Aportaciones de Socios o Propietarios
- g) Operaciones en Bolsa de Valores
- h) Ninguna de las anteriores

12.- ¿Conoce Ud. Sobre la alternativa de financiamiento que ofrece el mercado de valores mediante la emisión de Obligaciones en la Bolsa de Valores de Guayaquil?

a) Si

b) No

13.-¿Sabia Ud. Que las “Obligaciones” son valores emitidos por personas jurídicas de derecho público o privado que reconocen o crean una deuda a cargo de la emisora?

a) Si

b) No

14.- ¿Sabia Ud. Que las tasas que se pagan como emisor de obligaciones son inferiores a las tasas que se pagan por créditos a instituciones financieras?

a) Si

b) No

15.- ¿Sabia Ud. Que los plazos de una emisión de obligaciones pueden ser superiores a los plazos de los crédito otorgados por las instituciones financieras a las pymes?

a) Si

b) No

16.- ¿Le interesaría conocer el ahorro financiero que podría obtener si utiliza el financiamiento a través de la emisión de obligaciones en lugar del financiamiento bancario?

a) Si

b) No

17.- ¿Cree haber perdido oportunidades de obtener mayores utilidades por el hecho de no obtener financiamiento adecuado?

a) Si

b) No

18.- ¿Cuál es o sería el destino final del financiamiento obtenido de su empresa mediante la emisión de obligaciones?

Reestructuración de pasivos

Adquisición de Activos Fijos

Capital de Trabajo

Desarrollo Tecnológico

Ampliación de Instalaciones

Apertura de Sucursales

Otros

19.- ¿En el caso de requerir financiamiento, cual es el monto que Ud. Estima requeriría para financiamiento?

Menos de \$ 500.000,00

De \$500.000,00 a \$ 1.000.000,00

De \$1.000.001,00 a \$ 1.500.000,00

De \$1.500.001,00 a \$ 2.000.000,00

Más de \$2.000.000,00



TÉCNICA: ENTREVISTA

INSTRUMENTO: CUESTIONARIO DE PREGUNTAS

OBJETIVO: Obtener información de expertos referente a la investigación titulada “La emisión de obligaciones como alternativa de financiamiento de las pymes de la ciudad de Guayaquil.”

DIRIGIDO A: Profesionales que cuenten con experiencia comprobada en el ámbito financiero y mercado de Valores.

FECHA DE APLICACIÓN: Octubre 2017

Nombre:

Especialidad:

INSTRUCCIONES

La presente técnica de la entrevista tiene por finalidad recoger información sobre la investigación titulada “La emisión de obligaciones como alternativa de financiamiento de las pymes de la ciudad de Guayaquil.”; sobre este particular se le solicita a usted atender los temas a que a continuación presentamos y responder con sus propias palabras lo que considere pertinente, opinión que será muy importante para el estudio antes señalado.

Pregunta 1.

¿Podría indicar cuál es su experiencia profesional como participante en el mercado de valores?

Pregunta 2.

¿Conoce Ud. Las ventajas de participar en el mercado de valores?

Pregunta 3.

¿Ha participado en el proceso de alguna emisión de obligaciones? ¿Cuál es su opinión respecto sobre si el proceso de una emisión de obligaciones es muy largo y complejo?

Pregunta 4.

¿Cuál es su opinión acerca del funcionamiento del Registro Especial Bursátil (REB)?

Pregunta 5.

¿A qué atribuiría el desconocimiento de las empresas pymes sobre la opción de financiamiento mediante la emisión de obligaciones?

Pregunta 6.

¿Cuál es su opinión respecto al motivo por el cual las empresas pymes no participan activamente en el mercado de valores?

Pregunta 7.

¿Cuál considera Ud. Que sean los motivos por los cuales los gerentes y administradores financieros de las pymes no evalúan la emisión de obligaciones como alternativa de financiamiento?

Pregunta 8.

¿Conoce usted que se necesitaría para que las pymes participen activamente en el mercado de valores?

Pregunta 9.

¿Al utilizar la emisión de obligaciones como fuente de financiamiento en lugar del financiamiento bancario! ¿Existen mayores riesgos? ¿Existen ventajas? ¿Cuáles serían las desventajas? ¿Considera que como estrategia de financiamiento mejoraría la rentabilidad de la empresa?

Pregunta 10.

¿Recomendaría utilizar el instrumento financiero de emisión de obligaciones como alternativa de financiamiento de las pymes de la ciudad de Guayaquil, en lugar del financiamiento bancario?



UNIVERSIDAD LAICA VICENTE ROCAFUERTE DE GUAYAQUIL
CENTRO DE ESTUDIO DE POSGRADO

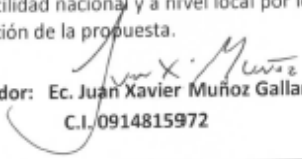
VALIDACIÓN DE PROPUESTAS-CRITERIO DE EXPERTOS

Maestrante: Ec. Lenin Benito González Ceme

Título de la Tesis: La Emisión de Obligaciones como alternativa de financiamiento de las pymes de la ciudad de Guayaquil.

ASPECTOS EVALUADOS	ESCALA DE APRECIACIÓN		
	SI	NO	NA
CLARIDAD La propuesta es clara y concisa?	X		
ESTRUCTURA Se ha presentado una propuesta con una estructura adecuada?	X		
APLICABILIDAD La propuesta ha planificado actividades de acuerdo a situaciones previstas?	X		
FACTIBILIDAD La propuesta se puede llevar a la realidad, según los recursos disponibles y la realidad imperante?	X		
PERTENENCIA Existe una vinculación entre el problema planteado y el contenido de la propuesta?	X		
SOSTENIBILIDAD La propuesta es sostenible en el tiempo?	X		
IMPACTO SOCIAL El diseño de la propuesta evidencia, como consecuencia de su aplicación, influencias positivas para los involucrados y la sociedad en general?	X		
MEDIO AMBIENTE El diseño de la propuesta evidencia un respeto al medio ambiente?	X		

Comentarios: Ante la problemática planteada en este trabajo de investigación es aplicable la propuesta y es pertinente en función de los objetivos planteados.
Por otra parte es de gran interés y utilidad nacional y a nivel local por lo que emito mi opinión favorable con respecto a la valoración y validación de la propuesta.

Validador: 
Ec. Juan Xavier Muñoz Gallardo
C.I. 0914815972

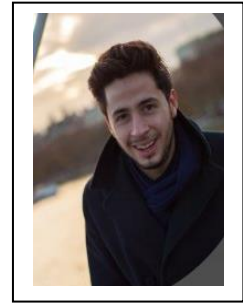
JUAN XAVIER MUÑOZ GALLARDO

Dirección: Chile 329 entre Aguirre y Luque

Teléfono: 042329654-042329629

Correo electrónico: jxmunoz@intervalores.com.ec

Fecha de nacimiento: 03 de Enero de 1990



Formación Académica

DePaul University

Bachelor of Arts (B.A.) Finance, 3,4

2008-2012

Actividades y asociaciones: Student Finance Association,
Investment banking Society

EEUU-Illinois

University of Westminster

General Studies, 3.5

2011-2012

Went for the fall semester of my Senior Year as Part of the
Study Abroad Program from DePaul University

Reino Unido-Westminster

Perfil Profesional

Vice president

Intervalores Casa de Valores S.A.

Julio de 2014-actualmente

3 años

Ecuador

Financial Analyst

Intervalores Casa de Valores S.A.

Julio de 2012 - Julio de 2014

Ecuador

Analyst

Datacentro S.A.

Junio de 2011- Agosto de 2011

Ecuador

Operations Intern

High Tower Advisors

Septiembre 2010 – Diciembre 2010

MARCO ANDRES VITERI AYALA

Datos Personales

Fecha de nacimiento: 31 de Marzo de 1992
Estado Civil: Soltero
Nacionalidad: Ecuatoriana
Ruc: 1718128158001
Licencia: Tipo "B"
Teléfono Móvil: 0992546627
Teléfono oficina: 023319722 ext.103
Correo electrónico: aviteri@plusvalores.com.ec

Formación Académica

Instrucción Superior: Universidad Central del Ecuador
Título Obtenido: Economista
N° de Registro: 1005-2017-1836478

Perfil Profesional

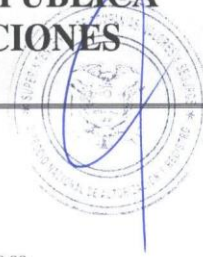
Plus Valores Casa de Valores

Gerente de Productos

Ecuador

1.- PORTADA

PROSPECTO DE OFERTA PÚBLICA I EMISION DE OBLIGACIONES HYDRIAPAC



- Emisor: **HYDRIAPAC S.A.**
- Agente Estructurador y Colocador: **CASA DE VALORES ADVFIN S.A.**

CARACTERISTICAS DE LA EMISIÓN:

Emisión:	Obligaciones
Garantía:	General
Tipo de Emisión:	Desmaterializados no menor a US\$1.000,00
Monto de Emisión:	US\$ 1.500.000,00.
Plazo de Emisión:	Clase A: 720 días Clase B: 1.080 días Base año comercial 30/360 días
Tasa de Interés:	Tasa Fija del 8,00% anual
Pago de Interés:	Trimestrales. Cada trimestre vencido
Pago de Capital:	Trimestrales iguales
Destino Recursos:	100% Capital de trabajo. Inversión productiva, mediante la adquisición de activos fijos y financiamiento a nuevos proyectos.
Calificación de Riesgos:	AA +
Calificadora de Riesgos:	ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A.
Agente Pagador:	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.
Lugar de Pago:	A través del DECEVALE, en la cuenta de cada beneficiario.
Rep. de Obligacionistas:	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.

NO. Y FECHA DE LA RESOLUCIONES APROBATORIAS E INSCRIPCIONES:

La oferta pública de obligaciones de la Compañía HYDRIAPAC S.A. fue aprobada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros mediante Resolución No.: **SCVS, INMV, DNAR, 17.0000917** de fecha **14-mar-2017**. La inscripción en el Catastro Público del Mercado de Valores y de la Información Pública ha sido otorgada para:

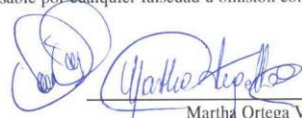
- EL EMISOR bajo el No.: **2017.G.01.001976** del **20-mar-2017**.
- EL VALOR bajo el No.: **2017.G.02.009177** del **20-mar-2017**.


EXCLUSIÓN RESPONSABILIDADES DE SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS, VALORES Y SEGUROS:

La aprobación del Prospecto de Oferta Pública de Obligaciones por parte de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros no implica la recomendación de ésta ni de los miembros de la Junta de Regulación del Mercado de Valores, para la suscripción o adquisición de valores, ni pronunciamiento en sentido alguno sobre el precio, la solvencia de la entidad emisora, el riesgo o rentabilidad de la misma.

DECLARACIÓN JURAMENTADA DEL REPRESENTANTE LEGAL:

Yo, Martha Ortega Villacís, en mi calidad de Gerente General y Representante Legal de la Compañía HYDRIAPAC S.A. declaro bajo juramento que la información contenida en este prospecto de oferta pública es fidedigna, real y completa y que seré penal y civilmente responsable por cualquier falsedad u omisión contenida en ella.


Martha Ortega Villacís
Representante Legal - HYDRIAPAC S.A.

CERTIFICO que el presente ejemplar guarda conformidad con el autorizado por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros con Resolución No. **917** de **14/03/2017**

Firmado digitalmente por MAURICIO ENRIQUE MURILLO MANSFRENCO
Fecha: 2017.03.22 15:55:13 -05'00'
Eco. Mauricio Murillo
DIRECTOR NACIONAL DE AUTORIZACIÓN Y REGISTRO

2.- INFORMACIÓN GENERAL SOBRE EL EMISOR

1.- NOMBRE DEL EMISOR:
HYDRIAPAC S.A.

2.- NUMERO DE RUC:
0992316519001

3.- DOMICILIO, DIRECCIÓN, TELEFONO, FAX Y CORREO ELECTRONICO DEL EMISOR Y DE SUS OFICINAS PRINCIPALES:

Matriz Establecimiento 001:

Domicilio: Guayaquil, Guayas
Dirección: Av. Miguel H. Alcívar, Bloque B Ed. Torres del Norte piso 1 oficina 103.
Teléfono: (04) 2687233
Fax: (04) 2687233
Correo Elec.: contabilidad@grupoquimipac.com.ec

Sucursal:

Sucursal - Establecimiento 002

Domicilio: Guayaquil, Guayas
Dirección: Cda. La Fragata, Av. Luis Noboa Naranjo solar 2.
Teléfono: (04) 6003222

4.-FECHAS DE OTORGAMIENTO DE LA ESCRITURA PÚBLICA DE CONSTITUCIÓN E INSCRIPCIÓN EN EL REGISTRO MERCANTIL:

La Compañía se constituyó bajo la denominación de Fluidis Quimipac FLUIQUIMIC S.A. mediante escritura otorgada ante el Notario Trigésimo Octavo del Cantón Guayaquil, abogado Humberto Moya Flores, el 22 de agosto del año 2003 e inscrita en el Registro Mercantil el 3 de septiembre del año 2003.

5.- PLAZO DE DURACIÓN:

La Empresa tiene una duración de 120 años a partir de la fecha de inscripción de la escritura de constitución en el Registro Mercantil.

6.- OBJETO SOCIAL:

La Compañía tiene como objeto social principal comprar, vender, importar y comercializar todo tipo de bienes, equipos, productos y prestar servicios integrados relacionados con los sectores de agua municipal, industrial y urbanismo, especializados en medición, automatización, instrumentación y telemetría, para la recuperación de pérdidas por agua no contabilizada, restauración de redes e infraestructura de producción de agua y urbanismo de los sistemas de agua potable y alcantarillado, restauración integral, diseño, construcción y mantenimiento integral de estaciones de bombeo de agua potable y servidas, tratamientos para la recuperación de valor para la reutilización de aguas procesadas.

7.- CAPITAL SUSCRITO Y PAGADO:

El capital suscrito y pagado al 31/diciembre/2016 es de US\$1.736.540,00
El capital autorizado de la compañía al 31/ diciembre /2016 es US\$3.473.080,00

8.- NUMERO DE ACCIONES, CLASE Y VALOR NOMINAL DE CADA ACCION:

Al 31 de diciembre del año 2016.

- Número de Acciones: 1.736.540
- Clase: Ordinarias y Nominativas
- Valor Nominal de cada Acción: US\$ 1,00.

9.- PRINCIPALES ACCIONISTAS Y SU PARTICIPACION:

Al 31 de diciembre del año 2016.

Nº	Titular	Monto (US\$)	Participación
1	QUIMIPAC S.A.	1.736.040,00	99,97%

10.- REPRESENTANTE LEGAL, ADMINISTRADORES Y DIRECTORES:

Presidente: Neil Roderick Macdougall Thomas

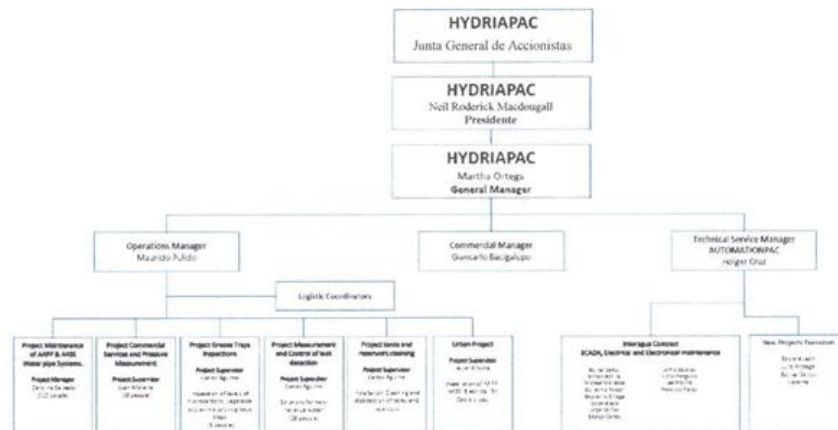
Gerente General: Martha Ortega Villacís

11.- NUMERO DE EMPLEADOS Y DIRECTIVOS:

Al 31 de diciembre del año 2016.

- Administrativa: 10
- Operativa: 126

12.- ORGANIGRAMA DE LA EMPRESA:



13.- REFERENCIA DE EMPRESAS VINCULADAS DE CONFORMIDAD CON LO DISPUESTO EN EL ART.191 DE LA LEY DE MERCADO DE VALORES:

RUC	Nombre o Razón Social	Tipo de vinc.	Sector
0990000018001	Quimipac S.A.	Adm. / Prop.	Mercantil
0992565004001	Vaequimipac Cia. Ltda. (en proceso de liquidación)	Adm.	Mercantil
0992777907001	Automationpac S.A.	Adm.	Mercantil
0992777915001	Quimipacsafety	Adm.	Mercantil
N/A	Quimipac Perú S.A.	Adm.	Mercantil

14.- PARTICIPACIÓN EN EL CAPITAL DE OTRAS SOCIEDADES:

Al 31 de diciembre del año 2016, HYDRIAPAC S.A. no mantiene participación en el capital de otras sociedades.

15.- GASTOS DE LA EMISIÓN:

Para la presente emisión de obligaciones, las categorías más importantes de gastos a incurrirse son:

- Agente Estructurador: 1% del monto de la emisión (hasta US \$15.000)
- Agente Colocador: hasta 2% del monto colocado de la emisión. (US\$30.000)
- Calificación de Riesgo y Actualizaciones: El 0,47% de la emisión. (US\$7.000)
- Representante Obligacionistas: 0,30% del monto de la emisión. (US\$4.500)
- Comisión Bolsa Valores: 0,09% del valor efectivo negociado. (US\$1.350)
- Servicio Desmaterialización 0,05% del monto de la emisión. (US\$750)
- Gestión de Pago: 0,01% del monto de la emisión. (US\$150) más US\$1 por transferencia.
- Inscripción Catastro Mercado de Valores: 0,05% del monto emisión. (US\$750)
- Inscripción y Mantenimiento en la Bolsa de Valores: 0,09% del patrimonio, pagadero anualmente durante el plazo de la emisión (Estimado US\$1.289).

16.-NÚMERO Y FECHA DE LA RESOLUCIÓN EXPEDIDA POR LA SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS, VALORES Y SEGUROS APROBANDO LA OFERTA PÚBLICA Y SU INSCRIPCIÓN EN EL CATASTRO PÚBLICO DEL MERCADO DE VALORES:

La oferta pública de obligaciones de la Compañía HYDRIAPAC S.A. fue aprobada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros mediante:

- Resolución No.: SCVS.INMV.DNAR.17.0000917
- Con fecha: 14 de marzo de 2017
- Detalle de inscripción en el Catastro Público del Mercado de Valores y de la Información Pública:
 - EL EMISOR bajo el No.: 2017.G.01.001976 del 20 de marzo de 2017.
 - EL VALOR bajo el No.: 2017.G.02.009177 del 20 de marzo de 2017.

4.- CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN

1.- FECHA DEL ACTA DE JUNTA GENERAL EXTRAORDINARIA DE ACCIONISTAS QUE RESOLVIÓ LA EMISIÓN:

La presente emisión de obligaciones fue aprobada en sesión de Junta General Extraordinaria de Accionistas celebrada el doce de diciembre del año 2016.

2.- MONTO, TIPO, CLASES, PLAZO, MONEDA Y SERIE DE LA EMISIÓN:

Monto:	US\$ 1.500.000,00.
Tipo:	Desmaterializada no menor a US\$1.000,00.
Serie:	No existirán series para cada clase
Clases:	A - B
Clase A:	Clase A Plazo 720 días. Tasa de interés Fija 8,00% anual
Clase B:	Clase B Plazo 1.080 días. Tasa de interés Fija 8,00% anual
Valor Unitario:	No menor a US\$1.000,00.
Moneda:	Dólares de los Estados Unidos de América.

3.- NÚMERO Y VALOR NOMINAL DE LAS OBLIGACIONES SEGÚN SU CLASE:

Se podrán emitir obligaciones desmaterializadas de valor nominal no menor a US\$1.000,00.

- Los valores a un plazo de 720 días y con tasa fija anual del 8,00% corresponderán a la clase "A"
- Los valores a un plazo de 1.080 días y con tasa fija anual del 8,00% corresponderán a la clase "B"

4.- INDICACIÓN DE SI LAS OBLIGACIONES SERÁN A LA ORDEN O AL PORTADOR:

En las obligaciones desmaterializadas no cabe la emisión al portador o a la orden de acuerdo al literal d del Art.164 (LMV). Aquellos valores estarán representados en cuenta y circularán a través de transferencia contable.

5.- TASA DE INTERÉS Y SU FORMA DE REAJUSTE, DE SER EL CASO:

El interés compensatorio que las obligaciones a emitirse devengarán será la tasa de interés fija del ocho por ciento (8,00%) anual para ambas clases, considerándose una base comercial de trescientos sesenta (30/360) días por año.

6.- FECHA A PARTIR DE LA CUAL EL TENEDOR DE LAS OBLIGACIONES EMPEZARÁ A GANAR INTERESES:

Será la fecha valor en que se realice la primera colocación de la emisión de obligaciones.

7.- PAGO DE INTERESES: INDICACIÓN DE SI LOS VALORES LLEVARÁN CUPONES PARA EL PAGO DE INTERESES. FORMA DE DETERMINARLO, FECHA DE VENCIMIENTO Y SERIE:

Los valores clase "A" contendrán ocho (8) pagos de intereses.

Los valores clase "B" contendrán doce (12) pagos de intereses.

Los pagos serán con vencimientos sucesivos cada trimestre a ser determinado en función del saldo de capital existente sobre la tasa de interés anual correspondiente, considerándose una base comercial de 30/360 días por año.

8.- PAGO DE CAPITAL: PLAZO Y FORMA DE AMORTIZACIÓN:

Los valores clase "A" contendrán ocho (8) pagos de capital. Dichos valores serán amortizados a su valor nominal durante el plazo de la emisión en 8 pagos iguales cada trimestre vencido equivalente cada pago a la octava parte del valor original de estas obligaciones.

Los valores clase "B" contendrán doce (12) pagos de capital. Dichos valores serán amortizados a su valor nominal durante el plazo de la emisión en 12 pagos iguales cada trimestre vencido equivalente cada pago a la doceava parte del valor original de estas obligaciones.

9.- INDICACIÓN DEL AGENTE PAGADOR, LUGAR Y MODALIDAD DE PAGO:

El Agente Pagador de la presente emisión de obligaciones será el Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A. Las Obligaciones serán pagadas a través de compensación mediante acreditación en la cuenta de cada beneficiario. En el caso que la fecha de pago ocurra en día no hábil, éste se hará el primer día hábil siguiente.

10.- CLASE DE GARANTÍA:

La presente emisión cuenta con la Garantía General del EMISOR, es decir con todos sus activos no gravados, conforme lo dispone el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores.

- a) Caja US\$597.357
- b) Activo exigible US\$2.062.371
- c) Activos realizables US\$498.329
- d) Activos fijos US\$231.096
- e) Otros activos US\$42.557

En el Apéndice No. 2 se incluye la declaración juramentada con el detalle de los activos libres de gravamen otorgada ante el Notario.

11.- RESGUARDOS:

La presente emisión de obligaciones cuenta y cumplirá con todos los resguardos previstos en el artículo 11, Sección 1era, Capítulo III, Subtítulo I, Título III de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional Valores

Con la aprobación de la Junta de Accionistas, se establece que mientras esté vigente la emisión se mantendrá adicionalmente el siguiente resguardo voluntario:

- Se mantendrá un límite de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses de hasta 4 veces el patrimonio de la Compañía.

12.- SISTEMA DE CONVERSIÓN:

La presente emisión de obligaciones no es convertible en acciones.

13.- REPRESENTANTE DE LOS OBLIGACIONISTAS:

Nombre: Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.
Dirección: V. M. Rendón No. 401 y General Córdova, Edif. Amazonas,
Piso No. 8, Oficinas No. 1 y 2. Guayaquil – Ecuador.
Telefax: (04) 2303535 - 2305941.

14.- RESUMEN DEL CONVENIO DE REPRESENTANTE DE LOS OBLIGACIONISTAS:

Cuarta: Obligaciones y Facultades del Representante de los Obligacionistas.- Son obligaciones y facultades de EL REPRESENTANTE:

- a) Verificar el cumplimiento por parte de LA EMISORA, de las cláusulas, términos y demás obligaciones contraídas en el contrato de emisión;
- b) Informar respecto del cumplimiento de cláusulas y obligaciones por parte de LA EMISORA a los obligacionistas y a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, con la periodicidad que ésta señale;
- c) Verificar periódicamente el uso de los fondos declarados por LA EMISORA, en la forma y conforme a lo establecido en el contrato de emisión;
- d) Velar por el pago equitativo y oportuno a todos los obligacionistas de los correspondientes intereses, amortizaciones y reajustes de las obligaciones sorteadas o vencidas;
- e) Acordar con LA EMISORA las reformas específicas al contrato de emisión que hubiera autorizado la asamblea de obligacionista;
- f) Elaborar el informe de gestión para ponerlo a consideración de la asamblea de obligacionistas;
- g) Actuar por el bien y defensa de los obligacionistas;
- h) Solicitar la conformación de un Fondo de Amortización;
- i) Demandar a LA EMISORA por incumplimiento de las condiciones acordadas para la emisión, en defensa de los intereses comunes de los obligacionistas;
- j) Convocar a la asamblea de los obligacionistas;
- k) Levantar o sustituir las garantías otorgadas, cumpliendo para ello con lo estipulado en el Art. 168 penúltimo inciso de la Ley de Mercado de Valores;
- l) Examinar la contabilidad de la compañía emisora, con el propósito de verificar el cumplimiento de todas las obligaciones adquiridas por ésta, en el contrato de emisión;
- m) El cumplimiento de las demás funciones establecidas en la escritura de emisión.

Quinta: Obligaciones de la Emisora.- LA EMISORA hasta el pago total del capital e intereses de la presente Emisión de Obligaciones se compromete a:

1. Entregar al REPRESENTANTE, dentro de los cinco días hábiles siguientes al envío a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, su balance semestral condensado y anual revisado por un Auditor Externo, con la calificación de riesgo, así como la misma información financiera que debe remitir al Catastro Público del Mercado de Valores para mantener vigente su inscripción en dicho registro, de conformidad con lo previsto en la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores;
2. Presentar al REPRESENTANTE una declaración jurada semestral, de activos gravados, que le permita verificar la suficiencia de la garantía con relación al monto de las obligaciones en circulación no redimidas, de conformidad con el porcentaje establecido en la Ley de Mercado de Valores y la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores, cuando la emisión está respaldada con garantía general;
3. LA EMISORA reconoce y acepta expresamente que cualesquiera de los tenedores de las obligaciones, podrá exigir el pago íntegro y anticipado del capital no amortizado y de los intereses devengados, como si se tratara de una obligación de plazo vencido, si ocurre uno o cualesquiera de los siguientes eventos:

3.1.- Si LA EMISORA incurriere en mora en el pago de cualquier cuota de capital o intereses de obligaciones, sin perjuicio de los intereses de mora a que hubiere lugar, calculados de conformidad con lo establecido en la escritura pública de emisión de obligaciones;

3.2.- Si LA EMISORA incurriere en situación de quiebra;

3.3.- Si LA EMISORA se convirtiere en deudor o garante de entidades que tuvieren jurisdicción coactiva;

3.4.- Si LA EMISORA suspendiere el trabajo a que se dedica actualmente y que constituye el giro de sus negocios y dicha suspensión demorase 30 días o más;

3.5.- Si entre LA EMISORA y sus trabajadores se produjere un conflicto laboral que pueda poner en riesgo la normal actividad de la mismas;

3.6.- Si LA EMISORA dejare de cumplir cualquier obligación patronal para con sus trabajadores y/o el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social;

3.7.- En el evento de que LA EMISORA infringiere una cualesquiera de las estipulaciones de este contrato o de la escritura pública de emisión de obligaciones o de leyes y reglamentos que fueren pertinentes;

3.8.- Cuando la emisión se realice con garantía general y LA EMISORA vendiere, enajenare o gravare los bienes que forman parte de la garantía general, incumpliendo el porcentaje establecido en el artículo 13 de la Sección I, Cap. III, Sub. I, Título II, de la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

4. Informar oportunamente al REPRESENTANTE sobre cualquier hecho o información relevante que pudiera afectar de alguna manera el pago de las obligaciones emitidas o la garantía de la emisión.

5. Las demás establecidas en la ley y este contrato.

Sexta. De las Deliberaciones e Instalación de la Asamblea.- La asamblea podrá deliberar válidamente, en primera convocatoria, con la presencia de obligacionistas que representen al menos 50% de las obligaciones en circulación y en este caso sus decisiones se tomarán por mayoría simple calculada en base a las obligaciones de circulación constitutiva del quórum.

Si no hubiere quórum en la primera convocatoria, se deberá realizar una nueva convocatoria, siguiendo las mismas formalidades de la primera. En segunda convocatoria, la Asamblea se instalará con los obligacionistas presentes, y las decisiones se tomarán con el voto favorable de las dos terceras partes de las obligaciones en circulación, constitutivas del quórum.

En todo caso, para que la comunidad de obligacionistas pueda, en primera como en segunda convocatoria, resolver la remoción de su representante, requerirá del voto favorable de más del 50% de las obligaciones en circulación.

Séptima: De la Asamblea de Obligacionistas y su Convocatoria.- La comunidad de Obligacionistas estará constituida por los tenedores de las obligaciones. La Asamblea de Obligacionistas es el organismo máximo de la comunidad de obligacionistas y un grupo de ellos que representen por lo menos el 20% del valor nominal de las obligaciones en circulación de la respectiva clase o emisión, podrá pedir AL REPRESENTANTE que convoque a Asamblea especificando en su petición los puntos a tratarse.

La Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros podrá convocar a la Asamblea de Obligacionistas o solicitar AL REPRESENTANTE de éstos que lo haga, cuando existan hechos graves que deban ser conocidos por los obligacionistas.

La convocatoria a asamblea de Obligacionistas se hará mediante un aviso publicado con ocho días de anticipación en uno de los diarios de mayor circulación del domicilio principal de LA EMISORA, informando a los obligacionistas el orden del día de la Asamblea. Para el cómputo de este plazo no se contará el día de la publicación, ni el de la celebración de la asamblea.

Los obligacionistas podrán hacerse representar en la asamblea por otra persona, mediante poder otorgado ante Notario o por carta con su firma autógrafa.

Con excepción de la remoción de EL REPRESENTANTE, la Asamblea sólo podrá tratar los puntos especificados en la convocatoria.

15.- DECLARACION JURAMENTADA DEL REPRESENTANTE DE LOS OBLIGACIONISTAS, DE NO ESTAR INCURSO EN LAS PROHIBICIONES DEL ART. 165 DE LA LEY DEL MERCADO DE VALORES:

Se adjunta en el Anexo No. 1.

16.- SISTEMA DE COLOCACIÓN, AGENTE ESTRUCTURADOR Y COLOCADOR:

- El Sistema de Colocación se realizará de forma bursátil
- El Agente Estructurador y Colocador de emisión es Casa de Valores Advfin S.A.

17.- RESUMEN CONTRATO DE UNDERWRITING, DE EXISTIR:

La presente emisión no tiene contrato de underwriting para su colocación.

18.- PROCEDIMIENTO DE RESCATES ANTICIPADOS:

La presente emisión no tendrá rescates anticipados.

19.- DESTINO DE LOS RECURSOS A CAPTAR:

El objeto de la emisión es financiarse a través del mercado de valores para obtener recursos líquidos, de los cuales se destinará el 100% de la emisión para capital de trabajo. El capital de trabajo se utilizará para la inversión productiva, mediante adquisición de activos fijos y financiamiento de proyectos nuevos.

20.- LÍMITE DE ENDEUDAMIENTO:

El Emisor mientras esté vigente la presente emisión de Obligaciones limitará su endeudamiento de tal manera que no comprometa la relación de activos establecida en el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias. Paralelamente se mantendrá un límite de endeudamiento referente a los pasivos con costo afectos al pago de intereses de hasta 4 veces el patrimonio de la Compañía.

21.- CALIFICACIÓN DE RIESGO, INDICACIÓN DEL CALIFICADOR DE RIESGOS Y EXTRACTO DE LA CALIFICACION:

La emisión fue calificada por la firma ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A. y su calificación de riesgo es "AA+". Se incluye la calificación de riesgo, sus anexos y el extracto en el Apéndice No. 1.

6.- DECLARACIÓN JURAMENTADA DEL REPRESENTANTE LEGAL

Yo, Martha Ortega Villacís, en mi calidad de Gerente General y Representante Legal de HYDRIAPAC S.A. declaro bajo juramento de manera libre y voluntaria, bajo las responsabilidades establecidas en el numeral seis del artículo doce de la Sección I del Capítulo III del Subtítulo I del Título III de la Codificación de las Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores, que la información contenida en este prospecto de oferta pública es fidedigna, real y completa y, que seré penal y civilmente responsable por cualquier falsedad u omisión contenida en ella.

Guayaquil, 13 de febrero del 2017

Martha Ortega Villacís
Representante Legal – HYDRIAPAC S.A.



DECLARACIÓN JURAMENTADA

Ab. Radmila Pandzic Arapov de Pita, por los derechos que represento del **ESTUDIO JURÍDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A.**, en mi calidad de Presidenta, de conformidad con lo estipulado en el numeral 4.16, del Art. 12, de la Sección I, del Capítulo III, Subtítulo I, Título III de la Codificación de las Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores, declaro bajo juramento, que mi representada la compañía **ESTUDIO JURÍDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A.**, no está incurso en las prohibiciones del artículo 165 de la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero) y Art.3, de la Sección I, del Capítulo V, Subtítulo IV, Título II de la Codificación de las Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores, respecto de la emisión de obligaciones que efectúa la compañía **HYDRIAPAC S.A.**

Guayaquil, enero 5 del 2017.

p. ESTUDIO JURÍDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A.

Ab. Radmila Pandzic Arapov de Pita
Presidenta

Apéndice No. 2.- Declaración juramentada de activos libres de gravamen

1
2
3
4
5
6
7
8
9
10
11
12
13
14
15
16
17
18
19
20
21
22
23
24
25
26
27
28



ESCRITURA: 2017 0901 053 P00461
DECLARACION JURAMENTADA
OTORGADA POR LA INGENIERA
MARTHA ORTEGA VILLACÍS EN SU
CALIDAD DE GERENTE GENERAL
DE LA COMPAÑÍA HYDRIAPAC S.A.--
CUANTIA: INDETERMINADA.-----

En la ciudad de Guayaquil, capital de la Provincia del Guayas, República del Ecuador, hoy siete de febrero del dos mil diecisiete, ante mí, abogada KELLY SEMPETEGUI ZAMBRANO, Notaria Titular Quincuagésima Tercera de este Cantón, comparece por una parte la compañía HYDRIAPAC S.A., representada por la señora MARTHA ORTEGA VILLACÍS, quien declara ser casada, ingeniera, en su calidad de GERENTE GENERAL, según consta de la copia del nombramiento que se adjunta como documento habilitante. El compareciente es ecuatoriano, mayor de edad, domiciliado en la ciudad de Guayaquil; capaz para obligarse y contratar, a quien por haberme presentado su respectivo documento de identificación, de conocer doy fe, cuyas copias fotostáticas debidamente certificadas por mí, agrego a ésta escritura como documentos habilitantes. Bien instruido y advertido en el objeto, efectos y resultados de esta escritura, así como examinados que fueron en forma aislada y separada de que comparece al otorgamiento de esta escritura sin coacción, amenazas, temor reverencial, ni promesa o seducción, me solicita que eleve a escritura pública la minuta que me presentan del tenor siguiente: SEÑORA NOTARIA.- Sírvase autorizar y luego incorpore en el protocolo a su cargo una escritura pública que contenga la

1 siguiente declaración juramentada: CLÁUSULA PRIMERA:
2 DECLARACIÓN.- El compareciente, con conocimiento de la
3 obligación de declarar la verdad con claridad y exactitud, bajo
4 la prevención de las penas de perjurio, declara expresamente lo
5 siguiente: Conforme lo dispuesto en el Artículo ciento sesenta y dos
6 (162) de la Ley de Mercado de Valores, la compañía HYDRIAPAC
7 S.A. ratifica que al 31 de diciembre de 2016, según estados
8 financieros preliminares (no auditados), son valores libres de todo
9 gravamen, limitación al dominio, prohibición de enajenar y/o
10 prenda comercial ordinaria las cuentas: A) Caja por quinientos
11 noventa y siete mil trescientos cincuenta y siete dólares de los
12 Estados Unidos de América (US\$597.357); B) Activo exigible por
13 dos millones sesenta y dos mil trescientos setenta y un dólares de
14 los Estados Unidos de América (US\$2.062.371); C) Activos
15 realizables por cuatrocientos noventa y ocho mil trescientos
16 veintinueve dólares de los Estados Unidos de América
17 (US\$498.329); D) Activos fijos por doscientos treinta y un mil
18 noventa y seis dólares de los Estados Unidos de América
19 (US\$231.096); y E) Otros activos por cuarenta y dos mil quinientos
20 cincuenta y siete dólares de los Estados Unidos de América
21 (US\$42.557). El activo con el que inicialmente la empresa garantiza
22 la presente emisión de obligaciones de largo plazo es: A) Activo
23 exigible por un millón ochocientos setenta y cinco mil dólares de los
24 Estados Unidos de América (US\$1.875.000). Así mismo declara
25 el compareciente que se compromete a mantener y reponer
26 cualquiera de sus cuentas del activo, durante la vigencia de la
27 presente Emisión de obligaciones, de tal manera que en todo
28 momento sus activos libres de gravamen garanticen esta Oferta



1 Pública que asciende a la suma de Un Millón Quinientos Mil
2 Dólares de los Estados Unidos de América (US\$1.500.000,00)
3 la fecha de protocolización de esta escritura pública de
4 declaración juramentada; y posteriormente, hasta por el monto que
5 garantice las obligaciones en circulación de la presente Oferta
6 Pública. Agregue usted, Señora Notaria, las demás formalidades
7 de estilo para la validez y perfeccionamiento de la presente
8 escritura pública y haga constar, que por sí o por interpuesta
9 persona, que la compañía HYDRIAPAC S.A. se encuentra
10 autorizada a obtener la inscripción de este instrumento en los
11 registros que fueren del caso. Firmado: Abogada CARIDAD
12 WRIGHT AROSEMENA.- Registro Número: Ocho Mil Quinientos
13 Noventa y Tres.- Hasta aquí la minuta y sus documentos
14 habilitantes agregados, todos los cuales, en un mismo texto,
15 quedan elevados a escritura pública. Es copia.- El otorgante
16 aprueba en todas sus partes el contenido del presente instrumento
17 dejándolo elevado a escritura pública para que surta sus efectos
18 legales. La cuantía es indeterminada. En virtud del artículo seis
19 inciso segundo de la ley del sistema nacional del registro de datos
20 públicos se deja constancia de la autorización expresa de EL
21 COMPARECIENTE para incorporar su ficha índice del certificado
22 electrónico de datos de identidad ciudadana. Yo, la Notaria, doy fe
23 que, después de haber sido leída, en alta voz, toda esta escritura
24 pública a los comparecientes, éste la aprueba y la suscribe
25 conmigo, la Notaria, en un solo acto. _____

26
27 p. COMPAÑÍA HYDRIAPAC S.A.
28



NOTARÍA 53
DEL CANTÓN
GUAYAQUIL

AB. KELLY SEMPERTEGUI

- 1
- 2
- 3
- 4
- 5
- 6
- 7
- 8
- 9
- 10
- 11
- 12
- 13
- 14
- 15
- 16
- 17
- 18
- 19
- 20
- 21
- 22
- 23
- 24
- 25
- 26
- 27
- 28

Se otorgó ante mí, en fe de ello confiero este PRIMER TESTIMONIO, DE LA ESCRITURA PÚBLICA No. 20170901053P00461 QUE CONTIENE UNA DECLARACION JURAMENTADA OTORGADA POR LA INGENIERA MARTHA ORTEGA VILLACÍS EN SU CALIDAD DE GERENTE GENERAL DE LA COMPAÑÍA HYDRIAPAC S.A. que firmo, sello y rubrico en esta ciudad de Guayaquil, el mismo día de su otorgamiento



Kelly Sempertegui
Ab. Kelly Sempertegui Zambrano
NOTARIA TITULAR
DEL CANTÓN GUAYAQUIL



CERTIFICADO DE ANTI PLAGIO

URKUND

Urkund Analysis Result

Analysed Document: Tesis LENIN GONZALEZ FEB 20 de 2018 - URKUND.docx
(D35788168)
Submitted: 2/20/2018 11:11:00 PM
Submitted By: leningonzalezc@outlook.com
Significance: 7 %

Sources included in the report:

TESIS FINAL ELENA PAOLA MONTIEL JIMENÉZ 08-10-2015.pdf (D15882174)
1439516361_Tesis final 13082015.docx (D15042649)
TESIS SR. BARREIRO CORREGIDA.docx (D16761086)
TESIS SR. ALEJANDRO BARREIRO.docx (D16608747)
Trabajo de Titulacion Garcia Fernandez Cinthya Maryjane URKUND.pdf (D21871958)
Trabajo de Titulacion Garcia Fernandez Cinthya Maryjane URKUND.pdf (D21811646)
TESIS FINAL PAOLA MONTIEL 14-10impreso.doc (D11904302)
TESIS.docx (D30207676)
1431367686_Karin Aray-Analisis del Fideicomiso de Titularizacion como una alternativa de
financiamiento para Pymes en el Mercado de Valores en el Ecuador..doc (D14300004)
FREDDY ORDOÑEZ, TESIS MS CON APA.doc (D14110977)
<https://doctrina.vlex.com.co/vid/decisiones-financiamiento-pymes-existen-641046217>
<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0123592315000790>
<https://digital.cic.gba.gob.ar/bitstream/handle/11746/4932/>
DecisionesPDFAbistream_a9e86567-c45e-4d07-a4fc-bc776e3c137d.pdf?sequence=1
<http://bibdigital.epn.edu.ec/handle/15000/6837>
<http://repositorio.ucsg.edu.ec/handle/3317/1084>

Instances where selected sources appear:

59

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'LENIN GONZALEZ', written over a horizontal line.