



UTEG

**UNIVERSIDAD TECNOLÓGICA
EMPRESARIAL DE GUAYAQUIL**

TESIS DE GRADO EN OPCIÓN AL TÍTULO DE

**INGENIERO CON MENCIÓN EN
GESTIÓN EMPRESARIAL
ESPECIALIZACIÓN FINANZAS**

TÍTULO DE LA TESIS:

**“FINANCIAMIENTO DE LAS EMPRESAS A
TRAVÉS DE EMISIÓN DE OBLIGACIONES COMO
HERRAMIENTA PARA DISMINUIR EL COSTO
FINANCIERO” (ANÁLISIS Y EVOLUCIÓN
PERÍODO 2001 - 2005)**

AUTORES:

**Ma. Gabriela Fuertes Pinela
Janet Villacorta Moreno**

TUTOR:

Ing. Luis M. Béjar

**GUAYAQUIL - ECUADOR
Marzo del 2007**



**UNIVERSIDAD TECNOLÓGICA EMPRESARIAL DE
GUAYAQUIL**

**TESIS DE GRADO EN OPCIÓN AL TÍTULO DE
Ingeniero con Mención en Gestión Empresarial
Especialización Finanzas**

TÍTULO DE LA TESIS:

**“Financiamiento de las empresas a través de Emisión de
Obligaciones como herramienta para disminuir el costo
financiero” (Análisis y Evolución período 2001-2005)**

AUTORES:

**Ma. Gabriela Fuertes Pinela
Janet Villacorta Moreno**

TUTOR:

Ing. Luis M. Béjar

GUAYAQUIL ECUADOR

Marzo del 2007

*A nuestros padres que nos
brindaron su apoyo y orientación
en cada momento.*

*A nuestros maestros y
profesores que nos supieron
guiar en el desarrollo de la
investigación e impartieron sus
conocimientos, los cuales nos
servirán para aportar al
desarrollo de nuestro país.*

ÍNDICE GENERAL

ASPECTOS DEL INFORME	Páginas
RESUMEN	IX
ABSTRACT	XI
INTRODUCCION	XIII
I. CARACTERIZACIÓN Y DEFINICIÓN DEL PROBLEMA, MARCO TEÓRICO Y METODOLÓGICO	15
1.1 Planteamiento del Problema	16
1.1.1 Tema de Investigación	16
1.1.2 Descripción del Problema - Contexto	16
1.1.3 Análisis del Problema	17
1.1.4 Formulación del Problema	18
1.2 Establecimiento de Objetivos	18
1.2.1 Objetivo General	18
1.2.2 Objetivos Específicos	18
1.2.3 Justificación del Problema	19
1.3 Marco Teórico y Metodológico	19
1.3.1 Marco Teórico	19
1.3.1.1 Antecedentes	19
1.3.1.2 Hipótesis	20
1.3.2 Metodología y Diseño de la Investigación	20
1.3.2.1 Modalidad de la investigación	21
1.3.2.2 Análisis Financiero	23

II. MERCADO DE VALORES EN EL ECUADOR.- CONCEPTO Y EVOLUCION	24
2.1 Significado del Mercado de Valores	25
2.1.1 Títulos Valores	27
2.1.2 Importancia del Mercado de Valores	30
2.2 Historia del Mercado de Valores en el Ecuador	31
2.2.1 La Ley de Mercado de Valores.- Innovaciones	34
2.2.2 Superintendencia de Compañías.- Organismo Contralor	36
2.3 Bolsa de Valores.- Su significado y Evolución	37
2.3.1 Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil	39
III. OBLIGACIONES.- GENERALIDADES	43
3.1 Concepto de Obligaciones.	44
3.2 Características de las obligaciones	45
3.3 Clasificación de las Obligaciones	49
3.3.1 Por Tipo de Emisión	49
3.3.1.1 Obligaciones	49
3.3.1.2 Obligaciones Convertibles en Acciones	49
3.3.1.3 Obligaciones Especiales o Papel Comercial	50
3.3.2 Por tipo de Garantías	50
3.3.2.1 Garantía General	51
3.3.2.2 Garantía Específica	51
3.4 Ventajas de las Obligaciones	52

IV. PROCESO DE EMISIÓN DE OBLIGACIONES EN EMPRESAS PRIVADAS DE LOS SECTORES FINANCIERO Y NO FINANCIERO	55
4.1 Circunstancias en las que se desarrolla el proceso de la Emisión de Obligaciones	56
4.1.1 Plazos de la Emisión de Obligaciones	59
4.1.2 Costos de la Emisión de Obligaciones	59
4.1.3 Características de la Emisión de Obligaciones	63
4.1.4 Momento de la negociación de la Emisión de Obligaciones	66
4.1.5 Forma de negociación de la Emisión de Obligaciones	67
4.2 Estudio evaluativo de las empresas que se financiaron mediante Emisión de Obligaciones	69
4.2.1 Características más ventajosas en la Emisión de Obligaciones	80
4.2.2 Problemas que se pueden presentar en la Emisión de Obligaciones	81
4.3 Proceso de Emisión de Obligaciones que deben seguir las empresas	82
4.3.1 Preparación de la Emisión	82
4.3.2 Inscripción en el Registro del Mercado de Valores	89
4.3.3 Inscripción en la Bolsa de Valores	92
4.3.4 Colocación de Títulos	93
4.3.5 Cronograma de Trabajo para el Proceso de Emisión	94
V. ANALISIS DE LA EMISION DE OBLIGACIONES COMO UNA ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO	97
5.1 Instrumentos alternativos de financiamiento para las empresas	98

5.1.1 Análisis comparativo de los costos financieros de las diferentes alternativas de financiamiento	106
5.1.2 Análisis comparativo de las características de las alternativas de financiamiento	119
5.1.3 Análisis de las ventajas y desventajas de las alternativas de financiamiento	121
5.2 Evaluación de Flujos con diferentes tipos de financiamiento	127
5.2.1 Análisis de los Flujos con diferentes tipos de financiamiento	131
5.2.1.1 Proyecto Financiado con Obligaciones	131
5.2.1.2 Flujo con Préstamo Bancario Corporativo	132
5.2.1.3 Flujo con Préstamo Bancario Empresas	134
5.2.2 Análisis comparativo de las tres alternativas de financiamiento	135
CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	136
GLOSARIO	140
ANEXOS Y TABLAS	149
BIBLIOGRAFIA	214

ÍNDICE DE ANEXOS

Anexo # 1.- Del Registro del Mercado de Valores	150
Anexo # 2.- De la Información	152
Anexo # 3.- Títulos Valores	154
Anexo # 4.- Acciones	156
Anexo # 5.- De las Atribuciones y Funciones de la Superintendencia de Compañías en el Mercado de Valores	158
Anexo # 6.- Organismos Reguladores y Controladores del Mercado de Valores	162
Anexo # 7.- Mecanismo de Negociación en la Bolsa de Valores de Guayaquil	163
Anexo # 8.- Para aquellas personas que quieran invertir en la Bolsa de Valores de Guayaquil	170
Anexo # 9.- Calificadoras de Riesgos	172
Anexo # 10.- Casa de Valores	182
Anexo # 11.- Encuesta	187
Anexo # 12.- Empresas Emisoras que participaron en la Encuesta según Sector o Actividad Económica	193
Anexo # 13.- La Elección de tasas de interés al momento de la Emisión de Obligaciones, período 2001-2005	196
Anexo # 14.- Evolución de las tasas: Activa y Pasiva referencial, Prime y Libor, en los años 2001 - 2006	197

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla # 1.- Características de Títulos Valores de Renta Fija (Sector Privado)	199
Tabla # 2.- Características de los Títulos Valores de Renta Fija (Sector Público)	202
Tabla # 3.- Empresas que emitieron obligaciones. Sector: Industrias Manufactureras	205
Tabla # 4.- Empresas que emitieron obligaciones. Sector: Construcción	206
Tabla # 5.- Empresas que emitieron obligaciones. Sector: Comercio por Mayor y menor, Restaurantes y Hoteles	207
Tabla # 6.- Empresas que emitieron obligaciones. Sector: Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	208
Tabla # 7.- Empresas que emitieron obligaciones. Sector: Establecimientos financieros, Bienes Inmuebles, Servicios prestados a las empresas	209
Tabla # 8.- Empresas que emitieron obligaciones en el año 2001	210
Tabla # 9.- Empresas que emitieron obligaciones en el año 2002	210
Tabla # 10.- Empresas que emitieron obligaciones en el año 2003	211
Tabla # 11.- Empresas que emitieron Obligaciones en el año 2004	212
Tabla # 12.- Empresas que emitieron obligaciones en el año 2005	213

RESUMEN

La emisión de obligaciones es una herramienta de financiamiento y a su vez una de las alternativas que ofrece a las empresas el mercado de capitales. Los cuales son títulos valores que permiten obtener recursos y a cambio las empresas se comprometen a pagar cargos fijos periódicamente y devolver el principal en una fecha predeterminada.

Este tipo de documentos ofrece una variedad de ventajas para el emisor, como las siguientes: se puede realizar la emisión a bajos costos debido a que la colocación se la hace directamente, es decir, se aplica desintermediación financiera por lo cual éstos títulos se los coloca bajo la tasa activa referencial, otras de las ventajas importantes que presentan las obligaciones es que posibilita financiarse a largo plazo lo que permite adaptar el endeudamiento a los requisitos de inversión y presenta algunas flexibilidades como son que se puede realizar la colocación total o parcial y realizar la emisión en distintas monedas.

Este mecanismo así como ofrece ventajas, también tiene una serie de desventajas y problemas en el proceso de emisión, tales como: la falta de información, trámite engorroso y una percepción pésima antes de emitir estos títulos, el cual se debe a la poca divulgación del tema en el mercado.

En el período 2001-2005 los montos de emisión de estos títulos de deuda como medio de financiamiento se han ido incrementado gradualmente, y las principales razones que motivaron a los empresarios a utilizar este mecanismo de financiamiento fue la dotación de capital de trabajo, para financiar planes de crecimiento, financiar activos y reestructuración de pasivos.

Antes de realizar una emisión de obligaciones, las empresas deben cumplir con una serie de requisitos tales como: realizar un estudio detallado de la empresa (Due Diligence), que comprende un análisis de los antecedentes de la empresa, un análisis económico y político, industrial, análisis de las áreas funcionales y un análisis estratégico de la empresa; luego debe expresarse la voluntad de la empresa la cual debe estar soportada por un Acta de la Junta General de Accionistas.

También se deberá contar con una garantía, la misma que puede ser general o específica. Luego se debe realizar una Calificación de Riesgo, posteriormente se procede a contratar al Representante de los obligacionistas, imprimir el prospecto de Oferta Pública, poner en circulación el Prospecto, se inscribe los valores en el Registro de Mercado de Valores y en la Bolsa de Valores, y finalmente se procede a la colocación primaria y la redención de las obligaciones.

“La responsabilidad por los hechos, ideas y doctrinas expuestas en ésta Tesis de Grado, y el patrimonio intelectual de la misma corresponden exclusivamente, a la Universidad Tecnológica Empresarial de Guayaquil”.

ABSTRACT

The issue of assets is a financing tool and at the same time one of the alternatives that the enterprises of capital market offers. The ones are value titles than allow to obtain resources and in exchange the enterprises compromise to pay flat charges periodically and return the principal in a predetermined date.

This type of documents offer a variety of advantages to the emitter, such as the following: it can be used at low costs due to the placing is made directly, it means, no financial intermediation is applied so this titles are places under the referential active rate, another of the important advantages that the assets have is that enables to finance in long term which allow to adapt then debt to the requirements of the investment y have some flexibilities, like the placement can be made total or partial and made the issue in different currencies.

This mechanism, as it have advantages, also have a series of disadvantages and problems in the process of issuing, like: the lack of information, troublesome process and a bad perception before the issuing of this titles, due to the little disclosure of the subject in the market.

In the 2001-2005 period, the amount of issues of this titles of debt as a financing mode has increased gradually, and the main reasons that motivated the entrepreneurs to use this financing mechanism was the endowment of work capitals, to finance growing plans, finance actives and liabilities restructuration.

Before making assets emission, the enterprises have to reach a series of requisites such as: make a detailed study of the enterprise (Due Diligence), which contains an analysis of the background of the enterprise, an economic and politic analysis, industrial, analysis of the functional areas and an strategic analysis of the enterprise, then the will of the enterprise should be shown, which has to be supported by the Act of the Shareholders' General Committee.

Also, a guaranty should exists, the same that can be general or specific. Then it should be done a Risk Evaluation, then proceed to contract the Representative of the assets, print the prospect of the Public Offer, issue the Prospect, register the values in the Values' Market Registry and in the Values' Pouch, and finally proceed to the primary placement and the redemption of the assets.

"The responsibility by the facts, ideas and doctrines exposed in this grade Thesis, and the intellectual patrimony of the same, belongs exclusively to the Universidad Tecnológica Empresarial de Guayaquil"

INTRODUCCION

En el período 2001-2005 el sector productivo en el Ecuador se encuentra estancado, atravesando problemas de liquidez (búsqueda de dinero barato) y poco motivado a realizar inversiones debido a la “inestabilidad económica” que existe en el país. Por ello, las empresas necesitan obtener recursos que le permitan enfrentar circunstancias como éstas y evitar la paralización de sus actividades productivas.

Para el sector empresarial es de suma importancia contar con diversas formas de financiamiento. Una de ellas la constituye la “emisión de obligaciones”, que es una herramienta alternativa que para éste fin existen en el mercado. En nuestro país, la difusión de éste medio de financiamiento ha sido mínima y a esto se debe que muchos empresarios no recurren a el y utilizan otros que no van de acuerdo a sus intereses.

Por ésta razón se presenta a la emisión de obligaciones como una herramienta para disminuir el costo financiero de las empresas. El estudio ayudará, entre otros aspectos, a dar a conocer en forma detallada y precisa en qué consiste la emisión de obligaciones y los múltiples beneficios que brinda a las empresas. Así como también explicar el porque existe disminución en el número de empresas que emiten obligaciones.

La presente tesis consta de cinco capítulos, a través de los cuales se presenta a la emisión de obligaciones como una herramienta para disminuir el costo financiero de las empresas, y muestra un análisis comparativo con la alternativa tradicional (préstamos bancarios).

En el capítulo 1 se tratan aspectos metodológicos y pasos a seguir para llevar a cabo la presente tesis.

En los capítulos 2 y 3 se tratan aspectos conceptuales referentes al Mercado de Valores en el Ecuador, su importancia, evolución e innovaciones; así mismo, se presenta a la emisión de obligaciones a través de sus características, clases y ventajas que ofrece a las empresas.

El capítulo 4 es de suma importancia en este estudio, ya que describe el proceso de emitir obligaciones que deben seguir las empresas que decidan utilizar éste medio como mecanismo de financiamiento, así como el estudio evaluativo a través de una encuesta que se realizó a un grupo de empresas que emitieron obligaciones en el período 2001-2005.

En el capítulo 5 se presentan todas las alternativas de financiamiento a las que pueden recurrir las empresas para obtener recursos, y un análisis comparativo de los costos, características, ventajas y desventajas de estos mecanismos de financiamiento más utilizadas como son las acciones, obligaciones y préstamos bancarios. Y un análisis sobre un proyecto financiado con obligaciones vs préstamos bancarios.

CAPÍTULO I

§

CARACTERIZACIÓN Y DEFINICIÓN DEL PROBLEMA, MARCO TEÓRICO Y METODOLÓGICO

I. CARACTERIZACIÓN Y DEFINICIÓN DEL PROBLEMA, MARCO TEÓRICO Y METODOLÓGICO

1.1 PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

1.1.1 Tema de Investigación

“Financiamiento de las empresas a través de Emisión de Obligaciones como herramienta para disminuir el costo financiero”. (Análisis y Evolución período 2001-2005)

1.1.2 Descripción del Problema - Contexto

En cada país el Mercado de valores desempeña un papel muy importante dentro del desarrollo económico y social del mismo, debido a que actúa como un instrumento canalizador para las empresas y así acceder a recursos de mediano y largo plazo. Así mismo, forma parte del sistema financiero y del mercado de capitales, por lo tanto requiere de su buen funcionamiento para el desarrollo del país.

Es a través del Mercado de valores que las empresas pueden financiar sus proyectos de inversión como también pueden reestructurar sus pasivos a menores costos, por lo tanto esto constituye una de las ventajas para las empresas que quieran financiarse a través de la emisión de títulos valores. El mercado de capitales en el Ecuador, ofrece a las empresas una serie de

alternativas de financiamiento como son las acciones, la emisión de obligaciones, obligaciones convertibles en acciones, titularización.

La emisión de Obligaciones, son títulos valores los cuales pueden ser emitidos por compañías legalmente facultadas tales como: compañías anónimas, compañías de responsabilidad limitada, bancos, mutualistas y cooperativas de ahorro.^(*) Estos títulos valores permiten obtener recursos del público para financiar sus actividades productivas, y a cambio las empresas se comprometen a pagar cargos fijos de manera periódica y así devolver el principal y reconocer un interés en una fecha determinada según las condiciones de la emisión.

Así mismo este sistema de financiamiento es muy utilizado en otros países con diferentes denominaciones como por ejemplo: Bonos Corporativos y/o Papel comercial, estos se han constituido en un instrumento muy utilizado para conseguir financiamiento a tasas inferiores que las que se usan en operaciones tradicionales de crédito (préstamos bancarios).

1.1.3 Análisis del problema

En el período 2001-2005 el sector productivo en el Ecuador está atravesando por problemas de liquidez (se refiere a conseguir dinero barato) y por este motivo, para el sector empresarial es de suma importancia contar con diversas formas de financiamiento.

Una de estas formas de financiamiento es a través de la "*Emisión de Obligaciones*", que es una de las herramientas que existe en el mercado

^(*) Fuente: Ley Mercado Valores Art. 160

ecuatoriano. Sin embargo, la difusión de este medio de financiamiento ha sido mínima, por lo que muchos empresarios no han recurrido a este.

1.1.4 Formulación del Problema

¿Qué factores incidieron para que las empresas escogieran como mecanismo de deuda a la Emisión de obligaciones?

¿Qué fenómenos repercutieron en el incremento o decremento de la utilización de este mecanismo en los últimos 5 años?

1.2 ESTABLECIMIENTO DE OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo General

- Concientizar a las empresas que al utilizar la Emisión de Obligaciones como una herramienta para disminuir el costo financiero de las empresas, es aconsejable hacerlo bajo los parámetros del mercado de valores.

1.2.2 Objetivos Específicos

- Definir y analizar la evolución del Mercado de Valores en el Ecuador.
- Identificar en qué consiste la Emisión de Obligaciones y cuáles son sus ventajas y desventajas.

- Evaluar el proceso de financiamiento a través de la Emisión de Obligaciones en empresas del sector financiero y no financiero.
- Identificar cuáles son los instrumentos de financiamiento más utilizados por las empresas en el Ecuador en el periodo 2001-2005.
- Analizar los costos financieros que se originan en la utilización de estos instrumentos de financiamiento.

1.2.3 Justificación del Investigación

La emisión de Obligaciones es una herramienta válida en el financiamiento de las empresas para disminuir el costo financiero de las mismas. Por ende es preciso realizar un estudio para conocer la percepción que tienen las empresas acerca de este mecanismo de financiamiento, si existe suficiente información en el mercado acerca del mismo, las ventajas y desventajas que brinda; y los beneficios que traerá para las empresas del Ecuador en el futuro.

1.3 MARCO TEÓRICO Y METODOLÓGICO

1.3.1 Marco teórico

1.3.1.1 Antecedentes

Los antecedentes investigativos usados en el desarrollo de la presente tesis son las siguientes:

- Entrevista a funcionarios de la Bolsa de Valores de Guayaquil.

- Muestra de empresas emisoras de obligaciones.
- Libros y textos de estudio.
- Revistas, boletines y fascículos.

1.3.1.2 Hipótesis

- Comprobar mediante un muestreo las causas por las cuales las empresas que obtuvieron financiamiento en el período 2001-2005, escogieron como mecanismo de deuda a la Emisión de Obligaciones.
- Explicar qué fenómenos repercuten en el incremento de la utilización de este mecanismo de financiamiento en el período 2001-2005.

1.3.2 Metodología y Diseño de la Investigación

La metodología aplicada a la presente tesis sigue la modalidad de Investigación Explicativa, ya que responde a las causas por la que las empresas escogieron la emisión de obligaciones como herramienta para disminuir el costo financiero de las mismas en los últimos 5 años, y los fenómenos que repercutieron en el incremento de la utilización de este mecanismo.

Entre otros aspectos se ha conseguido información estadística de:

- Población de empresas emisoras de obligaciones período 2001-2006

El diseño de esta investigación es No Experimental Longitudinal, debido a que las causas y efectos de la presente investigación ya han ocurrido en un tiempo dado,

por lo que solo se observan los fenómenos tal como se dan en su contexto natural, para después proceder a analizarlos.

Así mismo, el propósito de esta investigación es establecer de manera específica e ilustrativa este tema, para destacar los beneficios de la Emisión de Obligaciones y cuan fácil es su puesta en práctica. De esta manera proporcionar la Información necesaria para que las empresas apliquen habitualmente esta forma de financiamiento.

Por otra parte esta investigación permitirá conocer los procesos de una emisión de obligaciones para empresas privadas tanto del sector financiero como no financiero, y a su vez ayudará a que las empresas tengan un mayor acercamiento con el Mercado de Valores y así conocer todos los productos que este mercado ofrece y elegir de entre ellos el mecanismo de financiamiento que mejor se ajusta a sus intereses.

1.3.2.1 Modalidad de la Investigación

La modalidad a seguir en la presente tesis será de investigación de campo, es decir se realizará un estudio tipo "Encuesta", para conocer: las razones que determinaron la utilización de este mecanismo, las ventajas del mismo, resultados favorables, dificultades que experimentó en la emisión, la percepción sobre este mecanismo antes de realizar el financiamiento a través del mismo, y que mecanismo de financiación son más convenientes para las empresas.

Bajo esta modalidad existe un contacto directo con la realidad, por lo que se obtiene información de acuerdo a los objetivos planteados.

Población: El universo de los datos estadísticos obtenidos a través de la Bolsa de Valores de Guayaquil, es el total de las empresas emisoras de obligaciones, el cual abarca el sector financiero y no financiero, comprendido en el período 2001-2006.

Muestra no Probabilística: Es el total de las empresas emisoras de obligaciones, obligaciones convertibles en acciones y papel comercial, tanto del sector financiero y no financiero, el cual abarca el período 2001-2005.

Información obtenida:

Se contempla dos tipos de análisis:

a) Recolección de información.- La recolección de información implica:

- Visitas a la Bolsa de valores de Guayaquil,
- Visitas a empresas del sector financiero y no financiero,
- Llamadas telefónicas, y
- Correspondencia vía e-mail.

b) Procesamiento de la Información.- Una vez recopilada la información se procederá a:

- Revisión estricta de los datos obtenidos,
- Tabulación y graficación de análisis estadísticos,
- Análisis comparativo de los mecanismos de financiamiento más utilizados,

- Presentación y análisis de un proyecto de inversión,
- Comprobación de Hipótesis,
- Establecimiento de conclusiones y recomendaciones.

1.3.2.2 Análisis Financiero

El análisis financiero corresponde básicamente al análisis de rentabilidad para las empresas que emitan obligaciones tanto del sector financiero y no financiero, ya que la principal ventaja que proporciona este título de renta fija son los bajos costos que representa a las empresas en relación a otras alternativas que existen en el mercado, debido a que la colocación se la realiza en forma directa entre las empresas emisoras con los agentes económicos que disponen de recursos, lo cual es conocido como desintermediación financiera.

CAPÍTULO II

§

EL MERCADO DE VALORES EN EL ECUADOR.- CONCEPTO Y EVOLUCION

II. EL MERCADO DE VALORES EN EL ECUADOR.- CONCEPTO Y EVOLUCIÓN

2.1 SIGNIFICADO DEL MERCADO DE VALORES

Toda economía requiere de un mercado de capitales que permita canalizar recursos financieros de aquellos agentes que tengan excedentes de dichos recursos financieros (ahorristas) hacia los agentes económicos con déficit de los mismos (empresarios), a fin de dinamizar el proceso reproducción y generación de riqueza de la economía.

El mercado de valores constituye un segmento del mercado de capitales y es el medio dentro del cual las compañías que demandan fondos transan con aquellas que los ofrecen a través de documentos o títulos valores.

Por medio de la interacción de las fuerzas de la oferta y la demanda es que se fija el precio de los títulos tal como se realiza en el mercado de productos y; además, la negociación puede realizarse tanto en el mercado **bursátil** como en el **extrabursátil**, es decir que los valores pueden o no estar inscritos en la bolsa de valores, pero sí lo deben estar en el Registro del Mercado de Valores, ya que constituye un requisito previo para participar en este mercado. **(Ver Anexo # 1)**

El Ecuador como país no es ajeno a la realidad de los Mercados de Capitales y las negociaciones de Títulos Valores. Es así que incluso la deuda pública ecuatoriana -tanto la interna como la externa- se encuentra representada por títulos que se pueden negociar de manera bursátil como extrabursátil.

Sin embargo, en el Ecuador no es posible tener un Mercado plenamente desarrollado; esto se debe, en gran parte, a la poca democratización y escasa apertura de capitales empresariales; es decir, los directivos no están dispuestos a emitir acciones ni mucho menos negociar en Bolsa. Esto repercute en la desigualdad social, por lo que grandes concentraciones de riqueza se acumulan en un pequeño grupo de la población.

En países como Ecuador, en donde la mayor parte de la riqueza está en un pequeño grupo, se ha dado grandes procesos inflacionarios que han provocado la erosión del salario de los trabajadores; este salario que por efectos inflacionarios no cubre las necesidades básicas, es destinado casi en su totalidad al consumo y casi nada al ahorro o la inversión; y cuando se invierte, por lo general se lo hace a corto plazo.

Por tanto, es una necesidad urgente el desarrollar a plenitud el Mercado de Valores ecuatoriano, democratizando los capitales para lograr tanto una redistribución de la riqueza como para generar una cultura bursátil y financiera en el país. Mientras más inversionistas capacitados existan, habrá un mayor interés por los temas de Bolsa, lo cual generará un impacto benéfico en la economía, al canalizar dinero directamente al sector productivo y mejorando los niveles de ingreso de la población.

En el Ecuador, las actividades del Mercado de capitales se encuentra regida por la Ley de Mercado de Valores (LMV), la cual rige no solo al Mercado, sino también a sus actores, su comportamiento y los procesos existentes.

Para que exista un correcto funcionamiento del mercado de valores, se han establecido amplios medios de información que ofrecen las bolsas de valores, que

conjuntamente con la Ley de Mercado de Valores permitan precautelar los intereses de los inversionistas y que todos tengan las mismas oportunidades de participar en el capital social de las empresas.

Además para que este mercado funcione de manera adecuada existen medios previstos en la Ley, tales como casas de valores, bolsas de valores, intermediarios autónomos, etc. **(Ver Anexo # 2)**

Las operaciones o negociaciones que se realizan en el mercado con valores inscritos en el registro del mercado de valores pueden ser "**primarias**, es decir que tienen como fin colocar por primera vez en el mercado una emisión de valores de renta fija o variable tales como: acciones, obligaciones, etc., o **secundarias** que son aquellas que se realizan con valores que ya fueron colocados en el momento de su emisión y en este caso sus titulares los negocian con el objeto de obtener liquidez, y a su vez éstas pueden realizarse en forma pública o privada".¹

Una operación o negociación es **pública** si se desarrolla, dentro del mercado bursátil o extrabursátil, con la difusión o publicidad adecuada y con la participación de un intermediario autorizado. La operación o negociación es **privada** si se realiza directamente entre comprador y vendedor, sin participación de intermediarios financieros ni medios de difusión o publicidad.

2.1.1 Títulos Valores

"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

¹ Ley Mercado de Valores, Título VII, Art. 29

colectivos, contratos de negociación a futuro o a término, permutas financieras, opciones de compra o venta, Valores de contenido crediticio de participación y mixto que provengan de procesos de titularización y otros que determine el Consejo Nacional de Valores (CNV).²

Son **títulos, documentos o valores** todos aquellos derechos, con representación material o no, que con un contenido económico, tienen además características propias de un instrumento financiero, tales como son: **negociabilidad, transferibilidad, y aceptación general. (Ver Anexo # 3)**

Los títulos negociados pueden ser de renta fija y renta variable:

“Los títulos de **renta fija** son instrumentos financieros que constituyen una de las formas de financiamiento que pueden ser utilizadas tanto por el Estado como por las empresas privadas para financiar sus proyectos de inversión”.³

Títulos emitidos por el Sector Privado

Son títulos emitidos por compañías y entidades del sector privado financiero y no financiero, tales como compañías anónimas, limitadas y de economía mixta, bancos, sociedades financieras, etc., entre las cuales tenemos: **(Ver Tabla # 1)**

- Aval Bancario
- Bonos de Prenda
- Cédulas Hipotecarias
- Certificados de Depósito a Plazo
- Certificados de Depósitos a la Vista

² Ley Mercado de Valores, Título I, Art. 2

³ Manual Renta Fija. BVG, Ecuador.2000, pág. 5

- Letras de Cambio
- Pagaré Bancario
- Obligaciones
- Obligaciones Convertibles en Acciones
- Obligaciones Especiales y Papel Comercial
- Títulos Valores Emitidos por Proceso de Titularización

Títulos emitidos por el Sector Público

Los títulos del sector público son los emitidos por el estado (gobierno central) y las entidades del sector público. **(Ver Tabla # 2)**

- Bonos del Estado
- Certificados de Tesorería
- Notas de Crédito Tributarias
- Bonos Brady
- Par Bonds
- Past Due Interest Bonds
- Interest Equalization Bonds
- Discount Bonds
- Bonos globales
- Global 2030
- Global 2012

“Los títulos de **renta variable** son aquellos que no aseguran un rendimiento fijo sino que dependen de la gestión de la empresa y cuyos resultados solo se

aprecian al final de un ejercicio económico, por ejemplo las acciones".⁴ (Ver Anexo # 4)

2.1.2 Importancia del Mercado de Valores

El mercado de valores desempeña un papel muy importante dentro del desarrollo económico y social de un país, debido a que actúa como instrumento canalizador para las empresas por lo que pueden acceder a recursos de mediano y largo plazo. Además forma parte del sistema financiero y del mercado de capitales, por lo tanto de su buen funcionamiento depende el buen desarrollo del país.

Dentro del Mercado de Valores interactúan tanto las empresas como los inversionistas, con el objetivo de obtener capital de financiamiento y ganancias de capital respectivamente. Los inversionistas acuden a este mercado para adquirir instrumentos financieros con su ahorro, el mismo que se convierte en recursos de mediano y largo plazo para las empresas que demandan el capital para el desarrollo de sus actividades productivas.

El mercado de valores actúa a través de las bolsas de valores y es en ellas que se realizan las transferencias de capital que necesitan las empresas, logrando así cumplir sus expectativas en cuanto al financiamiento de sus activos, a la expansión y diversificación de su negocio.

Un mercado de valores debe ser eficaz, ágil, transparente e integrado ya que así reforzará el desarrollo de un país, siendo un buen reflejo de su sector productivo

⁴ Manual ABC Bursátil. BVG, Ecuador. 1998, pág. 66

que se convierte en el primer beneficiado, abriendo paso a la economía y a la sociedad.

2.2 HISTORIA DEL MERCADO DE VALORES EN EL ECUADOR

Los inicios del mercado de valores del Ecuador están ligados a la historia de la Bolsa de Comercio como institución jurídica cuyas disposiciones están en el Código de Comercio de 1906, normativa legal que no fue suficiente para estimular el desarrollo del mercado de valores.

En 1935 se estableció en Guayaquil la denominada; Bolsa de Valores y Productos del Ecuador C., con una efímera existencia desde mayo de 1935 a junio de 1936, debida a la escasa oferta de títulos valores, la baja capacidad de ahorro del país en ese entonces, la falta de educación del público en este tipo de inversiones financieras, la incipiente estructura industrial del país y las alteraciones de orden político que caracterizaron a esa época.

En el año 1965, se crea la Comisión de Valores-Corporación Financiera Nacional, básicamente como una institución orientada a la concesión de crédito y al desarrollo industrial, y que tenía solamente como una más de sus múltiples actividades la de promover la creación de las bolsas de valores; sin embargo, fue precisamente este mandato legal y sobre todo el crecimiento económico del país que llevó a que esta institución promueva la creación de las bolsas de valores en el Ecuador.

El mercado de valores, concebido como el mecanismo para el desarrollo productivo mediante la transacción de títulos, tuvo un incipiente desarrollo antes

de que fuera regulado legalmente y en forma específica por la Ley de Bolsa de Valores del 26 de marzo de 1969 (Ley 111). El mercado de ese entonces no tenía las características del actual y su radio de acción no era muy amplio.

La ley de 1969 trata de darle mayor importancia a este mercado, pero sus efectos fueron muy limitados, tanto para el orden estrictamente legal, como por su acceso restringido, pues tenía escasa participación del sector privado y giraban alrededor de los valores emitidos por el sector público.

Esta ley únicamente autorizó el establecimiento de bolsa de valores como compañías anónimas, regidas por las normas de la Ley de Compañías y bajo el control de la Superintendencia de Compañías; sin embargo, no reguló en forma clara y completamente el mercado de valores y el funcionamiento de las bolsas.

Por este motivo, los agentes de bolsa se sujetaban al Código de Comercio. Adicionalmente, esa Ley facultó a la denominada en ese entonces Comisión de Valores-Corporación Financiera Nacional a intervenir, en calidad de promotora, en la constitución social de la bolsa de valores y a participar en ellas como accionistas.

Ante las limitaciones mencionadas anteriormente, se dictó la Ley de Mercado de Valores en mayo de 1993, a raíz de la cual el mercado se ha expandido notablemente, teniendo como principales objetivos, su desarrollo, hacerlo eficiente, organizado, integrado y transparente, para así precautelar los intereses de los inversionistas y democratizar la participación en el capital social de las empresas.

Este nuevo marco legal se aplica tanto al mercado bursátil como al mercado extrabursátil, bolsas y casas de valores, oferta pública, emisores, intermediarios y demás participantes que de cualquier manera actúen en el mercado.

De esta manera, se puede dividir al mercado de valores ecuatoriano en dos etapas: antes y después de la Ley de Mercado de Valores expedida el 28 de mayo de 1993. El mencionado cuerpo legal representó un impulso significativo para el mercado de valores nacional.

El retraso en el desarrollo del mercado de valores se debió a la inestabilidad económica que inhibía las inversiones a largo plazo. Siempre hay un proceso de estructura y estabilización que acompaña al desarrollo del mercado.

Indudablemente la Ley de Mercado de Valores tiene una gran importancia al permitir la creación de las casas de valores como ente independiente, la transformación de la Superintendencia de Compañías con un departamento fuerte de mercado de valores, el vislumbrar la creación de depósito centralizado de valores, entre otros, son los factores que hacen que la Ley le dé un auge al mercado.

El empuje que le dio la Ley de Mercado de Valores al mercado abrió nuevas perspectivas de negocios e inversión dentro del país. Así mismo impuso más exigencias para el normal desenvolvimiento de las operaciones bursátiles. Todo ello implicó un profundo proceso de cambio dentro del manejo operativo y tecnológico de las bolsas, quienes siempre se han preocupado de brindar al mercado bursátil ecuatoriano la mejor tecnología de punta. Así, se han implementado el Primer Sistema Electrónico Bursátil, el Sistema de Compensación de Saldos Netos y la Autorización de la Rueda a Viva Voz, entre otros importantes cambios.

De igual forma, la institución bursátil se ha preocupado de la difusión y promoción internacional de nuestro país como lugar idóneo para la inversión; y, últimamente, se ha perfeccionado con nuevas reformas a la ley que permite contar con un mejorado mercado de valores.

2.2.1 La Ley de Mercado de Valores.- Innovaciones

La ley de mercado de valores creada en mayo de 1993 dio por primera vez al mercado de valores ecuatoriano un marco legal con el cual pueda desenvolverse y se logró un desarrollo del mercado de capitales, ofreció una serie de opciones para los inversionistas y todo esto dentro de una figura jurídica que precautele los intereses de los participantes de dicho mercado.

Posteriormente debido al desarrollo del sector financiero en el país y al crecimiento de las transacciones de títulos valores, las autoridades del mercado de valores se vieron en la necesidad de perfeccionar dicha ley mediante una reforma realizada el 23 de Julio de 1998 que fuera publicada en el registro oficial N° 367, que se adapte de una mejor forma a las necesidades del mercado actual y que acumule las experiencias que se han ido dando en el transcurso de estos últimos años.

Por medio de esta nueva ley se trata de definir de manera más clara los tipos de operaciones que pueden realizarse, también busca fortalecer las sanciones en especial en lo que se refiere a intermediarios financieros y se incorporan sanciones más duras en especial en lo que respecta entre quienes pueden intermediar valores y prestar dinero para así acabar con los fraudes que realizaban algunas compañías financieras, quienes captaron dinero de clientes prometiéndoles rendimientos extremadamente altos, y terminaron huyendo del

país, además pone mayor relevancia a la auditoría externa para emisores e instituciones inscritas en el mercado de valores.

También agrega otro título que trata sobre la información que deben proporcionar los participantes del mercado de valores y de los mecanismos de información que deben ser utilizados.

Además se introdujeron dos nuevas operaciones en el mercado de valores como son: **el fideicomiso mercantil y la titularización**. La fiducia se aplicará para el desarrollo de grandes proyectos básicamente de urbanización o vivienda popular, operaciones que ya se encuentran reglamentadas por la Junta Bancaria y el Consejo Nacional de Valores (CNV), presidido por el Superintendente de Compañías. El punto clave es que los activos vinculados a un proyecto serán administrados por un tercero y no por la firma a cargo del proyecto y para proyectos aún más grandes, la fiducia se complementará con la titularización, a la cual la Ley dice:

“Es el proceso mediante el cual se emiten valores susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil, emitidos con cargo a un patrimonio autónomo.”⁵

El mercado, sin embargo, necesita algo más que una nueva ley para recuperarse, requiere de condiciones como una clara política macroeconómica, seguridad de que se van a cumplir las leyes y que va a existir estabilidad en ellas, para así fortalecer el sector financiero y que permitan una profundización y diversificación del mercado de valores.

⁵ Ley Mercado de Valores. Título XVI, Art. 138

2.2.2 Superintendencia de Compañías.- Organismo Contralor

Es un organismo del Estado, creado inicialmente como departamento de la Superintendencia de Bancos, para ejercer el control de las compañías anónimas, y que más tarde, fue reconocido como entidad contralora, ya no solo para las compañías anónimas sino también para el control de las compañías en comandita por acciones y de economía mixta. A esta institución se la definió como el Organismo técnico y autónomo que vigila y controla la organización, actividades, funcionamiento, etc. de las compañías mercantiles. **(Ver Anexo # 5)**

A su labor, se añadió el control de las Bolsas de Valores, sus agentes y apoderados, y hoy en día con las reformas a la Ley de Mercado de Valores, la institución ejerce control y vigilancia de las compañías emisoras de valores que se inscriban en el Registro del Mercado de Valores, las compañías Holding; las sociedades de economía mixta y las sucursales de compañías extranjeras y que ejerzan sus actividades en el Ecuador.

Esta institución tiene a su cargo la vigilancia de las compañías mercantiles y su desarrollo económico por el camino del mercado de valores que es un complemento indispensable para la capitalización financiera de las empresas.

Para poder controlar de una mejor forma el funcionamiento del mercado de valores se ha creado un órgano adscrito a la Superintendencia de Compañías, el Consejo Nacional de Valores (C.N.V.), **(Ver anexo # 6)**, una de sus principales atribuciones es establecer la política general del mercado de valores y regular su funcionamiento e impulsar el desarrollo del mercado de valores, mediante el establecimiento de políticas y mecanismos de fomento y capacitación sobre el mismo entre otras.

2.3 LA BOLSA DE VALORES.- SU SIGNIFICADO Y EVOLUCIÓN

En todo el mundo las bolsas de valores tienen una importancia económica fundamental, porque son movilizadoras de grandes volúmenes de inversión, posibilitando de esta manera la presencia de pequeños inversores o ahorristas que de otra manera no podrían pensar en acceder a coparticipar en los beneficios y riesgos de las grandes iniciativas empresariales.

“**Bolsa de Valores** son corporaciones civiles sin fines de lucro autorizadas por la Superintendencia de compañías, que tienen por objeto brindar a sus miembros los servicios y mecanismos requeridos para la negociación de valores.”⁶ Además es una institución dentro del mercado de valores que se encarga de la canalización del ahorro de mediano y largo plazo hacia los proyectos de inversión.

También constituyen corporaciones que agilitan el desarrollo productivo mediante la emisión de títulos con el objetivo de financiar a las empresas. Cumplen por lo tanto una importante misión al contribuir al desarrollo de un país.

A través de la Bolsa de Valores es que las empresas pueden financiar sus proyectos de inversión como también pueden reestructurar sus pasivos todo esto lo pueden realizar a menores costos, lo cual constituye una de las ventajas de financiarse mediante el mecanismo de emisión de títulos en la bolsa de valores.

Además, la bolsa de valores es una excelente ventana para las empresas que en ella realizan transacciones, ya que difunde información acerca de ellas a importantes inversionistas tanto a nivel local como a nivel internacional.

⁶ Ley Mercado de Valores. Título X, Art. 44

Un aspecto importante de resaltar de la Bolsa de Valores es que proporcionan suficiente información acerca de las oportunidades de inversión que en ella existen y son los inversionistas quienes eligen la alternativa más rentable para ellos. **(Ver Anexo # 7)**

En nuestro país, el primer intento por crear una bolsa de valores se dio en la ciudad de Guayaquil en 1847, pero ésta bolsa tuvo una vida muy corta y desapareció después de unos cuantos meses.

Con el boom de exportaciones que experimentó el Ecuador por los años de 1870 al ser el principal productor y exportador de cacao, los comerciantes se dieron cuenta de que tenían suficiente capital como para establecer una bolsa y la establecieron en 1873. Esta fue una bolsa muy dinámica en la que cotizaban alrededor de 20 empresas entre las cuales se encontraban principalmente entidades bancarias. A pesar de su dinamismo, cerró sus puertas al inicio del presente siglo, sin conocerse sus causas.

En la década de los 30 se estableció en Guayaquil la denominada; Bolsa de Valores y Productos del Ecuador C., con una efímera existencia debido a la escasa oferta de títulos valores entre otros factores de orden político por lo cual fracasó y el país no se encontraba listo para hacer frente a una empresa como esta.

Posteriormente, en febrero de 1969 incentivado por la Comisión de Valores Corporación Financiera Nacional se promovió la apertura de dos bolsas una en Quito y otra en Guayaquil.

A pesar del esfuerzo desplegado para la venta de acciones en Guayaquil, la propuesta no tuvo la misma acogida que en Quito ciudad en donde los agentes de

bolsa compraron un paquete mayoritario de acciones, En cambio en la bolsa de valores de Guayaquil la CFN se convirtió en la propietaria del 77% de las acciones, hasta que en 1992 empieza a venderlas al sector privado. El propósito de la CFN al crear ésta empresa, era dar una base mucho más amplia para que las empresas se nutran de capitales abiertos y puedan afrontar el desarrollo sostenido.

Durante sus primeros años el mercado de valores, tuvo una casi total dependencia de los títulos de renta fija y sobretodo de los títulos del sector público de igual forma la participación del Estado y de sus dependencias era importante para el sostenimiento de este mercado.

Se pensaba que la economía ecuatoriana era muy pequeña y que no daría la posibilidad para que las bolsas de valores puedan tener suficientes ofertas como para que haya una actividad razonable que les permita ir avanzando en la finalidad de ser el eje fundamental de un crecimiento económico real, claro, transparente y abierto. Pero la perseverancia de los directores y su convicción de la importancia de su misión hizo que continuaran adelante y poco a poco fueran alcanzando logros importantes.

2.3.1 Las Bolsas de Valores de Guayaquil y Quito

El mercado de valores se inició el siglo pasado con la creación de la bolsa de valores de Guayaquil, pero ésta tuvo una corta duración. Fue con la creación de las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil, que en el Ecuador se inició un verdadero movimiento bursátil. Estas bolsas de valores fueron inicialmente constituidas como compañías anónimas, hoy en día han sido transformadas en corporaciones civiles. **(Ver Anexo # 8)**

En la actualidad, ambas bolsas cuentan con la orientación legal del Consejo Nacional de Valores y de la Superintendencia de Compañías, fomentando de esta manera una verdadera cultura bursátil en el Ecuador. **(Ver Anexo # 9)** Lo que se pretende lograr es un mercado de valores que actúe de manera eficaz y transparente en la consecución de sus objetivos a través de las bolsas de valores.

El Ecuador cuenta con 2 bolsas de valores: la de Quito y de Guayaquil; también el país cuenta con la incorporación a organismos internacionales los cuales posibilitan el desarrollo del mercado de valores ecuatoriano.

Con la expedición de la ley de mercado de valores se ha procurado sacar adelante el mercado bursátil, ya sustentado en una base legal. Las bolsas de valores, por su parte mediante sus funciones tratan de impulsar el desarrollo del mercado de valores y por ende el desarrollo del país.

En el siguiente cuadro se muestra el detalle de transacciones en valores efectivos, que se realizaron en la Bolsa de Valores de Guayaquil y Quito, a partir de Enero a Diciembre del 2001 al 2005.

Cuadro 2.1

DETALLE DE TRANSACCIONES EN LAS BOLSAS DE VALORES

Por Sectores, Títulos y Tipo de Renta

Período 2001-2005

En dólares

SECTOR Y TÍTULO	TOTAL NACIONAL				
	2001	2002	2003	2004	2005
TOTAL RENTA FIJA Y VARIABLE	\$1.807.070	\$1.680.804	\$2.256.990	\$3.626.764	\$3.496.513
RENTA FIJA	\$1.797.291	\$1.660.997	\$2.163.184	\$3.519.776	\$3.348.976
a) SECTOR PÚBLICO	\$413.958	\$807.346	\$1.009.971	\$2.482.686	\$1.716.698
CERTIFICADOS DE TESORERÍA	693	270.840	353.395	1.436.260	1.415.953
CERTIFICADOS DE TESORERÍA - REPORTE	0	0	52.826	0	2.108
CERTIFICADOS DE INVERSIÓN	0	0	0	25.475	0
CUPONES	0	18.127	23.704	152.249	52.342
BONOS DEL ESTADO	327.606	333.123	466.772	836.313	203.543
BONOS ESTADO-REPORTE	62.494	147.448	1.243	0	225
BONOS GLOBAL	0	6.428	4.722	226	0
NOTAS DE CRÉDITO	8.367	23.141	25.032	28.480	42.526
TÍTULOS DEL BANCO CENTRAL	14.799	8.239	82.276	0	0
REPORTE BURSÁTIL	0	0	0	3.683	0
b) SECTOR PRIVADO	\$1.383.333	\$853.651	\$1.153.213	\$1.037.089	\$1.632.279
FINANCIERO	\$1.368.526	\$833.913	\$1.086.631	\$980.548	\$1.550.400
ACEPTACIONES BANCARIAS	178	1.505	3.495	3.033	4.919
AVAL BANCARIO	9.926	8.891	6.873	7.634	7.167
CEDULA HIPOTECARIA	166	159	7.784	13.814	9.320
CEDULA HIPOTECARIA (REPORTE)	0	0	0	640	1.266
CEDULA HIPOTECARIA (RENVÍ)	0	0	0	670	734
CERTIFICADO DE AHORRO	0	0	3.138	9.203	14.153
CERTIFICADO DE DEPÓSITO	617.888	402.941	554.856	498.349	871.627
CERTIFICADO DE DEPÓSITO (RENVÍ)	0	0	0	0	162
CERTIFICADOS DE INVERSIÓN	24.892	58.271	80.024	56.355	88.428
CERTIFICADO DE INVERS CUP/AMORT.GRAD	0	0	50	24	0
CERTIFICADOS FINANCIEROS	4.173	372	171	21	0
CERTIFICADO PASIVO GARANTIZADO	0	0	0	11.325	7.450
CERTIFICADO PASIVO GARANTIZADO (RENVÍ)	0	0	0	2.439	7.693
CERTIFICADO ACREENCIA DEPOSITARIA	0	0	0	175	2
CEDULA AUTOMOTRIZ	0	0	1.225	0	0
CED. AUTOMOTRIZ GARANT. FIDUC. CUP/AM	0	0	662	70	0

CUPONES	13.862	13.629	544	0	0
DEP. A PLAZO CUP/AMORT. GRAD.	4.378	3.710	1.085	25.898	18.400
LETRAS DE CAMBIO	43.115	62.076	53.948	40.068	43.434
OBLIGACIONES	9.498	9.811	14.642	35.790	22.311
OBLIGACIONES CONV. EN ACCIONES	15.550	9.720	43.727	20.171	19.824
OBLIGACIONES CONV. EN ACCIONES (REVNI)	0	0	0	24	0
PAGARES	433.090	58.053	1.889	1.601	2.573
PAGARES (REVNI)	0	0	0	76	0
PAGARES CUP. AMORT. GRAD.	0	0	0	0	968
PAPEL COMERCIAL	2.991	0	0	2.026	61.291
POLIZAS DE ACUMULACION	188.658	196.801	290.245	219.320	266.194
REPORTO BURSÁTIL	0	0	0	0	410
VALORES TITULARIZACIÓN	0	0	21.378	31.772	101.236
VALORES TITULARIZACIÓN MIXTA	0	7.933	853	0	0
BONOS HIPOTECARIOS	18	0	0	0	0
CARTA DE CREDITO DOMESTICA	144	41	42	50	838
MERCANTIL	\$14.807	\$19.738	\$66.582	\$56.541	\$81.879
ACCIONES-REPORTO	0	1.754	7.213	0	0
CUPONES	0	0	1.625	958	25
CEDULAS HIPOTECARIAS (REVNI)	0	0	0	14	0
NOTAS DE CRÉDITO	0	0	0	56	0
OBLIGACIONES	14.807	17.984	57.744	44.539	62.297
OBLIGACIONES CONV. N ACCIONES	0	0	0	0	0
REPORTO BURSÁTIL	0	0	0	7.561	8.845
PAGARÉ (REVNI)	0	0	0	2.701	10.614
PAGARE CUPON AMORT. GRAD	0	0	0	0	50
NEGOCIACIONES (REVNI)	0	0	0	712	0
VALORES TITULARIZACION	0	0	0	0	48
RENTA VARIABLE	\$9.779	\$19.807	\$93.806	\$106.988	\$147.537
ACCIONES	9.682	19.250	93.801	0	0
ACCIONES SECTOR FINANCIERO	0	0	0	25.663	28.515
ACCIONES SECTOR MERCANTIL	0	0	0	73.230	113.643
ACCIONES NO INSCRITAS	0	536	0	0	0
ACCIONES (REVNI)	0	0	0	0	1.560
CUOTAS PATRIMONIALES	0	0	0	0	0
CUOTAS DE PARTICIPACIÓN (TITULARIZAC.)	0	0	0	8.075	3.702
CUOTAS DE MEMBRESIA	97	20	5	20	117

Fuente: Bolsa de Valores del país.

Elaboración: Estudios y Promoción del Mercado de Valores.

CAPÍTULO III

§

OBLIGACIONES.- GENERALIDADES

III. OBLIGACIONES.- GENERALIDADES

3.1 CONCEPTO DE OBLIGACIONES.

“Son títulos-valores emitidos por compañías legalmente facultadas que reconocen o crean una deuda a cargo de la compañía emisora, es decir, las obligaciones son títulos de deuda que emite una empresa con la finalidad de captar recursos del público para financiar sus actividades productivas”.⁷

Así mismo, están amparadas por una garantía general o específica y que reconocen un interés fijo o reajutable al tenedor. Las compañías que se encuentran facultadas para emitir este tipo de valores son las compañías anónimas, de responsabilidad limitada, sucursales de compañías extranjeras domiciliadas en el Ecuador u organismos seccionales.

Al realizar la emisión, la empresa vende las obligaciones al público mediante un proceso llamado “oferta pública”, y con el dinero que obtiene de este proceso de venta podrá solventar sus necesidades de inversión o reestructuración de pasivos.

La emisión de obligaciones constituye un mecanismo de financiamiento empresarial directo, al proporcionar a las empresas capital fresco y a menores costos que los que pueden conseguir mediante préstamos comerciales.

⁷ Ley Mercado Valores. Título XVII, Art. 160

Una emisión de obligaciones implica la captación de ahorro de los particulares, por lo que está en juego el interés público, razón por la cual se le rodea de una serie de exigencias que traten de otorgar las mayores garantías posibles al público inversionista que suscribe estos títulos.

Este sistema de financiamiento empresarial es muy utilizado en otros países con diferentes denominaciones; como por ejemplo, Bonos de empresas, Bonos Corporativos o Papel Comercial, y se han constituido en un instrumento muy utilizado para conseguir financiamiento a tasas inferiores que las inalcanzables a través de operaciones tradicionales de crédito.

Por ser un título de deuda, su tenedor obtendrá una rentabilidad reajutable, dependiendo la tasa de interés que se determina para la emisión, es decir intereses que paga la sociedad independientemente de la existencia o no de utilidades que se generen de ella, así como el retorno de su principal en época de rescate.

En caso de incumplimiento de pago, la compañía emisora no podrá efectuar una nueva emisión de obligaciones.

3.2 CARACTERISTICAS DE LAS OBLIGACIONES.

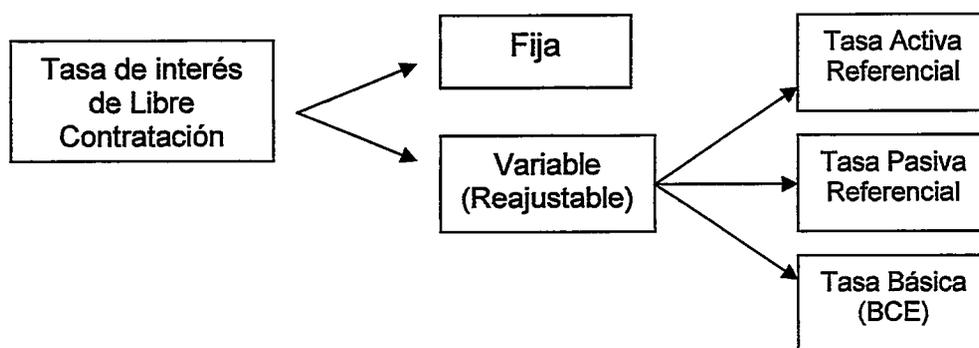
- Son títulos a la orden o al portador;
- Pueden contener cupones periódicos o cupones cero, los cuales serán nominativos, a la orden o al portador;
- Se consideran como bienes muebles;
- Representan un valor nominal;

- Generan una renta fija de libre contratación o reajutable en un período prefijado;
- Se emiten con la indicación de un plazo determinado: corto, mediano o largo plazo;
- Son amortizables, la amortización y el pago se lo realiza a través de un agente pagador;
- Tienen el carácter de títulos ejecutivos;
- Exigibles a la entidad emisora;
- Se negocian según las condiciones del mercado;
- Se ajustan a las condiciones y planificación financiera del emisor;
- Pueden emitirse en: dólares y Euros;
- Disponen de un mercado amplio: Primario y Secundario;
- Son negociables en las bolsas de valores y pueden ser ofrecidos en venta al público en general.

La emisión de obligaciones deberá dividirse en varias partes denominadas "clases", las que podrán ser colocadas individualmente o en su totalidad. Cada clase podrá estar dividida en series y otorgar diferentes derechos. No podrán establecerse distintos derechos dentro de una misma clase.

Rendimiento

Dado su característica de título de Renta Fija su rendimiento está dado en función del plazo por vencer, del interés y del precio que se señala en el respectivo título o certificado de cuenta.



Hasta el año 1997 la base de cálculo de la tasa cupón se obtenía multiplicando las tasas anteriormente mencionadas por un factor menor a uno; en los años 1998-1999 a partir de la dolarización se empezó a calcular la adición de tasa.

Para calcular la tasa cupón cuando el emisor usa la TAR se multiplica por un factor menor a uno, cuando el emisor usa la TPR se multiplica por un factor mayor a uno; también se pueden usar las tasas Prime o Libor con la adición de la tasa más 2, 3, etc. puntos. La elección de la tasa de interés por parte del Emisor va a depender de la tendencia de las mismas en el mercado y de los factores que hagan que estas tasas suban o bajen.

En sí no hay una regla fija para el Emisor en cuanto al cálculo de la tasa cupón, ya que el emisor puede indicar que su empresa tiene mayor o menor riesgo y por lo tanto usar cualquiera de las tasas mencionadas para hacerla más atractiva al inversionista.

Para el siguiente ejemplo, la tasa cupón se obtiene multiplicando la TAR 8.58% (26-12-05 al 02-01-06), por el factor 0.8, la tasa cupón sería 6.864%.

Tasa Cupón = Tasa Activa Referencial x Factor

Tasa Cupón = 0.0858 x 0.8

Tasa Cupón = 6.864%

También existen las obligaciones con descuento o cero cupón, que es cuando el emisor promete hacer un pago único en una fecha específica futura. Este pago único es el valor nominal del título, generalmente no son muy utilizados.

Los intereses dejarán de ganarse desde la fecha de vencimiento o la redención anticipada, excepto en el caso de mora del deudor en que se devengarán los intereses pactados para el efecto o el máximo interés permitido por la ley.

Amortización

Las obligaciones pueden amortizarse mediante el mecanismo de sorteos periódicos, según se haya establecido por la compañía emisora, en cuyo caso esta podrá comprar anticipadamente una parte o la totalidad de la emisión con el propósito de la redención.

Las condiciones de la amortización deberán constar en los títulos que integran cada emisión.

⋮

Reembolso

La compañía emisora deberá pagar el valor nominal de las obligaciones más sus intereses en el plazo, lugar y condiciones que consten en la escritura de emisión.

Los intereses pueden ser cobrados antes del vencimiento y por períodos regulares, si al momento de la emisión se establece esta posibilidad.

Una vez pagada la totalidad de obligaciones de una emisión, la Superintendencia de Compañías podrá autorizar el levantamiento de la respectiva garantía real, si la hubiere.

⋮

3.3 CLASIFICACIÓN DE LAS OBLIGACIONES.

Las obligaciones se pueden clasificar por: el tipo de emisión y por su garantía.

3.3.1 Por Tipo de Emisión.

- Obligaciones.
- Obligaciones convertibles en acciones.
- Obligaciones especiales o Papel comercial.

3.3.1.1 Obligaciones.

Las obligaciones como cualquier título de deuda, devengará intereses, el mismo que será de libre contratación o reajutable. La amortización de las obligaciones se realizará mediante el mecanismo de sorteo, para la redención anticipada de la deuda.

3.3.1.2 Obligaciones Convertibles en Acciones.

Este tipo de obligaciones serán emitidos exclusivamente por las **compañías anónimas**. Estos títulos proporcionan el derecho a su titular de exigir la cancelación de la obligación o su conversión en acciones.

Una ventaja de las obligaciones convertibles es que se venden originalmente, a un precio mayor que el del mercado y luego que el comprador tiene la opción puede convertirlas en acciones ordinarias y compartir el éxito de la compañía.

Con las obligaciones convertibles, una compañía puede obtener fondos que son temporalmente baratos y eso reduce el costo efectivo del interés. Además cuando los valores se convierten en acciones la compañía tendrá una posición financiera menos apalancada.

3.3.1.3 Obligaciones Especiales o Papel Comercial

A diferencia de las dos clasificaciones anteriores, los papeles comerciales son obligaciones emitidas a corto plazo, hasta un máximo de 360 días y con garantía general únicamente.

Este tipo de papeles no generan intereses sobre el capital, el rendimiento que el inversionista obtenga sobre el mismo se originará por la tasa de descuento con que se negocian los títulos. Esta dependerá de las condiciones del mercado a la fecha que se emitían los títulos, es por ésta razón que los rendimientos que generan los papeles comerciales son anticipados.

3.3.2 Por Tipo de Garantía.

Las obligaciones deberán ser emitidas y amparadas por una garantía general o una garantía específica. Estas garantías deben cubrir el valor del capital y adicionalmente podrá cubrir el valor de los intereses hasta la redención de las obligaciones.

- Obligaciones con garantía general.
- Obligaciones con garantía específica.

3.3.2.1 Garantía General.

Por garantía general se entiende la totalidad de los activos (patrimonio o bienes) no gravados del emisor que no estén afectados por una garantía específica de conformidad con las normas que para el efecto determine C.N.V.

3.3.2.2 Garantía Específica.

Por garantía específica se entiende aquella de carácter real, en prenda o personal, que garantiza obligaciones para asegurar el pago del capital, de los intereses o de ambos.

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

El C.N.V., 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.

3.4. VENTAJAS DE LAS OBLIGACIONES.

Ventajas de la Emisión de Obligaciones para el EMISOR.

Iniciar un proceso de Emisión de Obligaciones tiene diversas ventajas que benefician desde diferentes aspectos al emisor, entre las cuales anotamos:

Costo financiero bajo.- Es la principal ventaja que el emisor obtiene de la Emisión de Obligaciones. Esta ventaja se basa en que las obligaciones se enmarcan dentro de lo que se ha denominado "Desintermediación Financiera", la cual permite el encuentro directo en el mercado de valores, de aquellos agentes económicos que disponen de superávit de fondos con aquellos que carecen de recursos, lo cual excluye la participación de intermediarios tradicionales y por tanto abarata el costo o tasa de interés a la cual se consiguen estos recursos.

Adicionalmente, un elemento importante es el hecho de que las obligaciones no incurren en impuestos de emisión, lo cual representa una ventaja frente a las formas tradicionales de crédito gravadas con el impuesto del 1% (Único y SOLCA).

Posibilita alcanzar financiamiento de largo plazo.- Esta ventaja permite seguir la recomendación de financiar con recursos pagaderos en el largo plazo a las inversiones que son a su vez de largo plazo. Tal recomendación no siempre ha resultado factible de llevar a la práctica en nuestro país utilizando el crédito tradicional, obstáculo que salva la Emisión de Obligaciones por colocarse o dirigirse a un amplio mercado donde hay diversas percepciones de riesgo para cada emisor.

Permite adaptar el endeudamiento a los requisitos de inversión.- La emisión de Obligaciones se diseña a la medida del emisor, considerando la estacionalidad y ciclicidad de sus operaciones, a fin de que los pagos que honren la obligación, se realicen en los mejores momentos en que la empresa los pueda afrontar.

Incrementa el poder de negociación ante el sistema financiero.- Este es un efecto que se obtiene por varios motivos. El primero se basa en que emitiendo obligaciones se reduce el costo financiero original de la empresa, lo cual mejora su flujo futuro de caja, presentando entonces una mejor imagen ante el sistema financiero.

Así también una empresa llevada al mercado de valores es una empresa que gana una reputación de solidez y seriedad dentro de su mercado, ante todo el país e incluso internacionalmente, lo que abre nuevas oportunidades de negocios y financiamientos para el emisor.

Finalmente, de cara a las negociaciones crediticias, las obligaciones representan una alternativa más a la que acudir en el momento en que la administración de una empresa busca fuentes de financiamiento.

Otras ventajas de la emisión de obligaciones es el representar un Mecanismo de captación directa de recursos frescos y que además se constituyen en una Prueba de mercado de bajo costo, es decir, permiten realizar un primer acercamiento al mercado de valores que muestra la percepción que el mercado tiene de la empresa emisora, lo cual es muy útil en caso de contarse con futuros planes de Emisión de Acciones.

Ventajas de la Emisión de Obligaciones para el INVERSIONISTA.

La emisión de obligaciones presenta ventajas tanto para el emisor, como también para el inversionista. Las ventajas que recibe el inversionista se reciben siempre y cuando se coloquen por Oferta Pública y a través de Bolsa, las cuales repercuten en una más fácil y pronta colocación de las obligaciones para el emisor. Tales ventajas se señalan a continuación:

1. Mayor rentabilidad que el promedio de inversión en renta fija.
2. Inversión líquida.
3. Nueva alternativa de diversificación.
4. Recuperación del capital durante la vida de la obligación.

CAPÍTULO IV

§

PROCESO DE EMISIÓN DE OBLIGACIONES EN EMPRESAS PRIVADAS DE LOS SECTORES FINANCIERO Y NO FINANCIERO

IV. PROCESO DE EMISIÓN DE OBLIGACIONES EN EMPRESAS PRIVADAS DE LOS SECTORES FINANCIERO Y NO FINANCIERO

4.1 CIRCUNSTANCIAS EN LAS QUE SE DESARROLLA EL PROCESO DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES.

Por lo general las empresas emiten Obligaciones con la finalidad de financiar sus actividades productivas, tales como:

- Capital de trabajo,
- Reestructuración de pasivos,
- Expansión, y
- Nuevos Proyectos.

Motivo por el cual necesitan financiarse mediante pasivos a largo plazo, y para ello se deben considerar los siguientes puntos:

1. Disminuir el costo general de capital tanto como sea posible.
2. Asegurar que el financiamiento con pasivo conducirá al apalancamiento financiero positivo y aumentará las utilidades por acción.
3. Confirmar que la estabilidad de las utilidades sea suficiente para cumplir con el pasivo, es decir para pagar intereses y amortizar el capital en el momento debido.

Además, tendrán que existir las condiciones adecuadas para que el mecanismo que estas utilicen sea el que más convenga a los intereses de la empresa.

Por lo tanto, es importante que se defina con anterioridad todo lo concerniente a las características de la emisión de obligaciones y se conozcan las condiciones que imperan en el mercado de capitales y las expectativas en cuanto a tasas de interés.

Así mismo los inversionistas deben estar conscientes del riesgo y que exigen altas tasas de interés a medida que disminuye la calidad de las obligaciones, la cual es establecida por las Calificadoras de Riesgo en beneficio de los inversionistas.

En lo que respecta a montos, se tiene que los máximos montos de obligación que se puede emitir son:

- **Con garantía general**, hasta el 80% del total de activos libres de todo gravamen.
- **Con garantía específica**, hasta el 80% del avalúo de los bienes que lo garanticen, excepto cuando sean fianzas, avales, pólizas, en cuyo caso será del 100%.
- **Las obligaciones convertibles en acciones**, en función de la naturaleza de las anteriores.
- **Obligaciones especiales o papel comercial**, hasta el 100% del patrimonio neto de la emisora.

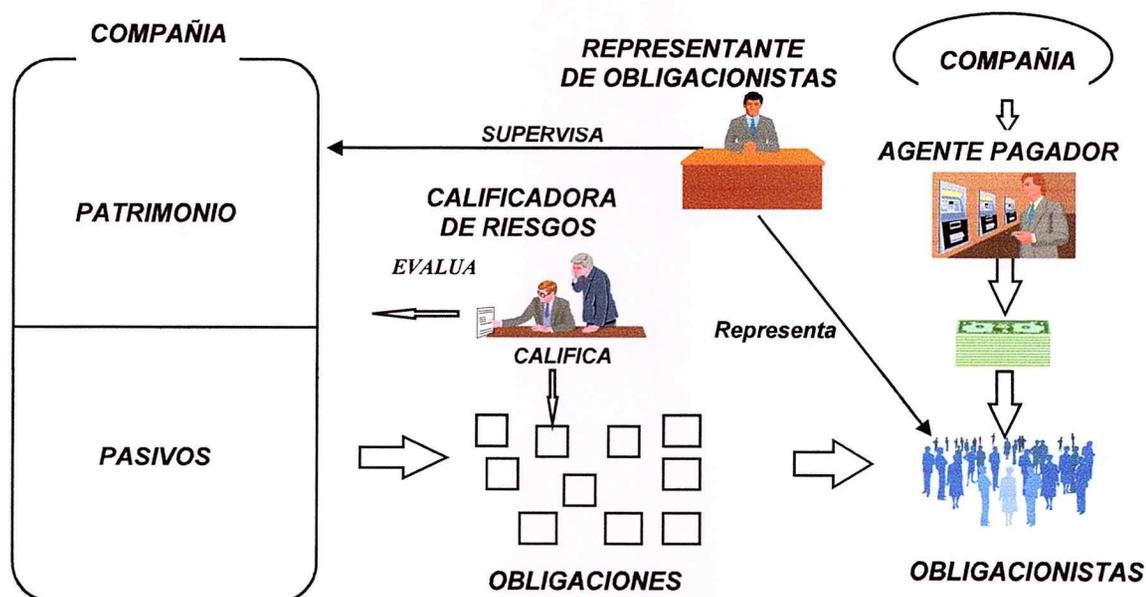
Participantes en el Proceso de Emisión:

- **Consejo Nacional de Valores:** Organismo controlador y regulador del Mercado de Valores y sus partícipes.
- **Emisor:** La empresa que emite las obligaciones.

- **Agente Asesor:** La institución especializada en asesoría financiera.
- **Agente Pagador:** Entidad que presta al emisor, el servicio de realizar los pagos (capital e intereses) a los Obligacionistas, usualmente una institución financiera.
- **Representantes de los Obligacionistas:** persona jurídica encargada por disposición legal de velar por los derechos de los inversionistas.
- **Calificadora de Riesgos:** compañía especializada en efectuar la evaluación del riesgo y solvencia del emisor.
- **Obligacionistas:** conjunto de personas que adquieren las obligaciones, generalmente los inversionistas.
- **Superintendencia de Cías:** entidad que aprueba el contenido del prospecto de oferta pública de la emisión.

Cuadro 4.1

PARTICIPANTES EN EL PROCESO DE EMISIÓN.



4.1.1 Plazos de la Emisión de Obligaciones.

Plazo, es el tiempo de duración que tienen estos documentos, en los cuales el emisor se compromete a satisfacer las condiciones de la obligación, y ésta culmina con el pago del capital o monto total adeudado en la fecha de vencimiento.

Las obligaciones pueden emitirse a corto, mediano y largo plazo, excepto el papel comercial cuyo plazo no podrá exceder de 360 días.

En nuestro medio los plazos comúnmente oscilan entre 367 días (corto plazo) a 5 años (largo plazo).

4.1.2 Costos de la Emisión de Obligaciones

Costo de capital

El capital consiste en una fuente de los recursos de la empresa y como tal tiene un costo que debe cederse a quienes se lo provean en este caso los inversionistas. Por lo general, este costo esta expresado en una tasa de interés.

El costo de capital, es la tasa de retorno que debe pagar la empresa a quienes decidan invertir en ella a través de la compra de acciones u obligaciones.

Para las obligaciones, el costo de emisión es determinado en el mercado por los inversionistas, quienes evalúan el riesgo, la situación financiera y antecedentes de pago de la empresa.

Este costo puede variar dependiendo de cómo estén las tasas de interés, si estas están en alza el costo de emitir obligaciones se eleva y si están a la baja este costo disminuye.

Otro factor que influye son los períodos de vencimiento, ya que mientras más prolongados sean estos, el costo de las obligaciones aumenta, esto se debe a que con el tiempo las posibilidades de incumplimiento en el pago aumentan y a esto se suma que los inversionistas prefieren períodos cortos para la devolución de su capital.

A más de lo anterior, existen dos formas para estimar el costo de capital:

- Puede ser establecido por las compañías Calificadoras de riesgo.
- Examinando el costo de obligaciones emitidas por empresas con las mismas características de riesgo y estructura financiera.

Una manera para obtener el costo de emitir obligaciones es relacionando el interés anual de la obligación con el valor a recibir por la emisión menos el costo de la emisión.

De tal forma, tenemos que:

$$\text{Costo de la obligación} = \frac{\text{Interés anual de la obligación}}{\text{Principal} * (1 - \text{Costo de emisión})}$$

Por ejemplo, si tenemos una empresa que emite obligaciones que generan intereses de \$466,400 (Tasa Interés Pasiva Referencial del 11/04/05 al 17/04/05 es 3.83% más 2 puntos porcentuales) por año que originan costos de emisión de 2%, siendo el principal de \$8,000,000 tendrá el siguiente costo por esta deuda:

$$\text{Costo de la obligación} = \frac{466,400}{8,000,000 * (1 - 0.02)} = 5.95\%$$

Para calcular el costo de una obligación ya emitida, el principal no se ajusta por el costo de emisión, y en este caso tendríamos:

$$\text{Costo de la obligación} = \frac{\text{Interés anual de la obligación}}{\text{Principal}}$$

Y con el ejemplo del caso anterior, tendríamos:

$$\text{Costo de la obligación} = \frac{466,400}{8,000,000} = 5.58\%$$

Como se vio anteriormente, el costo de capital está relacionado con el costo de emisión, el cual incluye lo siguiente:

- Calificación de riesgo,
- Casa de valores,
- Inscripción en el Registro de Mercado de Valores,
- Inscripción como Emisor en la Bolsa de Valores.

Costo de Calificación de Riesgo

La calificación no constituye un gasto sino más bien una inversión para el emisor, quien a través de ésta puede conocer la situación real de la empresa.

El valor que cobra la calificadora de riesgo, no es fijo, sino que depende de muchos factores y guarda relación con el monto de emisión y en especial de las horas y la complejidad del trabajo. Este valor en el mercado local es bajo por lo que porcentualmente representa menos del 1% del monto calificado. **(Ver anexo # 9)**

Costo de las Casas de Valores

Las Casas de Valores pueden brindar al emisor asesoría financiera, legal y de colocación. La asesoría financiera se refiere a la evaluación de los flujos de fondos, diseño de la estrategia del emisor, y otros.

La asesoría legal se relaciona a todos los procedimientos que se deben llevar a cabo de acuerdo a las estipulaciones de la Ley de Mercado de Valores, resoluciones de la Superintendencia de compañías y todo el aspecto jurídico que engloba. **(Ver anexo # 10)**

4.1.3 Características de la Emisión de Obligaciones.

Por lo general la emisión de obligaciones tienen las siguientes características:⁸

1. Fecha de aprobación del Acta de la Junta General de accionistas o de socios que aprobó la emisión
2. Monto y plazo de la emisión
3. Indicación de la unidad monetaria
4. Número y valor nominal de las obligaciones que comprenda cada serie;
5. Indicación de sí las obligaciones serán a la orden o al portador;
6. Tasa de interés o forma de ajuste de ser el caso; las condiciones de pago de interés o capital.
7. Fecha a partir de la cual el tenedor de obligaciones empieza a ganar interés;
8. Indicación de sí los títulos llevarán cupones para el pago de intereses. Los cupones deberán indicar su valor o la forma de determinarlo, la fecha de su vencimiento y el número de serie;
9. Plazo de duración y forma de amortización, lugar y modalidad de pago e indicación del agente pagador, de haberlo;
10. Clase de Garantía; que respalda la emisión.
11. En caso de estar la emisión amparada por garantía específica, debe indicarse el detalle de bienes o cauciones que la conforman; monto estimativo y fundamento de la estimación;
12. De estar la obligación garantizada por el flujo de fondos, deberá señalarse el nombre del fiduciario;
13. Si son obligaciones convertibles en acciones, debe especificarse los términos en que se realizará la conversión;
14. Nombre del representante de los obligacionistas;
15. Resumen del convenio de representación y su número de inscripción en el Registro del Mercado de Valores;

⁸ Reglamento de Oferta Pública de Valores. Capítulo II, art. 8

16. Descripción del sistema de colocación o Underwriting con indicación del responsable de la colocación, de haberlo;
17. Destino de los recursos a captar;
18. Número y fecha de la resolución expedida por la Superintendencia de Compañías aprobando la Oferta Pública y su inscripción en el Registro del Mercado de Valores.

A continuación se detallan las características de las obligaciones a largo plazo, papel comercial y las convertibles en acciones:

Características de las Obligaciones de Largo Plazo

1. Necesitan de la publicación de un prospecto de oferta pública.
2. Tienen cupones de interés.
3. La tasa de interés puede ser fija o variable. En este último caso el interés que reconoce el título se encontrará vinculado a la evolución de alguna tasa de referencia, por ejemplo las tasas referenciales del Banco Central o las tasas internacionales como la Libor y Prime.
4. El pago del capital puede efectuarse al vencimiento o mediante amortizaciones periódicas.
5. Plazo superior a 360 días.
6. Diseñada para financiar actividades productivas, de expansión o reestructuración de pasivos.

Características de Obligaciones Especiales o Papel Comercial

1. Fecha del acta de la Junta General de Accionistas o de Socios, que aprobó la emisión;
2. Monto y Plazo de la Emisión, no puede ser ni menor ni mayor a 360 días;

3. Valor nominal, precisando la unidad monetaria
4. Número de las obligaciones de cada serie
5. Indicación de la forma en que se emitirán: a la orden o al portador;
6. Tasa de interés;
7. Modalidades y lugar de pago;
8. Descripción del sistema de colocación o Underwriting, con indicación del responsable;
9. Destino de los recursos a captar;
10. Número y Fecha de la resolución expendida por la Superintendencia de Compañías aprobando la Oferta Pública y su inscripción en el Registro del Mercado de Valores;
11. No requieren de prospecto sino de circular de oferta, y no tiene necesidad de otorgarse la emisión en escritura pública;
12. Diseñadas para satisfacer necesidades de recursos de corto plazo (capital de trabajo);
13. Se emiten a través de un sistema de cupos revolventes cuya autorización es para un plazo de hasta 720 días.

Características de las Obligaciones convertibles en Acciones

1. Dan el derecho al obligacionista para exigir alternativamente que la compañía le pague el valor de dichas obligaciones conforme a las disposiciones generales, o que las convierta en acciones.
2. La conversión puede darse en épocas o fechas predeterminadas.
3. Habrá un factor de conversión, que es el número de acciones por cada obligación de una misma clase.
4. La emisión de obligaciones de este tipo implica al mismo tiempo aumentar el capital social autorizado hasta el monto necesario para atender las posibles conversiones.

Características que tienen en común estos tres tipos de Emisión de Obligaciones:

1. Requieren calificación de riesgo
2. Garantía
 - General (80% de activos libres de gravámenes, excluyendo activos diferidos). Es obligatoria.
 - Específica (Prenda, hipoteca, aval, etc. o incluso flujos futuros). Es opcional.
3. Se emiten con plazo determinado.
4. Son negociables.

4.1.4 Momento de la negociación de la Emisión de Obligaciones.

El momento de negociación de la emisión de obligaciones que realizan las empresas se refiere principalmente al momento financiero que es más propicio para que la empresa realice la colocación y esto depende de las condiciones del mercado especialmente en lo que se refiere a sus tasas.

Si las tasas de interés que predominan en el mercado son altas pero se espera que disminuyan, la empresa debe considerar posponer la oferta hasta que se reduzcan las tasas. Mientras tanto la Casa de Valores debe estar en posición de ayudar a la empresa con financiamiento a corto plazo hasta que llegue el momento adecuado para la oferta de valores.

Es responsabilidad de las Casas de Valores informar a las empresas respecto a las condiciones actuales y a la receptividad del mercado a un tipo particular de

valor que la empresa quiera ofrecer. Así mismo, puede ayudarla a determinar que condiciones son inevitables y cuales pueden tratar de eliminar.

4.1.5 Forma de negociación de la Emisión de Obligaciones.

Existen dos formas a través de las cuales, las empresas pueden negociar sus documentos en el mercado:

Mercado bursátil.- Es aquel que está conformado por ofertas, demandas y negociaciones de Valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores y en las Bolsas de Valores, realizadas en éstas por los intermediarios de Valores autorizados (casas de valores) y los operadores de la bolsa autónomos, de acuerdo con lo establecido en la presente Ley.

Mercado extrabursátil.- Es el que se desarrolla fuera de las bolsas de valores, a través de un mecanismo centralizado de negociación, con la participación de intermediarios autorizados y con valores que no estando inscritos en una bolsa de valores, lo estén en el Registro del Mercado de Valores y en el respectivo mecanismo de transacciones extrabursátiles.

La colocación o venta de obligaciones puede hacerse a través de un proceso de oferta pública o de una negociación privada.

Existen varias alternativas de compra que pueden seleccionarse de acuerdo a los propósitos del inversionista, y que se detallan a continuación:

En firme: Compra o Venta realizada con precio definido, sin perjuicio de negociarla nuevamente en el mercado secundario.

Con opción de venta: Inversión realizada con la opción de venderse en un plazo determinado, no implicando esto necesariamente la obligatoriedad de cumplir dicha opción.

Con pacto de recompra: Inversión realizada a un plazo determinado en el cual el vendedor se obliga a recomprar la obligación. En este caso la obligatoriedad de cumplir con dicho pacto, proporciona la liquidez al inversionista.

Al representar títulos de renta fija, las obligaciones generalmente se negocian a la par aunque lo normal es que dicha negociación se realice con premio o con descuento. Depende de la forma de negociación el cálculo del rendimiento real que ellas generen.

Para que la inversión sea atractiva para el potencial comprador, la empresa emisora vende con *descuento* sus obligaciones, pues de esta forma incrementa el rendimiento efectivo que recibirá el inversionista.

Así mismo, si existe una fuerte demanda por adquirir las obligaciones emitidas por una firma determinada, lo cual ocurre cuando la emisora tiene un gran prestigio de liquidez y solvencia, las obligaciones pueden ser vendidas con *premio*, es decir a un precio por encima de su valor nominal.

4.2 ESTUDIO EVALUATIVO DE LAS EMPRESAS QUE SE FINANCIARON MEDIANTE EMISIÓN DE OBLIGACIONES.

Para el presente estudio, se realizó una encuesta a 34 empresas privadas del sector financiero y no financiero de un total de 61 (**Ver Anexo # 11**), que emitieron obligaciones en el período del 2001 al 2005, con el fin de conocer los resultados que estas obtuvieron al financiarse mediante este mecanismo. (**Ver Anexo # 12**) La elección de tasa de interés al momento de emitir obligaciones (**Ver Anexo # 13**)

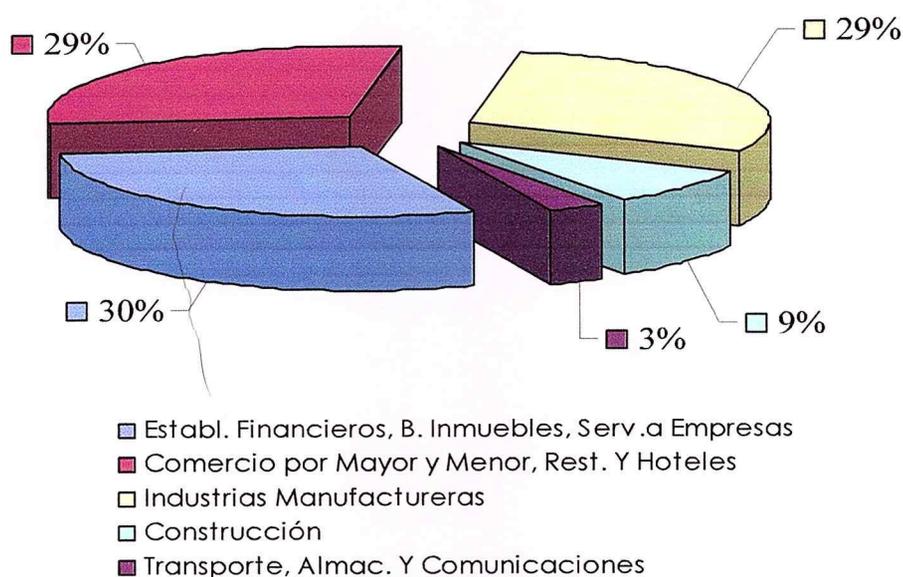
También se muestra la evolución de las tasas: activa y pasiva referencial, prime y libor en los años 2001-2006 (**Ver Anexo # 14**)

Las empresas están clasificadas bajo el Código CIIU (Internacional Standard Industrial Classification – Clasificación Industrial Internacional Uniforme (**Ver tablas # 3 al 7**))

- 1 AGRICULTURA Y CAZA
- 2 EXPLOTACION DE MINAS Y CANTERAS
- 3 INDUSTRIAS MANUFACTURERAS
- 4 ELECTRICIDAD, GAS Y AGUA
- 5 CONSTRUCCION
- 6 COMERCIO POR MAYOR Y MENOR, RESTAURANTES Y HOTELES
- 7 TRANSPORTE, ALMACENAMIENTO Y COMUNICACIONES
- ESTABLECIMIENTOS FINANCIEROS, BIENES MUEBLES, SERVICIOS PRESTADOS A
- 8 LAS EMPRESAS
- 9 SERVICIOS COMUNALES, SOCIALES Y PERSONALES

Gráfico 4.1

CLASIFICACIÓN DE LAS EMPRESAS QUE EMITIERON OBLIGACIONES SEGÚN ACTIVIDAD O SECTOR ECONÓMICO



Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil.

Del total de empresas que utilizan este mecanismo de financiamiento, corresponden a Establecimientos financieros y/o servicios a las empresas con un 30%, luego se encuentran los sectores de Comercio al por mayor y menor e Industrias Manufactureras con un 29% respectivamente, con un 9% las empresas de construcción y con un 3% las empresas de transporte, almacenamiento y comunicaciones, como lo muestra el **Gráfico 4.1**.

De los sectores mencionados anteriormente, el Sector Financiero es el que más ha utilizado este mecanismo de financiamiento, y esto se debe a que cuentan con un mayor acceso y conocimiento de los procesos de emisión de este tipo de

títulos valores. Por otra parte, los sectores de Comercio al por mayor y menor e Industrias Manufactureras también han incursionado en este tipo de mecanismo de financiamiento pero con una participación en dólares menor al del sector financiero (**Ver Cuadro 4.2**)

Cuadro 4.2

PARTICIPACION POR SECTORES EN LOS MONTOS DE EMISION

ACTIVIDAD	DÓLARES	% PARTICIPAC.
Industrias Manufactureras	43.630.000	14%
Construcción	10.964.000	3%
Comercio por Mayor y Menor, Restaurantes y Hoteles	91.401.000	29%
Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	1.200.000	0,4%
Establecimientos. Financieros, B. Inmuebles, Servicios a las Empresas	168.922.000	53%
TOTAL	316.117.000	100%

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil.

Las empresas del sector financiero consideran que al colocar las obligaciones en el mercado pueden bajar sus costos operativos sustituyendo las captaciones tradicionales y evitando realizar, por estas captaciones, un depósito en el Banco Central (encaje bancario).

También les ayuda a disminuir la brecha entre las captaciones (pólizas), las colocaciones (préstamos), pues regularmente se capta a 30 y 90 días y se coloca a un año lo cual ha provocado graves problemas de liquidez al sector financiero.

Por su parte, el sector no financiero prefiere utilizar los mecanismos tradicionales a través de la banca, en muchos casos por no divulgar información de sus empresas; o también se debe al escaso conocimiento de las alternativas que brinda el mercado de valores.

En el período 2001-2005 los montos de emisión de estos títulos de deuda se han ido incrementado gradualmente, a excepción del año 2004 el cual ha tenido un decrecimiento del 29% como se muestra en el **Cuadro 4.3**.

En las **tablas # 8 al 12** se muestran las empresas que se han financiado a través de la Emisión de Obligaciones en dicho período.

Cuadro 4.3

MONTOS DE OBLIGACIONES EMITIDAS
Período 2001 – 2005

AÑOS	DOLARES	% CRECIM.
2001	16.910.000	0
2002	27.687.000	39%
2003	76.118.000	64%
2004	59.100.000	-29%
2005	130.302.000	55%
TOTALES	310.117.000	-

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil

El decremento que se observa en el año 2004, es un fenómeno propiamente del mercado en el cual se aumentó la utilización de mecanismos de Titularizaciones y Fideicomisos, por lo que generó una disminución en la emisión de obligaciones por parte de las empresas, y por lo tanto quedando en un segundo plano.

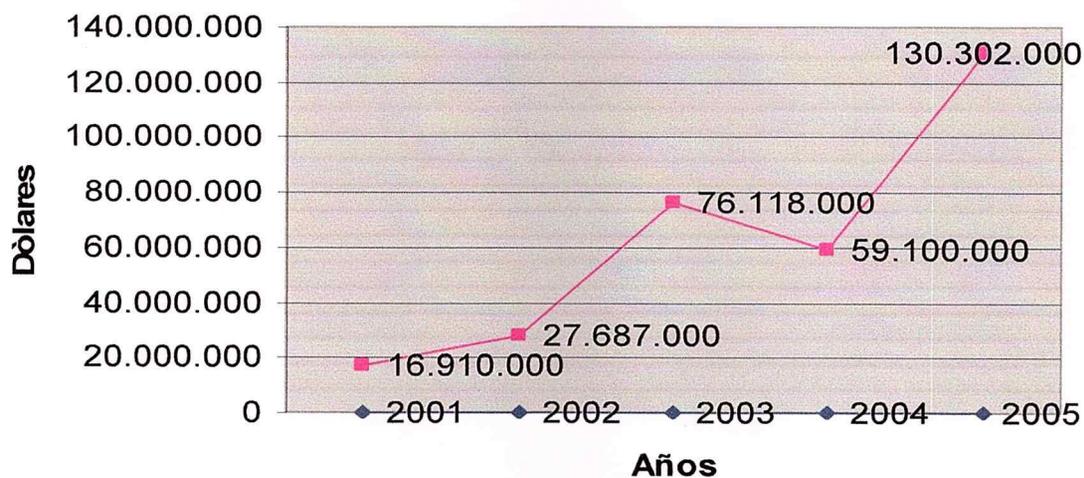
En consecuencia, muchas empresas grandes prefirieron incursionar en los mecanismos de titularización y fideicomisos en detrimento de la emisión de obligaciones.

Gráfico 4.2

EMPRESAS QUE SE FINANCIARON CON OBLIGACIONES

Período 2001-2005

Monto en Dólares



Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil

Otros de los objetivos a tratar en ésta investigación, fue conocer la experiencia que tuvieron las empresas que emitieron obligaciones como medio de financiamiento, a través de la siguiente información:

- Las principales razones que motivaron a las empresas a utilizar este mecanismo.
- Las ventajas de la emisión de obligaciones.
- Los resultados favorables que obtuvieron las empresas.
- Las dificultades que experimentaron ciertas empresas.
- Si existía suficiente información con respecto a la Emisión de Obligaciones.
- Su percepción sobre la emisión de obligaciones antes realizar el financiamiento.
- Que otros mecanismos utilizan las empresas para su financiamiento.

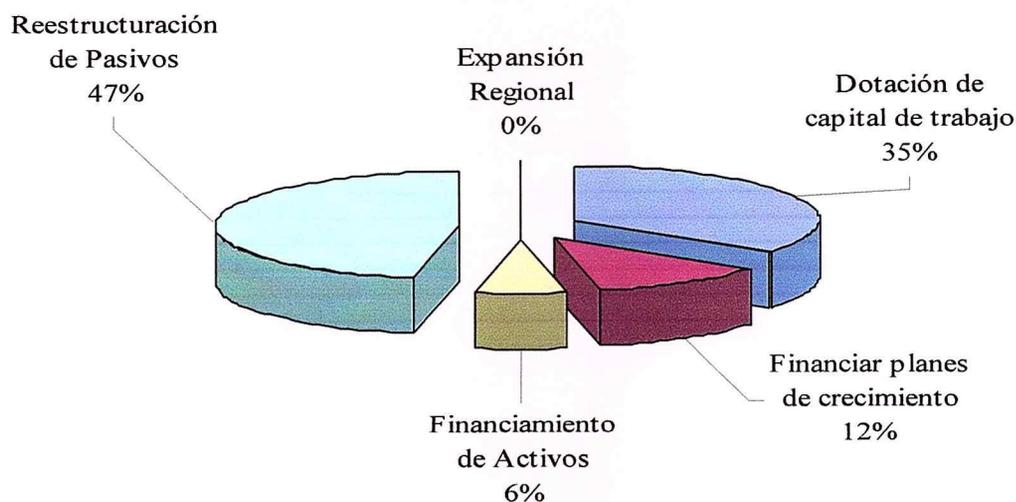
Según la encuesta, se pudo conocer que las principales razones que condujeron a las empresas a obtener recursos a través de la emisión de obligaciones, fueron las siguientes:

- Dotación de capital de trabajo.
- Financiar planes de crecimiento.
- Financiamiento de activos.
- Reestructuración de pasivos.

El 47% de las empresas coincidieron en que el principal objetivo para utilizar la emisión de obligaciones, fue la reestructuración de pasivos. El 35% explicaron que el motivo fue la Dotación de capital de trabajo. El 12% de las empresas afirmaron que su utilización se debió a Financiar planes de crecimiento, mientras que el 6% declaró que fue debido al Financiamiento de activos, **Ver Gráfico 4.3**

Gráfico 4.3

RAZONES QUE DETERMINARON LA UTILIZACION DE EMISIÓN DE OBLIGACIONES



Fuente: Encuesta, Experiencia de Empresas que emitieron Obligaciones.

La reestructuración de pasivos es generalmente utilizada por las empresas para salir de deudas a corto plazo o que estén por vencer, generando nueva deuda a largo plazo.

Evidentemente, uno de los aspectos a considerar por los empresarios que necesitan financiarse, es conocer cuales ventajas le puede brindar cualquier medio de financiación, para así escoger la que mejor se acople a sus necesidades. Al financiarse mediante emisión de obligaciones, se tienen las siguientes ventajas:

- Bajos costos financieros.
- Colocación parcial o total.
- Emitidas en distinta moneda.

- Amortizar el capital y pagar intereses según convenga al emisor y lo permitan las condiciones del mercado.
- Mecanismo de captación directa de recursos frescos (Desintermediación financiera).
- Endeudamiento para la empresa a niveles bajo la tasa activa referencial.
- Puede ser revolvente y emitirse muchas veces en el futuro.

Entre los resultados favorables que han obtenido las empresas que obtuvieron las obligaciones están los siguientes:

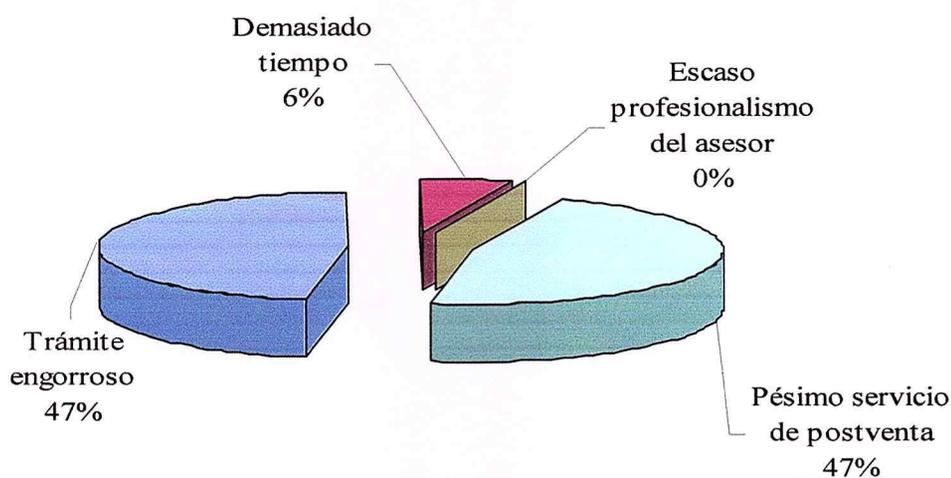
- Reestructuración de flujos de cajas de la empresa.
- Flexibilidad de pago.
- Colocación rápida.
- Disponibilidad de liquidez permanente.
- Programación financiera.
- Colocación total de la emisión y aplicación de los recursos obtenidos tal como se lo había previsto.
- Presencia en el mercado.
- Obtención de recursos cuando los otros tipos de crédito no eran muy accesibles.

Así como existen ventajas al financiarse a través de este medio, también existen dificultades que las empresas han experimentado en el proceso de la emisión, como son: **Ver Gráfico 4.4**

- Trámite engorroso.
- Demasiado tiempo.
- Escaso profesionalismo del asesor.
- Pésimo servicio de postventa.

Gráfico 4.4

DIFICULTADES EN EL PROCESO DE EMISIÓN DE OBLIGACIONES

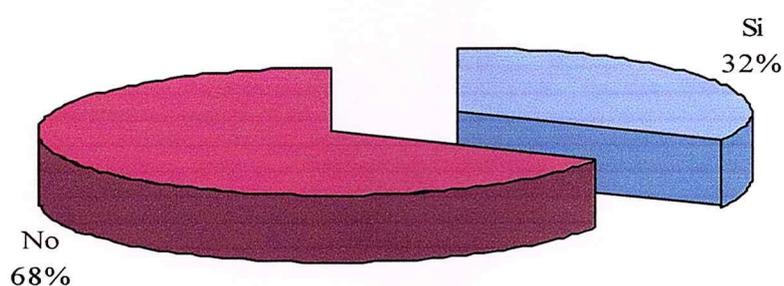


Fuente: Encuesta, Experiencia de Empresas que emitieron obligaciones.

Un 68% de las empresas coincidió en que otro de los problemas, que podrían presentarse, sin duda lo constituyen la falta de información con que cuentan las empresas sobre este mecanismo de financiamiento, como lo muestra el **Gráfico 4.5**, por lo que se debería ampliar el campo de acción en cuanto a información se refiere, para que así las empresas conozcan en detalle las ventajas de emitir obligaciones.

Gráfico 4.5

EXISTE SUFICIENTE INFORMACIÓN EN EL MERCADO ACERCA DE LAS VENTAJAS DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

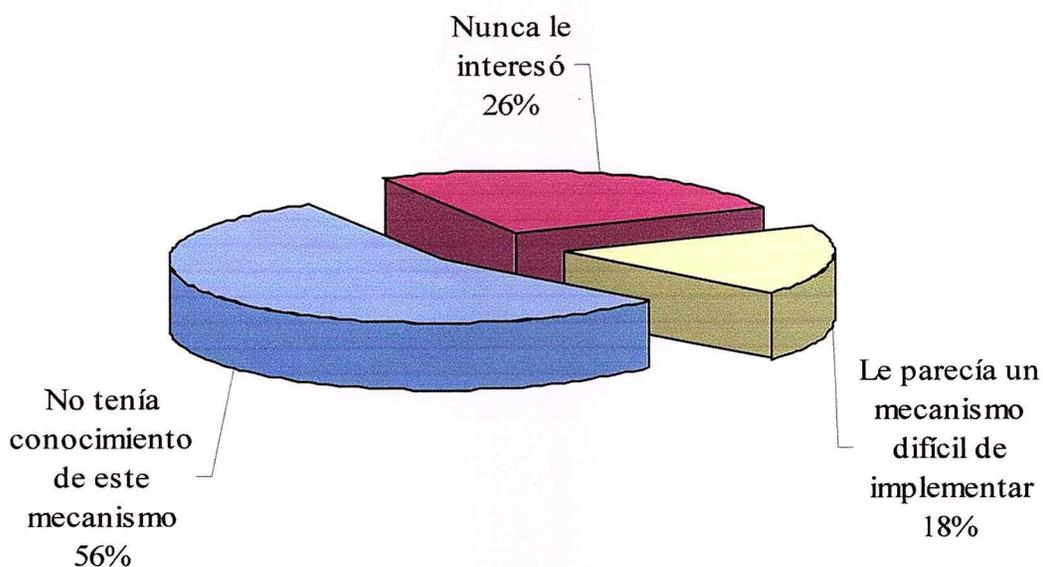


Fuente: Encuesta, Experiencia de Empresas que emitieron obligaciones.

Un 56% de las empresas respondió que no tenía conocimiento acerca de la emisión de obligaciones, evidentemente esto ratifica que no existe suficiente información sobre este mecanismo de financiamiento, y de haber información en el mercado no es tan amplia como lo requieren algunas empresas, tal como lo muestra el **Gráfico 4.6**.

- No tenía conocimiento de este mecanismo.
- Nunca le interesó.
- Le parecía un mecanismo difícil de implementar.

Gráfico 4.6

PERCEPCIÓN SOBRE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES ANTES DE REALIZAR EL FINANCIAMIENTO A TRAVÉS DE ESTE MECANISMO

Fuente: Encuesta, Experiencia de Empresas que emitieron obligaciones.

El estudio permitió conocer que las empresas utilizan otros medios al momento de buscar financiamiento además de las obligaciones, tales como:

- Prestamos Bancarios
- Emisión de Acciones
- Titularizaron.

Pero, también se recurrió a otras fuentes de información con la finalidad de obtener más datos que aporten a la investigación.

Así se tiene que de acuerdo al Departamento de Divulgación de la BVG, se pudo conocer que los tipos de obligaciones más frecuentemente usados son:

- Obligaciones
- Obligaciones especiales o Papel Comercial
- Obligaciones convertibles en acciones

4.2.1 Características más ventajosas en la emisión de obligaciones.

De acuerdo a los resultados obtenidos, las empresas prefieren financiarse mediante obligaciones por las diferentes ventajas que presenta en relación a las otras alternativas, según el orden de importancia calificaron como la ventaja más sobresaliente los bajos costos financieros que implican emitir este tipo de documentos.

Otra de las alternativas que ofrece el mercado es que permiten al emisor amortizar el capital y pagar intereses según convenga al emisor y lo permitan las condiciones del mercado.

Además, debido a las altas tasas con que otorgan crédito las instituciones financieras se considera una ventaja importante, ya que por medio de este mecanismo las empresas se puedan endeudar a niveles por debajo de la tasa activa referencial.

Y son sumamente flexibles porque se puede realizar la colocación total o parcial el cual depende de la demanda de los inversionistas.

:

:

Finalmente la ley permite que estos documentos puedan ser revolventes, es decir puedan regresar a las manos del emisor y además emitirse muchas veces en el futuro.

4.2.2 Problemas que se pueden presentar en la emisión de obligaciones.

En gran parte del sector productivo, se considera que no existe suficiente información en el mercado acerca de las ventajas de la emisión de obligaciones, una de las razones que ellos exponen es que el Consejo Nacional de Valores no está interesado en hacer más ágil el mercado de valores.

También existe, la falta de convicción, por parte de quienes conocen algo de este tema, acerca de los beneficios directos que este mecanismo representaría para la empresa.

Además consideran que la información sólo llega a un reducido sector y que no hay una entidad que se encargue de divulgar este mecanismo adecuadamente.

Otro de los motivos de la falta de información es que las empresas que emiten obligaciones, no desean hacer pública la información de la empresa.

Y si la empresa necesita financiamiento en forma inmediata, toma la decisión de financiarse a través de este mecanismo pero demora tanto el trámite del proceso de colocación y tienen que cumplir con una serie de requisitos que implica un trámite engorroso que hasta que llegue el momento de la colocación ya han conseguido el financiamiento por otros medios y por ende no llegan hasta el proceso final de la colocación de los títulos valores.

Es importante señalar, que este es el sentir de un amplio sector y que debería ser escuchado ya que ellos constituyen una parte dentro del mercado de valores, y al considerar que existen deficiencias podrían dejar de participar en el mercado.

4.3 PROCESO DE EMISIÓN DE OBLIGACIONES QUE DEBEN SEGUIR LAS EMPRESAS.

El proceso de emisión de obligaciones necesita cumplir con varios requisitos que se detallan a continuación:

4.3.1 Preparación de la Emisión.-

La preparación para la emisión de Obligaciones está constituida por cinco pasos, los cuales son:

1. Estructuración de la emisión.

Primeramente la empresa parte del monto que necesita que le financien, identificando cuánto dinero necesita conseguir, ese monto lo podrá obtener emitiendo Obligaciones (vía Pasivo) o emitiendo Acciones (vía Patrimonio). La empresa entonces procede a realizar los cálculos para ver de qué manera le conviene emitir los títulos, y cuál será el flujo de efectivo a desembolsar en el futuro. En este punto la empresa puede solicitar la asesoría de cualquier Casa de Valores.

Cabe destacar que esta asesoría tiene un costo que depende del estudio a realizar. Generalmente en el costo de la asesoría de la Casa de Valores se incluye el servicio para realizar las gestiones y trámites posteriores. Una Casa de

Valores puede demorarse 30 días en la estructuración de la emisión (considerando que la empresa dispone de información completa y actualizada).

Como requisito básico, las Casas de Valores requieren un estudio detallado de la empresa mediante la denominada **DILIGENCIA O CONOCIMIENTO DEBIDO (Due Diligence)** que comprende las siguientes partes:

a) Antecedentes de la empresa

- Evolución Histórica
- Generalidades tales como: Accionistas,
- Funcionarios, Misión y Visión de la empresa.
- Relación con empresas del mismo grupo.

b) Análisis económico y político

- Evaluación del comportamiento reciente de la Economía Ecuatoriana.
- Análisis del programa macroeconómico.
- Posibles escenarios utilizando principales macro precios.
- Conclusiones preliminares e impactos sobre la empresa.

c) Análisis Industrial

- Comportamiento de la Industria
- Rivalidad en la Industria
- Barreras de entrada a la industria
- Barreras de salida de la industria
- Proveedores
- Compradores
- Conclusiones sobre el sector industrial

d) Análisis estratégico de la empresa

- Consideraciones sobre la cadena de valor para la compañía.
- Ventajas competitivas
- Identificación de la estrategia genérica de la empresa.

e) Análisis de áreas funcionales

- Organización:

Consideraciones sobre las estructuras funcionales. Niveles de delegación y autoridad. Funciones de los principales cargos.

- Cultura de la empresa.

Motivación. Elaboración del Organigrama.

Recursos Humanos

Niveles Actuales y necesarios de capacitación. Funciones.

- Mercadeo

Ciclos de vida de los productos o servicios y Revisión del Marketing Mix: Análisis del producto o Servicio, considerando materias primas e insumos; Precio, Plaza y Promoción.

- Producción y Sistemas

Revisión de operaciones y tecnologías. Análisis de proceso. Generación de información para la toma de decisiones.

- Finanzas

Análisis de los principales estados financieros. Análisis Du-Pont. Aproximación a puntos de equilibrio. Evaluación y políticas financieras.

f) Conclusiones y Recomendaciones:

Las necesarias para determinar las fuentes de financiamiento apropiadas y las sugerencias para optimizar la gestión administrativa.

Culminado el análisis de Conocimiento Debido, otro requisito básico para la emisión es la manifestación expresa de la voluntad de la empresa de llevar a cabo la emisión en los términos señalados por el asesor, decisión que deberá estar soportada por un **ACTA DE LA JUNTA GENERAL DE ACCIONISTAS**.

La emisión deberá contar con una garantía, la cual puede ser general o específica. Las obligaciones con garantía general están respaldadas con el 80% de los activos libres de gravamen de la compañía emisora sin contar los activos diferidos. La posibilidad de obtener financiamiento con una garantía general representa una clara ventaja de éste mecanismo en relación con otras fuentes de financiamiento, donde existen desembolsos, uso de tiempo y desgaste negociador al pedir garantías reales para recibir un crédito. No obstante lo anterior, la emisión de obligaciones también concibe la constitución de garantías específicas que son aquellas respaldadas con hipotecas, prenda, aval bancario, pólizas de Seguro u otras contempladas en la Ley.

Adicionalmente, los Procesos de Emisión de Obligaciones, deberán contar con la Aprobación de la Superintendencia de Compañías, para empresas del sector real y si fueran instituciones financieras, la aprobación la otorgaría la Superintendencia de Bancos. La Superintendencia de Compañías o de Bancos, dependiendo del emisor de que se trate, si bien no garantizan ni se responsabilizan por el cumplimiento de los pagos de la emisión, vela por que se cumplan los requisitos legales que buscan dar mayor confianza y seguridad a los obligacionistas.

Así también con miras a formalizar la deuda que el emisor contrae con el público, toda emisión necesita la elaboración de una Escritura Pública de Emisión de Obligaciones, siendo un requisito básico para que a su vez el organismo de control respectivo apruebe la emisión. A estos requisitos básicos se añaden otros que dependerán si las obligaciones son vendidas a través de un Proceso de Colocación de Oferta Pública o por un Proceso de Colocación de Oferta Privada, por lo que resulta conveniente definir las.

2. Obtener calificación de Riesgo

Si la empresa ha decidido emitir Obligaciones estará 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, también se analizan aspectos en relación a la situación macroeconómica del país, el sector donde se desempeña el emisor, su aporte al PIB (Producto Interno Bruto) así como su posición en el mercado. Esta calificación la realizan las compañías especializadas denominadas Calificadoras de Riesgo. El costo por obtener dicha calificación varía de acuerdo a la Calificadora, al monto, al plazo, etc.

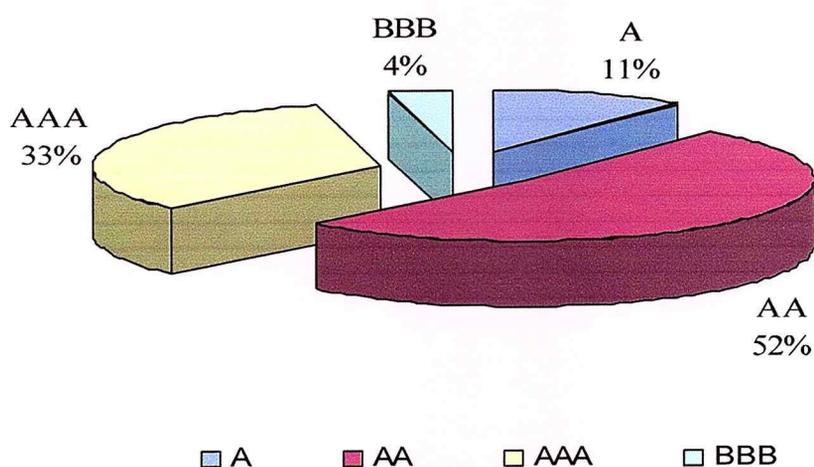
La Ley estipula que para cada emisión de Obligaciones se necesita una Calificación de Riesgo al inicio y una actualización de la misma por cada semestre siguiente. Una Calificación de Riesgo demora aproximadamente 15 días si la empresa dispone de información completa y actualizada.

Las categorías de calificación son: AAA, AA, A, B, C, D y E, dependiendo de la buena o insuficiente liquidez, seguridad y rentabilidad en el mercado de las cuotas que se ofertan. En nuestro medio la mayor parte de las empresas que se han financiado mediante Emisión de Obligaciones tienen una calificación de A es decir

que tienen buena capacidad de pago pero se verían afectadas levemente ante cambios predecibles. (Ver Gráfico 4.7)

Gráfico 4.7

CALIFICACIÓN DE RIESGO DE LAS EMPRESAS
Período 2001-2005



Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil. Período 2001-2005

3. Contratación del Representante de Obligacionistas y Agente Pagador

La empresa está obligada por la Ley contratar a un Representante de los Obligacionistas que será la persona encargada de velar por los intereses de los compradores del papel. Así también, si la empresa estima conveniente que una determinada entidad (generalmente un banco) se encargue de realizar los pagos de intereses y/o capital a los tenedores del papel, se suscribe un contrato aparte como Agente Pagador.

4. Elaboración del Contenido del Prospecto de Emisión

La elaboración del prospecto de Emisión contiene: la descripción de la compañía emisora, la información financiera y económica de la compañía, y las características de la misma.

a) Descripción de la compañía Emisora:

- Nombre
- RUC
- Constitución, duración
- Direcciones, teléfonos etc.
- Objeto Social
- Principales accionistas
- Administradores
- Estructura Funcional
- Empresas vinculadas, número de empleados

b) Información Financiera y Económica de la compañía:

- Entorno económico donde se encuentra la empresa: el sector, las condiciones etc.
- Información Financiera
 - Estados Financieros
 - Índices Financieros
 - Análisis de la situación de la empresa
- Informe de Auditoria Interna
- Informe de la Calificadora de Riesgos

5. Impresión del Prospecto de Oferta Pública

Una vez estructurada la emisión, la empresa manda a imprimir unos folletos informativos (prospectos) donde se detallan las características de los títulos a ser emitidos, además de información pertinente a la empresa, la industria y el entorno.

La cantidad de prospectos a imprimir depende la difusión que se le quiera hacer a la venta de los títulos, pero hay que tomar en cuenta que se deben enviar 3 ejemplares a la Superintendencia de Compañías y a la Bolsa de Valores en número suficiente para todas las Casas de Valores (Guayaquil y Quito).

6. Poner en circulación el prospecto.

La colocación de una emisión de obligaciones mediante oferta pública, radica básicamente en el "Prospecto" de emisión, en el cual constará toda la información posible de la empresa emisora, así como todas las características de la emisión, a fin de que el inversionista cuente con los elementos necesarios para aplicar o no sus recursos. Este prospecto debe estar a disposición del público inversionista.

4.3.2 Inscripción en el Registro del Mercado de Valores.-

La Inscripción en el Registro de Mercado de Valores constituye requisito fundamental para negociar en dicho mercado. Tanto el emisor como los títulos deben inscribirse en éste registro.

1. Cumplimiento de requisitos para la inscripción de los títulos en el Registro del Mercado de Valores.

La empresa envía una carta a la Superintendencia de Cías exponiéndole su deseo de realizar la Oferta Pública y de inscribirse como Emisor. Además debe enviar información general, y relativa a la situación financiera de la empresa, así como una declaración de activos libres de gravámenes y de la no inhabilitación del Representante Legal de los Obligacionistas

2. Aprobación de la Emisión y Autorización de Oferta Pública

Los departamentos Jurídico y de Emisores revisan la documentación presentada y, si está completa y no hay ningún hecho excepcional, toma no más de 15 días hábiles en aprobar la Emisión y autorizar la Oferta Pública de la empresa interesada. Para esto la Superintendencia envía un comunicado al Representante Legal de la empresa (ahora llamada Emisor) y a la Bolsa de Valores, refiriendo lo anterior y disponiendo además, la Inscripción en el Registro de Mercado de Valores.

3. Publicación de la Autorización de Oferta Pública

Apenas el Emisor reciba la Resolución de la Superintendencia debe publicarlo por una vez en uno de los diarios de mayor circulación.

4. Pago de Cuota de Inscripción al Registro de Mercado de Valores

El Emisor lleva una copia del diario donde se publicó la Resolución al Departamento de Mercado de Valores de la Superintendencia, y éste entrega una orden para pagar la Cuota de Inscripción.

Esta cuota se paga sólo una vez para Emisores que no pertenezcan al sector financiero. Cuando el Emisor cancela este valor envía el recibo al Departamento de Mercado de Valores y éste, con la información procesada entrega el Número de Inscripción.

La colocación de obligaciones a través de oferta pública se realizará dentro de los 180 días posteriores a la fecha de expedición de la resolución que apruebe su inscripción en el Registro del Mercado de valores.

Sistema de Distribución

La colocación primaria de las obligaciones por parte del underwriting, puede hacerlo mediante un sistema de distribución liderado por la respectiva Casa de Valores o Institución Financiera en todo el país, en la propia empresa o a través de las bolsas de valores.

Redención

El proceso de una emisión de obligaciones termina con la redención, rescate o pago del capital e intereses correspondientes, el cual puede realizarse por sorteo o plazo fijo, según se haya estipulado en el respectivo contrato. Cumplido este proceso se procede a liberar las correspondientes garantías si las hubiere.

4.3.3 Inscripción en la Bolsa de Valores

1. Cumplimiento de requisitos para la inscripción del emisor y los títulos en la Bolsa de Valores.

La empresa envía una carta a la Secretaría General de la Bolsa de Valores solicitando la inscripción como Emisor. Además debe enviar información general, y relativa a la situación financiera de la empresa. Cuando quien suscriba la solicitud sea el Representante Legal de la Casa de Valores Asesora, se adjuntará una declaración para la inscripción de los Emisores.

2. Aprobación de Inscripción

Con la información enviada, si se cumplen todos los requisitos, la Bolsa aprueba la inscripción del emisor y de los títulos a ser emitidos en no más de 7 días, estableciendo además la fecha a partir de la cual se podrán negociar los títulos.

Dentro de ese lapso la Bolsa le pedirá a la Superintendencia una Certificación de que el Prospecto de Emisión presentado es igual al presentado a la Superintendencia. Cabe anotar que una vez que el emisor es inscrito en bolsa debe pagar una Cuota de Inscripción y en los siguientes años una Cuota de Mantenimiento Anual, además de comprometerse a enviar cierta Información Periódica así como Información Continua.

3. Pago de Cuota de Inscripción a la Bolsa de Valores

Una vez que la Bolsa aprueba la inscripción, el Departamento de Tesorería le envía un Estado de Cuenta al nuevo emisor, indicándole el valor a pagar por concepto de Cuota de Inscripción, valor que será determinado en base al Patrimonio del Emisor.

4.3.4 Colocación de los Títulos.-

1. Selección de la Casa de Valores Vendedora

En este momento el Emisor debe elegir la Casa de Valores a través de la cual venderá sus nuevas obligaciones o acciones. Generalmente se elige a la misma Casa de Valores que asesoró al momento de estructurar la emisión.

2. Venta de los títulos

El paso final es la venta de los títulos, con el dinero de esa venta el Emisor podrá financiarse. Cabe anotar que cómo en cualquier venta o compra en el mercado de valores, se pagan dos comisiones sobre el valor de la transacción una a la Casa de Valores vendedora y otra a la Bolsa de Valores.

Finalmente, vale anotar que la Casa de Valores, además de venderla a través de la Bolsa de Valores, puede suscribir también un contrato de Underwriting, mediante el cuál ella misma le compra toda la emisión o parte al Emisor.

4.3.5 Cronograma de Trabajo para el Proceso de Emisión. (Ver Gráfico 3.9)

Semana 1- 5

- Firma del convenio de asesoría
- Obtención de información básica para el Análisis
- Coordinar entrevistas con funcionarios
- Entrevistas con funcionarios y Abogados de la Empresa
- Obtención de información específica
- Investigación de campo
- Análisis económico – político
- Preparación del informe preliminar y discusión con el cliente
- Evaluación de las necesidades de la empresa
- Convocar a la Junta General de Accionistas

Semanas 6 – 8

- Preparación del informe final y presentación del resultado del Análisis
- Reunión de Junta General de Accionistas para aprobar Emisión
- Firma de Convenios de Emisión de Obligaciones, Agente Pagador y Representante de los Obligacionistas
- Firma de Convenio para Calificación de Riesgo
- Elaboración del Prospecto, solicitud de inscripción en Registro del Mercado de Valores y Títulos. Implica actualización de cierta información y solicitud de datos específicos
- Aceptación por parte del emisor del prospecto y títulos

- Aprobación de la inscripción del emisor en el Registro del Mercado de Valores
- Búsqueda de clientes (inversionistas) potenciales

Semanas 8 – 10

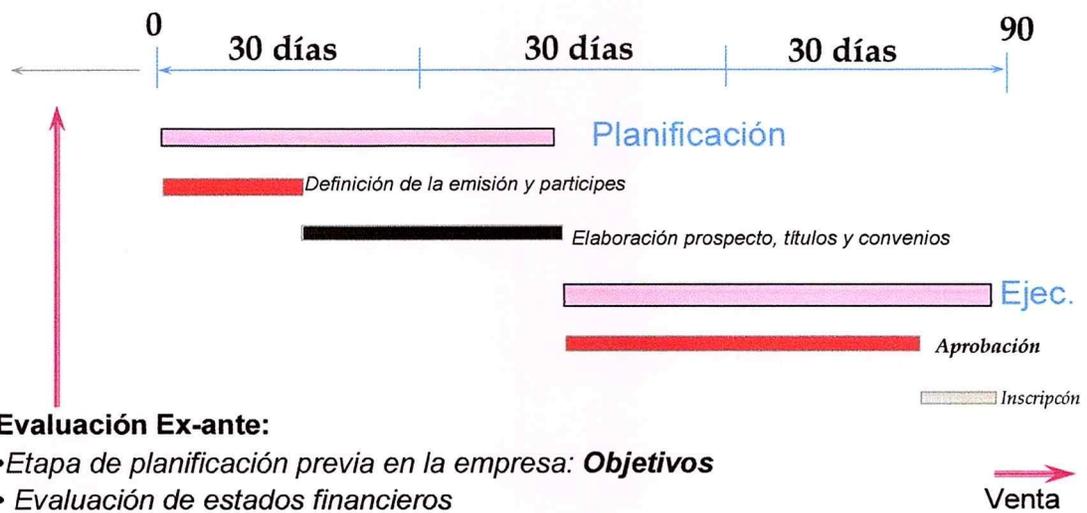
- Elaboración de la escritura de emisión de obligaciones para la aprobación de la Superintendencia de Compañías
- Ingreso de documentación a la Superintendencia de Compañías

Semanas 11 – 16

- Aprobación de la Superintendencia de Compañías de la emisión y el prospecto
- Impresión de prospectos y títulos
- Inscripción en Bolsa de Valores
- Mercadeo de las Obligaciones
- Colocación de la Emisión

Gráfico 4.8

CRONOGRAMA DE UN PROSPECTO DE EMISIÓN



Fuente: Multivalores BG

CAPÍTULO V

§

ANÁLISIS DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES COMO UNA HERRAMIENTA PARA DISMINUIR EL COSTO FINANCIERO

V. ANALISIS DE LA EMISION DE OBLIGACIONES COMO UNA HERRAMIENTA PARA DISMINUIR EL COSTO FINANCIERO.

5.1 INSTRUMENTOS ALTERNATIVOS DE FINANCIAMIENTO PARA LAS EMPRESAS.

Continuamente, las empresas buscan fuentes de financiamiento para el desarrollo de sus actividades productivas y lo hacen escogiendo entre diferentes alternativas, la que más les conviene, basándose en su flujo de efectivo, ya que este les permite conocer el momento en que necesitan hacer desembolsos de dinero y de cuanto disponen para esto.

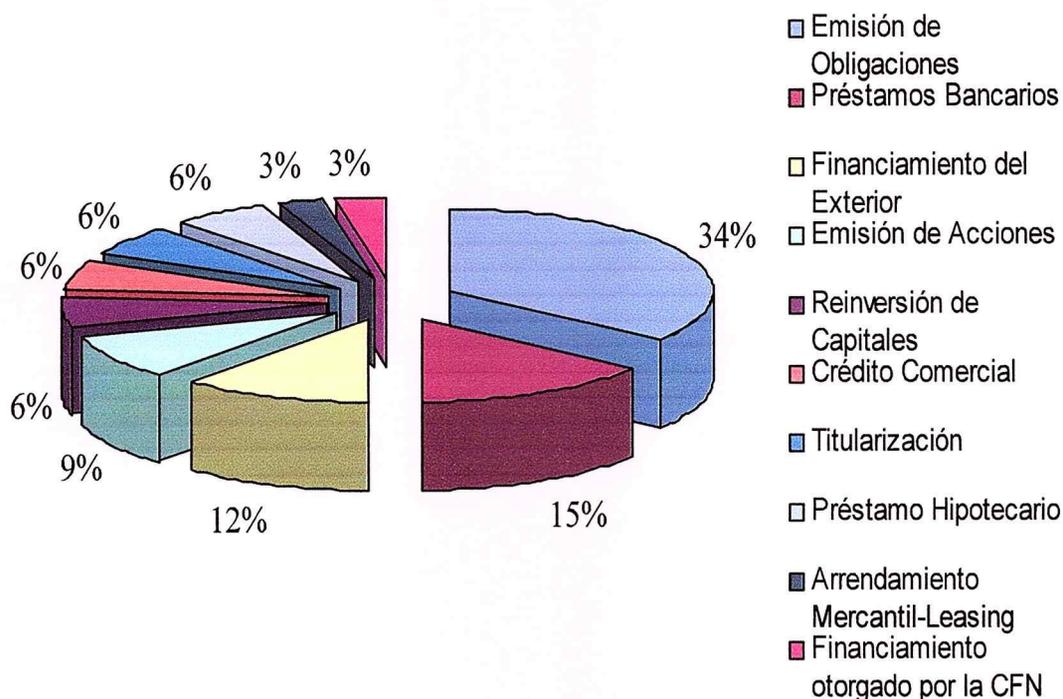
Los instrumentos que existen en el mercado financiero les permiten a las empresas acceder a capital, siendo estas las que por costo, plazo, características y ventajas se deciden por uno de ellos. Entre los instrumentos de financiamiento que existen en el mercado tenemos:

- Préstamos bancarios
- Financiamiento del exterior
- Crédito comercial
- Reinversión de Capitales
- Emisión de acciones
- Emisión de obligaciones
- Titularización
- Préstamo Hipotecario
- Arrendamiento mercantil (Leasing)
- Financiamiento otorgado por la CFN

La lista anterior muestra cuales son los principales instrumentos alternativos de financiamiento que existen en el mercado para las empresas; datos obtenidos en la encuesta realizada.

Gráfico 5.1

PRINCIPALES INSTRUMENTOS ALTERNATIVOS DE FINANCIAMIENTO EN EL MERCADO



Fuente: Encuesta "Experiencias de empresas que emitieron obligaciones"

El **Gráfico 5.1** muestra que en su mayoría, a las empresas encuestadas les resulta más conveniente financiarse a través de emisión de obligaciones ya que con un 34% la ubicó como el principal instrumento de financiamiento, basándose en la experiencia que obtuvieron al utilizarlo.

Préstamos Bancarios

Constituyen préstamos a corto plazo y largo plazo para contar con capital de trabajo. Este tipo de préstamo sirve para la rápida reactivación de las compañías.

Los préstamos consisten en una transacción comercial entre dos entidades legales por la que una de las partes (el prestamista) acuerda prestar fondos a la segunda parte (el prestatario).

Los préstamos pueden ser a la vista o a plazo, dependiendo de lo acordado a su vencimiento. Los vencimientos pueden ser mensuales, trimestrales, semestrales, anuales, o según acordado por las partes.

Dentro de los préstamos bancarios tenemos los **prendarios**, donde hay una Garantía Prendaria como activos de la empresa que son el respaldo de dicha negociación; los **hipotecarios**, prenda un terreno, edificio o cualquier propiedad que tenga la empresa como Garantía a la transacción.

Financiamiento del Exterior

Las empresas cuando necesitan financiamiento, también cuentan con una de las alternativas el financiamiento en el exterior, el mismo que puede consistir en préstamos a bancos extranjeros e instituciones financieras. Como por ejemplo: Probank Panamá, Pacific National Bank, etc.

Crédito Comercial

Es una fuente de financiamiento a corto plazo, se la utiliza en casi todos los negocios y consiste en que el comprador de las mercancías no tiene la obligación de pagarla en el momento en que se la entregan, sino que se le concede un plazo para que cancelen el importe total de la deuda.

Reinversión de Capitales

“Algunas empresas, en particular las que se dedican al negocio de bienes raíces y tienen carácter de privado, emplean el método de la reinversión.”⁹ Es decir, invierten simplemente, sin discriminación, en tantos proyectos como su situación les permita sin recurrir al préstamo. Todas las utilidades provenientes de las operaciones las reinvierten en la empresa.

Emisión de Acciones

Las acciones representan partes equitativas del patrimonio de una empresa, siendo dicha propiedad sobre la empresa, proporcional según el número de acciones que se posea y el número de acciones que haya emitido la compañía.

Conforme nuestra legislación, las sociedades que están en capacidad de emitir acciones son:

- Las compañías anónimas.
- Las compañías en comandita por acciones.
- Las compañías de economía mixta.

⁹ Bolten Steven. Manual administración Financiera, pág. 216

Titularización

“Es el proceso mediante el cual se emiten valores susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil, emitidos con cargo a un patrimonio autónomo”.¹⁰

Los valores que se emitan como consecuencia de procesos de titularización, pueden ser nominativos o a la orden.

Los tipos de valores que se pueden emitir de acuerdo a la LMV son:

- Valores de contenido crediticio.
- Valores de Participación.
- Valores Mixtos.

Se pueden desarrollar procesos de titularización a partir de los siguientes activos o bienes:

- a) Títulos de deuda pública;
- b) Títulos inscritos en el Registro del Mercado de Valores;
- c) Cartera de Crédito;
- d) Documento de Crédito;
- e) Activos inmobiliarios.; y
- f) Rentas y flujos de caja determinables con base en estadísticas de los últimos tres años o en proyecciones de por lo menos tres años continuos.

¹⁰ LMV. Título XVI, Art. 138

Préstamo Hipotecario

Son medios de financiamiento a largo plazo, que pagan un interés fijo y se encuentran respaldados por una garantía inmobiliaria. Estos títulos pueden ser emitidos por un valor igual al de cada uno de los préstamos de amortización gradual que efectúen los bancos, los cuales tienen plazos de hasta cincuenta años y se pagan mediante dividendos periódicos según la tabla de amortización formulada por cada banco con este fin, previa aprobación del Superintendente de Bancos.

Estos préstamos se aseguran con primera hipoteca y no exceden del cincuenta por ciento del valor del inmueble gravado con esta, además de que debían concederse mediante escritura pública.

Poseen una alta liquidez pues son títulos fácilmente negociables en el mercado bursátil y extrabursátil.

Arrendamiento Mercantil (Leasing)

“Es un contrato de financiamiento que se negocia entre el propietario de los bienes (arrendador, ejemplo: el banco), el cual se obliga a dar en uso un bien de capital elegido previamente por la otra parte (arrendatario), a cambio del pago de una renta específica como contraprestación por esta, durante un determinado plazo contractual que generalmente coincide con la vida útil del bien financiado el cual puede ejercer la opción de compra, pagando el valor residual pactado, prorrogar o firmar un nuevo contrato o, en su defecto devolver el bien”.¹¹

¹¹ José Leyva Saavedra. El Contrato Leasing, 1995.

Existen cuatro modalidades de leasing, las mismas que se subdividen en:

- 1) Por su Finalidad:
 - Leasing Operativo – Operational Lease
 - Leasing Financiero

- 2) Por la Naturaleza del Bien:
 - Leasing Mobiliario
 - Leasing Inmobiliario

- 3) Por su Promoción:
 - Leasing Promocional Directo
 - Leasing Promocional Indirecto

- 4) Por su amortización:
 - Full Pay Out Leasing
 - Non Full Pay Out Leasing

Como cualquier contrato, el Leasing es generador de derechos y obligaciones para ambas partes contractuales. Es decir, se devela una relación de reciprocidad donde la obligación de una será el derecho de la otra, y a la inversa.

Fuentes de Financiamiento otorgadas por la Corporación Financiera Nacional.

La Corporación Financiera Nacional, comprometida con el desarrollo económico del país y en su calidad de banca de fomento, canaliza sus recursos a favor del sector productivo privado con la finalidad de contribuir en el campo financiero a su reactivación, modernización y en general al incremento de su competitividad.

La CFN se ha dado cuenta de que la movilización de recursos requiere de mecanismos modernos, entre los cuales están los establecidos en el mercado de valores, en donde las entidades productivas pueden recibir financiamiento mediante la colocación de títulos valores.

Dado que es importante desarrollar y potenciar estas fuentes alternativas de financiamiento, la CFN ha instrumentado inversiones de tesorería que consideran la compra y venta de títulos valores de renta fija y variable emitida por empresas productivas y de servicios del sector privado no financiero.

Los objetivos de estas operaciones de tesorería que realiza la CFN son los siguientes:

- a) Promover el crecimiento del sector productivo y de servicios privados del Ecuador, así como del ahorro, mediante la ampliación de la oferta y demanda de recursos, con el uso de nuevas, modernas y eficientes alternativas de financiamiento.
- b) Contribuir al desarrollo y liquidez del mercado de valores ecuatoriano, potenciando la oferta y demanda de títulos-valores, a través de la intervención de la CFN como agente financiero e inversionista temporal.
- c) Promover la desintermediación financiera, en la medida que el contacto directo entre empresas emisoras y ahorristas, permite eliminar costos que en los esquemas tradicionales de financiamiento encarecen los recursos y reducen el rendimiento para el ahorrista promueve la oferta.

d) Contribuir al desarrollo institucional con operaciones consistentes con los principios exigidos por la CFN de seguridad, liquidez y rentabilidad. Los recursos del programa estarán constituidos por fondos propios de la CFN y los fondos provenientes de la desinversión de empresas de la CFN, sin embargo, las Gerencias de Finanzas y de Fiducia y Empresas, podrán identificar y recomendar otras alternativas de fondos para efectuar estas operaciones.

Las principales fuentes de financiamiento que ofrece la Corporación Financiera Nacional para proyectos de inversión privada son:

- Programa de Crédito Multisectorial.
- Programa de crédito FOPINAR.
- Crédito de Bancos extranjeros directos o a través de intermediarios.

5.1.1 Análisis comparativo de los costos financieros de las diferentes alternativas de financiamiento.

El financiamiento que buscan constantemente las empresas que desean obtener recursos, tiene costos que estas deben cubrir, los mismos que existirán en cualquier alternativa de financiamiento que la empresa elija, siendo éstos en algunos casos mayores que otros.

En este capítulo, el análisis comparativo se enfocará en dos de las alternativas de financiamiento: préstamos bancarios y emisión de obligaciones.

El siguiente cuadro muestra en detalle los costos financieros en que se incurren al financiarse mediante obligaciones y préstamos bancarios.

Cuadro 5.1

**COMPARACION DE LOS COSTOS FINANCIEROS OBLIGACIONES VS
PRÉSTAMOS BANCARIOS**

	OBLIGACIONES	PRÉSTAMOS BANCARIOS
COSTOS FINANCIEROS	<ul style="list-style-type: none"> • Calificación de Riesgo • Comisión Casa de Valores • Comisión Bolsa de Valores • Costos adicionales <ul style="list-style-type: none"> - Prospectos - Legales - Representante de los obligacionistas - Agente Pagador • Tasa de interés: <ul style="list-style-type: none"> - Tasa Activa Referencial - Tasa Pasiva Referencial 	<ul style="list-style-type: none"> • Impuesto: <ul style="list-style-type: none"> - Único 0.5% - SOLCA 0.5% • Comisión Bancaria • Tasa de interés: tiene relación con la Tasa Activa

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil

Los costos financieros expuestos anteriormente varían de acuerdo a:

- Tipo de emisión
- Monto a financiarse
- Riesgo
- Incertidumbre del mercado

Esto quiere decir, que los costos financieros no representan cargos fijos para la empresa, ya que de una emisión a otra pueden variar.

También se puede apreciar que tanto la emisión de obligaciones y la emisión de acciones presentan los mismos rubros en los costos financieros, éstos tienen una mayor proporción en el caso de las acciones.

Generalmente ambos resultan inferiores en relación a incurrir a un préstamo bancario en el cual se paga un impuesto del 1% (Impuesto. Único y SOLCA) del monto total.

Los costos se reducen cuando el monto de emisión de los títulos es considerable y aumenta junto con el riesgo que asume la Casa de Valores y con la incertidumbre del mercado, si la empresa es pequeña, relativamente poco conocida y se encuentra en un mercado incierto, el riesgo es mayor, por lo cual aumenta la comisión de la Casa de Valores a fin de proteger sus utilidades.

Para realizar un análisis comparativo de los costos en que se incurren al utilizar las diferentes alternativas de financiamiento, se presenta a continuación tres ejemplos tomados de datos reales proporcionados por la BVG:

La empresa CARTIMEX S.A. perteneciente al sector del Comercio al por Mayor y Menor, tiene como objeto social varias actividades entre las cuales: importación, exportación y desarrollo de actividades comerciales e industriales, importación, compra, venta, comercialización y distribución de vehículos, botes, motos, etc y otras actividades, necesita obtener USD \$ 2.000.000 para fortalecimiento del capital de trabajo. La Empresa PLASTICOS DEL LITORAL S.A. perteneciente al sector de Industrias Manufactureras, dedicada a la industrialización plástica y autorizada para importar y exportar materias primas y productos terminados, necesita obtener \$ 3.000.000 para fortalecer su capital de trabajo. La CORPORACION MULTI BG perteneciente al sector financiero, cuyo objeto social

es administrar inversiones en acciones de empresas y constituida como Holding, necesita obtener \$ 8.000.000. Estas tres empresas cuentan con tres alternativas de financiamiento: préstamo bancario corporativo (Banco Pichincha), préstamo bancario empresarial (Banco Bolivariano) y emisión de obligaciones.

Nota: La tasa activa para el cálculo de intereses del crédito bancario representa el promedio de las tasas activa corporativa del mercado con el supuesto de que esta tasa no varía durante el año plazo. Los pagos de intereses se los realiza anualmente.

FINANCIAMIENTO CON PRÉSTAMO BANCARIO CORPORATIVO DEL BANCO DEL PICHINCHA: CARTIMEX S.A.

Monto:		\$2.000.000
Tasa de Interés:	10,00%	Pago K: Semestral
Plazo:	3 años	Pago I: Trimestral
Costos		
Intereses a pagar	10,00%	
Impuesto SOLCA	0,50%	\$10.000
Impuesto Único	0,50%	\$10.000
Comisión del Banco	1,00%	\$20.000
Total Costos Periodo 0		\$40.000

SERIE A

CUPON	SPA	K	I	FLUJO
0	2.000.000			
1	2.000.000		50.000	50.000
2	2.000.000		50.000	50.000
3	2.000.000		50.000	50.000
4	2.000.000		50.000	50.000
5	2.000.000		50.000	50.000
6	1.500.000	500.000	50.000	550.000
7	1.500.000		37.500	37.500
8	1.000.000	500.000	37.500	537.500
9	1.000.000		25.000	25.000
10	500.000	500.000	25.000	525.000
11	500.000		12.500	12.500
12	0	500.000	12.500	512.500

Tabla de Amortización Préstamo Bancario Corporativo

CUPON	INT ANUAL	SPA ANUAL	AMORT. ANUAL	FLUJO
0				\$1,960,000
1	\$200,000	\$8,000,000	\$0	\$200,000
2	\$175,000	\$6,000,000	\$1,000,000	\$1,175,000
3	\$75,000	\$2,000,000	\$1,000,000	\$1,075,000
TIR				10.01%
PAGO PRESTAMO				\$2,450,000

SERIE B

CUPON	SPA	K	I	FLUJO
0	2,000,000			
1	2,000,000		50,000	50,000
2	1,666,667	333,333	50,000	383,333
3	1,666,667		41,667	41,667
4	1,333,333	333,333	41,667	375,000
5	1,333,333		33,333	33,333
6	1,000,000	333,333	33,333	366,667
7	1,000,000		25,000	25,000
8	666,667	333,333	25,000	358,333
9	666,667		16,667	16,667
10	333,333	333,333	16,667	350,000
11	333,333		8,333	8,333
12	0	333,333	8,333	341,667

Tabla de Amortización Préstamo Bancario Corporativo

CUPON	INT ANUAL	SPA ANUAL	AMORT. ANUAL	FLUJO
0				\$1,960,000
1	\$183,333	\$6,666,667	\$666,667	\$850,000
2	\$116,667	\$4,000,000	\$666,667	\$783,333
3	\$50,000	\$1,333,333	\$666,667	\$716,667
TIR				9.96%
PAGO PRESTAMO				\$2,350,000

FINANCIAMIENTO CON PRÉSTAMO BANCARIO EMPRESARIAL DEL BANCO BOLIVARIANO: CARTIMEX S.A.

Monto:		\$2.000.000
Tasa de Interés:	12,00%	Pago K: Semestral
Plazo:	3 años	Pago I: Trimestral
Costos		
<i>Intereses a pagar</i>	12,00%	
<i>Impuesto SOLCA</i>	0,50%	\$10.000
<i>Impuesto Único</i>	0,50%	\$10.000
<i>Comisión del Banco</i>	2,00%	\$40.000
Total Costos Periodo 0		\$60.000

SERIE A

CUPON	SPA	K	I	FLUJO
0	2.000.000			
1	2.000.000		60.000	60.000
2	2.000.000		60.000	60.000
3	2.000.000		60.000	60.000
4	2.000.000		60.000	60.000
5	2.000.000		60.000	60.000
6	1.500.000	500.000	60.000	560.000
7	1.500.000		45.000	45.000
8	1.000.000	500.000	45.000	545.000
9	1.000.000		30.000	30.000
10	500.000	500.000	30.000	530.000
11	500.000		15.000	15.000
12	0	500.000	15.000	515.000

Tabla de Amortización Préstamo Bancario Empresarial

CUPON	INT ANUAL	SPA ANUAL	AMORT. ANUAL	FLUJO
0				-\$1.940.000
1	\$240.000	\$8.000.000	\$0	\$240.000
2	\$210.000	\$6.000.000	\$1.000.000	\$1.210.000
3	\$90.000	\$2.000.000	\$1.000.000	\$1.090.000
TIR				12,37%
PAGO PRESTAMO				\$2.540.000

BIBLIOTECA
Luis Trojino Eustamante
U.T.E.G.

SERIE B

CUPON	SPA	K	I	FLUJO
0	2.000.000			
1	2.000.000		60.000	60.000
2	1.666.667	333.333	60.000	393.333
3	1.666.667		50.000	50.000
4	1.333.333	333.333	50.000	383.333
5	1.333.333		40.000	40.000
6	1.000.000	333.333	40.000	373.333
7	1.000.000		30.000	30.000
8	666.667	333.333	30.000	363.333
9	666.667		20.000	20.000
10	333.333	333.333	20.000	353.333
11	333.333		10.000	10.000
12	0	333.333	10.000	343.333

Tabla de Amortización Préstamo Bancario Empresarial

CUPON	INT ANUAL	SPA ANUAL	AMORT. ANUAL	FLUJO
0				-\$1.940.000
1	\$220.000	\$6.666.667	\$666.667	\$886.667
2	\$140.000	\$4.000.000	\$666.667	\$806.667
3	\$60.000	\$1.333.333	\$666.667	\$726.667
			TIR	12,37%
			PAGO PRESTAMO	\$2.420.000

FINANCIAMIENTO A TRAVÉS DE EMISIÓN DE OBLIGACIONES: CARTIMEX

Monto:		\$2.000.000
Tasa de Interés:	7,50% Nom. anual fija	Pago K: Semestral
Plazo:	3 años	Pago I: Trimestral
Garantía:	General	
Costos		
Comisión CV	0,50%	\$10.000
Cuota mantenimiento		\$242
Prospectos		\$1.200
Califica. Riesgos	0,50%	\$10.000
Gastos Legales		\$2.000
Representante de Oblig.		\$1.500
Agente pagador	0,30%	\$6.000
Comisión de Colocación	0,30%	\$6.000
Total Costos Periodo 0		\$36.942

SERIE A

CUPON	SPA	K	I	FLUJO
0	2.000.000			
1	2.000.000		37.500	37.500
2	2.000.000		37.500	37.500
3	2.000.000		37.500	37.500
4	2.000.000		37.500	37.500
5	2.000.000		37.500	37.500
6	1.500.000	500.000	37.500	537.500
7	1.500.000		28.125	28.125
8	1.000.000	500.000	28.125	528.125
9	1.000.000		18.750	18.750
10	500.000	500.000	18.750	518.750
11	500.000		9.375	9.375
12	0	500.000	9.375	509.375

Tabla de Amortización de Obligaciones

CUPON	INT ANUAL	SPA ANUAL	AMORT. ANUAL	FLUJO
0				-\$1.963.058
1	\$150.000	\$8.000.000		\$150.000
2	\$131.250	\$6.000.000	\$1.000.000	\$1.131.250
3	\$56.250	\$2.000.000	\$1.000.000	\$1.056.250
			TIR	7,63%
			PAGO EMISION	\$2.337.500

SERIE B

CUPON	SPA	K	I	FLUJO
0	2.000.000			
1	2.000.000		37.500	37.500
2	1.666.667	333.333	37.500	370.833
3	1.666.667		31.250	31.250
4	1.333.333	333.333	31.250	364.583
5	1.333.333		25.000	25.000
6	1.000.000	333.333	25.000	358.333
7	1.000.000		18.750	18.750
8	666.667	333.333	18.750	352.083
9	666.667		12.500	12.500
10	333.333	333.333	12.500	345.833
11	333.333		6.250	6.250
12	0	333.333	6.250	339.583

Tabla de Amortización de Obligaciones

CUPON	INT ANUAL	SPA ANUAL	AMORT. ANUAL	FLUJO
0				-\$1.963.058
1	\$137.500	\$6.666.667	\$666.667	\$804.167
2	\$87.500	\$4.000.000	\$666.667	\$754.167
3	\$37.500	\$1.333.333	\$666.667	\$704.167
			TIR	7,63%
			PAGO EMISION	\$2.262.500

FINANCIAMIENTO CON PRÉSTAMO BANCARIO CORPORATIVO DEL BANCO DEL PICHINCHA: PLASTICOS DEL LITORAL S.A.

Monto:		\$3.000.000
Tasa de Interés:	10,00% Sept06	Pago K: Trimestral
Plazo:	3 años	Pago I: Trimestral
Costos		
Intereses a pagar	10,00%	
Impuesto SOLCA	0,50%	\$15.000
Impuesto Único	0,50%	\$15.000
Comisión del Banco	1,00%	\$30.000
Total Costos Periodo 0		\$60.000

CUPON	SPA	K	I	FLUJO
0	3.000.000,00			
1	2.750.000,00	250.000,00	\$ 75.000,00	325.000,00
2	2.500.000,00	250.000,00	\$ 69.563,46	319.563,46
3	2.250.000,00	250.000,00	\$ 63.991,01	313.991,01
4	2.000.000,00	250.000,00	\$ 58.279,25	308.279,25
5	1.750.000,00	250.000,00	\$ 52.424,70	302.424,70
6	1.500.000,00	250.000,00	\$ 46.423,78	296.423,78
7	1.250.000,00	250.000,00	\$ 40.272,84	290.272,84
8	1.000.000,00	250.000,00	\$ 33.968,12	283.968,12
9	750.000,00	250.000,00	\$ 27.505,79	277.505,79
10	500.000,00	250.000,00	\$ 20.881,90	270.881,90
11	250.000,00	250.000,00	\$ 14.092,41	264.092,41
12	-	250.000,00	\$ 7.133,18	257.133,18

Tabla de Amortización Préstamo Bancario Corporativo

CUPON	INT ANUAL	SPA ANUAL	AMORT. ANUAL	FLUJO
0				-\$2.940.000
1	\$266.834	\$9.500.000	\$1.000.000	\$1.266.834
2	\$173.089	\$5.500.000	\$1.000.000	\$1.173.089
3	\$69.613	\$1.500.000	\$1.000.000	\$1.069.613
			TIR	9,70%
			PAGO PRESTAMO	\$3.509.536

FINANCIAMIENTO CON PRÉSTAMO BANCARIO EMPRESARIAL DEL BANCO BOLIVARIANO: PLASTICOS DEL LITORAL S.A.

Monto:		\$3.000.000
Tasa de Interés:	12,00% Sept6	Pago K: Trimestral
Plazo:	3 años	Pago I: Trimestral
Costos		
Intereses a pagar	12,00%	
Impuesto SOLCA	0,50%	\$15.000
Impuesto Único	0,50%	\$15.000
Comisión del Banco	2,00%	\$60.000
Total Costos Periodo 0		\$90.000

CUPON	SPA	K	I	FLUJO
0	3.000.000,00			
1	2.750.000,00	250.000,00	\$ 90.000,00	340.000,00
2	2.500.000,00	250.000,00	\$ 83.658,41	333.658,41
3	2.250.000,00	250.000,00	\$ 77.126,57	327.126,57
4	2.000.000,00	250.000,00	\$ 70.398,78	320.398,78
5	1.750.000,00	250.000,00	\$ 63.469,15	313.469,15
6	1.500.000,00	250.000,00	\$ 56.331,64	306.331,64
7	1.250.000,00	250.000,00	\$ 48.980,00	298.980,00
8	1.000.000,00	250.000,00	\$ 41.407,81	291.407,81
9	750.000,00	250.000,00	\$ 33.608,45	283.608,45
10	500.000,00	250.000,00	\$ 25.575,12	275.575,12
11	250.000,00	250.000,00	\$ 17.300,78	267.300,78
12	-	250.000,00	\$ 8.778,21	258.778,21

Tabla de Amortización Préstamo Bancario Empresarial

CUPON	INT ANUAL	SPA ANUAL	AMORT. ANUAL	FLUJO
0				-\$2.910.000
1	\$321.184	\$9.500.000	\$1.000.000	\$1.321.184
2	\$210.189	\$5.500.000	\$1.000.000	\$1.210.189
3	\$85.263	\$1.500.000	\$1.000.000	\$1.085.263
TIR				12,14%
PAGO PRESTAMO				\$3.616.635

FINANCIAMIENTO A TRAVÉS DE EMISIÓN DE OBLIGACIONES: PLASTICOS DEL LITORAL S.A.

Monto:		\$3.000.000
Tasa de Interés:	7,00% Fija	Pago K: Trimestral
Plazo:	3 años	Pago I: Trimestral
Garantía:	General	
Costos		
Comisión CV	0,50%	\$15.000
Cuota mantenimiento		\$242
Prospectos		\$1.200
Califica Riesgos	0,50%	\$15.000
Gastos Legales		\$2.200
Representante de Oblig.		\$2.000
Agente pagador	0,40%	\$12.000
Comisión de Colocación	0,40%	\$12.000
Total Costos Periodo 0		\$59.642

CUPON	SPA	K	I	FLUJO
0	3.000.000,00			
1	2.750.000,00	250.000,00	\$ 52.500,00	302.500,00
2	2.500.000,00	250.000,00	\$ 48.530,28	298.530,28
3	2.250.000,00	250.000,00	\$ 44.491,08	294.491,08
4	2.000.000,00	250.000,00	\$ 40.381,20	290.381,20
5	1.750.000,00	250.000,00	\$ 36.199,40	286.199,40
6	1.500.000,00	250.000,00	\$ 31.944,41	281.944,41
7	1.250.000,00	250.000,00	\$ 27.614,96	277.614,96
8	1.000.000,00	250.000,00	\$ 23.209,75	273.209,75
9	750.000,00	250.000,00	\$ 18.727,45	268.727,45
10	500.000,00	250.000,00	\$ 14.166,70	264.166,70
11	250.000,00	250.000,00	\$ 9.526,15	259.526,15
12		250.000,00	\$ 4.804,38	254.804,38

Tabla de Amortización de Obligaciones

CUPON	INT ANUAL	SPA ANUAL	AMORT. ANUAL	FLUJO
0				\$2.940.358
1	\$185.903	\$9.500.000	\$1.000.000	\$1.185.903
2	\$118.969	\$5.500.000	\$1.000.000	\$1.118.969
3	\$47.225	\$1.500.000	\$1.000.000	\$1.047.225
			TIR	7,00%
			PAGO EMISION	\$3.352.096

FINANCIAMIENTO CON PRÉSTAMO BANCARIO CORPORATIVO DEL BANCO DEL PICHINCHA: CORP. MULTI BG S.A.

Monto:		\$8.000.000,00
Tasa de Interés:	10,00%	Pago K: Anual
Plazo:	5 años	Pago I: Anual
Costos		
Intereses a pagar	10,00%	
Impuesto SOLCA	0,50%	\$40.000,00
Impuesto Único	0,50%	\$40.000,00
Comisión del Banco	1,00%	\$80.000,00
Total Costos Periodo 0		\$160.000,00

Tabla Amortización Préstamo Bancario Corporativo

CUPON	SPA	K	I	FLUJO
0	\$8.000.000			\$-7.840.000
1	\$7.200.000	\$800.000	\$800.000	\$1.600.000
2	\$6.320.000	\$880.000	\$720.000	\$1.600.000
3	\$5.360.000	\$960.000	\$632.000	\$1.592.000
4	\$4.320.000	\$1.040.000	\$536.000	\$1.576.000
5	\$0	\$4.320.000	\$432.000	\$4.752.000
			TIR	10,67%
			PAGO PRESTAMO	\$ 11.120.000

FINANCIAMIENTO CON PRÉSTAMO BANCARIO EMPRESARIAL DEL BANCO BOLIVARIANO: CORP. MULTI BG

Monto:		\$8.000.000,00
Tasa de Interés:	12,00%	Pago K: Anual
Plazo:	5 años	Pago I: Anual
Costos		
Intereses a pagar	12,00%	
Impuesto SOLCA	0,50%	\$40.000,00
Impuesto Único	0,50%	\$40.000,00
Comisión del Banco	2,00%	\$160.000,00
Total Costos Periodo 0		\$240.000,00

Tabla Amortización Préstamo Bancario Empresarial

CUPON	SPA	K	I	FLUJO
0	\$8.000.000			-\$7.760.000
1	\$7.200.000	\$800.000	\$960.000	\$1.760.000
2	\$6.320.000	\$880.000	\$864.000	\$1.744.000
3	\$5.360.000	\$960.000	\$758.400	\$1.718.400
4	\$4.320.000	\$1.040.000	\$643.200	\$1.683.200
5	\$0	\$4.320.000	\$518.400	\$4.838.400
TIR				13,06%
PAGO PRESTAMO				\$11.744.000

FINANCIAMIENTO A TRAVÉS DE EMISIÓN DE OBLIGACIONES: CORP. MULTI BG

Monto:		\$8.000.000,00
Tasa de Interés:	6,26%	Pago K: Anual
Plazo:	5 años	Pago I: Anual
Garantía:	General	
Costos		
Comisión CV.	0,50%	\$40.000,00
Cuota mantenimiento		\$242,00
Prospectos		\$1.200,00
Califica: Riesgos	0,50%	\$40.000,00
Gastos Legales		\$3.000,00
Representante de Oblig.		\$3.000,00
Agente pagador	0,45%	\$36.000,00
Comisión de Colocación	0,45%	\$36.000,00
Total Costos Periodo 0		\$159.442,00

Tabla de Amortización de Obligaciones

CUPON	SPA	K	I	FLUJO
0	\$8.000.000			-\$7.840.558
1	\$7.200.000	\$800.000	\$500.800	\$1.300.800
2	\$6.320.000	\$880.000	\$450.720	\$1.330.720
3	\$5.360.000	\$960.000	\$395.632	\$1.355.632
4	\$4.320.000	\$1.040.000	\$335.536	\$1.375.536
5	\$0	\$4.320.000	\$270.432	\$4.590.432
TIR				6,87%
PAGO DE EMISION				\$9.953.120

5.1.2 Análisis comparativo de las características y costos de las alternativas de Financiamiento.

Con las características de las alternativas de financiamiento, se puede tener en cuenta lo siguientes puntos:

- Siempre las empresas buscan mayores plazos para el pago de sus deudas por lo que el financiamiento a través de emisión de acciones y obligaciones es más atractivo a sus intereses que un préstamo bancario.
- Las obligaciones cubren el riesgo mediante una garantía, lo cual es un punto a favor en contraste a las acciones que en cualquier momento pueden ocasionar pérdidas al inversionista en caso de la caída de sus precios.

En los siguientes Cuadros 5.2 al 5.9 respectivamente, se observa el ahorro que tendrían las empresas de este ejemplo, al financiarse a través de la emisión de obligaciones, dado que en el desarrollo del ejercicio esta resulta ser una mejor opción.

Cuadro 5.2

FLUJO DE AHORRO ANUAL PRÉSTAMO BANCARIO CORPORATIVO BANCO PICHINCHA VS OBLIGACIONES CARTIMEX S.A. "SERIE A"

Años	Prest. Corp. Banco Pichincha	Obligaciones Cartimex SERIE A	Ahorro Anual
0	\$0	\$0	\$0
1	\$200.000	\$150.000	\$50.000
2	\$1.175.000	\$1.131.250	\$43.750
3	\$1.075.000	\$1.056.250	\$18.750
Ahorro Total durante el Período			\$112.500

Cuadro 5.3

**FLUJO DE AHORRO ANUAL PRÉSTAMO BANCARIO EMPRESARIAL BANCO BOLIVARIANO
VS OBLIGACIONES CARTIMEX S.A. "SERIE A"**

Años	Prest. Emp. Banco Bolivariano	Obligaciones Cartimex SERIE A	Ahorro Anual
0	\$0	\$0	\$0
1	\$240.000	\$150.000	\$90.000
2	\$1.210.000	\$1.131.250	\$78.750
3	\$1.090.000	\$1.056.250	\$33.750
Ahorro Total durante el Período			\$202.500

Cuadro 5.4

**FLUJO DE AHORRO ANUAL PRÉSTAMO BANCARIO CORPORATIVO BANCO PICHINCHA
VS OBLIGACIONES CARTIMEX S.A. "SERIE B"**

Años	Prest. Corp. Banco Pichincha	Obligaciones Cartimex SERIE B	Ahorro Anual
0	\$0	\$0	\$0
1	\$850.000	\$804.167	\$45.833
2	\$783.333	\$754.167	\$29.167
3	\$716.667	\$704.167	\$12.500
Ahorro Total durante el Período			\$87.500

Cuadro 5.5

**FLUJO DE AHORRO ANUAL PRÉSTAMO BANCARIO EMPRESARIAL BANCO BOLIVARIANO
VS OBLIGACIONES CARTIMEX S.A. "SERIE B"**

Años	Prest. Emp. Banco Bolivariano	Obligaciones Cartimex SERIE B	Ahorro Anual
0	\$0	\$0	\$0
1	\$886.667	\$804.167	\$82.500
2	\$806.667	\$754.167	\$52.500
3	\$726.667	\$704.167	\$22.500
Ahorro Total durante el Período			\$157.500

Cuadro 5.6

**FLUJO DE AHORRO ANUAL PRÉSTAMO BANCARIO CORPORATIVO BANCO PICHINCHA
VS OBLIGACIONES PLÁSTICOS LITORAL S.A.**

Años	Prest. Corp. Banco Pichincha	Obligaciones Plásticos Lit.	Ahorro Anual
0	\$0	\$0	\$0
1	\$1.266.834	\$1.185.903	\$80.931
2	\$1.173.089	\$1.118.969	\$54.121
3	\$1.069.613	\$1.047.225	\$22.389
Ahorro Total durante el Período			\$157.441

Cuadro 5.7

**FLUJO DE AHORRO ANUAL PRÉSTAMO BANCARIO EMPRESARIAL BANCO BOLIVARIANO
VS OBLIGACIONES PLASTICOS LITORAL S.A.**

Años	Prest. Corp. Banco Pichincha	Obligaciones Plásticos Lit.	Ahorro Anual
0	\$0	\$0	\$0
1	\$1.321.184	\$1.185.903	\$135.281
2	\$1.210.189	\$1.118.969	\$91.220
3	\$1.085.263	\$1.047.225	\$38.038
Ahorro Total durante el Período			\$264.539

Cuadro 5.8

**FLUJO DE AHORRO ANUAL PRÉSTAMO BANCARIO CORPORATIVO BANCO PICHINCHA
VS OBLIGACIONES CORP. MULTI BG**

Años	Prest. Corp. Banco Pichincha	Obligaciones Corp Multi BG	Ahorro Anual
0	\$0	\$0	\$0
1	\$1.600.000	\$1.300.800	\$299.200
2	\$1.600.000	\$1.330.720	\$269.280
3	\$1.592.000	\$1.355.632	\$236.368
4	\$1.576.000	\$1.375.536	\$200.464
5	\$4.752.000	\$4.590.432	\$161.568
Ahorro Total durante el Período			\$1.166.880

Cuadro 5.9

**FLUJO DE AHORRO ANUAL PRÉSTAMO BANCARIO EMPRESARIAL BANCO BOLIVARIANO
VS OBLIGACIONES CORP. MULTI BG**

Años	Prest. Emp. Banco Bolivariano	Obligaciones Corp Multi BG	Ahorro Anual
0	\$0	\$0	\$0
1	\$1.760.000	\$1.300.800	\$459.200
2	\$1.744.000	\$1.330.720	\$413.280
3	\$1.718.400	\$1.355.632	\$362.768
4	\$1.683.200	\$1.375.536	\$307.664
5	\$4.838.400	\$4.590.432	\$247.968
Ahorro Total durante el Período			\$1.790.880

5.1.3 Análisis de las ventajas y desventajas de las alternativas de financiamiento.

Las empresas al recurrir a cualquier tipo de financiamiento, a más de fijarse en los costos, deben tomar en cuenta las ventajas y desventajas que estos presentan,

las cuales influirán en la decisión sobre cual medio sería el adecuado a los intereses de las empresas.

La mayoría de las empresas probablemente desearán menores costos, mayores plazos para la devolución del capital, otras no desearán pagar un impuesto que reduzca el monto a recibir, etc.

Por lo tanto las empresas cuentan con diversas alternativas y es cuestión de que con una acertada elección por parte de los empresarios salgan adelante con sus proyectos.

Mediante el siguiente cuadro, se exponen las ventajas y desventajas que existen, de las alternativas de financiamiento que tienen las empresas.

El **Cuadro 5.10** muestra tanto las ventajas como las desventajas de los dos tipos de financiamiento más frecuentemente usados.

A través del mismo, se puede observar la gran ventaja de las obligaciones frente al préstamo bancario, ya que la emisión de obligaciones endeuda a la empresa a niveles bajo la tasa activa referencial, la cual es la que utilizan los bancos para el cobro de sus créditos.

En el ejemplo observado, también es importante destacar que en el crédito bancario se descuenta del monto un total de 1.5%, es decir, que la empresa recibe el 98.5%, y en la Emisión de obligaciones también existe un descuento que es por los costos de emitir estos documentos.

Cuadro 5.10

VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE LAS ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO

	VENTAJAS	DESVENTAJAS
OBLIGACIONES	<ul style="list-style-type: none"> * El costo es menor, debido a que se endeuda a niveles por debajo de la tasa activa referencial. * Más fácil de vender. * Facilita la planeación de largo plazo y la consolidación de la deuda a corto plazo de la empresa, permitiendo ajustar los flujos de efectivo a los requerimientos específicos de la empresa. * Proporciona apalancamiento financiero positivo y mayores utilidades por acción. 	<ul style="list-style-type: none"> * Naturaleza restrictiva de las cláusulas del convenio. * Requieren mayores flujos de efectivo para sostener el fondo de amortización. * Está sujeta a la percepción del mercado. * Debe cumplir ciertos requisitos para realizar la emisión. * Mayor riesgo financiero.
PRÉSTAMOS BANCARIOS	<ul style="list-style-type: none"> * No hay apertura de la empresa, como en el caso de la emisión de acciones. * Agilidad en el trámite. 	<ul style="list-style-type: none"> * Mayor costo (tasa activa referencial). * Pago del impuesto del 1% (0,5% impuesto único y 0,5% a SOLCA).

Fuente: Manual de Administración Financiera. Steven E Bolten

Muchas empresas no están interesadas en abrirse a nuevos capitales por parte del público sino más bien prefieren continuar contrayendo deuda ya sea a través de créditos o mediante la emisión de las obligaciones.

Otra de las ventajas que se mencionó anteriormente, es la del Apalancamiento financiero, pero que tan bueno puede ser para las empresas, se lo verá a continuación:

Apalancamiento Financiero

Entre más deuda contraiga la empresa, mayor es el riesgo que no pueda cumplir con los pagos y mayor será el costo que deba pagar a los inversionistas de acuerdo al riesgo que deban ellos asumir; además, sin importar los ingresos operativos que tenga la empresa, ésta deberá pagar los intereses y el principal al vencimiento.

El apalancamiento financiero puede afectar las utilidades negativa o positivamente.

Con ***apalancamiento financiero positivo***, las utilidades por acción aumentarán en cierta medida, pero con el ***apalancamiento financiero negativo***, disminuirán en la misma medida.

Para apreciar mejor lo que sucede cuando el apalancamiento es positivo o negativo, se presenta el siguiente ejemplo que explica el efecto que produce en las utilidades de la empresa.

Ejemplo de Apalancamiento Positivo

Cuadro 5.11
Balance de las Empresas W y X

	EMPRESA W	EMPRESA X
Activo	\$40,000,000	\$40,000,000
Pasivo	0	\$20,000,000
		Obligaciones al 6%
Capital	\$40,000,000	\$20,000,000
	1 millón de acciones	500,000 acciones
Rendimiento del Activo Total		
antes de la Utilidad Operacional	75%	75%

Fuente: Manual de Administración Financiera. Steven Bolten.

Cuadro 5.12
Estado de resultado de las Empresas W y X

	EMPRESA W		EMPRESA X	
	DÓLARES	GAF	DÓLARES	GAF
VENTAS	172,000,000		172,000,000	
Costo de Ventas	120,000,000		120,000,000	
UTILIDAD BRUTA	52,000,000		52,000,000	
Gastos de Ventas, Generales y Administrativos	22,000,000		22,000,000	
UTILIDAD OPERACIONAL	30,000,000	1.000	30,000,000	1.042
Intereses	0		1,200,000	
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	30,000,000		28,800,000	
Impuesto al 25%	7,500,000		7,200,000	
UTILIDAD NETA	\$22,500,000		\$21,600,000	
UTILIDAD POR ACCIÓN	\$22.50		\$43.20	

Fuente: Manual de Administración Financiera. Steven Bolten.

El **Cuadro 5.11** indica que la introducción de USD \$ 20.000.000 en obligaciones al 6% en la empresa X, que en todos los demás aspectos es idéntica a la empresa W, hizo subir las utilidades por acción de X a \$43.20 contra \$22.50 de W, debido a un grado de apalancamiento financiero mayor ($GAF X = 1.042$). La empresa W no ha empleado apalancamiento financiero alguno, puesto que no ha recurrido al pasivo.

A pesar de que la empresa X obtuvo la mitad de su financiamiento a base de sus pasivos pudo aumentar sus utilidades por acción debido a que pagó el 6% por los recursos que destinó a la compra del activo del cual obtuvo el 75%. La diferencia del 25% quedó a favor de los accionistas como dueños de la empresa con derecho a recibir el valor residual una vez que se efectúan todos los pagos prioritarios como por ejemplo los intereses. En este caso la diferencia es de \$13.800.000 antes de impuestos y de \$10.350.000 después de pagados.

Luego la empresa X vendió únicamente la mitad del número de acciones que tuvo que vender la empresa W para obtener los recursos necesarios, puesto que X obtuvo la mitad de sus recursos mediante la venta de pasivos. Por lo tanto el efecto del apalancamiento después de impuestos de \$10.350.000 se dividió entre las 500.000 acciones recibiendo cada una \$20.70 adicionales. Así tenemos que:

Ingresos derivados de activos adquiridos mediante pasivo (75%)	15.000.000
(-)Intereses pagados (6%)	<u>1.200.000</u>
(=)Apalancamiento positivo	13.800.000
(-)Impuestos (25%)	<u>3.450.000</u>
(=)Efecto del apalancamiento después de impuestos	10.350.000

No siempre el aplacamiento financiero resulta ventajoso para la empresa, ya que puede darse el caso en que el rendimiento del activo sea inferior al costo del pasivo, es decir el financiamiento costaría más que lo que produjera el dinero invertido en acciones de la empresa y esto es lo que ocurre cuando hay apalancamiento negativo.

5.2 EVALUACIÓN DE FLUJOS CON DIFERENTES TIPOS DE FINANCIAMIENTO.

El gerente financiero debe evaluar cual es la alternativa más conveniente para la empresa: préstamo bancario corporativo, préstamo bancario empresarial o la emisión de las obligaciones.

A continuación se presenta las tres alternativas de financiamiento con sus respectivas tablas de amortización, para luego evaluar el proyecto según el VAN, TIR, el WACC y K_e .

FINANCIAMIENTO CON PRÉSTAMO BANCARIO CORPORATIVO DEL BANCO DEL PICHINCHA

Monto:		\$1.000.000
Tasa de Interés:	10,00%	
Plazo:	5 años	
Costos		
<i>Intereses a pagar</i>	10.00%	
<i>Impuesto SOLCA</i>	0.50%	\$5,000
<i>Impuesto Único</i>	0.50%	\$5,000
<i>Comisión del Banco</i>	1.00%	\$10,000
Total Costos Periodo 0		\$20,000

Tabla Amortización Préstamo Corporativo

Cupón	Fecha	Saldo/amortizar	Amortización	Interés	Flujo
0	28/04/2000	\$1,000,000	-	-	\$980,000
1	28/04/2001	\$836,203	\$163,797	\$100,000	\$263,797
2	28/04/2002	\$656,025	\$180,177	\$83,620	\$263,797
3	28/04/2003	\$457,830	\$198,195	\$65,603	\$263,797
4	28/04/2004	\$239,816	\$218,014	\$45,783	\$263,797
5	28/04/2005	-	\$239,816	\$23,982	\$263,797
				TIR	10.7957%
				Pago préstamo	\$1,318,987

FINANCIAMIENTO CON PRÉSTAMO BANCARIO EMPRESARIAL DEL BANCO BOLIVARIANO

Monto: **\$1.000.000**

Tasa de Interés: 12.00%

Plazo: 5 años

Costos

Intereses a pagar 12.00%

Impuesto SOLCA 0.50% \$5,000

Impuesto Único 0.50% \$5,000

Comisión del Banco 2.00% \$20,000

Total Costos Periodo 0 **\$30,000**

Tabla de Amortización Préstamo Empresarial

Cupón	Fecha	Saldo/amortizar	Amortización	Interés	Flujo
0	28/04/2000	\$1,000,000	-	-	\$970,000
1	28/04/2001	\$1,000,000	\$157,410	\$120,000	\$277,410
2	28/04/2002	\$1,000,000	\$176,299	\$101,111	\$277,410
3	28/04/2003	\$1,000,000	\$197,455	\$79,955	\$277,410
4	28/04/2004	\$1,000,000	\$221,149	\$56,260	\$277,410
5	28/04/2005	\$752,313	\$247,687	\$29,722	\$277,410
				TIR	13.2412%
				Pago préstamo	\$1,387,049

FINANCIAMIENTO A TRAVÉS DE EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Valor a Financiarse: \$ 1,000,000.00

Valor Nominal: \$1,000,000.00

Plazo: 5 años

Tasa de interés: Tasa Pasiva referencial 4.26%

Pago de interés y de capital: Anual

Cupones: 5

Garantía: General

Patrimonio: 1,000,000.00

Monto:		\$1,000,000
Tasa de Interés:	4.26%	TA cpm Setp06
Plazo:	5 años	
Costos		
Comisión CV	0.50%	\$5,000
Cuota mantenimiento		\$242
Prospectos		\$1,200
Califica. Riesgos		\$2,400
Gastos Legales		\$1,000
Representante de Oblig.		\$500
Agente pagador	0.20%	\$2,000
Comisión de Colocación	0.20%	\$2,000
Total Costos Periodo 0		\$14,342

Tabla de Amortización de Obligaciones

Cupón	Fecha	Saldo/amortizar	Amortización	Interés	Flujo
0	28/04/2000	\$1,000,000	-	-	\$985,658
1	28/04/2001	\$816,330	\$183,670	\$42,600	\$226,270
2	28/04/2002	\$624,835	\$191,495	\$34,776	\$226,270
3	28/04/2003	\$425,183	\$199,652	\$26,618	\$226,270
4	28/04/2004	\$217,025	\$208,158	\$18,113	\$226,270
5	28/04/2005	-	\$217,025	\$9,245	\$226,270
				TIR	4.7786%
				Pago emisión	\$1,131,352

A continuación se examinará la evaluación de un proyecto con tres tipos de financiamiento expuestos anteriormente. El Proyecto constará de una inversión total de USD \$2.000.000, de los cuales se financiará el 50% con recursos propios y el otro 50% con recursos externos.

Considerando los costos de financiamiento anteriores y un costo exigido a las acciones del 15% se obtiene los siguientes costos promedios ponderado de capital. **Ver Cuadro 5.13**

Cuadro 5.13

COSTOS DE FINANCIAMIENTO DEL PROYECTO

	Dólares	Ponderación	Costo		
			Obligaciones	Préstamo Corporativo	Préstamo Empresarial
Pasivo	1,000,000	50%	4.26%	10.00%	12.00%
Patrimonio	1,000,000	50%	15.00%	15.00%	15.00%
Activos	2,000,000	100%	8.78%	10.50%	11.10%

Se considerará un crecimiento constante de las utilidades operativas (Utilidad antes de intereses e impuestos) del 5%. La tasa impositiva considerada para este caso es del 40%.

5.2.1 ANÁLISIS DE LOS FLUJOS CON DIFERENTES TIPOS DE FINANCIAMIENTO

5.2.1.1. Proyecto Financiado con Emisión de Obligaciones

En la **Figura 5.1** se puede observar que el flujo del proyecto puro obtiene un valor actual neto (VAN) de \$58.302 con un rendimiento del 10%, superior a lo exigido por el proyecto como tal (WACC = 8.78%).

Paralelamente, en la **Figura 5.2** se puede observar que el flujo del inversionista obtiene un VAN de \$34.044 con un rendimiento del 16%, superior a lo exigido por el accionista ($K_e = 15\%$).

Figura 5.1

FLUJO DEL PROYECTO FINANCIADO CON OBLIGACIONES

AÑOS	Monto en Dólares					
	0	1	2	3	4	5
Utilidad antes Int./Imptos		800,000	840,000	882,000	926,100	972,405
(-)Gastos Financieros		42,600	34,776	26,618	18,113	9,245
(=)Utilidad antes Imptos.		757,400	805,224	855,382	907,987	963,160
(-)Impuestos		302,960	322,090	342,153	363,195	385,264
(=)Utilidad Neta		454,440	483,135	513,229	544,792	577,896
(+) Gastos Financieros		42,600	34,776	26,618	18,113	9,245
(-) Escudo Fiscal		-17,040	-13,910	-10,647	-7,245	-3,698
(-) Var. AF	-2.000.000					
Free Cash Flow¹²	-2.000.000	480,000	504,000	529,200	555.660	583.443
WACC ¹³	8,78%					
VAN	58,302					
TIR	10%					

¹² Free Cash Flow: Flujo de Caja Libre

¹³ WACC: Costo Promedio Ponderado de Capital

Figura 5.2

FLUJO DEL INVERSIONISTA FINANCIADO CON OBLIGACIONES

AÑOS	Monto en Dólares					
	0	1	2	3	4	5
(+) Escudo Fiscal		17.040	13.910	10.647	7.245	3.698
(-) Gastos Financieros		-42.600	-34.776	-26.618	-18.113	-9.245
(-) Amortización		-183.670	-191.495	-199.652	-208.158	-217.025
(+) Recursos Ajenos	1.000.000					
Equity Cash Flow¹⁴	-1.000.000	270.770	291.640	313.577	336.635	360.871
Ke	15%					
VAN	34.044					
TIR	16%					

5.2.1.2. Flujo con Préstamo Bancario Corporativo

En la **Figura 5.3** se puede observar que el flujo del proyecto puro obtiene un VAN negativo de \$33.770 con un rendimiento del 10%, inferior a lo exigido por el proyecto como tal por cuanto la tasa del préstamo es superior a la tasa de las obligaciones (WACC = 10.5%).

Paralelamente, en la **Figura 5.4** se puede observar que el flujo del inversionista obtiene un VAN negativo de \$37.502 con un rendimiento del 13%, inferior a lo exigido por el accionista (Ke = 15%).

¹⁴ Equito Cash Flow: Flujo de Caja para el Inversionista

Figura 5.3

FLUJO DEL PROYECTO FINANCIADO CON PRÉSTAMO BANCARIO CORPORATIVO

AÑOS	Monto en Dólares					
	0	1	2	3	4	5
Utilidad antes Int./Imptos		800.000	840.000	882.000	926.100	972.405
(-)Gastos Financieros		100.000	83.620	65.603	45.783	23.982
(=)Utilidad antes Imptos.		700.000	756.380	816.397	880.317	948.423
(-)Impuestos		280.000	302.552	326.559	352.127	379.369
(=)Utilidad Neta		420.000	453.828	489.838	528.190	569.054
(+) Gastos Financieros		100.000	83.620	65.603	45.783	23.982
(-) Escudo Fiscal		-40.000	-33.448	-26.241	-18.313	-9.593
(-) Var. AF	-2.000.000					
Free Cash Flow	-2.000.000	480.000	504.000	529.200	555.660	583.443
WACC	10,50%					
VAN	-33.770					
TIR	10%					

Figura 5.4

FLUJO DEL INVERSIONISTA FINANCIADO CON PRÉSTAMO BANCARIO CORPORATIVO

AÑOS	Monto en Dólares					
	0	1	2	3	4	5
(+) Escudo Fiscal		40.000	33.448	26.241	18.313	9.593
(-) Gastos Financieros		-100.000	-83.620	-65.603	-45.783	-23.982
(-) Amortizacion		-163.797	-180.177	-198.195	-218.014	-239.816
(+) Recursos Ajenos	1.000.000					
Equity Cash Flow	-1.000.000	256.203	273.651	291.644	310.176	329.238
Ke	15%					
VAN	-37.502					
TIR	13%					

5.2.1.3. Flujo con Préstamo Bancario Empresarial

En la **Figura 5.5** se puede observar que el flujo del proyecto puro obtiene un VAN negativo de \$64.329 con un rendimiento del 10%, inferior a lo exigido por el proyecto como tal por cuanto la tasa del préstamo es muy superior a la tasa de las obligaciones (WACC = 11.10%).

Paralelamente, en la **Figura 5.6** se puede observar que el flujo del inversionista obtiene un VAN negativo de \$63.573 con un rendimiento del 12%, inferior a lo exigido por el accionista ($K_e = 15\%$).

Figura 5.5

FLUJO DEL PROYECTO FINANCIADO CON PRÉSTAMO BANCARIO EMPRESARIAL

AÑOS	Monto en Dólares					
	0	1	2	3	4	5
Utilidad antes Int./Imptos		800.000	840.000	882.000	926.100	972.405
(-)Gastos Financieros		120.000	101.111	79.955	56.260	29.722
(=)Utilidad antes Imptos.		680.000	738.889	802.045	869.840	942.683
(-)Impuestos		272.000	295.556	320.818	347.936	377.073
(=)Utilidad Neta		408.000	443.334	481.227	521.904	565.610
(+) Gastos Financieros		120.000	101.111	79.955	56.260	29.722
(-) Escudo Fiscal		-48.000	-40.444	-31.982	-22.504	-11.889
(-) Var. AF	-2.000.000					
Free Cash Flow	-2.000.000	480.000	504.000	529.200	555.660	583.443
WACC	11,10%					
VAN	-64.329					
TIR	10%					

Figura 5.6

FLUJO DEL INVERSIONISTA FINANCIADO CON PRÉSTAMO BANCARIO EMPRESARIAL

AÑOS	Monto en Dólares					
	0	1	2	3	4	5
(+) Escudo Fiscal		48.000	40.444	31.982	22.504	11.889
(-) Gastos Financieros		-120.000	-101.111	-79.955	-56.260	-29.722
(-) Amortizacion		-157.410	-176.299	-197.455	-221.149	-247.687
(+) Recursos Ajenos	1.000.000					
Equity Cash Flow	-1.000.000	250.590	267.035	283.772	300.754	317.922
Ke	15%					
VAN	-63.573					
TIR	12%					

5.2.2. Análisis comparativo de las tres alternativas de financiamiento

Como se puede examinar la alternativa de obligaciones es la mejor elección, por cuanto permite obtener tanto al proyecto como al inversionista rentabilidades más altas que con las alternativas de financiamiento tradicionales (préstamos bancarios, etc.)

En el Cuadro 5.14 se realiza un resumen de las tres alternativas de financiamiento.

Cuadro 5.14

COMPARACIÓN DE LAS ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO

	Obligaciones	Préstamo Corporativo	Préstamo Empresarial
Free Cash Flow	\$58.302	-\$33.770	-\$64.329
TIR	10%	10%	10%
Equity Cash Flow	\$34.044	-\$37.502	-\$63.573
TIR	16%	13%	12%

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Desde que entró en vigencia la ley de Mercado de Valores, la Emisión de Obligaciones se ha constituido en un mecanismo de financiamiento importante para las empresas, ya que les ha permitido conseguir capitales frescos a través del Mercado de Valores, el cual cuenta con los medios adecuados para facilitar y agilizar el proceso de emisión a los partícipes de dicho mercado, sustituyendo a los instrumentos tradicionales, entre los cuales se puede mencionar el préstamo bancario, que sin duda sigue siendo uno de los medios de financiamiento más frecuentemente utilizados por las empresas.

A pesar de constituir deuda, las obligaciones otorgan diversas ventajas tanto a los emisores como a los inversionistas y esto ha permitido despertar el interés de nuevos participantes en el mercado en la consecución de recursos y de ganancias de capital a través de este instrumento financiero.

La principal ventaja que proporciona este título de renta fija son los bajos costos que representa a las empresas en relación a otras alternativas que existen en el mercado, debido a que la colocación se la realiza en forma directa entre las empresas emisoras con los agentes económicos que disponen de recursos, lo cual es conocido como desintermediación financiera. Además, el hecho de que las obligaciones no incurran en impuestos de emisión representa una ventaja frente a las formas tradicionales de crédito gravados con el impuesto del 1% (Único y SOLCA).

De las empresas que han emitido obligaciones, el 29% pertenecen al sector financiero, entre tanto el sector no financiero ha utilizado este mecanismo en un 71%, esto se debe a que a pesar de que este sector (no financiero) no cuenta con

información suficiente y accesible a los mercados financieros y/o especialistas en estos temas, han experimentado y comprendido que al emitir obligaciones como financiamiento de deuda, tendrán ventajas y resultados favorables tales como: colocación rápida del título, flexibilidad en el pago, disponibilidad de liquidez permanente, y otras ya mencionadas anteriormente.

Por otro lado la utilización de este mecanismo por parte del sector financiero se debe principalmente a que:

- Por su naturaleza, tienen información más accesible a los mercados financieros y cuentan con especialistas en estos temas.
- La banca posee estructuras bien organizadas que le permiten cumplir con los requerimientos que implican la participación en el Mercado de Valores, con los cuales muchas empresas de otros sectores no cuentan.
- Les resulta un negocio ventajoso, ya que en el país no existe una división entre banca comercial y banca de inversión, lo que le permite captar los recursos a un costo menor y utilizarlos en inversiones que le proporcionan altos rendimientos.

A su vez, el sector no financiero prefiere utilizar los mecanismos tradicionales a través de la banca, en muchos casos por:

- No divulgar información de sus empresas.
- Escaso conocimiento de las alternativas que brinda el mercado de valores.
- Cercanía y muy buena relación con la institución financiera (los bancos).

En el período de estudio del 2001 al 2005, los tres primeros años existió un crecimiento en los montos de emisión de obligaciones, en el año 2004 sucedió todo lo contrario, ya que hubo un decremento del 39%, esto se debe a un fenómeno propiamente del mercado en el cual se aumentó la utilización de mecanismos de Titularizaciones y Fideicomisos, por lo que generó una disminución en la emisión de obligaciones por parte de las empresas, y por lo tanto quedando en un segundo plano a pesar de que la Tasa Pasiva Referencial (TPR) bajó con respecto al año 2003 y continuó bajando hasta inicios del 2005.

En consecuencia muchas empresas grandes prefirieron incursionar en los mecanismos de titularización y fideicomisos en detrimento de la emisión de obligaciones.

Es importante señalar que si se quiere mantener un mercado ágil y transparente, deben establecerse nuevas leyes que faciliten la participación en el mercado de valores, como sería no reducir los incentivos que las obligaciones como ventajas ofrecen a sus participantes, por que en varias ocasiones han cambiado una ley por otra y esto sin duda afecta el proceso de la emisión.

Además, el trámite para acceder a capital a través de las obligaciones es muy largo por lo cual muchas empresas no se financian por esta vía ya que en muchas ocasiones necesitan el capital inmediatamente. Sería conveniente reducir el trámite para estimular a las empresas que desea participar en el mercado.

Generalmente este medio financia a grandes empresas, pero sería bueno que se tomará en cuenta a las microempresas, haciendo cambios en la ley de Mercado de Valores y permitiéndoles de este modo acceder así a capital, ya que existen condiciones que las empresas deben cumplir en lo que respecta a calificación de

riesgo, patrimonio de la empresa, con los cuales éste tipo de empresas no pueden cumplir o crear una clase de título derivado de las obligaciones pero que se adapten a empresas que necesitan menores montos de financiamiento.

Por otro lado las empresas que son las más interesadas en contar con diversas fuentes de financiamiento deben mantener un constante acercamiento con el Mercado para así conocer todos los productos que este tiene para ofrecerles y así puedan elegir el que consideren mejor de acuerdo a sus intereses.

GLOSARIO

A

Ahorro: Resultado de la actividad de reservar una parte del consumo actual para destinarla a un consumo futuro.

Amortización: En sentido financiero, consiste en el reembolso gradual de una deuda.

Amortizar: Rembolsar gradualmente, en la mayoría de las ocasiones el principal de un crédito o préstamo.

Apalancamiento: Expresa el efecto multiplicador que proporciona un endeudamiento adicional frente al recurso a fondos propios. Se recurre al apalancamiento en la esperanza de aumentar el rendimiento de las acciones ordinarias, es decir, de los accionistas.

Apalancamiento Financiero: Efecto que el endeudamiento origina en la rentabilidad de los capitales propios de una empresa, cuyos resultados pueden incrementarse por encima de lo que se derivaría de sus recursos originarios. Para ello la condición necesaria es que la rentabilidad de las inversiones sea mayor que el costo de las deudas.

Apalancamiento Financiero Positivo: Se da cuando las utilidades por acción aumentan en cierta medida.

Apalancamiento Financiero Negativo: Se da cuando las utilidades por acción disminuyen en la misma medida.

Apalancamiento Total: es la aplicación de los costos operativos y financieros.

B

Banco custodio: Entidad que interviene en el proceso de emisión de DR's (certificados de depósitos de valores) como custodio de los valores que respaldan la emisión de los DR's. El banco custodio, de acuerdo a la legislación nacional puede ser nacional o extranjero.

Bono Cero Cupón: Es un bono que proporciona a su poseedor un único flujo. Un cupón cero no tiene pagos intermedios de intereses, sino que éstos son percibidos en su totalidad en el momento de la amortización del bono.

Bolsas de Valores: Mercado público organizado y especializado en el que se efectúan las operaciones de compraventa de valores mobiliarios (renta fija y renta variable): acciones, obligaciones, fondos, etc. Son entidades que tienen por objeto proveer a sus miembros la implementación necesaria para que puedan realizar eficazmente, en el lugar que les proporcione, las transacciones de valores mediante mecanismos continuos de subasta pública y para que puedan efectuar las demás actividades de intermediación de valores que procedan en conformidad a la ley.

C

Capitalización: Consiste en agregar el beneficio al capital. Valor de mercado de las acciones de la empresa, esto es, la cotización de cada acción multiplicada por el número de acciones.

Casas de valores: En el Ecuador, es la compañía anónima autorizada y controlada por la Superintendencia de Compañías para ejercer la intermediación de valores. Estas negociarán en el mercado de valores a través de operadores inscritos en el Registro del Mercado de Valores.

Contrato de Underwriting (garantía de colocación primaria de valores): es aquel en virtud del cual una entidad autorizada para el efecto y una persona emisora o tenedora de valores, convienen en que la primera asuma la obligación de adquirir una emisión, o un paquete (monto definido por las partes) de valores, o garantizar su colocación o venta en el mercado, o la realización de los mejores esfuerzos para ello. Podrán ser objeto del contrato de Underwriting, solamente los valores registrados en el Registro del Mercado de Valores.

Costo de Capital (Ke): En la evaluación de proyectos se incluye como costo de capital el tipo de interés que se paga por los recursos ajenos y la rentabilidad que se asigna a los fondos propios. Para que sea rentable, la tasa interna de retorno del proyecto debe ser superior al costo de capital.

Costo promedio ponderado de capital (WACC-Weighted Average Cost of Capital): Costo promedio de los recursos o costo promedio ponderado de capital. Es el costo promedio de la deuda y de las acciones, ponderado en función de sus pesos correspondientes. $WACC = (Eke + Dkd(1-T)) / (E + D)$. Es la tasa de descuento relevante para actualizar el flujo de caja libre (free cash flow).

D

Demanda: Petición de compra de un título, divisa o servicio.

Desintermediación financiera: Tendencia a suprimir a los intermediarios en las operaciones financieras, de forma que el ahorro pasa directamente de manos del ahorrador al inversor sin tener que pasar por institución financiera alguna.

Deuda pública: Conjunto de valores emitidos por el Estado, otros poderes públicos o sus organismos, como forma de captar recursos financieros. El interés

que debe pagar a los poseedores de dichos títulos (bonos, pagarés, letras, etc.) supone uno de sus mayores gastos anuales.

Deuda interna: Deuda pública en moneda nacional del país emisor.

Deuda externa: Endeudamiento que un país ha contraído con el extranjero. Incluye las deudas contabilizadas en moneda extranjera y las que se tiene con acreedores no residentes; tanto los intereses como el principal de dichas deudas han de ser satisfechas en la divisa en la que están expresadas.

Due Diligence (Diligencia Debida): Análisis global y detallado de una empresa antes de una adquisición. El objetivo es comprobar toda la información recopilada durante el proceso de evaluación. Generalmente esta investigación se hace a nivel financiero, legal, comercial, mercado y de recursos humanos.

E

EBIT (Earning Befote Interest and Taxes): Son las siglas inglesas de BAI (beneficio antes de intereses e impuestos).

Escudo Fiscal: Conocido también como Ahorro Fiscal, es el ahorro que obtiene la empresa a la hora de pagar sus impuestos como consecuencia de la práctica de determinadas actividades o beneficios o ventajas fiscales.

F

Factor de crecimiento constante (G): Es uno de los factores que componen el PER (Price Earning Ratio). Depende del crecimiento de la empresa. PER

(Relación entre el precio de mercado de una acción y el beneficio después de impuestos por acción. Indica cuanto paga el mercado a nivel de múltiplo por cada dólar de beneficio).

Flujo de Caja: Entradas y salidas de dinero generadas por un proyecto, inversión o cualquier actividad económica. También es la diferencia entre los cobros y los pagos realizados por una empresa en un período determinado.

Flujo de caja libre (Free cash flow): Es el flujo de fondos generado por las operaciones después de impuestos. Es el dinero que queda en la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y en necesidades operativas de fondos, suponiendo que no exista deuda, y por tanto, no haya cargas financieras.

Flujo de caja para el inversionista-accionista (Equity cash flow): Flujo disponible para las para las acciones en un periodo determinado. Es igual a todas las entradas de dinero menos todas las salidas de dinero en ese periodo. Es el dinero que queda disponible para los accionistas y que se destinarán a dividendos o a recompra de acciones. Una forma de calcularlo es restar al FCF los intereses de la deuda y los pagos de principal.

G

Grado de apalancamiento financiero (GAO): mide el cambio porcentual en el beneficio por acción (bpa) de una empresa derivado de un cambio del 1% en el beneficio bruto (BAII).

I

Inflación: Elevación general del nivel de precios que normalmente es media con el índice de precios al consumidor. Produce una disminución del poder adquisitivo del dinero, y no afecta a todos los sectores o personas por igual, pues los precios o las rentas no crecen en igual proporción para unos u otros.

Intereses: Retribución que se paga o recibe por utilizar o prestar una cierta cantidad de dinero por un período de tiempo determinado. Se calcula como un porcentaje de la cantidad prestada, incluyendo así mismo el factor inflación y la rentabilidad esperada.

Intereses fijo: Tipo de interés que no sufre variaciones y que no fluctúa a la par que las otras variables económicas del mercado.

Intermediario financiero: Empresa cuya actividad típica es la de recibir fondos del público y, mediante la transformación de plazos y cantidades, conocer créditos a aquellas personas o empresas que los necesitan.

Inversión: Colocación de dinero en una operación financiera o proyecto, con el fin de obtener una rentabilidad bruta.

Inversionista: Persona que adquiere títulos o invierte su dinero en algún proyecto para conseguir una ganancia.

M

Mercado de Capitales: Mercado financiero en el que se negocian activos a mediano y largo plazo. La oferta procede del ahorro privado y se canaliza hacia la financiación de inversiones de capital fijo que pueden realizar las empresas privadas.

Mercado de Valores: Está formado por aquellos mercados en los que se emiten valores de renta fija y renta variable, tanto a mediano como a largo plazo.

Mercado Primario: Mercado en el que se negocian activos de reciente creación, por lo que todos los activos financieros se negocian en este mercado una sola vez, la cual coincide con el momento de su emisión.

Mercado Secundario: Mercado en el que se negocian activos financieros previamente emitidos y cambian su titularidad, en cuya negociación el dinero que se recibe en contraprestación del título no va a parar a la sociedad emisora. Para poder participar en este mercado, los títulos han de cumplir el requisito de ser negociables legalmente.

O

Oferta: En los mercados financieros, precio o rendimiento que exige un miembro del mercado para vender un activo financiero.

R

Reestructuración de Pasivos: Modificación de las condiciones previamente establecidas en un préstamo o crédito, siempre de manera beneficiosa para el deudor, como puede ser una reducción del tipo de interés, un aplazamiento del pago, etc. Las causas de la reestructuración, pueden ser la incapacidad del deudor para cumplir con las condiciones inicialmente pactadas, o bien el aprovechamiento de nuevas condiciones del mercado más favorables.

Rendimiento: Es el ingreso anual generado por pago de intereses o de dividendos de un título y que se lo expresa como un porcentaje del precio del mercado.

Registro de Mercado de Valores: Es un mecanismo de control a cargo de la Superintendencia de Compañías en el que se deben inscribir las entidades con sus respectivos títulos sean estas acciones, obligaciones, genéricos, etc., como requisito para participar en el mercado de valores.

Revolvente: Que se puede emitir muchas veces en el futuro

T

Tasa Interna de Retorno (TIR): Generalmente conocida como TIR, es el tipo de descuento que hace que el VAN sea igual a cero, es decir el tipo de descuento que iguala el valor actual de los flujos de entrada (positivos) con el flujo de salida inicial y otros flujos negativos actualizados de un proyecto de inversión. En el análisis de inversiones, para que un proyecto se considere rentable, su TIR debe ser superior al costo de capital empleado.

Título: Documento en el que se recoge un derecho, ya sea monetario o de cualquier otro tipo, a favor de aquel que es su legítimo propietario.

Títulos Valores: Forma de representación de los valores mobiliarios cuyo soporte es un papel.

Títulos a la orden: Cuando el título es susceptible de ser endosado a la orden de sucesivos tomadores, hasta el tomador final que es el legítimo tenedor. La letra de cambio y el pagaré son títulos a la orden por excelencia. Título cuya propiedad se acredita por su tenencia, lo que le otorga una gran facilidad para su transmisión.

Título al portador: Posibilidad de algunos títulos de ser extendidos sin designar el nombre de su legítimo tenedor, quien de ese modo se constituye en poseedor físico del efecto.

V

Valor Actual Neto (VAN): valor presente calculado, mediante la aplicación de una tasa de descuento, de uno o varios flujos de tesorería que se espera recibir en el futuro, es decir, es la cantidad de dinero que sería necesaria invertir hoy para que, a un tipo de interés dado, se obtuvieran los flujos de caja previstos.

Criterio financiero para el análisis de proyectos de inversión que consiste en determinar el valor actual de los flujos de caja que se esperan en el transcurso de la inversión, tanto de los flujos positivos como de las salidas de capital (incluida la inversión inicial), donde estas se representan con signo negativo, mediante su descuento a una tasa o costo de capital adecuado al valor temporal del dinero y al riesgo de la inversión. Según este criterio, se recomienda realizar aquellas inversiones cuyo valor actual neto sea positivo.

ANEXOS

ANEXO # 1**LMV - TITULO V: DEL REGISTRO DEL MERCADO DE VALORES**

Art. 18.- Del alcance y contenido.- Créase dentro de la Superintendencia de Compañías el Registro 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 Registro del Mercado de Valores, constituye requisito previo para participar en los mercados bursátil y extrabursátil. En el Registro del Mercado de Valores deberán inscribirse:

1. Los valores que sean objeto de oferta pública y sus emisores;
2. Las bolsas de valores y sus reglamentos de operación;
3. Las casas de valores y sus reglamentos de operación;
4. Los operadores de las casas de valores;
5. Los operadores que actúen a nombre de los inversionistas institucionales;
6. Los depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores y, sus reglamentos internos y de operación;
7. Los fondos de inversión, sus reglamentos internos y contratos de incorporación;
8. Las cuotas emitidas por los fondos de inversión colectivos;
9. Los valores producto del proceso de titularización;
10. Las administradoras de fondos de inversión y fideicomisos y sus reglamentos de operación;
11. Los contratos de fideicomiso mercantil y de encargos fiduciarios, de conformidad con las normas de carácter general que para el efecto dicte el C.N.V.;

12. Las calificadoras de riesgo, su comité de calificación, su reglamento interno y, procedimiento técnico de calificación;
13. Las compañías de auditoría externa que participen en el mercado de valores; y,
14. Los demás entes, valores o entidades que determine el C.N.V.

ANEXO # 2**LMV - TITULO VI: DE LA INFORMACION**

Art. 24.- Del objetivo.- Con el propósito de garantizar la transparencia del mercado, los participantes deberán registrarse y mantener actualizada la información requerida por esta Ley y sus normas complementarias.

El C.N.V. establecerá el contenido, la forma y periodicidad con la que deberá presentarse la información y lo hará en consideración a las características de los emisores, de los valores ofrecidos o de las entidades que se sometan a registro. No se considerará pública la información de entidades controladas por la Superintendencia de Bancos y Seguros, que ésta clasifique como reservada.

Art. 25.- De los hechos relevantes.- Las entidades registradas deberán divulgar en forma veraz, completa, suficiente y oportuna todo hecho o información relevante respecto de ellas, que pudieren afectar positiva o negativamente su situación jurídica, económica o su posición financiera o la de sus valores en el mercado, cuando éstos se encuentren inscritos en el Registro del Mercado de Valores.

Se entenderá por hecho relevante todo aquél que por su importancia afecte a un emisor o a sus empresas vinculadas, de forma tal que influya o pueda influir en la decisión de invertir en valores emitidos por él o que pueda alterar el precio de sus valores en el mercado.

El hecho material o relevante no necesariamente debe corresponder a una decisión adoptada en términos formales por parte de los órganos sociales de los

emisores, de las instituciones que intervienen en el mercado de valores o de las personas que actúan en él, sino que es todo evento que conduce o puede conducir a las situaciones.

Art. 28.- De los mecanismos de información.- Las bolsas de valores y otras asociaciones de autorregulación, deberán mantener mecanismos de información al público en los que se registre la información que deben hacer pública los emisores e instituciones reguladas por esta Ley. Estos registros, al igual que el Registro del Mercado de Valores serán públicos y, la información en ellos contenida debe ser ampliamente difundida por cualquier medio electrónico u otros sistemas a los que tengan acceso los partícipes del mercado.

ANEXO # 3

TITULOS VALORES

Los valores susceptibles de negociación en el mercado de valores, son los que reúnan los requisitos señalados por la Ley de Mercado de Valores y son los siguientes:

1. Emitidos por entidades pertenecientes al sector público, tales como: bonos del Estado, certificados de Tesorería, obligaciones de la Corporación Financiera Nacional, bonos del Banco Ecuatoriano de la Vivienda, del Banco del Estado y el Banco Nacional del Fomento, pagarés, bonos hipotecarios y notas de crédito;

2. Emitidos por las empresas o sociedades de propiedad del Estado o de los particulares, que formen o no parte del sistema financiero.

Pertenecen a este grupo:

Los emitidos por la Superintendencia de compañías, tales como: acciones, obligaciones, certificados provisionales y certificados de preferencia;

Los emitidos por las entidades controladas por la Superintendencia de Bancos, tales como: acciones, obligaciones, cédulas hipotecarias, bonos de prenda, bonos de garantía, póliza de acumulación, pagarés y aceptaciones bancarias, y todos aquellos certificados que tengan el carácter de negociables;

1. Las unidades de los fondos administrados de inversión en su colocación primaria, y las cuotas de los fondos de inversión; y,

2. Los emitidos por el estado, empresas y sociedades extranjeras que cumplan los requisitos que establezca el Consejo Nacional de Valores y que estén inscritos en una bolsa de valores o mecanismos de transacciones bursátiles.

ANEXO # 4

ACCIONES

Se llama acción a las partes o fracciones iguales en que se divide el capital de una compañía, así como al título que representa la participación en el capital suscrito. Por eso, al ser representativo de un valor deberá representarse en una cantidad de dinero.

El titular de la acción se denomina accionista, que por ser tal tiene los derechos y responsabilidades que de ellas se desprende y que se establecen en la ley.

Emisor: Según la Ley de Compañías, las sociedades que están en capacidad de emitir acciones son la anónima, la de economía mixta y la compañía en comandita por acciones.

La emisión la harán por el monto del capital pagado por los accionistas que la hayan suscrito ya sea que el pago se lo haya realizado en dinero o especies (bienes muebles o inmuebles).

Características.- Las principales características de las acciones:

- Son nominativas,
- Se reputan en general como bienes muebles;
- Representan una participación en el capital social de una compañía,
- Son indivisible, pero puede darse la copropiedad de ella,
- Otorgan a su titular los derechos fundamentales que establece la ley,
- Son de renta variable,
- Se transfieren mediante nota de sesión; y,
- Son libremente negociables.

Clases de Acciones:

1. En relación al titular de la acción:

Las acciones podrán ser nominativas o al portador según quede o no registrada como propiedad de determinada persona; pero de conformidad con la legislación ecuatoriana, las acciones solo pueden ser nominativas.

2. En relación con el derecho de los accionistas: Las acciones pueden ser ordinarias o preferidas.

Son ordinarias aquellas que dan a su titular o a su poseedor los derechos fundamentales que corresponden a todo accionista de acuerdo a la ley.

Acciones Preferidas son las que conceden derechos especiales en cuanto a pago de dividendos y en la liquidación de la compañía pero no otorgan derecho a voto.

El monto máximo de las acciones preferidas de una compañía no podrá exceder del 50% de su capital suscrito.

3. En relación al pago de las acciones: Son liberadas cuando las acciones han sido totalmente pagadas, siendo entonces representadas por títulos definitivos.

Son no liberadas si aún no han sido pagadas en su valor total. En este caso se entregarán por ella tan solo certificados provisionales por la parte que ya se haya liberado.

ANEXO # 5**LMV - TÍTULO III: DE LAS ATRIBUCIONES Y FUNCIONES DE LA SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS EN EL MERCADO DE VALORES**

1. Ejecutar la política general del mercado de valores dictada por el C.N.V.;
2. Inspeccionar, en cualquier tiempo, a las compañías, entidades y demás personas que intervengan en el mercado de valores, con amplias facultades de verificación de sus operaciones, libros contables, información y cuanto documento o instrumento sea necesario examinar, sin que se le pueda oponer el sigilo bancario o bursátil, de acuerdo con las normas que expida el C.N.V., exigiendo que las instituciones controladas cumplan con las medidas correctivas y de saneamiento en los casos que se dispongan, considerando que cuando la Superintendencia de Compañías deba actuar en una entidad sujeta a la vigilancia y control de la Superintendencia de Bancos y Seguros, lo hará a través de ésta o en forma conjunta;
3. Investigar las denuncias o infracciones a la presente Ley, a sus reglamentos, a los reglamentos internos y regulaciones de las instituciones que se rigen por esta Ley, así como las cometidas por cualquier persona que, directa o indirectamente, participe en el mercado de valores imponiendo las sanciones pertinentes, así como poner en conocimiento de la autoridad competente para que se inicien las acciones penales correspondientes, de ser el caso;
4. Velar por la observancia y cumplimiento de las normas que rigen el mercado de valores;
5. Requerir o suministrar directa o indirectamente información pública en los términos previstos en esta Ley, referente a la actividad de personas naturales o jurídicas sujetas a su control;

6. Conocer y sancionar, en primera instancia, las infracciones a la presente Ley, a sus reglamentos, resoluciones y demás normas secundarias;

7. Autorizar, previo el cumplimiento de los requisitos establecidos, la realización de una oferta pública de valores; así como suspender o cancelar una oferta pública cuando se presentaren indicios de que la información proporcionada no refleja adecuadamente la situación financiera, patrimonial o económica de la empresa sujeta a su control;

8. Autorizar el funcionamiento en el mercado de valores de: bolsas de valores, casas de valores, compañías calificadoras de riesgo, depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores, sociedades administradoras de fondos y fideicomisos, auditoras externas y demás personas o entidades que actúen o intervengan en dicho mercado, de acuerdo con las regulaciones de carácter general que se dicten para el efecto;

9. Organizar y mantener el Registro del Mercado de Valores;

10. Disponer mediante resolución fundamentada, la suspensión o modificación de las normas de autorregulación expedidas por las bolsas de valores o las asociaciones gremiales creadas al amparo de esta Ley, cuando tales normas pudieran inferir perjuicios al desarrollo del mercado o contraríen expresas normas legales o complementarias;

11. Aprobar el Reglamento Interno y el formato de contrato de incorporación de los fondos de inversión;

12. Velar por la estabilidad, solidez y correcto funcionamiento de las instituciones sujetas a su control y, en general, que cumplan las normas que rigen su funcionamiento;

13. Vigilar que la publicidad de las instituciones controladas se ajuste a la realidad jurídica y económica del producto o servicio que se promueve, para evitar la desinformación y la competencia desleal; se exceptúa aquella publicidad que no tenga relación con el mercado de valores;

14. Mantener con fines de difusión, un centro de información conforme a las normas de carácter general que expida el C.N.V.;

15. Registrar las asociaciones gremiales de autorregulación que se creen al amparo de esta Ley;

16. Disponer la suspensión o cancelación de la inscripción en el Registro del Mercado de Valores de las instituciones o valores sujetos a esta Ley o sus normas complementarias, debiéndose poner tal hecho en conocimiento del C.N.V. en la sesión inmediatamente posterior;

17. Establecer los planes y programas de ajustes para el cumplimiento de las normas previstas en esta Ley;

18. Intervenir como acusador particular o acudir a la autoridad competente, cuando se encontraren presunciones de haberse cometido uno o más delitos contra el mercado de valores, u otros tipificados en el Código Penal u otras leyes penales;

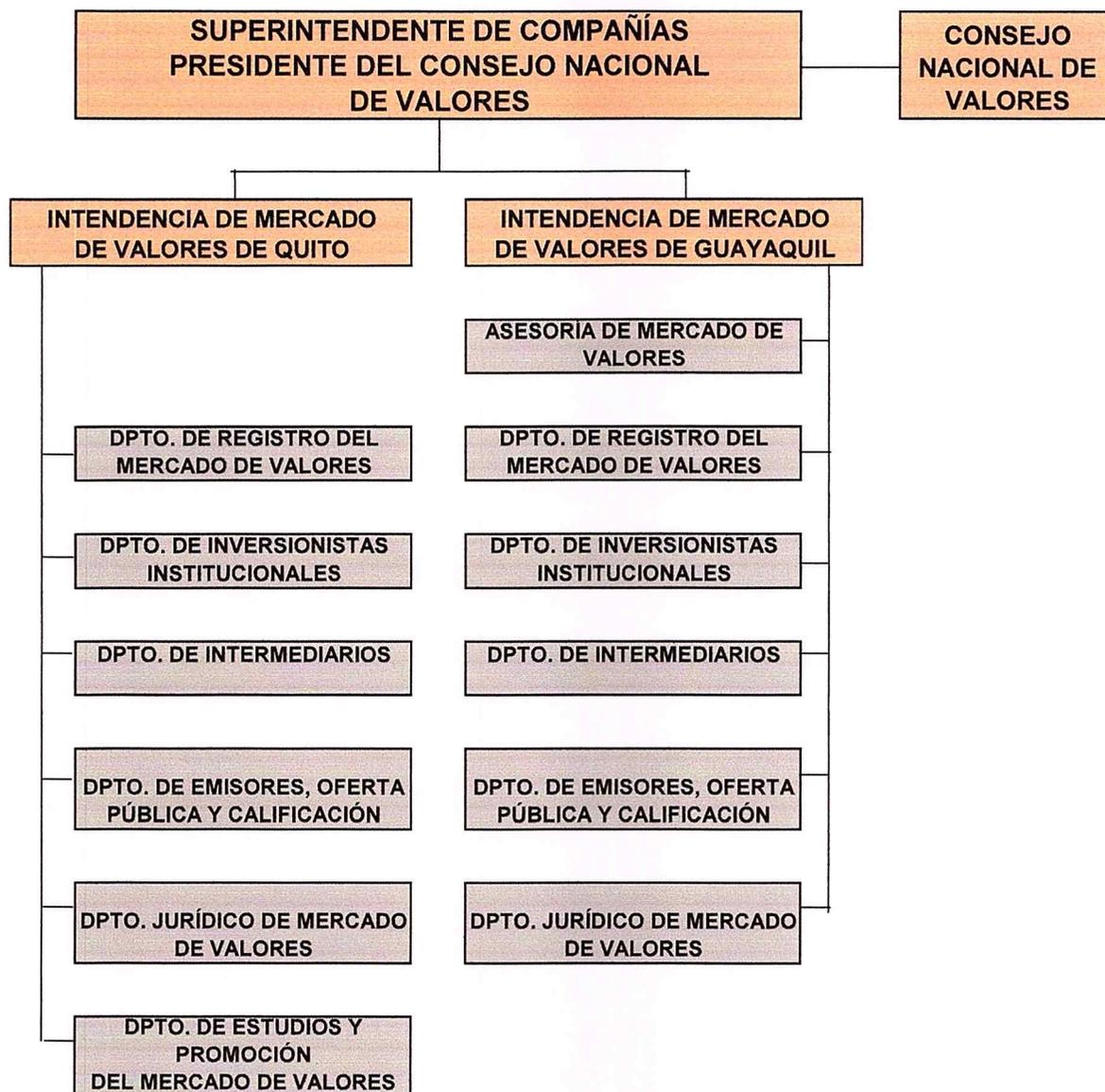
19. Brindar a las entidades del sector público no financiero la asesoría técnica que requieran para efectos de la aplicación de esta Ley;

20. Ejercer las demás atribuciones previstas en la presente Ley y en sus reglamentos, en base a las normas que para el efecto expida el C.N.V.; y,

21. Previa consulta urgente con el Ministro de Economía y Finanzas, Superintendente de Bancos y Seguros, Gerente del Banco Central del Ecuador y presidentes de las bolsas de valores del país, la Superintendencia de Compañías, a fin de preservar el interés público del mercado así como brindar protección a los inversionistas, podrá suspender temporalmente hasta por un término de siete días, las operaciones de mercado de valores en caso de presentarse situaciones de emergencia que perturbaren o que ocasionaren graves distorsiones que produzcan bruscas fluctuaciones de precios.

ANEXO # 6

ORGANISMOS REGUALDORES Y CONTROLADORES DEL MERCADO DE VALORES



ANEXO # 7

MECANISMO DE NEGOCIACION EN LA BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL.

Los valores inscritos en la Bolsa de Valores de Guayaquil son negociados a través del tradicional mecanismo centralizado de negociación de valores. Rueda de Bolsa, en el cual, la oferta y demanda de valores podrá efectuarse utilizando los procedimientos de Rueda de Viva Voz y el Sistema Electrónico Bursátil.

Rueda de Viva Voz

La Rueda de Viva Voz, también conocida como Negociación en el Piso, es la reunión que se realiza diariamente en el local de la Bolsa, con el objeto de que en ella los Operadores de Valores concierten las operaciones de compraventa de valores.

Dentro de este mecanismo se ha introducido un sistema de entrada de órdenes con el fin de automatizar la negociación en el piso. Los operadores llenan sus posturas en formularios legibles por un lector óptico, las cuales son ingresadas simultáneamente al sistema electrónico de la Bolsa.

En esta rueda la negociación de papeles de Renta Fija y renta Variable, de mayor y menor presencia bursátil, se lleva a cabo todos los días hábiles de 11:30 a 14:00 horas.

Sistema Electrónico Bursátil

La Bolsa de Valores de Guayaquil se convirtió en la primera Bolsa ecuatoriana en brindar el servicio de un sistema electrónico de transacciones bursátiles, conforme

a las tendencias tecnológicas de los más avanzados mercados financieros del mundo.

El sistema electrónico bursátil es un sistema de negociación continua en el que las ofertas, demandas, calces y cierres de operaciones se efectúan a través de una red de computadoras.

Esta rueda de negociación se lleva a cabo todos los días hábiles. Los horarios en que se desenvuelven las operaciones son 9h30 a 16h00.

Mecanismos de Subastas

La Subasta, remate al mejor postor, es un mecanismo serializado de posturas en el piso para promoción de ofertas públicas y venta de paquetes. Las subastas se efectúan en el local de la Rueda en un horario especial de 15h00 a 16h30 cuando se convoquen. Se pueden efectuar varias subastas al día y cada una tiene una duración de media hora. Existen tres tipos de subastas: Las Públicas, las Privadas y las Interconectadas.

Formas y Tipos de posturas:

El operador de valores autorizado en representación de su Casa de Valores podrá actuar en cualquiera de los dos sistemas de Rueda, comprando o vendiendo títulos por encargo de sus clientes. La agrupación de todas las órdenes emanadas por sus clientes, se denomina "portafolio"; el que servirá para definir las "posturas" del operador, ya sea en la Rueda a viva voz o electrónica.

Entonces, de acuerdo al Reglamento Interno de operaciones, el operador podrá tener varias posturas en el mercado, dependiendo de la conformación de su portafolio, a Continuación se definen 4 tipos de posturas:

- En Firme: Aquí la "postura" del operador se define de manera formal. Para el caso de las "acciones" se llenará formularios para su lectura por medio

de un lector óptico, indicando el tipo de postura, emisor, cantidad, precio y fecha valor, o ingresando los datos directamente a través de un computador. Para el caso de títulos de Renta Fija, la postura se realiza en una papeleta, indicando el título, emisor, monto, precio, tasa de interés. Todas las posturas son anunciadas por el pregonero (funcionario de la Bolsa de Valores encargado de comunicar en voz alta las posturas).

- **Cruzadas:** Este tipo de posturas se dan cuando una misma Casa de Valores compra y vende títulos con las mismas características. Tiene su explicación, en que la Casa de Valores cuenta con dos clientes, con necesidades opuestas (compra y venta) pero persiguiendo algo en común: un mismo título con similares características.

La postura cruzada la puede hacer el operador de valores, tanto en la rueda electrónica como a viva voz. Una vez anunciada la operación por parte del pregonero, tardará dos minutos para su cierre, tiempo durante el cual podrá interferir otro operador de otra Casa de Valores comprando o vendiendo el título que se está cruzando.

- **De Mercado:** Estas posturas se dan en la Rueda de viva voz, y se concretan al mejor precio de compra o venta. No tienen definición de precio o de cantidad y su duración es solo la necesaria para cerrar una operación.

- **De Fracciones:** Que por no alcanzar los requisitos mínimos de la postura, deberán registrarse solamente durante la sesión de Rueda.

Las posturas de oferta o demanda de un operador en el mercado no implican necesariamente el calce de una operación; estas pueden quedar abiertas tratando de alcanzar el mejor precio del mercado.

SISTEMAS DE LIQUIDACIÓN – COMPENSACIÓN DE SALDOS NETOS.

La Bolsa de Valores de Guayaquil administra un sistema de compensación de saldos netos, único en el país, para liquidar las operaciones y hacer efectivas el mismo día las transacciones bursátiles. Esto es un paso previo a la implementación y funcionamiento del DECEVALE, Depósito Centralizado de Valores.

Dicho servicio cumple el propósito de compensar las transferencias de valores negociados en el mercado bursátil y liquidar sus pagos.

El sistema de neteo multilateral y bilateral de efectivo conocido como compensación de saldos netos permite consolidar y resumir los pagos entre los participantes, de manera que al término de este proceso se paga un solo valor, dependiendo de la posición de cada comitente. La liquidación se realiza a través del Banco Central en la cuenta de la Bolsa de Valores de Guayaquil y de los participantes del sistema financiero, llegando incluso a disponer transferencias a cuentas bancarias específicas de los comitentes de las transacciones según sean sus instrucciones.

Con el fin de hacer más ágil la compensación y liquidación de las operaciones, la BVG ha establecido un convenio con entidades bancarias que brinden el servicio de verificación de cumplimiento de operaciones de bolsa. De esta manera, el cumplimiento de operaciones, al contado o a plazo, podrá efectuarse en la Sección Caja del Departamento de Cumplimiento y Custodia de la BVG o en las oficinas de recepción de documentos instaladas en los Bancos Verificadores.

Los bancos verificadores prestarán los servicios de recepción y revisión de valores objeto de las mencionadas operaciones, evitando su traslado a las oficinas de la BVG.

El sistema de Compensación de Saldos Netos permite una mayor eficiencia en la liquidación de las negociaciones dejando atrás el anterior sistema de liquidación individual de las operaciones a través de cheques, y además proporciona una variedad de ventajas a los participantes del mercado.

Tipos de Operación

En la Bolsa de Valores de Guayaquil los inversionistas podrán realizar sus negociaciones bursátiles a través de diferentes modalidades de operación, de esta manera podrán escoger la que mejor se ajuste a sus condiciones e inversión y de financiamiento. En cuanto a su cumplimiento las operaciones pueden clasificarse en:

- **Fecha Valor Hoy:** Denominadas también "A la vista". Se liquidan el mismo día.
- **Contado:** Cuya fecha de cumplimiento es desde un día hasta 5 días laborables.
- **A Plazo:** Se liquidan en un plazo mayor a cinco días hábiles y no pueden ser diferidas a más de 360 días calendario. Los títulos de Renta Fija y Renta Variable permitidos a negociar para este tipo de operaciones serán establecidos periódicamente por el Director General y comunicados al mercado en forma mensual.

Los derechos que se deriven de los títulos materia de la operación a plazo dependerán del tipo de operación:

Sin derechos: que permanecerán con el vendedor de los títulos hasta la fecha de cumplimiento de la operación.

Con derechos: que corresponderán al comprador en el plazo especificado para contado normal.

Para ambos tipos de operaciones, tanto el comprador como el vendedor deberán garantizar su liquidación constituyendo a más tardar el tercer día hábil posterior de concertada la operación garantías que dependen del tipo de operación y valores negociados.

Obligaciones de las Bolsas de Valores (LMV. Título X, Art. 48):

1. Fomentar un mercado integrado, informado, competitivo y transparente;
2. Establecer las instalaciones, mecanismos y sistemas que aseguren la formación de un mercado transparente, integrado y equitativo, que permita la recepción, ejecución y liquidación de las negociaciones de forma rápida y ordenada;
3. Mantener información actualizada sobre los valores cotizados en ellas, sus emisores, los intermediarios de valores y las operaciones bursátiles incluyendo las cotizaciones y los montos negociados y suministrar a la Superintendencia de compañías y al público en general;
4. Brindar el servicio de compensación y liquidación de valores,

5. Expedir certificaciones respecto a precios, montos y volúmenes de operaciones efectuadas en bolsa y el registro de sus miembros, operadores de valores, emisores y valores inscritos, y,
6. Realizar las demás actividades que sean necesarias para el adecuado desarrollo y cumplimiento de su función en el mercado de valores, de acuerdo a normas previamente autorizadas por el C.N.V.

ANEXO # 8**PARA AQUELLAS PERSONAS QUE QUIERAN INVERTIR EN LA BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL**

1. Contáctese con una de las Casas de Valores miembros de la Bolsa de Valores.
2. La Casa de Valores le hará una evaluación preliminar en la que requerirá información suya como referencias bancarias, tipo de negocio, solvencia técnica y moral entre otras.
3. El cliente deberá enviar una carta por fax a la Casa de Valores autorizando la operación de compra y/o venta así como la elección del banco custodio de los títulos. En el Ecuador existen tres bancos custodios: Banco del Pacífico, Banco Bolivariano, Produbanco.
4. La carta enviada por fax es adjuntada a una orden de transacción hecha en la Casa de Valores.
5. El cliente realiza la transferencia de fondos vía swift (comunicación automática) a un banco extranjero señalado por la Casa de Valores.
6. La orden es tramitada indistintamente de si son naturales o extranjeros, y en ella se incluirá la hora en que fue recibida la carta de autorización.
7. Para ejecutar la orden, el operador deberá entregar el formulario de posturas (oferta y demanda) de viva voz o en forma electrónica.
8. Al ejecutar la orden se pueden realizar tres tipos de operaciones, según el plazo de liquidación: Fecha Valor Hoy, Contado y A Plazo.
9. En el caso de renta variable, un lector óptico refleja las posturas de cada uno de los operadores en monitores a la vista de todos. En cuanto dos posturas coinciden, el sistema las calza automáticamente y se cierra la operación.
10. Las comisiones que la Bolsa de Valores cobra por una transacción dependen del monto, del plazo y del título que se negocia, mientras que la que cobra la Casa de Valores es de libre fijación entre las dos partes.

11. Una vez ejecutada la operación, el pago entre la Casa de Valores compradora y vendedora se realiza a través de transferencias en el Banco Central del Ecuador.
12. La Casa de Valores recibe los títulos o el dinero. Si son los títulos, los recibe de la Bolsa de Valores; si son fondos, estos le son acreditados e una cuanta corriente bancaria.
13. Para mayor seguridad de cumplimiento de las operaciones de acuerdo a lo instruido por el cliente; la Bolsa de Valores cuanta con un Fondo de Garantía para respaldar las operaciones que se realicen en ella.
14. Luego, la Casa de Valores procede de acuerdo a las instrucciones del cliente y puede transferir los fondos del banco custodio o vía swift a un banco del extranjero señalado por el cliente.
15. En el caso de que el inversionista sea comprador, la Casa de Valores depositará los títulos valores en el banco custodio, el que emite una certificación una vez que los recibe. La Casa de Valores entrega igualmente una copia de la papelera de la Bolsa.
16. En caso de depositar los títulos en un custodio, la Casa de Valores o el Banco custodio mismo, puede efectuar los cobros periódicos. Previa autorización del cliente, los fondos se invertirán o se transferirán al banco que el cliente señale según su decisión.
17. Frecuentemente se realizan subastas de títulos tanto del sector público como privado. Para este tipo de operaciones se sigue un procedimiento especial.

ANEXO # 9

LMV - TÍTULOS XVIII y XIX CALIFICADORAS DE RIESGO

La calificación de riesgo en el Ecuador surge como obligatoriedad para el emisor de valores a raíz de la expedición de la Ley de Mercado de Valores. Este negocio nació como especialidad a fines de siglo pasado en los Estados Unidos, pero con el desarrollo de la economía en otros países se extendió a Japón, Canadá, Australia, Francia, Inglaterra, Chile y México, naciones que vieron la necesidad de implantar este factor de medición como garantía para los inversionistas.

Art. 176.- Del objeto y constitución. Las calificadoras de riesgo son sociedades anónimas autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías que tienen por objeto exclusivo la calificación de riesgo y de la solvencia de los emisores y empresas cotizantes o de los valores que se negocian en el mercado de valores.

Entre esos valores se encuentran: valores representativos de deuda, acciones y demás obligaciones patrimoniales, así como fondos colectivos de inversión. Cabe indicar que las acciones o títulos de renta variable no están obligados a presentar calificación de riesgo, para estos títulos es opcional, sin embargo, por el interés de los propios emisores por participar en el mercado y el desarrollo del mismo se lo implementa.

Debido a que el campo de acción de las calificadoras es sumamente reducido ya que sus potenciales clientes no sobrepasan los 40 comprendidos en el sector corporativo, el Consejo Nacional de Valores a través de resoluciones determina conceder más facultades a estas compañías tales como: efectuar análisis y valoración de créditos, bienes u otros activos de empresas en general y consecuentemente, el procesamiento, distribución y suministro de información

estadísticas agregada que tenga relación con sus fines, así como las demás actividades requeridas para el estricto cumplimiento de estos objetivos.

Es importante indicar que, si bien la compañía calificadora de riesgo se pronuncia sobre el emisor y los valores objeto de posterior oferta en el mercado, otorgándoles una calificación, esta no significa recomendación de compra, venta, garantía de pago o estabilidad de precio, sino que constituye una evaluación sobre el riesgo del valor.

Las compañías que se iniciaron en el proceso han atravesado una serie de contratiempos de orden legal y financiero, ya que a pesar de la disposición que obliga a los emisores a contar con la calificación como requisito previo para que sus valores puedan ser ofertados públicamente.

Por lo anterior mencionado, existen tres compañías interesadas en este negocio: Ratings Calificadora de Riesgo (Quito), Humphreys & Calfivar S.A. (Guayaquil), Ecuability y Calificsa. Las mismas que están actualmente en operación.

OBJETO DE LAS CALIFICADORAS DE RIESGO

El objetivo de las calificadoras de riesgo es proporcionar al mercado un criterio técnico adicional a fin de que el inversionista disponga de una información más completa a la hora de invertir. La decisión es única y exclusiva del inversionista, quien puede optar por comprar un valor que ofrezca mayor rentabilidad con alto riesgo, o a su vez que ofrezca menor rentabilidad pero también menor riesgo.

Como consecuencia de este objeto podrán efectuar análisis y valoración de créditos, bienes u otros activos, y de empresas en general, así como el procesamiento, distribución y suministro de información estadística agregada relacionada con sus fines y demás actividades vinculadas con el cumplimiento de estos objetivos.

ACCIONISTAS Y CONSTITUCION

Las entidades del sector financiero al igual que las Bolsas y Casas de Valores, Administradoras de Fondos y demás entidades reguladas por la Ley de Mercado de Valores o sus grupos empresariales, no podrán tener acciones o participantes en el capital de las compañías calificadoras de riesgo.

Las compañías deberán incluir en su denominación la expresión calificadoras de riesgo y agregar la expresión peculiar que permita diferenciarse entre sí.

Las compañías que realizan la actividad de calificadoras de riesgo sin la autorización de la Superintendencia de Compañías estarán sujetas a las sanciones impuestas por esta entidad, con perjuicio hasta para los administradores y representantes.

Para que las calificadoras de riesgo puedan ejercer sus actividades, deberán previamente obtener el certificado de autorización del Superintendente de Compañías, el mismo que deberá exhibirse en todos los locales que realice su actividad.

Art. 177.- De las Facultades:

Las calificadoras de riesgo tendrán las siguientes facultades:

1. Realizar la calificación de riesgo de los emisores y valores que estén autorizadas a efectuar de acuerdo a lo dispuesto en esta ley y a las normas de carácter general que para el efecto expida el C.N.V.
2. Explotar su tecnología; y,
3. Las demás actividades que autorice el C.N.V., en consideración del desarrollo del mercado de valores.

Art. 178.- Prohibiciones de las calificadoras de riesgo:

Las calificadoras de riesgo tendrán las siguientes prohibiciones:

1. Dar asesoría para realizar una determinada emisión de acciones o cualquier tipo de valor;
2. Ser socio o accionista de las entidades reguladas por esta Ley;
3. Participar a cualquier título en la estructuración financiera, adquisiciones, fusiones y escisiones de compañías; y,
4. Realizar las actividades expresamente asignadas a los otros entes que regula la presente Ley o la Ley de Instituciones del Sistema Financiero.

¿QUÉ ES UNA CALIFICACIÓN DE RIESGOS?

Es una opinión emitida por empresas especializadas a través de análisis técnicos y evaluativos que indica la capacidad y solvencia de la empresa que emite sus títulos en oferta pública y que se transan en el mercado de valores nacional.

- Títulos que se califican:
- Obligaciones
- Papeles Comerciales
- Cuotas de Fondos Colectivos de Inversión
- Acciones o valores patrimoniales
- Valores derivados de una titularización

Las calificaciones de los títulos que se emiten por primera vez se realizarán previo a la oferta pública de los mismo.

CATEGORIAS DE CALIFICACION EVALUACION

La evaluación realizada por el comité de calificación de riesgo, se sujetará a lo dispuesto por el reglamento de calificación y deberá ser aprobada por lo menos por el 80% de los integrantes del comité. La compañía calificadora de riesgo estará obligada a acoger la calificación efectuada por el comité.

El comité estará compuesto por personas naturales o por personas jurídicas, en el estatuto se determinará los mecanismos para la designación de los miembros del comité de calificación.

Art. 188. - CATEGORIAS

La calificación de riesgo se sujetará a los procedimientos, sistemas y categorías de evaluación y periodicidad determinados por el Consejo Nacional de Valores. Debe especialmente considerarse la naturaleza de los valores a ofertarse (de una renta fija o de renta variable) y se observarán las siguientes reglas:

a) Al tratarse de valores representativos de deuda, se los calificará en atención a la solvencia del emisor, a las garantías que presentare, a la eventualidad del incumplimiento, etc. Por disposición del Reglamento, esta calificación deberá mantenerse periódicamente actualizada hasta la redención del título. Existen algunas categorías de calificación de los títulos de deuda, tomando en cuenta la mayor, menor o escasa capacidad de pago de sus emisores y garantes, así como la posibilidad de que ésta se deteriore y exista incumplimiento. Esta categorías serán las siguientes: AAA, AA, A, B, C, D y E.

b) Para la calificación de las acciones y demás valores patrimoniales se considerará la presencia bursátil del emisor, la desconcentración accionaria y su liquidez en el mercado. Según lo señalamos en su oportunidad, la calificación de acciones es obligatoria únicamente en aquellos casos en los que el Consejo Nacional de Valores lo considere necesario. Las categorías de calificación de

acciones determinarán la situación económica-financiera de la emisora, su liquidez y utilidad, la mayor o menor difusión de información al mercado y la tendencia del precio en el mercado. Así como las categorías serán: AAA, AA, A, B, C, D y E.

c) Cuando se trate de cuota de los fondos colectivos de inversión, la calificación se hará en base a la capacidad técnica y operativa de la administradora, la política de inversión del fondo, sus activos e inversiones, la rentabilidad del proyecto y las pérdidas que pudieren ocurrir. Por tanto las categorías de calificación serán: AAA, AA, A, B, C, D y E, dependiendo de la buena o insuficiente liquidez, seguridad y rentabilidad en el mercado de las cuotas que se ofertan.

d) Los valores emitidos por instituciones financieras se calificarán según los criterios generales de toda calificación y adicionalmente se hará una evaluación general de la solidez financiera de la empresa, incorporando una opinión acerca de la vulnerabilidad de la institución a cambios adversos en el propio negocio y a condiciones económico-financiero, particulares. Las categorías de calificación de los valores emitidos por instituciones financieras serán: AAA, AA, A, BBB, BB, B, C, D y E.

En síntesis las categorías de Calificación de riesgos en el Ecuador es la siguiente:

AAA.- Excelente capacidad de pago.

AA.- Muy buena capacidad de pago.

A.- Buena capacidad de pago.

B.- Tienen capacidad de pago.

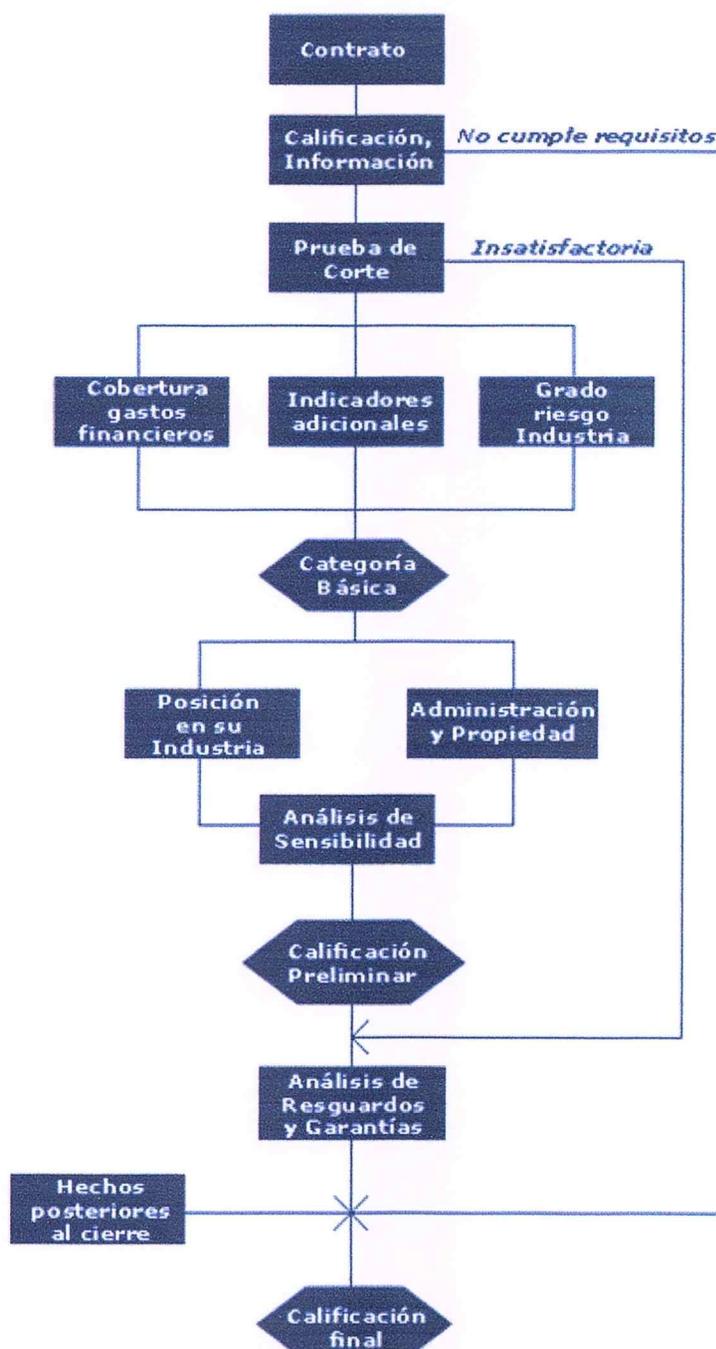
C.- Mínima capacidad de pago.

D.- Inadecuada capacidad de pago.

E.- No presenta información.

* Como ejemplo se muestra el Proceso de la Calificación de Riesgo de la empresa Calificadora HUMPHREYS S.A.

PROCESO DE CALIFICACIÓN DE TITULOS DE DEUDA



ASPECTOS QUE DEBEN SER CALIFICADOS

Con la información proporcionada, los principales aspectos que deben ser objetos de análisis y evaluación son los siguientes:

- a) Riesgo sectorial y entorno económico en que se califica la oferta y demanda del sector, y el nivel de vulnerabilidad con respecto a los cambios que se pudieran registrar en el conjunto de la economía.
- b) Posición competitiva del emisor en el mercado y sus expectativas futuras;
- c) Solvencia y capacidad del emisor, según sus estados financieros y contables;
- d) Estructura accionaria, y distribución de beneficios y contribución a capital;
- e) Apoyo directo e indirecto de las políticas públicas a la actividad mercantil delegada por el emisor;
- f) Características generales y específicas de la emisión.

También debe tomarse en cuenta dos aspectos fundamentales:

1. Aspecto cuantitativo: Se revisa la solvencia del emisor, es decir la capacidad de pago de interés que demande la obligación o bono (pago de interés, gasto financiero y amortización del principal).

Se efectúa un recuento del pasado y el análisis se lo realiza en base a los estados financieros auditados de cinco años atrás que entrega el cliente (emisor). Se aclara que la calificación no realiza la auditoría, no da la veracidad de los números. Después la calificación se proyecta hacia el futuro en base a sus propios criterios o en base a conversaciones con el emisor para calcular la capacidad de pago para el tiempo que va a estar en circulación el papel, luego se hace el análisis de sensibilidad del proceso con escenarios desfavorables: ¿Qué pasaría en el caso de que se caiga la tasa de interés?, ¿qué pasaría si la compañía depende de insumos importados y se devalúa la moneda?, ¿Qué

ocurriría si el margen de ventas de la industria se reduce a causa de la competencia?

2. Aspecto Cualitativo: Es el análisis del entorno macroeconómico, a través de la evaluación sectorial: ¿Cómo está la industria?, ¿Cómo se comporta el sector en el cual compete esa compañía?, etc. Luego de eso se analiza la posición competitiva de la empresa con respecto a sus rivales: Ubicación, condiciones de liderazgo, Niveles de producción y finalmente se analiza las características de administración de la empresa (familiar o profesional).

En síntesis, la calificación de riesgo se basará en la información proporcionada por el emisor, por las Casas y Bolsas de valores, o por las instituciones financieras. Esta información deberá incluir el riesgo sectorial, entorno económico, la posición competitiva del emisor en el mercado, sus expectativas futuras, solvencia, capacidad y estructura accionaria.

PROCEDIMIENTO DE LA CALIFICACION

Para la realización de una calificación de riesgo de un valor se deberá contar con un estudio técnico que será analizado y aprobado por el respectivo Comité de Calificaciones.

Para decidir sobre la Calificación de un valor, será necesario que se lo apruebe con el voto a favor de al menos el 80% de todos sus miembros presente.

La calificación se comunicará al emisor, el mismo que dentro de tres días hábiles siguientes podrá solicitar que sea revisada si considera que hay error en la misma. Si el emisor no acepta la calificación podrá contratar una calificación adicional con otra calificadora.

La empresa que emite los valores será analizada cada vez que emita títulos o valores. El plazo de vigencia de la respectiva calificación será de un año. Cuando los valores emitidos a plazos mayores de 360 días, deberán ser revisados un mínimo de dos veces al año o en cualquier momento en que se susciten hechos que pudieran alterar la calificación original.

DIVULGACION DE LA CALIFICACION

Toda calificación deberá ser divulgada al mercado y comunicada por la respectiva compañía emisora a la Superintendencia de Compañías, a las Bolsas de Valores y a los mecanismos de transacciones extrabursátiles, junto con un extracto de las conclusiones del estudio que sustente la calificación otorgada.

En caso de revisiones, estas también deberán ser divulgadas al público y remitidas a las instituciones indicadas, por lo menos cinco días hábiles de anticipación a la fecha de su publicación.

Cuando se efectúa dos calificaciones, ambas deben ser comunicadas al público.

ANEXO # 10**LMV – TÍTULO XII: CASAS DE VALORES**

Casa de Valores es la compañía anónima autorizada y controlada por la Superintendencia de Compañías para ejercer la intermediación de valores, cuyo objeto social único es la realización de las actividades previstas en la ley de mercado de valores.

Para constituirse deberá tener como mínimo un capital inicial pagado de ciento cinco mil ciento cincuenta y seis (105.156) dólares de los Estados Unidos de América, a la fecha de la apertura de la cuenta de integración de capital, que estará dividido en acciones nominativas.

Las Casas de Valores deberán cumplir los parámetros, índices, relaciones y demás normas de solvencia y prudencia financiera y controles que determinen el C.N.V., tomado en consideración el desarrollo del mercado de valores y la situación económica del país. El incumplimiento de éstas disposiciones reglamentarias será comunicado por las Casas de Valores a la Superintendencia de Compañías, dentro del término de cinco días de ocurrido el hecho y, deberá ser subsanado en el plazo y la forma que determine dicho organismo de control.

Los grupos financieros, las instituciones del sistema financiero privado, podrán establecer Casas de Valores, si constituyen una filial distinta de la entidad que funge como cabeza de grupo en la que el porcentaje de su propiedad sea el autorizado por la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero.

Las Casas de Valores no podrán efectuar ninguna clase de operación mientras no se encuentren legalmente constituidas, cuenten con la autorización de funcionamiento y sean miembro de una o más Bolsas de Valores.

Sus funciones de intermediación de valores se regirán por las normas establecidas para los contratos de Comisión Mercantil en lo que fuere aplicable, sin perjuicio de lo dispuesto en ésta Ley.

Art. 57.-Intermediación y responsabilidad de las casas de valores.

Las casas de valores negociarán en el mercado de valores a través de operadores inscritos en el Registro del Mercado de Valores, quienes actuarán bajo responsabilidad solidaria con sus respectivas casas. Los representantes legales, dependientes y operadores de una casa de valores no podrán serlo simultáneamente de otra casa de valores.

Las casas de valores podrán suscribir contratos con los inversionistas institucionales para que bajo el amparo y responsabilidad de estas, puedan realizar operaciones directas en bolsa. El C.N.V., expedirá las normas especiales para estos contratos.

Las casas de valores que actúen en la compra o venta de valores, quedan obligadas a pagar el precio de la compra o efectuar la entrega de los valores vendidos, sin que puedan oponer la excepción de falta de provisión. Serán responsables de la identidad y capacidad legal de las personas que contrataren por su intermedio, de la existencia e integridad de los valores que negocien y de la autenticidad del último endoso, cuando procediere; sin embargo, no serán responsables ni asumirán responsabilidad respecto de la solvencia del emisor. No podrán utilizar dineros de sus comitentes, ni podrán compensar las sumas que recibieron para comprar ni el precio que se les entregare por los valores vendidos, con las cantidades que les adeude el cliente comprador o vendedor.

Art. 58.- Facultades: Las casas de valores tendrán las siguientes facultades:

1. Operar, de acuerdo con las instrucciones de sus comitentes, en los mercados bursátil y extrabursátil;
2. Administrar portafolios de valores o dineros de terceros para invertirlos en instrumentos del mercado de valores de acuerdo con las instrucciones de sus comitentes. Se considera portafolio de valores a un conjunto de valores administrados exclusivamente para un solo comitente;
3. Adquirir o enajenar valores por cuenta propia;
4. Realizar operaciones de "underwriting" con personas jurídicas del sector público, del sector privado y con fondos colectivos;
5. Dar asesoría e información en materia de intermediación de valores, finanzas y valores, estructuración de fondos de valores, adquisiciones, fusiones, escisiones u otras operaciones en el mercado de valores, promover fuentes de financiamiento, para personas naturales o jurídicas y entidades del sector público. Cuando la asesoría implique la estructuración o reestructuración accionaria de la empresa a la cual se la está proporcionando, la Casa de Valore podrá adquirir acciones de la misma, para su propio portafolio, aunque, dichas acciones no estuvieren inscritas en el registro de mercado de valores. El plazo para mantener estas inversiones será determinado mediante norma de carácter general emitida para el efecto por el C.N.V.;
6. Explotar su tecnología, sus servicios de información y procesamiento de datos y otros relacionados con su actividad;
7. Anticipar fondos de sus recursos a sus comitentes, para ejecutar ordenes de compra de valores de registro inscritos en el Registro del Mercado de Valores, debiendo retener en garantía tales valores hasta la reposición de los fondos y dentro de los límites y plazos que establezcan las normas que para el efecto expedirá el C.N.V.;

8. Ser accionista o miembro de instituciones reguladas por ésta ley, con exención de otras Casas de Valores, Administradoras de Fondos y Fideicomisos, Compañías Calificadoras de Riesgo, Auditores Externos, del grupo empresarial o financiero a que pertenece la Casa de Valores y sus empresas vinculadas.

9. Efectuar actividades de estabilización de precios únicamente durante la oferta pública primaria de valores, de acuerdo con las normas de carácter general que expida el C.N.V.;

10. Realizar operaciones de Reporto Bursátil de acuerdo con las normas que expedirá el C.N.V.;

11. Realizar actividades de "market - maker" (hacedor del mercado), con acciones inscritas en Bolsa bajo las condiciones establecidas por el C.N.V., entre las que deberán constar patrimonio mínimo, endeudamiento, posición, entre otros; y,

12. Las demás actividades que autorice el C.N.V. en consideración de un adecuado desarrollo del mercado en base del carácter complementario que estas tengan en relación con su actividad principal.

CASAS DE VALORES MIEMBROS DE LA BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL

1. ADVFIN: Casa de Valores Advfin S.A.
2. ALBION S.A. Casa de Valores ALBION
3. BANRÍO: Banrío S.A. Casa de Valores
4. CASA DE VALORES MANTA: Casa de Valores Manta Valormanta
5. CASA REAL: Casa Real S.A. Real Casa de Valores de Guayaquil
6. CITADEL: Citadel S.A. Casa de Valores
7. COFIVALORES: Cofivalores S.A. Casa de Valores
8. COVSA: Corporación Organizada de Valores Covsa
9. INMOVALOR S. A.: Inmovalor Casa de Valores S. A.
10. VIAMAZONAS: VIAMAZONAS - Casa de Valores & Inversiones Amazonas
11. MULTIVALORES BG: Multivalores BG S.A. Casa de Valores
12. PICAVAL: Picaval Pichincha Casa de Valores S.A.
13. PRODUVALORES: Produvalores, Casa de Valores
14. R & H ASOCIADOS: R&H Asociados, Casa de Valores
15. STANFORD GROUP: Stanford Group S.A. Casa de Valores
16. STRATEGA: Stratega Casa de Valores
17. VALORTRANSA: Valortransa S.A. Casa de Valores Transamericana
18. VALORES BOLIVARIANO: Valores Bolivariano Casa de Valores S.A.
19. VALPACIFICO: Valpacífico S.A. Casa de Valores del Pacífico

ANEXO # 11

ENCUESTA

Por medio de la presente, lo saludamos muy cordialmente y adjuntamos la encuesta sobre Emisión de Obligaciones. Somos estudiantes egresadas de la Universidad Tecnológica Empresarial de Guayaquil – UTEG y actualmente estamos realizando la tesis para la obtención de nuestro título de Ingeniero en Finanzas, por lo que necesitamos conocer la experiencia que ha tenido la empresa que usted representa, al emitir obligaciones. Toda la información proporcionada en la encuesta será tratada con la más absoluta confidencialidad y reserva del caso.

1. ¿Qué razones determinaron la utilización de la emisión de obligaciones?

- Dotación de Capital de trabajo
- Financiar planes de crecimiento
- Financiamiento de Activos
- Reestructuración de Pasivos
- Expansión Regional

2. Identifique en la escala del 1 al 7, las ventajas a favor de la emisión de obligaciones, según el orden de importancia para la empresa, siendo el 1 el de mayor importancia y el 7 el de menor importancia.

- Bajo costo financiero
- Colocación en forma parcial o total
- Emisión en otras monedas
- Amortizar el capital y pagar intereses según convenga al emisor y lo permitan las condiciones del mercado (altamente flexibles)

- Mecanismo de captación directa de recursos frescos (desintermediación financiera)
- Endeudamiento para la empresa a niveles bajo la Tasa Activa Referencial
- Puede ser revolvente y emitirse muchas veces en el futuro

Otros

3. ¿En su contenido, cuáles fueron los resultados favorables más relevantes que obtuvo su empresa con la emisión?

4. En el proceso de emisión de obligaciones, ¿qué clase de dificultades experimentó?

- Trámite engorroso
- Demasiado tiempo
- Escaso profesionalismo del asesor
- Pésimo servicio de postventa

Otras

5. ¿Considera usted que existe suficiente información en el mercado acerca de las ventajas de la Emisión de Obligaciones?

- Sí
- No

Si su respuesta es No, indique ¿Por qué?

6. ¿Cuál fue su percepción sobre la emisión de obligaciones antes de realizar el financiamiento a través de este mecanismo?

- No tenía conocimiento de este mecanismo
- Nunca le interesó
- Le parecía un mecanismo difícil de implementar

7. En su opinión, ¿qué mecanismos de financiamiento o reestructuración de pasivos son más convenientes para su empresa? Enumere los tres principales en orden de prioridad, e incluya si corresponde la emisión de obligaciones.

**EMPRESAS EMISORAS DE OBLIGACIONES, FIDEICOMISOS, Y
TITULARIZACIONES.**

Periodo 2001-2006

1. PRODUBANCO S.A.
2. BANCO BOLIVARIANO S.A.
3. BANCO GUAYAQUIL S.A.
4. BANCO DEL PICHINCINCHA S.A.(1)
5. BANCO RUMIÑAHUI S.A.
6. MASTERCARD S.A.
7. DINERS CLUB DEL ECUADOR S.A.
8. CORP MULTI BG
9. CTH S.A.
10. BANCO TERRITORIAL S.A.
11. BANCO DE LOJA S.A.
12. BANCO PROCREDIT
13. MUTUALISTA PICHINCHA
14. UNIBANCO S.A- Banco Universal
15. CEDAL S.A. - Corp. Ec de Aluminio
16. MACOSA S.A.
17. CASABACA S.A.
18. HOTEL INTERNACIONAL COLON C.A.
19. ADELCA C.A. - Acería del Ec.
20. PINTURAS CONDOR S.A.
21. INMOBILIARIA ARGOS C.A.
22. DIFARE S.A. - Distribuidora Farmacéutica Ecuatoriana
23. PINTURAS UNIDAS S.A.
24. INDUSTRIAS ALES C.A.
25. GMAC DEL ECUADOR S.A.
26. H.O.V. HOTELERA QUITO S.A.
27. EDESA S.A.

28. INTEROC S.A.
29. FABRIL S.A.
30. PRONACA C.A. - Procesadora Nacional de Alimentos
31. AGRIPAC S.A.
32. CASA COMERCIAL TOSI S.A.
33. SERVICIOS CYBER CELL S.A.
34. ELECTROCABLES S.A.
35. LIFE C.A.- Lab. Ind. Farmacéutico del Ec.
36. PLASTICOS DEL LITORAL S.A.
37. FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A.
38. CARTIMEX S.A.
39. ICESA - ORVE S.A.
40. DIFROMER S.A. -Distribuidora Farmacéutica Romero
41. AGROTROPICAL S.A. .- Agrícola Ind. Tropical
42. ENVASES DEL LITORAL S.A.
43. CORP SAMBORONDON
44. LOS ANGELES S.A. - LANGELSA
45. ETINAR S.A. -Estudio Téc. Ing. Arquitectura
46. PETROBELL INC.
47. NOVACERO S.A.
48. ERCO S.A -Cia Ec del Caucho
49. ANGLO AUTOMOTRIZ S.A
50. CETIVEHICULOS S.A.
51. AGROPROTECCION Cía Ltda
52. DOLTREX S.A.
53. ELECTRONICA SIGLO XXI S.A.
54. SEGUNDO ELOY CORRALES E HIJOS Cia Ltda. SECOHI
55. TITULULARIZACIÓN CENTRAL HIDROELECT. M. LANIADO
56. FIDEICOMISO TITULARIZACIÓN OMNI HOSPITAL
57. FIDEICOMISO TITUL CARTERA VIVIENDA GYE
58. TITULARIZACION BURGER KING
59. TITULARIZACIÓN FONDOS ZOFRAGUA

60. FIDEICOMISO TITULARIZACIÓN AUTOMOTRIZ AMAZONAS

61. TITULARIZACIÓN CARTERA CFC UNO

Total empresas emisoras período 2001-2006	61
(-) Empresas emisoras de Obligaciones, Obligaciones convertibles en Acciones y Papel Comercial, año 2006	<18>
(-) Empresas emisoras de Fideicomisos y Titularizaciones, año 2006	<9>
(=) Total empresas a encuestar, período 2001-2005 (Muestra no probabilística)	34

Para la respectiva encuesta se consideró sólo a aquellas empresas que emitieron Obligaciones, Obligaciones convertibles en acciones y Papel comercial en el período 2001-2005.

ANEXO # 12

EMPRESAS EMISORAS QUE PARTICIPARON EN LA ENCUESTA SEGÚN SECTOR Y/O ACTIVIDAD ECONÓMICA Período 2001-2005

Nº	ACTIVIDAD	EMPRESA	TÍTULO	BOLSA	FECHA EM.	PLAZO días	TASA INT.	TIPO DE TASA	FECHA VCTO.	REND. NOM.	MONTO DE LA EMISIÓN
1	INDUSTRIAS MANUFACTURERAS	ADELCA S.A. - Acería del Ecuador.	OBLIGACIONES	BVQ	7-Feb-02	810	4,38%	LIBOR 90	24-Abr-04	8,30%	6.500.000
2	INDUSTRIAS MANUFACTURERAS	CEDAL S.A. - Corp. Ecuador Aluminio	OBLIGACIONES	BVQ	10-Abr-01	730	6,95%	TPR	10-Abr-03	8,50%	1.500.000
3	INDUSTRIAS MANUFACTURERAS	ELECTROCABLES S.A.	OBLIGACIONES	BVG	9-Jul-04	1092	4,16%	TPR	06-Jul-07	8,00%	5.000.000
4	INDUSTRIAS MANUFACTURERAS	INDUSTRIAS ALES C.A.	OBLIGACIONES	BVQ	17-Feb-03	1080	8,77%	TPR	01-Feb-06	8,77%	5.000.000
5	INDUSTRIAS MANUFACTURERAS	LA FABRIL S.A.	OBLIGACIONES	BVQ	15-Mar-03	1096	8,86%	TPR	15-Mar-06	9,50%	5.000.000
6	INDUSTRIAS MANUFACTURERAS	LIFE C.A. - Lab. Ind. Farm. Ecuador	OBLIGACIONES	BVG	22-sep-05	1096	7,00%	FIJA	22-May-08	7,50%	1.500.000
7	INDUSTRIAS MANUFACTURERAS	PINTURAS UNIDAS S.A.	OBLIGACIONES	BVG	18-Oct-02	1096	8,50%	FIJA	18-Oct-05	8,50%	1.000.000
8	INDUSTRIAS MANUFACTURERAS	PINTURAS CONDOR S.A.	OBLIGACIONES	BVQ	26-Abr-02	1080	5,09%	TPR	10-Abr-05	7,25%	3.500.000
9	INDUSTRIAS MANUFACTURERAS	PLÁSTICOS DEL LITORAL S.A.	OBLIGACIONES	BVG	11-Oct-05	1096	7,00%	FIJA	11-Oct-08	7,75%	3.000.000
10	INDUSTRIAS MANUFACTURERAS	PROMACA C.A.-	OBLIGACIONES	BVQ	12-nov-03	1080	7,50%	PRIME	27-Oct-06	8,00%	10.000.000

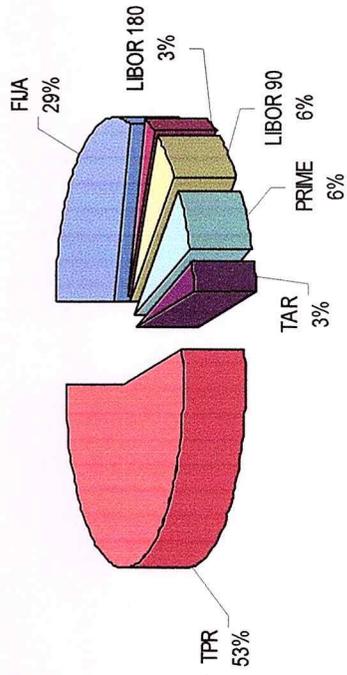
Nº	ACTIVIDAD	EMPRESA	TÍTULO	BOLSA	FECHA EM.	PLAZO días	TASA INT.	TIPO DE TASA	FECHA VCTO.	REND. NOM.	MONTO DE LA EMISIÓN
11	CONSTRUCCIÓN	CONSTRUCTORA INMOBILIARIA ARGOS S.A.	OBLIGACIONES	BVG	2-Oct-02	895	9,00%	FIJA	15-Mar-05	9,00%	3.000.000
12	CONSTRUCCIÓN	EDESA S.A.	OBLIGACIONES	BVQ	31-Jul-03	900	7,80%	TPR	16-Ene-06	5,63%	4.000.000
13	CONSTRUCCIÓN	FUORINAI OBRAS Y PROYECTOS S.A.	OBLIGACIONES	BVG	12-dic-05	1080	8,00%	FIJA	26-Nov-08	8,00%	1.500.000
14	COMERCIO POR MAYOR Y MENOR, REST. HOTELES.	AGRIPAC S.A.	OBLIGACIONES	BVG	20-Nov-03	1096	5,57%	TPR	20-Nov-06	9,50%	3.000.000
15	COMERCIO POR MAYOR Y MENOR, REST. HOTELES.	CARTIMEX S.A.	OBLIGACIONES	BVG	21-dic-05	1080	7,50%	FIJA	5-Dic-08	7,50%	2.000.000
16	COMERCIO POR MAYOR Y MENOR, REST. HOTELES.	CASABACA S.A.	OBLIGACIONES	BVQ	16-nov-01	1096	10,49%	TAR	16-Nov-04	11,50%	3.000.000
17	COMERCIO POR MAYOR Y MENOR, REST. HOTELES.	CASA COMERCIAL TOSI S.A.	OBLIGACIONES	BVG	30-Jun-04	1035	8,00%	FIJA	01-May-07	8,00%	3.500.000
18	COMERCIO POR MAYOR Y MENOR, REST. HOTELES.	DIST. FARMACÉUTICA ECUATORIANA-DIFARE S.A.	OBLIGACIONES	BVG	9-Ago-02	720	5,75%	LIBOR 90	24-Jul-04	8,50%	4.000.000
19	COMERCIO POR MAYOR Y MENOR, REST. HOTELES.	GMAC DEL ECUADOR S.A.	OBLIGACIONES	BVQ	26-mar-03	720	7,00%	FIJA	15-Mar-05	8,50%	15.000.000
20	COMERCIO POR MAYOR Y MENOR, REST. HOTELES.	HOTEL INTERNACIONAL COLON C.A.	OBLIGACIONES	BVQ	26-dic-01	1080	8,50%	FIJA	10-Dic-04	9,50%	4.000.000
21	COMERCIO POR MAYOR Y MENOR, REST. HOTELES.	HOV. HOTELERA QUITO S.A.	OBLIGACIONES	BVQ	19-nov-02	1096	7,59%	TPR	19-Nov-05	9,00%	5.000.000
22	COMERCIO POR MAYOR Y MENOR, REST. HOTELES.	ICESA - ORVE S.A.	OBLIGACIONES	BVQ	20-Dic-05	1280	7,80%	TPR	22-Jun-09	7,80%	4.500.000
23	COMERCIO POR MAYOR Y MENOR, REST. HOTELES.	MACOSA S.A.	OBLIGACIONES	BVQ	20-Sept-01	720	9,49%	TPR	10-Sept-03	10,00%	1.000.000
24	TRANSP. ALM. COMUNICACIONES	SERVICIOS CYBER CELL S.A.	OBLIGACIONES	BVG	30-Jun-04	720	8,55%	TPR	20-Jun-06	8,55%	1.200.000

Nº	ACTIVIDAD	EMPRESA	TÍTULO	BOLSA	FECHA EM.	PLAZO días	TASA INT.	TIPO DE TASA	FECHA VCTO.	REND. NOM.	MONTO DE LA EMISIÓN
25	EST. FINANC. B.INM. SERV. PRESTADOS A EMPRESAS	BANCO BOLIVARIANO S.A.	OBLIGACIONES	BVG	05-Dic-02	1080	6,00%	PRIME	19-Nov-05	8,00%	10.000.000
26	EST. FINANC. B.INM. SERV. PRESTADOS A EMPRESAS	BANCO GUAYAQUIL S.A.	OBL. CONV. ACCIONES	BVG	31-Mar-03	1800	5,77%	LIBOR 180	4-Mar-08	6,50%	15.000.000
27	EST. FINANC. B.INM. SERV. PRESTADOS A EMPRESAS	BANCO DEL PICHINCHA S.A.	OBL. CONV. ACCIONES	BVQ	23-dic-03	2880	9,00%	FIJA	11-Nov-11	9,00%	6.000.000
28	EST. FINANC. B.INM. SERV. PRESTADOS A EMPRESAS	BANCO RUMIÑAHUI S.A.	OBL. CONV. ACCIONES	BVG	22-Jul-04	1800	7,86%	TPR	26-Jun-09	8,30%	3.800.000
29	EST. FINANC. BINM. SERV. PRESTADOS A EMPRESAS	CORPORACIÓN MULTI BG	OBLIGACIONES	BVG	21-abr-04	1800	6,26%	TPR	26-Mar-09	8,00%	8.000.000
30	EST. FINANC. BINM. SERV. PRESTADOS A EMPRESAS	CTH S.A.-CORP.DES. MERC. SEC. HIPOTECAS	OBLIGACIONES	BVG	30-may-03	1080	8,37%	TPR	14-May-06	9,25%	2.250.000
31	EST. FINANC. BINM. SERV. PRESTADOS A EMPRESAS	DINERS CLUB DEL ECUADOR S.A.	OBLIGACIONES	BVG	2-abr-04	1440	7,88%	TPR	12-Mar-08	8,25%	15.000.000
32	EST. FINANC. BINM. SERV. PRESTADOS A EMPRESAS	INTEROC S.A.	OBLIGACIONES	BVG	01-Sept-03	1080	6,80%	TPR	16-Ago-06	9,25%	1.200.000
33	EST. FINANC. BINM. SERV. PRESTADOS A EMPRESAS	MASTERCARD S.A.	PAPEL COMERCIAL	BVG	22-Jun-01	180	8,00%	TPR	19-Dic-01	6,92%	3.000.000
34	EST. FINANC. BINM. SERV. PRESTADOS A EMPRESAS	PRODUBANCO S.A.	OBL. CONV. ACCIONES	BVQ	30-Abr-03	1800	6,27%	LIBOR TPR	3-Abr-08	8,00%	20.000.000

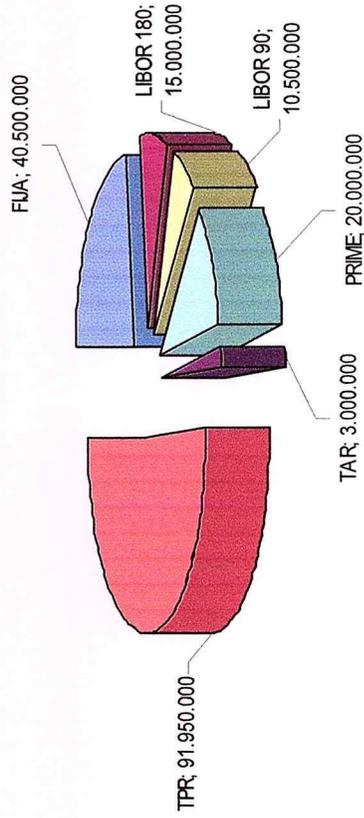
ANEXO # 13

LA ELECCION DE TASAS DE INTERES AL MOMENTO DE LA EMISION DE OBLIGACIONES
 Período 2001- 2005

**EMPRESAS QUE UTILIZARON DIFERENTES TIPOS
 TASA DE INTERES EN LA EMISION DE OBLIGACIONES**



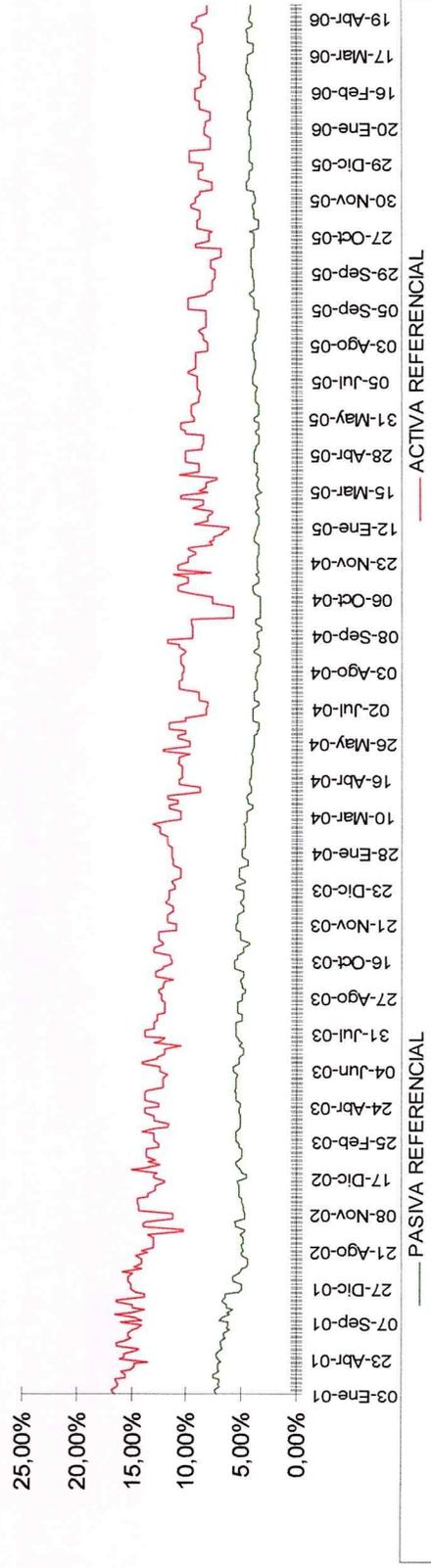
**EMPRESAS QUE UTILIZARON EMISION OBLIGACIONES
 (Por monto de emision)**



ANEXO # 14

EVOLUCIÓN DE LAS TASAS ACTIVA Y PASIVA REFERENCIAL

Del 01 de Enero del 2001 al 30 de Abril del 2006



ANEXO # 14

EVOLUCIÓN DE LAS TASAS LIBOR 90 Y 180 DIAS Y TASA PRIME

De Enero del 2001 a Noviembre del 2006

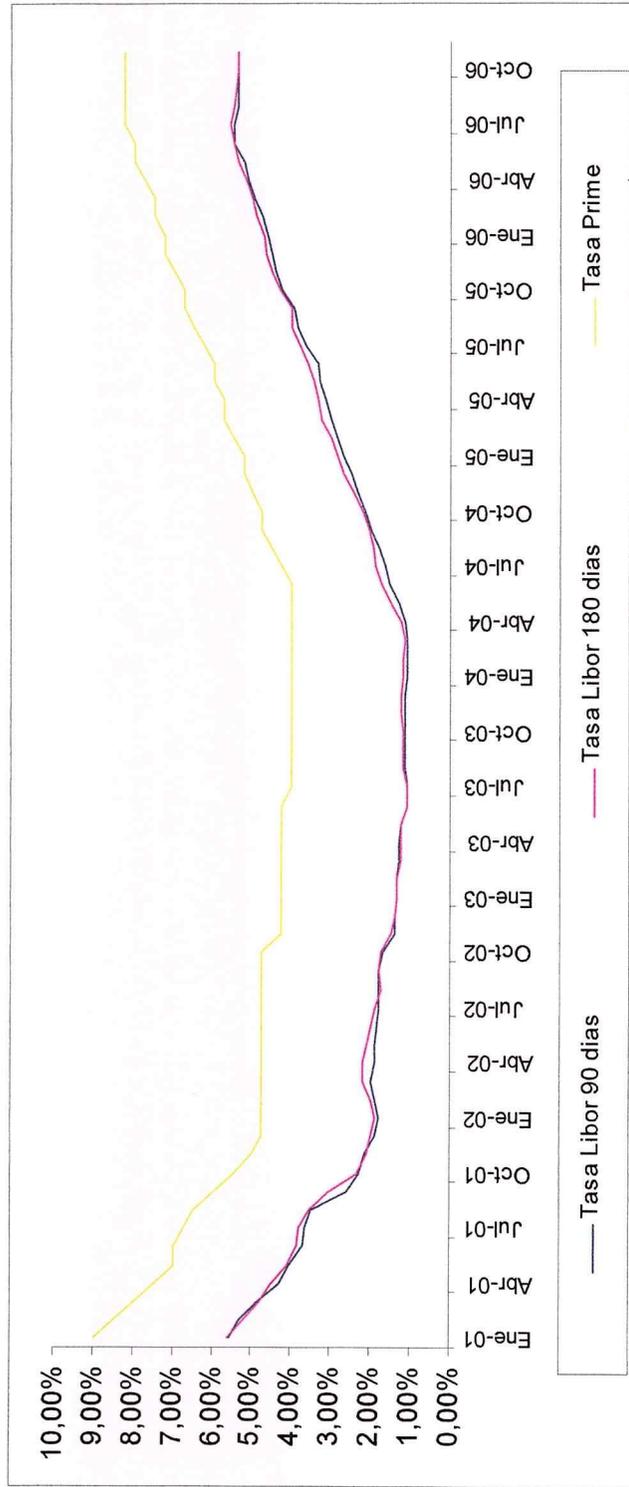


TABLA # 1: CARACTERÍSTICAS DE LOS TÍTULOS VALORES DE RENTA FIJA (SECTOR PRIVADO)

	ACEPTACIONES BANCARIAS	AVAL BANCARIO	BONOS DE PRENDA	CÉDULAS HIPOTECARIAS	CERTIFICADOS DEPÓSITO A PLAZO	CERTIFICADOS DEPÓSITO A LA VISTA
CONCEPTO	Son títulos cuya modalidad de operación se realiza mediante letras de cambio o pagarés girados por los clientes de un banco y aceptados por éste.	Es una forma de garantizar el pago de una letra de cambio o pagaré, la cual puede ser presentada por un tercero o por un signatario cualquiera de la letra.	Es un título en el cual intervienen un deudor, un garante o institución avalista y un beneficiario.	Son títulos emitidos al portador que tiene por objeto captar recursos para financiar la actividad de la construcción.	Son títulos de depósitos que recogen dinero de personas naturales o jurídicas interesadas en colocar su dinero a un plazo determinado y una tasa de interés fija.	Son obligaciones bancarias. Pueden constituirse bajo diversas modalidades y mecanismos libremente pactados entre el depositante y depositario.
ENTIDAD EMISORA	Bancos.	Bancos.	Bancos.	Bancos y el IESS.	Bancos y cías de Intermed. Financiera.	Bancos.
MONEDA	US Dólares norteamericanos.	US Dólares norteamericanos.	US Dólares norteamericanos.	US Dólares norteamericanos.	US Dólares norteamericanos.	US Dólares norteamericanos.
INTERÉS	Tasa de descuento, generada por el valor al vcto y valor nominal negociado.	Tasa de descuento, generada por el valor al vcto y valor nominal negociado.	Paga un interés periódicamente mediante cupones.	Los interés que devenguen se pagarán periódicamente mediante cupones.	Paga un interés al vencimiento o periódicamente mediante cupones.	Paga intereses al vencimiento.
AMORTIZACIÓN	Al vencimiento.	Al vencimiento.	Al vencimiento, periódicamente bajo la modalidad de anualidades, o anticipadamente en caso de salir favorecida por sorteo.	Al vencimiento, periódicamente bajo la modalidad de anualidades, o anticipadamente en caso de salir favorecida por sorteo.	Al vencimiento.	Al vencimiento.
PLAZO	A corto plazo.	A corto plazo.	Hasta 5 años.	Hasta 50 años.	Entre 30 días y 1 año.	Menor a 30 días.
RENDIMIENTO	-	En función del plazo por vencer del título y del precio de compra.	En función del plazo por vencer del título, de la tasa de interés y del precio de compra.	En función del plazo por vencer del título, de la tasa de interés y del precio de compra.	En función del plazo por vencer del título, de la tasa de interés y del precio de compra.	En función del plazo por vencer del título, de la tasa de interés y del precio de compra.
RENDIMIENTO DE MERCADO	-	Pueden ser negociados a la par, con descuento o con premio.	Pueden ser negociados a la par, con descuento o con premio.	Pueden ser negociados a la par, con descuento o con premio.	Prima por la compra del documento más que la tasa de interés.	-
GARANTÍA	-	Otorgan a su poseedor una garantía prendaria.	Capital y Reservas del bco y por el conjunto de los predios hipotecados a favor del bco.	Tasa de interés pactada.	-	-

CARACTERÍSTICAS DE LOS TÍTULOS VALORES DE RENTA FIJA (SECTOR PRIVADO)

	LETRAS DE CAMBIO	PAGARÉ BANCARIO	OBLIGACIONES Y OBLIG. CONV. EN ACCIONES	OBLIG. ESPECIALES O PAPEL COMERCIAL	VALORES EMITIDOS POR PROCESO DE TITULARIZACIÓN
CONCEPTO	Es un título en el cual intervienen un deudor, un garante o institución avalista y un beneficiario.	Es un título de crédito mediante el cual existe una promesa de pago hecha por escrito y firmada por el deudor, quien se obliga a pagar una cantidad e dinero en un tiempo determinadas a la orden de otra persona.	Son títulos emitidos por cías. Financieras o no financieras que buscan captar recursos de mediano y largo plazo para financiar sus actividades productivas. Las ob. Conv. En acciones otorgan a su poseedor el derecho a canjear el valor de las mismas por acciones	Son obligaciones emitidas a un plazo determinado menor a 360 días y con garantía general.	Los valores que se emiten como consecuencia de procesos de titularización, pueden ser nominativos o a la orden. Los valores de contenido crediticio o valores mixtos podrán tener cupones que reconozcan un rendimiento financiero fijo o variable.
EMISOR - ENTIDAD EMISORA	Bancos.	Bancos e instituciones financieras.	Cías Anónimas,, de Responsabilidad Ltda., En comandita por acciones y de economía mixta. Del sector público pueden emitir la CFN y demás empresas, sociedades o entidades financieras en las que participa el Estado, y están bajo control de la SIB o SIC.	Cías inscritas en el registro del mercado de valores.	Instituciones financieras y cías de titularización autorizadas para actuar como fiduciarios de fideicomisos mercantiles.
MONEDA	US Dólares norteamericanos.	US Dólares norteamericanos.	US Dólares norteamericanos.	US Dólares norteamericanos.	US Dólares norteamericanos.
INTERÉS	Tienen una tasa de descuento, generada por el valor al vencimiento y valor nominal negociado.	Paga interés al vencimiento del título.	Paga interés periódicamente mediante cupones.	Pueden generar intereses y generalmente son emitidas sin cupones.	

AMORTIZACIÓN	Al vencimiento.	Al vencimiento.	Se redimirán al vencimiento del plazo o anticipadamente mediante sorteo o cualquier otro sistema. En estos dos últimos casos el procedimiento constará en la Escritura de emisión.	Se redimirán al vencimiento del plazo o anticipadamente mediante sorteo o cualquier otro sistema. En estos dos últimos casos el procedimiento constará en la Escritura de emisión.
PLAZO	A corto plazo.	A corto plazo.	A corto, mediano y largo plazo.	Menor a 360 días. A largo plazo.
RENDIMIENTO	En función del plazo por vencer del título, de la tasa de interés y del precio de compra.	En función del plazo por vencer del título, de la tasa de interés y del precio de compra.	En función del plazo por vencer del título, de la tasa de interés y del precio de compra.	En función del plazo por vencer del título, de la tasa de interés y del precio de compra.
RENDIMIENTO DE MERCADO	-	-	Pueden ser negociados a la par, con descuento o con premio.	-
GARANTÍA	-	-	General: todo el patrimonio o bienes del emisor que no estén afectados por una garantía específica. Específica: una prenda, hipoteca, o fianza.	Únicamente general.

**ACTIVOS
SUSCEPTIBLES DE
TITULARIZAR**

Valores representativos de deuda pública. Valores inscritos en el RMV. Cartera de crédito. Activos o proyectos inmobiliarios. Activos o proyectos susceptibles de generar flujos futuros determinables con base en estadísticas de los tres últimos años o en

TABLA # 2: CARACTERÍSTICAS DE LOS TÍTULOS VALORES DE RENTA FIJA (SECTOR PÚBLICO)

	BONOS DEL ESTADO	CERTIFICADOS DE TESORERÍA	NOTAS DE CRÉDITO TRIBUTARIAS
CONCEPTO	Son títulos emitidos por el Gobierno a través del Ministerio de Finanzas, cuya finalidad es la captación interna de recursos para financiar el déficit del presupuesto del Estado o proyectos específicos.	Son títulos cuya finalidad es captar recursos para financiar el déficit de la Caja Fiscal.	Cuando un contribuyente a realizado el pago de un imppto. En exceso, el SRI no devuelve dicho exceso en dinero efectivo sino en un título denominado Nota de Crédito, la misma que tendrá un valor nominal equivalente al monto pagado en exceso.
EMISOR - ENTIDAD EMISORA	Son emitidos por el Gobierno Nacional a través del Ministerio de Finanzas.	El Estado a traes del Ministerio de Finanzas y Crédito Público.	Servicio de Rentas Internas.
AGENTE PAGADOR			
MONEDA	US Dólares norteamericanos.	US Dólares norteamericanos.	US Dólares norteamericanos.
INTERÉS	Generalmente pagan intereses periódicos mediante cupones, aunque también existen "Bonos cero Cupón".	No paga interés.	No paga interés.
AMORTIZACIÓN	Al vencimiento o periódicamente.	Al vencimiento.	No paga amortización de ninguna clase.
PLAZO	Generalmente a largo plazo.	A 91, 182, 357 días.	No tiene plazo de vencimiento.
FECHA DE EMISIÓN			
RENDIMIENTO	En función del plazo por vencer del título, de la tasa de interés y del precio de compra.	En función del plazo por vencer del título y del precio de compra.	En función del plazo por vencer del título que estará dado por la fecha de adquisición y la fecha de cierre del ejercicio fiscal en que se utilice, y del precio de compra.
GARANTÍA	No tiene.	No tiene.	No tiene.

CARACTERÍSTICAS DE LOS TÍTULOS VALORES DE RENTA FIJA (SECTOR PÚBLICO)

		BONOS BRADY	
	PAR BONDS	PAST DUE INTEREST BOND	INTEREST ECUALIZATION BONDS
CONCEPTO	Bonos emitidos para canjear (a la par) capital de la deuda antigua del Ecuador.	Bonos emitidos para canjear interés vencido de la deuda antigua del Ecuador (a la par).	Bonos emitidos para canjear interés vencido de la deuda antigua del Ecuador (a la par).
EMISOR - ENTIDAD EMISORA	Ministerio de Finanzas a nombre de la República del Ecuador.	Ministerio de Finanzas a nombre de la República del Ecuador.	Ministerio de Finanzas a nombre de la República del Ecuador.
AGENTE PAGADOR	Chase Manhattan Bank	Chase Manhattan Bank	Chase Manhattan Bank
MONEDA	US Dólares norteamericanos.	US Dólares norteamericanos.	US Dólares norteamericanos.
INTERÉS	Tasa de Interés fija, 3.25% hasta 2/97, 3.50% hasta 2/99, 4% hasta 12/01, 4.5% hasta 2/03 y 5% hasta 2/25.	Tasa de interés flotante, LIBOR (6 meses) + 0.8125% (durante los primeros 6 años Ecuador tendrá la opción de capitalizar parte del cupón cuando la tasa Libor este por encima de ciertos niveles).	Tasa de interés flotante, LIBOR (6 meses) + 0.8125% (durante los primeros 6 años Ecuador tendrá la opción de capitalizar parte del cupón cuando la tasa Libor este por encima de ciertos niveles).
AMORTIZACIÓN	Al vencimiento.	Semestral, a partir del 28 de Febrero del 2005.	Semestral, a partir del 28 de Febrero del 2005.
PLAZO	30 años.	20 años.	20 años.
FECHA DE EMISIÓN	28 de Febrero de 1995.	28 de Febrero de 1995.	28 de Febrero de 1995.
RENDIMIENTO	En función del plazo por vencer del título, de la tasa de interés y del precio de compra.	En función del plazo por vencer del título, de la tasa de interés y del precio de compra.	En función del plazo por vencer del título, de la tasa de interés y del precio de compra.
GARANTÍA	El principal esta garantizado totalmente por bonos cero cupón del Tesoro de los Estados Unidos. Los poseedores del Par Bonds no tendrán acceso a la garantía principal pertinente antes del vencimiento de los Bonos.	Sin garantía.	Sin garantía.

CARACTERÍSTICAS DE LOS TÍTULOS VALORES DE RENTA FIJA (SECTOR PÚBLICO)

BONOS GLOBALES	
GLOBAL 2030	GLOBAL 2012
CONCEPTO	Después de haber incurrido en mora durante 1999 al anunciar el no pago de los intereses de los Bonos Par y Discount, el Ecuador elaboró una propuesta para reestructurar su deuda externa con acreedores privados en Agosto del 2000, y la misma que englobaba. De esta manera cada tenedor recibió como pago una parte proporcional de los colaterales de los Bonos Brady más nuevos Bonos Globales a 12 y 30 años. Los de 12 años eran opcionales por parte del acreedor, tenían mayor tasa de interés y menor plazo pero al canjearlos se lo hacía con un descuento del 35%.
EMISOR - ENTIDAD EMISORA	Ministerio de Finanzas a nombre de la República del Ecuador.
AGENTE PAGADOR	Chase Manhattan Bank
MONEDA	US Dólares norteamericanos.
INTERÉS	Tasa de Interés pagadera en cupones semestrales. Inicia con un 4% anual, cada año se incrementa la tasa en 1% hasta llegar al 10% definitivo.
AMORTIZACIÓN	Al vencimiento.
PLAZO	30 años.
FECHA DE EMISIÓN	15 de Agosto del 2000.
RENDIMIENTO	En función del plazo por vencer del título, de la tasa de interés y del precio de compra.
CLÁUSULA ADICIONAL MANEJO ACTIVO DE DEUDA	Se permite el retiro adelantado del capital a precio de mercado por un monto mínimo del 3% anual del monto nominal, comenzando en Agosto del 2006.
	Se permite el retiro adelantado del capital a precio de mercado por un monto mínimo del 10% anual del monto nominal, comenzando en Noviembre del 2006.

TABLA # 3

EMPRESAS QUE EMITIERON OBLIGACIONES			
SECTOR: INDUSTRIAS MANUFACTURERAS			
Nº	EMPRESAS EMISORAS	AÑO	MONTO DÓLARES
1	ADELCA S.A. - ACERIA DEL ECUADOR	2002	6.500.000
2	CEDAL S.A. - CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO	2001	1.500.000
3	ELECTROCABLES S.A.	2004	5.000.000
	ELECTROCABLES S.A.	2005	3.585.000
4	INDUSTRIAS ALES C.A.	2003	5.000.000
5	LA FABRIL S.A.	2003	5.000.000
6	LIFE C.A. - LABORATORIO FARMACÉUTICO	2005	1.000.000
7	PINTURAS UNIDAS S.A.	2002	1.000.000
8	PINTURAS CONDOR S.A.	2002	2.115.000
	PINTURAS CONDOR S.A.	2003	1.385.000
9	PLÁSTICOS DEL LITORAL S.A.	2005	1.545.000
10	PRONACA C.A.- PROCESADORA NACIONAL DE ALIMENTOS	2003	10.000.000
TOTAL			43.630.000
<i>FUENTE: Bolsa de Valores de Guayaquil</i>			

TABLA # 4

EMPRESAS QUE EMITIERON OBLIGACIONES			
SECTOR: CONSTRUCCIÓN			
Nº	EMPRESAS EMISORAS	AÑO	MONTO
1	CONSTRUCTORA INMOBILIARIA ARGOS .S.A	2002	1.229.000
	CONSTRUCTORA INMOBILIARIA ARGOS .S.A	2003	700.000
	CONSTRUCTORA INMOBILIARIA ARGOS .S.A	2005	2.210.000
2	EDESA S.A.	2001	5.000.000
	EDESA S.A.	2003	1.050.000
3	FUROIANI OBRASY PROYECTOS S.A.	2005	775.000
	TOTAL		10.964.000

FUENTE: Bolsa de Valores de Guayaquil

TABLA # 5

EMPRESAS QUE EMITIERON OBLIGACIONES			
SECTOR: COMERCIO POR MAYOR Y MENOR, RESTAURANTES Y HOTELES			
Nº	EMPRESAS EMISORAS	AÑO	MONTO
1	AGRIPAC S.A.	2003	1.650.000
	AGRIPAC S.A.	2004	1.350.000
2	CARTIMEX S.A.	2005	1.000.000
3	CASABACA S.A.	2001	3.000.000
	CASABACA S.A.	2003	3.000.000
	CASABACA S.A.	2005	4.000.000
4	CASA COMERCIAL TOSI S.A.	2004	3.500.000
	CASA COMERCIAL TOSI S.A.	2005	2.500.000
5	DIST. FARMACÉUTICA ECUATORIANA-DIFARE S.A.	2002	1.758.000
	DIST. FARMACÉUTICA ECUATORIANA-DIFARE S.A.	2003	253.000
	DIST. FARMACÉUTICA ECUATORIANA-DIFARE S.A.	2004	4.000.000
	DIST. FARMACÉUTICA ECUATORIANA-DIFARE S.A.	2005	4.000.000
6	GMAC DEL ECUADOR S.A.	2003	8.660.000
	GMAC DEL ECUADOR S.A.	2004	15.000.000
	GMAC DEL ECUADOR S.A.	2005	20.000.000
7	HOTEL INTERNACIONAL COLON C.A	2001	3.720.000
	HOTEL INTERNACIONAL COLON C.A	2002	280.000
8	HOV.HOTELERA QUITO S.A.	2002	2.840.000
	HOV.HOTELERA QUITO S.A.	2003	2.160.000
	HOV.HOTELERA QUITO S.A.	2005	6.730.000
9	ICESA - ORVE S.A.	2005	1.000.000
10	MACOSA S.A	2001	690.000
	MACOSA S.A	2002	300.000
	MACOSA S.A	2003	10.000
	TOTAL		91.401.000

FUENTE: Bolsa de Valores de Guayaquil

TABLA # 6

EMPRESAS QUE EMITIERON OBLIGACIONES			
SECTOR: TRANSPORTE, ALMACENAMIENTO Y COMUNICACIONES			
Nº	EMPRESAS EMISORAS	AÑO	MONTO
1	SERVICIOS CYBER CELL S.A.	2004	1.200.000
TOTAL			1.200.000
<i>FUENTE: Bolsa de Valores de Guayaquil</i>			

TABLA # 7

EMPRESAS QUE EMITIERON OBLIGACIONES			
SECTOR: ESTABLACIMIENTOS FINANCIEROS, BIENES INMUEBLES, SERVICIOS PRESTADOS A LAS EMPRESAS			
Nº	EMPRESAS EMISORAS	AÑO	MONTO
1	BANCO BOLIVARIANO S.A. (1)	2002	2.200.000
	BANCO BOLIVARIANO S.A. (1)	2003	560.000
	BANCO BOLIVARIANO S.A.	2002	1.170.000
	BANCO BOLIVARIANO S.A.	2003	8.570.000
2	BANCO GUAYAQUIL S.A.	2003	15.000.000
3	BANCO DEL PICHCINCHA S.A.(1)	2003	6.000.000
	BANCO DEL PICHCINCHA S.A.(2)	2005	36.000.000
4	BANCO RUMIÑAHUI S.A.	2004	3.800.000
	BANCO RUMIÑAHUI S.A. (2)	2005	237.000
5	CORPORACIÓN MULTI BG	2004	8.000.000
	CORPORACIÓN MULTI BG (2)	2004	2.000.000
	CORPORACIÓN MULTI BG (2)	2005	3.000.000
6	CTH S.A.-CORP.DES. MERC. SEC. HIPOTECAS	2002	6.795.000
	CTH S.A.-CORP.DES. MERC. SEC. HIPOTECAS	2003	2.320.000
	CTH S.A.-CORP.DES. MERC. SEC. HIPOTECAS	2005	3.500.000
7	DINERS CLUB DEL ECUADOR S.A.	2004	15.000.000
	DINERS CLUB DEL ECUADOR S.A.	2005	14.910.000
	DINERS CLUB DEL ECUADOR S.A.(2)	2005	16.010.000
8	INTEROC S.A.	2002	1.500.000
	INTEROC S.A.	2003	750.000
	INTEROC S.A.	2004	250.000
	INTEROC S.A.	2005	1.800.000
9	MASTERCARD S.A. (2)	2001	3.000.000
10	PRODUBANCO S.A. (1)	2003	10.050.000
	PRODUBANCO S.A. (1)	2005	6.500.000
TOTAL			168.922.000

FUENTE: Bolsa de Valores de Guayaquil

(1) Convertibles en Acciones

(2) Papel Comercial

TABLA # 8

EMPRESAS QUE EMITIERON OBLIGACIONES		
AÑO 2001		
Nº	EMPRESAS EMISORAS	MONTO
1	CEDAL S.A. - CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO	1.500.000
2	EDESA S.A.	5.000.000
3	CASABACA S.A.	3.000.000
4	HOTEL INTERNACIONAL COLON C.A	3.720.000
5	MACOSA S.A	690.000
6	MASTERCARD S.A	3.000.000
TOTAL		16.910.000
<i>FUENTE: Bolsa de Valores de Guayaquil</i>		

TABLA # 9

EMPRESAS QUE EMITIERON OBLIGACIONES		
AÑO 2002		
Nº	EMPRESAS EMISORAS	MONTO
1	ADELCA S.A. - ACERIA DEL ECUADOR	6.500.000
2	PINTURAS UNIDAS S.A..	1.000.000
3	PINTURAS CONDOR S.A	2.115.000
4	CONSTRUCTORA INMOBILIARIA ARGOS .S.A	1.229.000
5	DIST. FARMACÉUTICA ECUATORIANA-DIFARE S.A.	1.758.000
6	HOTEL COLON C.A	280.000
7	HOV.HOTELERA QUITO S.A.	2.840.000
8	MACOSA S.A	300.000
9	BANCO BOLIVARIANO S.A.	3.370.000
10	CTH S.A.-CORP.DES. MERC. SEC. HIPOTECAS	6.795.000
11	INTEROC S.A.	1.500.000
TOTAL		27.687.000
<i>FUENTE: Bolsa de Valores de Guayaquil</i>		

TABLA # 10

EMPRESAS QUE EMITIERON OBLIGACIONES		
AÑO 2003		
Nº	EMPRESAS EMISORAS	MONTO
1	LA FABRIL S.A.	5.000.000
2	INDUSTRIAS ALES C.A.	5.000.000
3	PINTURAS CONDOR S.A.	1.385.000
4	PRONACA C.A.- PROCESADORA NACIONAL DE ALIMENTOS	10.000.000
5	CONSTRUCTORA INMOBILIARIA ARGOS .S.A	700.000
6	EDESA S.A.	1.050.000
7	AGRIPAC S.A.	1.650.000
8	CASABACA S.A.	3.000.000
9	DIFARE S.A	253.000
10	GMAC DEL ECUADOR S.A.	8.660.000
11	HOV.HOTELERA QUITO S.A.	2.160.000
12	MACOSA S.A	10.000
13	BANCO BOLIVARIANO S.A.	9.130.000
14	BANCO GUAYAQUIL S.A.	15.000.000
15	CTH S.A.-CORP.DES. MERC. SEC. HIPOTECAS	2.320.000
16	INTEROC S.A.	750.000
17	PRODUBANCO S.A.	10.050.000
TOTAL		76.118.000

FUENTE: Bolsa de Valores de Guayaquil

TABLA # 11

EMPRESAS QUE EMITIERON OBLIGACIONES		
AÑO 2004		
Nº	EMPRESAS EMISORAS	MONTO
1	ELECTROCABLES S.A.	5.000.000
2	AGRIPAC S.A.	1.350.000
3	CASA COMERCIAL TOSI S.A.	3.500.000
4	DIST. FARMACÉUTICA ECUATORIANA-DIFARE S.A.	4.000.000
5	GMAC DEL ECUADOR S.A.	15.000.000
6	SERVICIOS CYBER CELL S.A.	1.200.000
7	BANCO RUMIÑAHUI S.A.	3.800.000
8	CORPORACIÓN MULTI BG	10.000.000
9	DINERS CLUB DEL ECUADOR S.A.	15.000.000
10	INTEROC S.A.	250.000
TOTAL		59.100.000
<i>FUENTE: Bolsa de Valores de Guayaquil</i>		

TABLA # 12

EMPRESAS QUE EMITIERON OBLIGACIONES		
AÑO 2005		
Nº	EMPRESAS EMISORAS	MONTO
1	BANCO DEL PICHINCHA S.A.	36.000.000
2	BANCO RUMIÑAHUI S.A.	237.000
3	CONSTRUCTORA INMOBILIARIA ARGOS .S.A	2.210.000
4	FUROIANI OBRASY PROYECTOS S.A.	775.000
5	ELECTROCABLES S.A.	3.585.000
6	LIFE C.A.	1.000.000
7	PLÁSTICOS DEL LITORAL S.A.	1.545.000
8	CARTIMEX S.A.	1.000.000
9	CORPORACIÓN MULTI BG	3.000.000
10	CTH S.A.-CORP.DES. MERC. SEC. HIPOTECAS	3.500.000
11	CASABACA S.A.	4.000.000
12	CASA COMERCIAL TOSI S.A.	2.500.000
13	DIST. FARMACÉUTICA ECUATORIANA-DIFARE S.A.	4.000.000
14	DINERS CLUB DEL ECUADOR S.A.	30.920.000
15	GMAC DEL ECUADOR S.A.	20.000.000
16	HOV.HOTELERA QUITO S.A.	6.730.000
17	ICESA - ORVE S.A.	1.000.000
18	INTEROC S.A.	1.800.000
19	PRODUBANCO S.A.	6.500.000
TOTAL		130.302.000

FUENTE: Bolsa de Valores de Guayaquil

BIBLIOGRAFÍA

1. ARTHUR ANDERSEN. Diccionario de Economía y Negocios. 1997. España. Editorial Espasa.
2. BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL. Información Estadística Econ. Fabricio Arellano, Econ. Fátima Alvarado, Econ. Karina Palma.
3. BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL. Listado de las Casas de Valores. www.mundobvg.com
4. BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL. Manual ABC Bursátil. Primera Edición. 1998, Pág. 41-47, 66
5. BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL. Manual de Renta Fija. Primera Edición 1998, págs. 29-59. Segunda Edición. 2000, Pág. 5
6. BOLTEN STEVEN E. Manual de Administración Financiera. 1992. Volumen 2 y 3. Editorial Limusa. Pág. 216
7. CALIFICADORA DE RIESGO HUMPHREYS S.A. Metodología y/o Categorías para la calificación de riesgos, Procesos de calificación de riesgo. Ing. Pilar Panchana.
8. JAMES VAN HORNE, Administración Financiera. 1993. México. Novena Edición. Prentice Hall Inc. Págs. 484-550
9. JOSÉ LEYVA SAAVEDRA. El Contrato Leasing. 1995 s.l.
10. LEY DEL MERCADO DE VALORES – Codificación 1 Oficial N° 215 de 22 Febrero del 2006.

11. MARTÍN SABINE., Finanzas Corporativas. 1992. Barcelona, España. Primera Edición. Ediciones Gestión 2000. Págs. 25-38
12. PABLO FERNANDEZ, Valoración de Empresas. 1995. Barcelona, España. Segunda Edición. Editora: División Irwin., págs.:39-47, 575-581
13. PABLO HERNÁNDEZ SAMPIERI, CARLOS FERNÁNDEZ COLLADO, PILAR BAPTISTA LUCIO. Metodología de la Investigación. 1991. México. Primera Edición. McGraw Hill Interamericana de México S.A.
14. REGLAMENTO DEL MERCADO DE VALORES – R.O. 778, 11/09/1995.
15. REGLAMENTO GENERAL A LA LEY DEL MERCADO DE VALORES. Decreto Ejecutivo 390. R.O. 87, 14/XII/98
16. REGLAMENTO PARA LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES Y PAPEL COMERCIAL – R.O. Nº 666 19-09-2002, Págs. 21- 28
17. REGLAMENTO SOBRE EL CONTRATO DE UNDERWRITING. Resolución Nº CNV 95-011. R.O. 778, 11/IX/95.
18. RICHARD A. BREALEY, STEWART C. MYERS, Manual de Finanzas Corporativas. 1995. Colombia. Tomos I y II. McGraw Hill Interamericana S.A. Transversal
19. SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑIAS. Historia y Funciones del Mercado de Valores Ecuatoriano. www.supercias.gov.ec
20. SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑIAS. Manual Operativo para valoración a precios de Mercado de Valores de contenido crediticio y de participación y de procedimientos de aplicación. www.supercias.gov.ec

21. SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑIAS. Mecanismo de Negociación de para Valores de Renta Fija. www.supercias.gov.ec
22. STEPHEN A. ROSS, RANDALPH W. WESTER FIELD, JEFFREY F. JAFFE. Finanzas Corporativas. 1995. España. Tercera Edición. Editora: División Irwin, págs.:53-57, 79-83, 253-258
23. WALTER SPURRIER. Fascículo: Mercado de Valores: "Acciones Repuntan". Análisis Semanal N° 22, año 2006. Ecuador. Págs. 273-284
24. Y. BERNARD – J.C. COLLI. Diccionario Económico y Financiero. 1981. España. Tercera Edición. Asociación para el Progreso de la Dirección.