



REPÚBLICA DEL ECUADOR

UNIVERSIDAD TECNOLÓGICA EMPRESARIAL DE GUAYAQUIL

FACULTAD DE EDUCACIÓN A DISTANCIA Y POSTGRADO

TESIS DE GRADO PREVIA LA OBTENCIÓN DEL TÍTULO DE  
MAGISTER EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS

**CREACIÓN DE UN FONDO DE GARANTÍA, O DE UNA  
SOCIEDAD ANONIMA DE CARÁCTER MERCANTIL, CON  
CAPITAL MIXTO PARA LAS PYMES DEL MERCADO DE  
VALORES.**

**AUTOR**

ING. COM. CESAR ARTURO SOTOMAYOR SOTOMAYOR

**TUTOR**

DR. OLMEDO FARFAN

GUAYAQUIL – ECUADOR

**2014**



## **DECLARACIÓN EXPRESA**

Por medio de la presente declaro ante el Consejo de Dirección de la Facultad de Postgrado de la UTEG que el trabajo de Tesis de Grado, previo a la obtención del Título de “Magister en Administración y Dirección de Empresas”, denominado **“Creación de un fondo de garantía para las Pymes del Mercado de Valores”**, es de mi propia autoría, y cuyos contenidos expuestos son de mi total responsabilidad, por lo que me reservo el derecho legal sobre el mismo.

Guayaquil, 1 de Septiembre de 2014

---

**CÉSAR ARTURO SOTOMAYOR SOTOMAYOR**

El momento en el que el esclavo decide que ya no va a ser esclavo, sus cadenas se caen al suelo. Se libera y demuestra cómo hacerlo a los demás. La libertad y la esclavitud son estados mentales.

**(Mahatma Gandhi)**

## **DEDICATORIA**

Este trabajo se lo dedico a Dios, quien con su infinita bondad me ha permitido llevar a cabo la presente investigación...y a mi madre Gladys Edith, quien con su amor y un gran ejemplo de superación personal, ha sido la luz y la fuerza invisible que guía mis pasos.

## **AGRADECIMIENTOS**

Agradezco a Dios, por caminar a mi lado y mantener incólume mi espíritu durante el tiempo que pospuse la realización de este trabajo de investigación.

A mi madre Gladys Edith, a Maggy, a mis hijos César Jenserik y Juan Alfredo por su apoyo moral y afectivo, sin los que no habría podido culminar esta etapa de mis estudios.

A Cristóbal y su Millón de Amigos.

A mi Tutor y al personal de la Facultad de Postgrado por sus acertadas sugerencias y recomendaciones que han contribuido al desarrollo del presente trabajo de investigación hasta alcanzar la meta trazada.

Al Prof. Víctor Galarza Idrovo, Corrector Gramatical de la Tesis.

## RESUMEN

El objetivo principal de esta tesis es el de facilitar el acceso de las Pymes al Mercado de Valores, generando información relevante para que sea usada por el Poder Ejecutivo o Legislativo del Ecuador, como un documento de trabajo que sirva para la ‘creación de un fondo de garantía’, o de una Sociedad Anónima de carácter mercantil, con capital mixto, cuya finalidad sería la de respaldar las Ofertas Públicas provenientes de la Emisión de Obligaciones de Corto y Largo Plazo Sindicadas, y Valores emitidos en el Registro Especial Bursátil (REB), que realicen todas las empresas clasificadas en el Ecuador como pequeñas y medianas. (Pymes).

La reducción de la percepción del riesgo de los inversionistas adquirientes de los títulos o valores provenientes de las mencionadas ofertas públicas, podría ser factible con las propuestas presentadas en esta tesis, y con la participación activa de los actores que confluyen en el Mercado de Valores, tales como la Superintendencia de Compañías, Superintendencia de Bancos y Seguros, Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (BIESS), Corporación Financiera Nacional (CFN), Emisores de Valores, Bolsas de Valores y los Inversionistas Institucionales<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Ley de Mercado de Valores – Título XIV, Capítulo I, Art. 74.- **De los inversionistas institucionales.**- Para efectos de esta Ley, se entenderá por **inversionistas institucionales**, a las instituciones del sistema financiero públicas o privadas, a las mutualistas de ahorro y crédito para la vivienda, a las cooperativas de ahorro y crédito que realicen intermediación financiera con el público, a las compañías de seguros y reaseguros, a las corporaciones de garantía y retrogarantía, a las sociedades administradoras de fondos y fideicomisos y, toda otra persona jurídica y entidades que el C.N.V. señale como tal, mediante norma de carácter general, en atención a que el giro principal de aquéllas sea la realización de inversiones en valores u otros bienes y que el volumen de las transacciones u otras características permita calificar de significativa su participación en el mercado. Los inversionistas institucionales operarán en el mercado bursátil por intermedio de casas de valores, cuando fuere el caso; y, en el mercado extrabursátil a través de operadores, bajo responsabilidad solidaria, los mismos que deberán estar inscritos en el Registro del Mercado de Valores.

## **ABSTRACT**

This thesis has been carried out with the aim of facilitating a good access of SMEs to the Securities Market, generating a quite relevant information to be used by the Ecuadorian Executive or Legislative Branches analyze this thesis as a working document, valid for the "creation of a guarantee fund" or a mercantile corporation with a mixed capital, whose purpose would be to support the Tender Offers from the Debentures Short and Long Term Syndicated and securities issued in the Stock Special Registry (REB), performing all the enterprises classified in Ecuador like small or medium. (SMEs).

To reduce the risk perception of investors purchasers of securities from those public securities offerings, could be feasible with the proposals suggested in this thesis, and also with the active participation of actors converge in the stock market, such as the Superintendence of Companies, of Banks and of Insurance Offices Bank of the Ecuadorian Institute of Social Security (BIESS), National Finance Corporation (CFN), Issuers, Securities Markets and Institutional Investors.



FACULTAD DE ESTUDIOS A DISTANCIA Y POSTGRADO

EL JURADO EXAMINADOR OTORGA A LA PRESENTE TESIS:

CALIFICACIÓN: \_\_\_\_\_

EQUIVALENCIA: \_\_\_\_\_

MIEMBROS DEL TRIBUNAL

PRESIDENTE: \_\_\_\_\_

PRIMER VOCAL: \_\_\_\_\_

SEGUNDO VOCAL: \_\_\_\_\_

## INDICE GENERAL

	PÁG.
CARATULA	I
PÁGINA DE RESPETO	II
DECLARACIÓN EXPRESA	III
FRASE	IV
DEDICATORIA	V
AGRADECIMIENTOS	VI
RESUMEN	VII
ABSTRACT	VIII
TRIBUNAL DE GRADUACIÓN	IX
ÍNDICE GENERAL	X
ÍNDICE DE TABLAS	XII
ÍNDICE DE GRÁFICOS	XIII
ÍNDICE DE ANEXOS	XIV

### INDICE GENERAL DE LA TESIS

INTRODUCCION	1
--------------	---

#### CAPÍTULO I

1. Diseño de la investigación	3
1.1. Antecedentes de la investigación	3
1.2. Problema de la investigación	8
1.2.1. Planteamiento del problema	8
1.2.2. Formulación del problema de investigación	8
1.2.3. Sistematización del problema de investigación	8
1.3. Objetivos de la investigación	10
1.3.1. Objetivo general	10
1.3.2. Objetivos específicos	10
1.4. Justificación de la investigación	11
1.5. Marco de referencia de la investigación	12
1.5.1. Marco teórico	12
1.5.2. Marco conceptual	25

	PÁG.
1.6. Formulación de la hipótesis y variables	28
1.6.1. Hipótesis general	28
1.6.2. Hipótesis particulares	28
1.6.3. Variables (Independientes y dependientes)	29
1.7. Aspectos metodológicos de la investigación	29
1.7.1. Tipo de estudio	29
1.7.2. Método de investigación	30
1.7.3. Fuentes y técnicas para la recolección de información	30
1.7.4. Tratamiento de la información	31
1.8. Resultados e impactos esperados	31

## CAPÍTULO II

2. Análisis, presentación de resultados, y diagnóstico	33
2.1. Análisis de la situación actual	33
2.2. Análisis comparativo, evolución, tendencias y perspectivas	34
2.3. Presentación de resultados y diagnósticos	39

## CAPÍTULO III

3. Propuesta de creación	54
3.1. Administración, financiamiento e implementación de propuesta	54
3.2. Verificación de la hipótesis	64
3.2.1. Hipótesis General	64
3.2.2. Hipótesis Particulares	65
4. CONCLUSIONES	66
5. RECOMENDACIONES	68
6. BIBLIOGRAFÍA	69
7. ANEXOS	71

## INDICE DE TABLAS

	PÁG.
1. Factores limitantes del acceso al crédito bancario determinados por el Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores	13
2. Clasificación de las PYMES en Ecuador	26
3. ‘Autorización de Oferta Pública VS Crédito Bancario al Sector Productivo productivo sin Pymes’	46
4. Volumen de crédito por segmento de crédito – Instituciones Financieras (IFI’s) Privadas (Febrero 2013 – Febrero 2014).	37
5. Volumen de crédito por segmento de crédito – Instituciones Financieras (IFI’s) Públicas (Febrero 2013 – Febrero 2014).	38
6. Emisiones de Obligaciones y de Papel Comercial debidamente autorizadas a Compañías clasificadas en los segmentos ‘grandes’ y ‘pymes’ dentro de los períodos 2010, 2011, 2012, 2013 y Marzo 2014	51
7. Empresas clasificadas como Pymes y que hayan reportado Estados Financieros de los años 2010 y 2011 bajo ‘Normas Ecuatorianas de Contabilidad’ (NEC), y Reportes de Estados Financieros por los períodos 2010, 2011 y 2012 remitidos bajo ‘Normas Internacionales de Información Financiera’ (NIIF), ambas con corte a Julio de 2013	52
8. Costeo de crédito pymes (Banco del Pacifico S.A.)	53
9. Costeo de alternativa de emisión de obligaciones.	54
10. Costos financieros de emisión de obligaciones y crédito financiero	55
11. Balance General, Estado de Resultados e Índices Financieros de la Compañía “NOPERTI” Cía. Ltda.	51
12. Valor de los fondos del Seguro de Depósito Consolidado.	67

## **INDICE DE GRÁFICOS**

	<b>PÁG.</b>
1. Concentración de Pymes en Ecuador, clasificadas por provincia.	27
2. El emprendimiento (creación de una empresa) y sus 5 fases.	28
3. Distribución de las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas por sus actividades comerciales	31

## INDICE DE ANEXOS

	PÁG.
1. Detalle de las emisiones de Obligaciones y de Papel Comercial correspondientes a los años 2010, 2011, 2012, 2013 y Marzo 2014	71- 82
2. Informe de Calificación de Riesgo, realizada por la “Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana” SCRL S.A. a la Compañía “ESLIVE” S.A. (clasificada como Empresa Mediana en la primera emisión de Obligaciones)	85-105
3. Detalle histórico de las Calificaciones de Riesgo otorgadas a las emisiones de Obligaciones y de Papel Comercial debidamente aprobadas.	106-113
4. Detalle de valores de Renta Fija anotados por empresas ecuatorianas en el Registro Especial para Valores no Inscritos (REVNI), mantenidos por las Bolsas de Valores de Guayaquil y Quito	114-115

## 1. INTRODUCCIÓN

El ‘riesgo’ inherente de una inversión financiera puede significar que los inversores demanden mayores garantías que mitiguen el riesgo de no pago de los títulos valores provenientes de las Emisiones de Obligaciones a corto y largo plazo, y del Registro Especial Bursátil (REB) negociados en el mercado primario, y que propicie el mejoramiento de la categoría de calificación de riesgo asignada a los tipos de emisión de obligaciones referidos, con el consecuente efecto en la reducción de los costos de estructuración y financiamiento de los mencionados procesos.

Del planteamiento de esta realidad surge la necesidad de crear un mecanismo de cobertura (‘Fondo de Garantía para las Pymes del Mercado de Valores’) que cubra el 100 % de los valores que emitan y coloquen las Compañías del Segmento Pymes pertenecientes a los sectores priorizados<sup>2</sup> establecidos por la Secretaría Nacional de Planificación y Desarrollo (Senplades), el cual, para la propuesta contenida en el Plan ‘A’, estaría integrado con recursos públicos y administrado por el Banco Central del Ecuador a través de un fideicomiso. La ejecución de la propuesta contenida en el Plan ‘B’, sería en base a recursos públicos y privados, y sería administrado por una sociedad anónima de carácter mercantil denominada ‘Fondo Nacional de Garantía S.A.’

El presente trabajo de Tesis, propone que únicamente se beneficien de la protección del ‘Fondo de Garantía para las Pymes del Mercado de Valores’, aquellas empresas del segmento Pymes que operen en los **sectores específicos** y que contribuyan a cambiar la

---

<sup>2</sup><http://www.planificacion.gob.ec>

Sectores priorizados.- Se han identificado 14 sectores productivos y 5 industrias estratégicas para el proceso de cambio de la matriz productiva del Ecuador. Los sectores priorizados así como las industrias estratégicas serán los que faciliten la articulación efectiva de la política pública y la materialización de esta transformación, pues permitirán el establecimiento de objetivos y metas específicas observables en cada una de las industrias que se intenta desarrollar. De esta manera el Gobierno Nacional evita la dispersión y favorece la concentración de sus esfuerzos.

matriz productiva del Ecuador, señalados por el 'Senplades'. Para su mantenimiento se emitirían avales por un valor equivalente al monto de la emisión, los cuales serían descontados en la medida que la emisión de obligaciones se vaya amortizando con un costo de emisión igual al (2,5%), del monto de la emisión. Se confirmará la veracidad de la hipótesis planteada, presentando un caso real en que la Calificación de Riesgo mejore una categoría cuando se incorpore una 'Garantía Específica' a la emisión de obligaciones. También presentaremos la evolución financiera y los costos globales de financiamiento de este mecanismo de financiamiento.

## CAPÍTULO I

### 1. DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN

#### 1.1. Antecedentes de la investigación

De acuerdo a los estudios de esta materia, la evolución de las empresas del segmento Pymes tiene su origen en la Ley de Fomento Industrial (1972) y están concentradas en las ciudades de Quito y Guayaquil. Las políticas de estado emprendidas por los Gobiernos, para potenciarlas como motor dinamizador de la economía no han sido suficientes, ya que, en mayor o menor proporción a lo largo de su desarrollo han experimentado, entre otros, un escaso nivel tecnológico, una baja producción y productividad, y una falta de crédito, por sus altos costos y por la dificultad para acceder a los mismos, aspectos que desnudan la realidad en la cual se desenvuelven las empresas de este segmento, la cual se pretende revertir con las propuestas que se plantearán en esta Tesis.

1.1.1. Una de las principales herramientas bibliográficas que evidencian la permanente falta de financiamiento de las Pymes se encuentra contenida en el estudio realizado por la Subsecretaria de Mipymes y Artesanías del Ministerio de Industrias y Productividad del Ecuador, denominado *Alternativas de Financiamiento a través del Mercado de Valores para Pymes – 2012*<sup>3</sup>, del cual se extraen las siguientes conclusiones:

---

<sup>3</sup>[http://www.industrias.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2012/08/2012\\_Alternativas\\_Financiamiento\\_PYMES\\_mercado\\_Valores.pdf](http://www.industrias.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2012/08/2012_Alternativas_Financiamiento_PYMES_mercado_Valores.pdf)

Que el peso del Mercado de Valores en la economía ecuatoriana es mínimo en comparación con los demás componentes del PIB y los demás mercados de la región y del mundo ya que no ha alcanzado la dinamización y peso necesario en la economía. Que el mercado de valores es elitista, y que presenta una mayor participación de grandes empresas como sugiere el 'ranking' de las compañías que utilizan la titularización y el papel comercial. Que apenas el 0.056% de establecimientos participa formalmente en el Mercado de Valores. Que el mercado 'REVNI' no acoge en su mayoría a las PYMES. Dicho estudio reconoce que, si bien es cierto el mercado continúa siendo elitista, en los últimos años la inserción de empresas de todo tamaño ha ido tomando fuerza, pues ahora no solo participan las grandes pues también intervienen las PYMES. Que existe una demanda insatisfecha de crédito del 46.79% frente al crédito requerido, de USD 4.739.375.443, crédito que no lo cubre nadie. Es por esto que el mercado de valores empata perfectamente como una alternativa para cubrir este déficit. Que el crédito proporcionado por el Mercado de Valores resulta más eficiente y eficaz que cualquier otra fuente de financiamiento. Que este producto se adapta a las necesidades de financiamiento de las empresas y sus posibilidades de pago a tasas de interés que son mayores respecto de la tasa pasiva para los inversionistas y menores que la tasa activa para los emisores, a plazos más prolongados que las que ofrece el sistema financiero tradicional. Que el crédito es esencial en la economía y en el proceso de convertirse en empresario, puesto que, garantiza que la corriente circular se cumpla eficientemente. Que la propuesta de Ley de Mercado de Valores a cargo del Ministerio de Coordinación de la Política Económica, trae consigo nuevas perspectivas, como la potencial democratización de esta actividad y el surgimiento del mercado alternativo

para PYMES, pero que, de todas formas, si no es difundida pero sobre todo aprovechada, estaremos en este mismo punto.

Finalmente dicho estudio considera que el ‘MILA’<sup>4</sup> es un antecedente importante e histórico en la revisión de la experiencia internacional, pues converge con la investigación realizada por el Ministerio de Industrias y Productividad del Ecuador, el cual puede ofrecer luces para el caso ecuatoriano empezando por la unión de las dos bolsas del país. Además, manifiesta que la experiencia internacional de Mercados de Valores sugiere que existen las mismas barreras de entrada para PYMES, entre ellas, **la falta de transparencia, la falta de información, los engorrosos procesos de oferta pública, la percepción de alto riesgo**. Igualmente señala que el mercado ‘REVNI’ sigue siendo insuficiente, aunque representa una alternativa atractiva para las PYMES debido a que las exigencias son relativamente menores que un proceso formal. El mercado ‘REVNI’ similar al ‘Mercado Alternativo Bursátil’ (MAB) de España, es sin duda, el más aceptado y difundido en las PYMES ecuatorianas, pero que se lo debe impulsar desde otra perspectiva, una que resulte más llamativa para empresas e inversionistas.

**1.1.2.** También se ha tomado como referencia la Tesis de grado denominada *Diagnóstico del sistema financiero ecuatoriano y propuesta de alternativa de financiamiento a través del capital de riesgo para Pymes*, escrita en el año 2010, de la cual se extraen las siguientes precisiones:

Se diagnostica al mercado de valores del Ecuador, con énfasis en el fomento al financiamiento para las PYMES, y se determina que debe implementarse el marco legal

para que la propuesta de **capital de riesgo** se adecue a la realidad ecuatoriana pues el Ecuador ahora presenta indicadores macroeconómicos positivos, pero que no son suficientes para mejorar la competitividad del país a nivel mundial. Que esto ha provocado que la inversión extranjera no ingrese al Ecuador como sucede en países vecinos, y que el Sistema Financiero Nacional (SFN) se convierta en la principal fuente de financiamiento para las PYMES. Determinó que, a nivel general, el sistema de instituciones financieras en los últimos cinco años se encuentra en óptimo desarrollo y crecimiento, siendo la Cartera de Crédito Comercial la que ha recibido los mayores recursos, mientras que la correspondiente al Microcrédito se encuentra en último lugar de prioridad, creándose de esta manera la necesidad de analizar la situación de las PYMES en el país, así como también de una nueva fuente de financiamiento para su desarrollo. El último censo empresarial a nivel de pequeñas y medianas empresas, realizado en el país en el año 2002, presentó una situación crítica de las PYMES, ya que el nivel tecnológico y de capacitación que se evidenció fue muy bajo. Las fuentes de financiamiento se han limitado al sector bancario, con altas tasas de interés, o ahorros personales. Que la importancia de las PYMES en la economía nacional es totalmente relevante, ya que generan más del 50% de empleo, y que, a pesar de esto, la atención que da el Mercado Monetario a este sector empresarial es insuficiente. Que el Mercado de Valores ha iniciado en este año el programa 'Mi Pyme Bursátil', el que ha tenido una buena acogida, pero únicamente con títulos de renta fija. La referida tesis propone que el **Capital de Riesgo** (Aportes de Capital) sea un nuevo mecanismo de financiamiento para PYMES. Este financiamiento se presenta en el patrimonio con inversionistas que entran como nuevos accionistas, a diferencia de un préstamo normal que se refleja en el pasivo, los inversores se involucran en la administración y gestión empresarial para

---

<sup>4</sup> Mercado Integrado Latinoamericano (Colombia, Perú, Chile)

obtener el rendimiento esperado y los inversionistas forman parte de los accionistas minoritarios de la empresa. Para que dicha propuesta sea viable se recomienda realizar ciertas reformas legales, así como también crear nuevos cuerpos legales especializados en la industria de ‘Capital de Riesgo’, prestando mayor atención a los derechos de accionistas minoritarios. Recomienda que los pequeños y medianos empresarios tengan flexibilidad para abrir el capital de la empresa a terceros en pro del crecimiento de la misma.

**1.1.3.** Del ciclo de conferencias sobre el Congreso Internacional Sudamericano

*Acceso de las Pymes al Mercado de Valores*, organizado por la

Superintendencia de Compañías el 21 de noviembre del 2013, se han tomado las siguientes referencias:

**Sandra Perea**, delegada para Emisores, Portafolios de Inversión y otros agentes de la **Superintendencia Financiera de Colombia**, explicó que en Colombia las micro, pequeñas y medianas empresas (Mipymes) son importantes generadoras de empleo y valor agregado de la economía. Que las Mipymes representan casi el 95% del universo empresarial de su país, constituido por el 65% del empleo y el 35% por la producción nacional, sin embargo, manifestó que en sus diferentes etapas de desarrollo, las firmas de menor tamaño encuentran varias limitaciones, entre ellas la de un difícil acceso al financiamiento.

**Alejandra Valladares**, representante de la **Superintendencia de Valores y Seguros de Chile**, señaló que en su país se ha emitido una normativa orientada a favorecer la participación de las pequeñas y medianas empresas en el mercado bursátil de su país, y

que la misma resuelve que la oferta privada no necesita inscribirse en el organismo de control, sino que debe estar dirigida a inversionistas calificados.

El **Empresario** ecuatoriano **León Suárez** afirmó que el Mercado de Valores es una buena opción para los empresarios, ya que los bancos ponen muchas barreras para conceder préstamos. También ha dicho que se debe estimular al Mercado de Valores para que pase a ser una nueva fuente de financiamiento.

## **1.2. Problema de la investigación**

### **1.2.1. Planteamiento del problema**

Existen escasas posibilidades para que las Pymes en el Ecuador puedan acceder a un financiamiento del Mercado de Valores, considerando como una gran limitación, a las sobre garantías exigidas por los inversionistas para adquirir este tipo de valores.

### **1.2.2. Formulación del problema de investigación**

¿Cuál sería la incidencia de la creación e implementación de un ‘Fondo de Garantía para las Pymes del Mercado de Valores’ como un Generador de Garantías, en el acceso a un mecanismo de financiamiento no tradicional como lo es la emisión de obligaciones por parte de las Pymes?

### **1.2.3. Sistematización del problema de investigación**

¿Es la falta de garantías suficientes el elemento que limita el acceso de las pequeñas y medianas empresas del Ecuador al mecanismo de financiamiento denominado ‘emisión de obligaciones’?

¿Cuál sería el número de compañías, clasificadas como Pymes que potencialmente se beneficiarían del mecanismo de garantía propuesto en esta tesis?

¿La aplicación de Garantías Específicas en la emisión de obligaciones promueve un incremento de categoría de Calificación de Riesgo en una Emisión de Obligaciones?

¿Es aceptable que el ‘Fondo de Garantía para las Pymes del Mercado de Valores’ sea identificado como una ‘Garantía Específica’<sup>5</sup> aplicable a los procesos de emisión de obligaciones?

Para responder dicho cuestionario se revisará la normativa legal vigente sobre aspectos específicos contenidos en la ‘Ley de Creación del Sistema de Garantía Crediticia (Ley 126, Ley 90, Ley 98-12)’, ‘Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones y su Reglamento’ (Decreto Ejecutivo # 757 de fecha 6 de mayo de 2011), la ‘Ley de Mercado de Valores y sus normas supletorias’, y el ‘Código Orgánico Monetario y Financiero’. Se revisará el instrumento legal que viabilizó la creación del ‘Fondo Nacional de Garantía S.A.’, de tal forma que, adaptada a la realidad económica – legal del Ecuador, genere seguridad jurídica al Inversionista adquirente de los títulos valores

---

<sup>5</sup> **Art. 14.- Garantía específica.-** Cuando una emisión de obligaciones, además de contar con garantía general, se respalde con garantía específica, ésta última deberá consistir en: prendas, hipotecas, avales, fianzas, cartas de crédito *stand by*, pólizas de seguro, certificados de depósito de mercaderías de fácil realización, fideicomisos mercantiles de garantía o aquellos de administración que constituyan fuente de pago, así como otras que, para el efecto, establezca el Consejo Nacional de Valores. La garantía específica deberá mantenerse vigente durante el plazo de emisión, debiendo otorgarse a favor del representante de los obligacionistas. ...(...)

provenientes de la emisión de obligaciones realizada por las Pymes del Ecuador.

También se observarán las referencias de las definiciones de las ‘pequeñas y medianas empresas’ (PYMES), que constan en el título I del Decreto Ejecutivo No. 7576 de fecha 6 de mayo de 2011, y Resolución No. SC-INPA-UA-G-10-0057 emitida por la Superintendencia de Compañías el 5 de Noviembre de 2010, publicada en el Registro Oficial No. 335 de fecha 7 de Diciembre de 2010, así como el número de empresas del segmento Pymes que han presentado balances bajo NIIF a la Superintendencia de Compañías durante los años 2011, 2012 y 2013.

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

#### **1.3.1. Objetivo General**

Contribuir con una iniciativa que permita el acceso de las Pymes al Mercado de Valores mediante un mecanismo de garantías basado en la creación de un ‘Fondo de Garantía para las Pymes del Mercado de Valores’ que minimice el riesgo de no pago de la emisión de obligaciones.

#### **1.3.2. Objetivos Específicos**

**a) Describir** la importancia de la ‘Garantía Específica’ en el mejoramiento de la categoría de calificación de riesgo, asignada a los procesos de emisión de obligaciones a

---

<sup>6</sup>Decreto Ejecutivo No. 757 suscrito por el Presidente de la República y la Ministra Coordinadora de la Producción, Empleo y Competitividad, con fecha 6 de mayo de 2011.

<sup>7</sup> La Resolución No. SC-INPA-UA-G-10-005 emitida por la Superintendencia de Compañías acoge la clasificación de las Pymes, de acuerdo a la normativa implantada por la Comunidad Andina en su Resolución 1260 y la legislación interna vigente.

efectos de sustentar que el ‘Fondo de Garantía para las Pymes del Mercado de Valores’ propuesto en esta Tesis tendría el mismo alcance de una ‘Garantía Específica’

**b) Exponer** el ahorro financiero en los costos globales de estructuración y financiamiento de una emisión de obligaciones versus los de un crédito financiero, a efectos de aceptar o rechazar la conveniencia de una u otra alternativa de financiamiento.

**c) Evaluar** el resultado que han tenido las empresas Pymes que han recurrido a la emisión de obligaciones como mecanismo de financiamiento del mercado de valores.

**d) Especificar** cuál de las dos propuestas de creación (Plan A, o B) del mecanismo de garantía denominado ‘Fondo de Garantía para las Pymes del Mercado de Valores’ es la más asequible, y, tomando como referencia la segmentación que realiza la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros a este de empresas, establecer el número de compañías que potencialmente se beneficiarían de este resguardo.

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

La creación del ‘**Fondo de Garantía para las Pymes del Mercado de Valores**’ propuesto en esta Tesis, busca crear el escenario adecuado para que las pequeñas y medianas empresas del Ecuador puedan optar por la Oferta Pública de Emisión de Obligaciones de corto y largo plazo ‘sindicadas’, o los valores que este tipo de empresas negocien en el ‘Registro Especial Bursátil’ (REB); logrando que la calificación de

riesgo asignada a este tipo de valores resulte atractiva para los inversionistas, y sus costos globales de financiamiento sean razonables.

Las escasas posibilidades de acceder a mecanismos de financiamiento que otorgan las Instituciones Financieras están ocasionando que las actividades productivas de las Pequeñas y Medianas Empresas se vean limitadas e imposibilitadas de ser competitivas, situación que se espera sea revertida con la implementación del mecanismo de garantía propuesto en este trabajo de Tesis.

## **1.5. Marco de Referencia de la Investigación**

Se observarán y analizarán experiencias o hechos relacionados con el problema de investigación, tales como el estudio realizado por el ‘Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores’, y por organismos estatales que promueven el Mercado de Valores; habrá una revisión de la literatura e información histórica pertinente al tema y problema propuesto.

### **1.5.1. Marco Teórico**

Con base en estos antecedentes, se elaborará el marco referencial (teórico y conceptual) que se enlazará con el problema de investigación planteado.

#### **1.5.1.1. Mesa Redonda Latinoamericana de Gobierno Corporativo organizada por el ‘Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores’**

El presente trabajo de investigación busca una vía que solucione el permanente déficit de mecanismos de financiamiento que tienen las Pymes ecuatorianas. Para el efecto, se considerarán como referenciales a otros trabajos investigativos que se van a ir mencionado en esta tesis, a más de la reunión de trabajo (Mesa redonda Latinoamericana de Gobierno Corporativo) organizada por el *Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores*<sup>8</sup>, realizado en Quito, Ecuador, el 20 de junio de 2013, en la cual se hizo un diagnóstico de la participación que las Pymes en relación al total de empresas en Iberoamérica, y su importancia como generadoras de empleo en la región. Además se establecieron los factores limitantes del acceso al crédito bancario, los cuales se detallan a continuación:

**Tabla No. 1**

1	Costos de transacción	Altos costos relacionados con la evaluación y seguimiento del crédito PYMES
2	Asimetrías de información	Selección Adversa: al no poderse evaluar la calidad crediticia, los otorgantes no pueden discriminar a los deudores con más riesgo; y, Riesgo Moral: la falta de información del acreedor puede incentivar al deudor a desviar los recursos a otros fines o descuidar su perfil crediticio.
3	<b>Sistema de garantías</b>	<b>La baja capacidad de obtener y ejecutar garantías por parte de las instituciones financieras limita la oferta de crédito para las PYMES.</b>
4	Protección de los acreedores	La oferta de crédito se verá limitada cuando el sistema legal no logre facilitar al acreedor la recuperación del crédito.

<sup>8</sup><http://www.iimv.org/>; El Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores es un organismo creado para impulsar el desarrollo de mercados de valores transparentes e íntegros, mejorar el conocimiento de su estructura y regulación, potenciar la armonización y fomentar la cooperación entre supervisores y reguladores. Se constituyó el 20 de mayo de 1999, por iniciativa del Ministerio de Economía y Hacienda y de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de España. Su estructura organizativa, adopta la naturaleza jurídica de Fundación sin ánimo de lucro. La pertenencia a la misma no supone desembolso económico alguno para sus países miembros que son: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, **Ecuador**, El Salvador, España, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, Portugal, R. Dominicana, Uruguay, y Venezuela.

5	Factores culturales y regulatorios	Las decisiones de financiamiento se ven afectadas por factores culturales relacionados con la formalidad de la empresa (cultura del pago), el marco regulatorio.
6	Factores macroeconómicos	Los niveles de inflación, tipo de cambio y tasas de interés, entre otras variables, pueden hacer menos atractivo el crédito a PYMES con respecto a otros tipos de crédito.
7	Factores históricos	Periodos históricos de nacionalización, crisis, rescate y privatización de la banca pueden determinar la disposición de ésta a otorgar crédito a los sectores con más riesgo (PYMES).
8	Propiedad del capital	El origen (extranjero vs. nacional) del capital de las instituciones financieras puede determinar su modelo de negocios con respecto a las PYMES.

Fuente: Foro sobre el acceso de las PYMES a los Mercados de Valores en Iberoamérica. Cartagena de Indias, del 17 al 19 de septiembre de 2012

Para que los *Mercados de Valores* sean una *alternativa de financiación*, el **Instituto**

**Iberoamericano de Mercado de Valores**, recomienda, entre otros, los siguientes

aspectos: **1.** Iniciativas por parte de las Administraciones públicas para estimular la

participación de las Pymes en los mercados: **a)** Dar apoyo a las Pymes por medio de

créditos para la financiación de costes iniciales de cotización: gastos para salida al

mercado o para estudios de previos de viabilidad, apoyo técnico (México, España,

Chile); **b)** Incentivos fiscales para empresas, para inversores directos y para vehículos

especializados (Reino Unido, Francia); y **c)** Regulación y supervisión eficiente:

equilibrio entre protección del inversor y carga regulatoria Pymes (condiciones de

admisión, obligaciones de información; Gobierno Corporativo; estándares de

contabilidad, etc.); **2.** Necesidad de contar con infraestructuras e instituciones

especializadas: **a)** Proveedores de liquidez y precios (creadores de mercado); **b)**

Intermediarios especializados (gestores de riesgos de crédito); **c)** Sociedades de Garantía

Recíproca. Asesores de Inversiones, Sponsor, etc. y **3.** Fomentar la estandarización y la

transparencia de los instrumentos. Mejorar la gestión de riesgos: **a)** Facilita la integración

de los mercados nacionales. **b)** Mejora la capacidad de los agentes de valorar los riesgos

y comparar instrumentos. **c)** Reduce la necesidad de depender de valoraciones externas.

**d)** Aporta liquidez a los mercados que deben contar con una participación activa de la industria; y, para que este resulte atractivo a los **inversionistas**. El **Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores** recomienda mejorar las estructuras de gobierno de las PYMES (creciente relevancia de inversores institucionales exigencia de una mayor transparencia y rendición de cuentas de administradores). El gobierno corporativo, suele ser un elemento común en los mercados y segmentos específicos para PYMES (obligaciones de gobierno corporativo adaptados a Pymes): Vigilancia del buen gobierno por parte de los ‘sponsors’ (patrocinadores). Códigos de conducta aplicables a los miembros del consejo de administración (TSX Venture). También señala que los mercados de valores iberoamericanos pueden ser una buena alternativa para la financiación de PYMES si: **a)** Se cuenta con una adecuada regulación (flexibilización de requisitos no significa menor protección del inversor). **b)** Los poderes públicos se coordinan y aúnan esfuerzos (gran número de programas existentes para las Pymes se traducen en la reiteración de experiencias). **c)** Se consigue una fuerte implicación del sector financiero privado.

El **Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores** ha observado que tanto en Ecuador, como a nivel regional, las pequeñas y medianas empresas suelen tener características homogéneas, tales como: **a)** Poseer estructuras familiares: concentración de la propiedad y control, la financiación de las PYMES (preferencia al endeudamiento vs instrumentos de renta variable). **b)** fuerte dependencia del crédito bancario y reducido papel de mercados de capitales, menos del 15% del total de créditos otorgados en América Latina se dirigen a las Pymes. **c)** Estos créditos son a corto plazo, a tipos de interés elevados, para financiar capital de trabajo, con un escaso financiamiento a largo plazo - relevante para expansión e inversión en activos fijos.

**1.5.1.2.** Otro de los trabajos de investigación referenciados en el marco teórico de la presente investigación lo constituye el compilado por Carlo Ferraro<sup>9</sup>, denominado 'Financiamiento de las Pymes en América Latina'<sup>10</sup> (publicado en Noviembre de 2011 con el auspicio de la Agencia Española de Cooperación Internacional para el Desarrollo (AECID), del cual se extrae las siguientes consideraciones:

*Que las instituciones bancarias en cuanto a información y garantías exigidas, además de las altas tasas de interés, figuran entre las principales causas por las cuales estas empresas no recurren al crédito bancario. Que los bancos comerciales son renuentes a otorgarles créditos, sobre todo si no son clientes frecuentes y carecen de cierta antigüedad en los negocios. Que los programas de crédito diseñados por instituciones públicas se difunden a través de los bancos comerciales y generalmente presentan un sesgo que favorece el financiamiento a las empresas de mayor tamaño, y además, los recursos que se destinan a inversiones de mediano y largo plazo son insuficientes.*

Dicha investigación también observa que, *la segmentación de los mercados financieros y la discriminación negativa hacia las pequeñas y medianas empresas son aspectos que prevalecen, en mayor o menor medida, en las economías latinoamericanas. Que la aplicación de diferenciales en las tasas de interés de los préstamos según el tamaño de empresa, la escasa participación de las pymes en el crédito al sector privado y la amplia utilización de proveedores y autofinanciamiento para obtener capital de giro o*

---

<sup>9</sup>Economista, oficial de asuntos económicos de la División de Desarrollo Productivo de la CEPAL.

<sup>10</sup>[http://www.eclac.org/ddpe/publicaciones/xml/0/45220/Financiamiento\\_a\\_pymes.pdf](http://www.eclac.org/ddpe/publicaciones/xml/0/45220/Financiamiento_a_pymes.pdf)

*llevar a cabo inversiones son elementos que denotan la existencia de dificultades de acceso al crédito para este tipo de actores. Que un acceso heterogéneo al financiamiento refuerza las desigualdades de las capacidades productivas y la inserción en los grandes mercados, creando un círculo vicioso que condena a los segmentos productivos caracterizados por la presencia de pequeñas y medianas empresas a una permanente vulnerabilidad y a un crecimiento deficiente que se ubica por debajo de las potencialidades de ese tipo de empresas (CEPAL, 2010). Que la importancia de los problemas de las pymes para disponer de financiamiento se refleja en la variedad de programas que se implementan para subsanarlos, en todos los países y desde hace varias décadas. Que el racionamiento del crédito puede obstaculizar los procesos de inversión para ampliar la capacidad de producción o realizar innovaciones y, en casos más extremos, incluso puede implicar el cierre de las empresas. Además, se sostiene que, el escaso desarrollo de las industrias de capital de riesgo o de mecanismos de financiamiento para start-up reduce la tasa de nacimiento de empresas y la posibilidad de contar con un mayor número de firmas dinámicas en la economía. Registra una baja participación de las empresas de menor tamaño en el crédito al sector privado es un problema que aqueja a todas las economías modernas desde hace muchos años. Que las argumentaciones que suelen esgrimirse para explicar esta baja participación son de diversa índole, y una de las principales se basa en la existencia de fallas en el funcionamiento de los mercados de créditos, esencialmente, por la insuficiente información con que cuentan los bancos para realizar las evaluaciones de riesgo. Que la experiencia indica que las empresas pequeñas tienen mayor facilidad para obtener financiamiento cuando: predominan los bancos públicos, la banca privada es de capital nacional, existen instituciones más chicas y con mayor flexibilidad*

---

*y se dispone de un banco nacional de desarrollo. De otra parte se afirma que, la falta de información sobre los proyectos de las empresas, sus ventas, potencialidad de crecimiento y la inexistencia o escasa transparencia de los balances contables, hace difícil la medición del riesgo de incobrabilidad por parte de las entidades financieras. Como resultado de la insuficiencia de información y de los riesgos atribuidos a estos créditos, se asevera que las instituciones financieras imponen la presentación de garantías para cubrirse del riesgo y elevan las tasas de interés. Que las pymes tienen enormes dificultades para cumplir con los requisitos que les son exigidos; por una parte muestran falencias técnicas asociadas a la presentación de las solicitudes de préstamo ante los bancos, esto incluye, el armado del proyecto, el diseño de una estrategia y la capacidad de reunir la documentación pertinente, y por otra, tienen dificultades que se centran en la falta de garantías suficientes, lo que constituye uno de los impedimentos más relevantes que enfrentan las empresas. Se sostiene que la escasa utilización del crédito bancario por parte de las pymes se adjudica, principalmente, a la insuficiencia de información y a los altos riesgos atribuidos a su financiamiento, lo que genera reticencia en las entidades bancarias a otorgarles préstamos, pero también se debe a los elevados costos del financiamiento, a las exigencias de los bancos y a la insuficiencia de garantías de las empresas.*

Se señala que los problemas en el funcionamiento de los mercados de crédito constituyen un obstáculo para el crecimiento económico de los países, y afectan, particularmente, a las pequeñas y medianas empresas, no sólo a las que se encuentran en actividad sino también a las que están por crearse. *Que la importancia de esto justifica la intervención de los gobiernos para atenuar las fallas en los mercados y potenciar el desarrollo productivo mediante el fortalecimiento de este tipo de agentes. Observan*

*que, al analizar las causas por las cuales las Pymes no recurren al crédito bancario se encuentran semejanzas entre los países de la región, aunque el peso de estas difiere según los casos. Las principales razones encontradas son las altas tasas de interés, la falta de garantías, los trámites burocráticos y la disponibilidad de recursos propios.*

Se manifiesta que en Brasil, Bolivia, Costa Rica, Panamá, El Salvador y México, las altas tasas de interés y la insuficiencia de garantías son los factores que más influyen en el uso de fuentes alternativas al crédito bancario para el financiamiento de las Pymes. *Que en El Salvador y en México, los bancos exigen elevados niveles de coberturas, que promedian el 150% y 200%, respectivamente. Que en Brasil, las trabas burocráticas también han sido un elemento determinante para que las pymes no recurran al crédito bancario (Chorro, 2010; Pavón, 2010; SEBRAE, 2009). Que en Argentina, según encuestas del Mapa PyME, la principal razón por la cual las empresas no pidieron crédito bancario fue la disponibilidad de recursos propios, seguida por las altas tasas de interés. Que en Chile, las pymes argumentan tener problemas para disponer de recursos bancarios, lo que atribuyen esencialmente a los altos costos y a la falta de garantías. Por otra parte se determina que, como resultado de la reticencia de las firmas a utilizar el crédito bancario, o debido a la imposibilidad de cumplir con los requisitos de las entidades financieras, en muchos casos se recurre al autofinanciamiento, y que entre las fuentes externas sobresale el financiamiento de proveedores (en Brasil este representa 70% de los recursos utilizados por las pymes, mientras que en México es de alrededor de 60%). Que también sobresale, en general, el uso de las tarjetas de crédito, pese a sus elevados costos, como fuentes de fondeo y liquidez, incluso para apalancar inversiones (esto último se evidencia en Brasil, México y El Salvador).*

*Que en síntesis, los países de la región presentan un cuadro caracterizado por un bajo grado de utilización de recursos bancarios por parte de las empresas de menor tamaño; que esto se verifica por la escasa participación de estas firmas en el stock de créditos al sector privado así como por el amplio uso de financiamiento de proveedores y recursos propios, tanto para inversión como para capital circulante. Que las razones predominantes que explican la baja solicitud de créditos bancarios son la insuficiencia de garantías y las altas tasas de interés, aunque también inciden en este comportamiento, la disponibilidad de recursos propios y las dificultades asociadas a los trámites burocráticos.*

- 1.5.1.3. A efectos de tener una visión de la situación de las MIPYMES y especialmente de la PYMES ecuatorianas, de la información contenida desde las páginas # 7 a # 10 del artículo publicado en el semanario económico del Diario El Telégrafo publicado el 2 de diciembre de 2013 denominado: ‘pequeños negocios, gran potencial, las claves de las Mipymes’, se extrae lo siguiente:

*Que, potenciar las Mipymes está entre las prioridades tanto del sector público como del privado; que Ecuador es un país de micro, pequeñas y medianas empresas, fundamentales en la creación de empleo y en la redistribución de riqueza, pero que su participación en la industria local y en las exportaciones todavía es baja. Que, considerar a las Mipymes (micro, pequeñas y medianas empresas) como algo menor en la economía del Ecuador es un error, que se rebate con las cifras: constituyen el 99,8% del total de empresas ecuatorianas y son responsables del 75% del empleo nacional, lo*

*que muestra la importancia de este sector en la contribución al aparato productivo nacional y al cambio de la matriz productiva, considerándolas como claves para el desarrollo y dinamismo del país, pero que sin embargo ese sector enfrenta desafíos no solo para exportar, sino para mejorar su productividad y competitividad. Que, tomando en cuenta las referidas cifras, el Gobierno estableció en 2009, en el Plan Nacional de Desarrollo, la necesidad de generar una estrategia para el desarrollo endógeno, que permita “un nuevo modo de generación de riqueza y redistribución para el Buen Vivir”. Que, de acuerdo a un estudio publicado en agosto (no especifica año) por el Ministerio de Industrias y Productividad (Mipro) y la Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales (Flacso), denominado Estudios Industriales de la Micro, Pequeña y Mediana Empresa se converge en que: “Las Mipymes en Ecuador tienen un enorme potencial para generar producción, empleo e ingresos y podrían constituirse en el motor del desarrollo del país, alcanzando mayores niveles de participación en el mercado internacional”. Que, para definir qué tipo de negocios son considerados como Mipymes, la Comunidad Andina de Naciones (CAN) definió en 2009, en la Resolución 1260, los parámetros: una microempresa tiene entre 1 y 9 trabajadores; la pequeña empresa, entre 10 y 49; la mediana, entre 50 y 199; y, la grande, más de 200 empleados. Según el último Censo Económico de 2010, realizado por el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC), del total de empresas en el país, el 95,4% corresponde a microempresas; el 3,8%, a pequeñas; el 0,6 %, a medianas; y, el 0,2%, a grandes. Que, según Wilson Araque, director del Área de Gestión de la Universidad Andina Simón Bolívar (UASB), que impulsa el Observatorio PyME, la contribución al empleo de las Pymes es clave, porque “de cada 4 empleos que se generan en el país, 3 son gracias a las Mipymes”. El 44% del empleo está ubicado en la microempresa; el 17%, en la pequeña; el 14%, en la mediana; y, el 25% en las empresas grandes.*

Dicho estudio establece que, Guayas y Pichincha son las provincias donde más Mipymes se asientan. Su distributivo se muestra en la siguiente Tabla.

**Tabla No. 2**

<b>Concentración de Pymes por Provincia</b>	
<b>Provincia</b>	<b>Porcentaje</b>
Guayas	23%
Pichincha	22%
Manabí	7%
Tungurahua	7%
Azuay	7%
Otras Provincias (# 19)	36%

Fuente: Censo Económico 2010, INEC

Elaboración: César Sotomayor S.

*Que, respecto al ciclo de emprendimiento, según datos de la revista Ekos, que cada año premia a las mejores pymes, el 70% de todas las empresas registradas son pequeñas y medianas empresas, y que ellas aportan más del 25% del PIB no petrolero del país. Sus ingresos en 2011 alcanzaron los \$ 23 mil millones y su contribución al Impuesto a la Renta llegó a más de \$ 270 millones.-Que el apoyo financiero fue el factor que generó mayores limitaciones en los negocios, pese a los programas tanto de la banca pública como privada. Entre los problemas, el estudio menciona la dificultad de nacientes y pequeñas empresas de acceder a créditos por el exceso de requisitos y garantías. Que la disposición de recursos para financiar micro, pequeñas y medianas empresas ha ido incrementándose cada año; como ejemplo se señala al Banco Nacional de Fomento (BFN), que otorgó microcréditos y créditos 555 (a 5 años, con 5% de interés por hasta \$ 5 millones), por más de \$ 280 millones en 2012, más del doble que en 2011 (122 millones) y un 250% más que en 2010 (cerca de \$ 80 millones), según cifras del Sistema Nacional de Información (SNI). Que, respecto a la industria y exportaciones, se aclara*

que una cosa es considerar las empresas micro, pequeñas y medianas y otra, las industrias con esas características, y que si bien el número de Mipymes en el total de empresas es muy significativo, su contribución al sector industrial todavía es pequeño. Que, según datos del INEC y el Mipro, las grandes industrias concentran el 90% de la producción total, y que en cuanto a número, las industrias pequeñas representan un 47%, las medianas 30%, y las grandes 23%, según la actividad, el 19,4% de las industrias se dedica a la rama textil, el 18,38% a la producción de alimentos, bebidas y tabaco, el 16,32% a la fabricación de productos metálicos, maquinaria y equipos. Que en menores proporciones se ubican la elaboración de productos minerales no metálicos y la industria maderera. Que según datos de 2010, el tipo de actividad que prima en las pequeñas y medianas empresas son los servicios y el comercio (Tabla No. 2); que esos y otros sectores evidencian una importante brecha de productividad laboral (ingreso por ventas y número de empleados).

**Tabla No. 3**

<b>Distribución de las pequeñas y medianas empresas por actividad</b>	
<b>Actividad</b>	<b>Porcentaje</b>
Servicio	66%
Comercio	22%
Manufactura	11%
Otros (Agricultura, Minas, Organizaciones, y Órganos Extraterritoriales)	1%

Fuente: Censo Económico 2010, INEC

Elaboración: César Sotomayor S.

La revista Ekos y su equipo de Investigación Ekos Negocios y la Unidad de Investigación Económica y de Mercado, UIEM, Corporación Ekos, ha elaborado un editorial denominado ‘Composición de las PYMES y sus ingresos por sector económico

(2012)”, en éste se detallan las Top 100 empresas medianas y pequeñas, para el efecto, entre otros, ha considerado los siguientes elementos:

*Que el Ecuador tiene más de 16.000 ‘Pymes’, pequeñas y medianas empresas. Indica que el análisis lo realizó a partir de la información entregada por el Servicio de Rentas Internas (SRI), en la que se detalla, a nivel de entidad, sus ingresos operacionales (totales), y que a partir de esta información hizo un procesamiento en dos partes. En primer lugar, se dejaron fuera de la base todos los registros relacionados con entidades públicas, fundaciones, organizaciones civiles, entre otras. Posteriormente, se clasificó a las entidades en función de sus ingresos operacionales. Dentro de esta clasificación se consideró como pequeñas a las empresas con ingresos anuales comprendidos entre los USD 100 mil y un millón, en tanto que las medianas manejan rubros de entre USD 1 y 5 millones anuales. Por otro lado, en base a la codificación CIIU (Clasificación Internacional Industrial Uniforme) de las Naciones Unidas, se indica que fue posible hacer una evaluación en base a actividades económicas, según las cifras que se manejan, se destaca el importante peso que tiene el sector comercial, que ocupa un 36,3% en lo que al total de empresas se refiere, y un 41,3% en relación al total de ingresos de las Pymes. Se sostiene que esta es una de las principales actividades en la economía ecuatoriana, especialmente en los últimos años, debido al incremento del consumo y a los mejores ingresos de la población.*

Se señala que las Pymes tuvieron un año 2012 favorable en lo que a nivel de ingresos se refiere y existe una importante concentración en el comercio, servicios y manufactura y que el desempeño de la economía en su conjunto incide de manera directa en los resultados de estas empresas, no obstante, los desafíos de las Pymes siguen siendo muy

importantes y también afectan los ingresos, de esta manera, la necesidad de inversión y acceso al crédito siguen siendo fundamentales.

## **1.5.2. Marco conceptual**

### **1.5.2.1. Clasificación de las pequeñas y medianas empresas, según la Superintendencia de Compañías del Ecuador**

La normativa legal con la cual se rige la clasificación de las pequeñas y medianas empresas (pymes) se encuentra en los parámetros señalados en la resolución No. SC-INPA-UA-G-10-005, emitida por la Superintendencia de Compañías del Ecuador (publicada en el R.O. No. 335 de 7-diciembre-2010) y en el Código Orgánico de la Producción e Inversiones (publicado en el R.O. Suplemento No. 351 de 29-diciembre-2010). La Superintendencia de Compañías del Ecuador en la mencionada resolución clasificó a las pequeñas y medianas empresas (pymes) de la siguiente forma: (Artículo Primero).- *DE LA CLASIFICACIÓN DE LAS COMPAÑÍAS.-Acoger la siguiente clasificación de las PYMES, de acuerdo a la normativa implantada por la Comunidad Andina en su Resolución 1260 y la legislación interna vigente.*

<b>Variables</b>	<b>Micro Empresas</b>	<b>Pequeñas Empresas</b>	<b>Medianas Empresas</b>	<b>Grandes Empresas</b>
<b>Personal Ocupado</b>	De 1 a 9	De 10 a 40	De 50 a 199	Mayor o igual a 200
<b>Valor Bruto de Venta Anuales</b>	Mayor o igual a 100,000	100,001 – 1'000,000	1'000,000 – 5'000,000	Mayor a 5'000,000
<b>Monto de Activos</b>	Hasta US \$ 100,000	De US \$ 100,001 hasta US \$ 750,000	De US \$ 750,001 hasta US \$ 3'999,999	Mayor o igual a US \$ 4'000,000

**1.5.2.2. Clasificación de las pequeñas y medianas empresas, según el Reglamento del Código Orgánico de la Producción**

La normativa legal aplicable a Mipymes también se encuentra contenida en el Reglamento del Código Orgánico de la Producción, contenido en el **Decreto Ejecutivo No. 757**, con fecha 6 de Mayo del 2011, del cual se extrae los siguientes elementos: a) **Micro empresa:** Es aquella unidad productiva que tiene entre 1 a 9 trabajadores y un valor de ventas o ingresos brutos iguales o menores de cien mil (US \$ 100.000,00); b) **Pequeña empresa:** Es aquella unidad de producción que tiene de 10 a 49 trabajadores y un valor de ventas o ingresos brutos anuales entre cien mil uno (US \$ 100.001,00) y un millón (US \$ 1'000.000,00) de dólares de los Estados Unidos de América; y, c)

**Mediana empresa:** Es aquella unidad de producción que tiene de 50 a 199 trabajadores y un valor de ventas o ingresos brutos anuales entre un millón uno (US \$ 1'000.001,00) y cinco millones (US \$ 5'000.000,00) de dólares de los Estados Unidos de América.

### **1.5.2.3. Disposiciones relacionadas con alcances, características y garantías de las emisiones de obligaciones contenidas en la Normativa Legal Ecuatoriana**

Ley de Mercado de Valores: Título XVII, Art. 162.-De la garantía de la emisión de obligaciones; Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores (vigente).- Instrucciones relativas a la Emisión de Obligaciones: Artículo 11.- Resguardos de la emisión de obligaciones; Artículo 13.- Monto de emisión de obligaciones con garantía general; Artículo 14.- ‘Garantía Específica’ de una emisión de obligaciones; Artículo 15.- Monto de emisión de obligaciones con ‘Garantía Específica’. Nota Aclaratoria.-Para el caso del ‘Papel Comercial’ o ‘Emisión de Obligaciones de Corto Plazo’, los requisitos de los resguardos son los mismos que se establecen para la ‘Emisión de Obligaciones de Largo Plazo’.

Las Reformas a la Ley de Mercado de Valores, contenidos en el Título I de la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil; (Aprobadas por la Asamblea Nacional), establecen entre otros aspectos lo siguiente:  
Art. 4.- Sustitúyase la denominación del TÍTULO II y el **Art. 5** por los siguientes:  
TÍTULO II, DE LA JUNTA DE REGULACIÓN DEL MERCADO DE VALORES.**Art. 5.-** Crease la Junta de Regulación del Mercado de Valores; **Art. 62.-** Sustitúyase el artículo 160 por el siguiente: Art. 160.-... Definición.- Obligaciones (...)

**Art. 25.-** Añádase a continuación del Art. 51 el siguiente capítulo: Capítulo II

REGISTRO ESPECIAL BURSÁTIL (REB); DISPOSICIONES TRANSITORIAS:

DÉCIMA SEXTA.- Establézcanse los siguientes beneficios tributarios,... (...)

## **1.6. Formulación de la Hipótesis y Variables**

### **1.6.1. Hipótesis General**

- ✓ La creación de un mecanismo de garantía como el del ‘Fondo de Garantía para las Pymes del Mercado de Valores’, equivaldría a una garantía de ejecución inmediata, la misma que se convertiría en una ‘Garantía Específica’, mejorando así la categoría de calificación de riesgo asignada.

### **1.6.2. Hipótesis Particulares**

- ✓ Las reformas a la *Ley de Mercado de Valores* aprobadas por la Asamblea Nacional del Ecuador, en su esencia, crean el marco jurídico para que las pequeñas y medianas empresas realicen los procesos de oferta pública de emisión de obligaciones de corto y largo plazo.
- ✓ El mecanismo de Oferta Pública de Emisión de Obligaciones de Corto y Largo Plazo, se constituye en una ventaja comparativa, dado que su costo inferior beneficiaría a las ‘pequeñas’ y ‘medianas’ empresas del Ecuador.

### **1.6.3. Variables (Dependientes e independientes)**

### **Variable dependiente:**

- ✓ El mejoramiento de la calificación de riesgo de las PYMES. Se busca que las PYMES del Ecuador puedan acceder al mercado de valores a través de una emisión de obligaciones.

### **Variables independientes:**

- ✓ El ‘Fondo de Garantía para las Pymes del Mercado de Valores’. Se escoge este como variable, dado que es un elemento que facilitaría el uso de la emisión de obligaciones como mecanismo de financiamiento no tradicional por parte de las pequeñas y medianas empresas (pymes), y abarataría los costos globales de financiamiento.

## **1.7. Aspectos metodológicos de la investigación**

### **1.7.1. Tipo de estudio**

Este estudio será de tipo observacional retrospectivo con revisión de casos.

<b>Características del estudio</b>				<b>Nombre común</b>
<b>Observacional</b>	<b>Retrospectivo</b>	<b>Longitudinal</b>	<b>Descriptivo</b>	<b>Revisión de casos</b>

### **1.7.2. Método de Investigación**

Método exploratorio descriptivo explicativo. Se aspira a deducir las conclusiones finales a partir de los supuestos planteados en la hipótesis. Si se logra demostrar que la escasa participación de las PYMES en el mercado de valores se genera por la exigencia de garantías específicas y por la pobre calificación de riesgo que les otorgan las calificadoras especializadas y que esta condición mejoraría mediante el uso del mecanismo propuesto, se habrá comprobado la hipótesis.

### **1.7.3. Fuentes y técnicas para la recolección de información**

En este sentido, el estudio se realizará con fuentes de información secundaria, tanto externas como internas, las cuales están representadas en las estadísticas anuales de la Superintendencia de Compañías relacionadas con el número de pequeñas y medianas empresas que han accedido al Mercado de Valores a través de procesos de emisión de obligaciones en los años 2010, 2011, 2012, 2013 y marzo de 2014; los Balances bajo NIIF's que las Pymes han presentado a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros en los periodos 2011, 2012 y 2013, además de documentación bibliográfica relacionada con el tema que se investiga. En coherencia con los objetivos propuestos en la investigación, se ha considerado los siguientes grupos de variables: **1. Variable Original**: Calificación de Riesgo otorgada a una Oferta Pública de Emisiones de Obligaciones autorizada con 'Garantía General' **más** 'Garantía Específica', y su trascendencia en el mejoramiento de la categoría de riesgo preliminar en la calificación de riesgo de una oferta pública de emisión de obligaciones. **2. Variables Modificadas**: El 'Fondo de Garantía para las Pymes del Mercado de Valores' se instrumentaría con 'Avales', constituyéndose en una *garantía real*, lo que para la actual normativa

representa una *garantía específica* en los procesos de oferta pública de emisión de obligaciones, y contribuye a mejorar la **calificación de riesgo** preliminar a una categoría de calificación superior. La creación del *Registro Especial Bursátil (REB)* contenido en las reformas a la Ley de Mercado de Valores, representaría una motivación para que los inversionistas adquieran los títulos valores provenientes de las ofertas públicas de obligaciones de corto y largo plazo.

#### **1.7.4. Tratamiento de la información**

Para procesar la información se utilizara el siguiente esquema:

- Recolección de la información
- Organización de la información
- Análisis de la información
- Interpretación de los datos

### **1.8. Resultados e impactos esperados**

Establecer una cultura de conocimiento de los distintos procesos de Oferta Pública de Valores de Emisión de Obligaciones como mecanismos de financiamiento para que las pequeñas y medianas empresas mejoren su productividad, creando un marco jurídico seguro y estable, que garantice los intereses de los inversionistas nacionales y extranjeros.

Con la creación e implementación del ‘Fondo de Garantía para Pymes del Mercado de Valores’, contribuir a mejorar las calificaciones de riesgo de las ofertas públicas de

emisión de obligaciones que realicen las pequeñas y medianas empresas (pymes), y representaría una motivación para que los inversionistas institucionales adquieran los títulos valores provenientes de dichos procesos. Se espera que el referido mecanismo de garantía contribuya a democratizar las fuentes de financiamientos previstas en el Mercado de Valores Ecuatoriano.

## CAPÍTULO II

### 2. Análisis, presentación de resultados y diagnóstico

#### 2.1. Análisis de la situación actual

En Ecuador existe una escasa o nula participación de las pequeñas y medianas empresas como demandantes de recursos a través del mercado de valores. La limitación al acceso a fuentes de financiamientos tradicionales (Instituciones Financieras) y no tradicionales (Mercado de Valores), es un factor fundamental que influye para que las Pymes Ecuatorianas no hayan podido superar el patrón de desarrollo ‘primario– exportador’. El ingreso de productos foráneos más baratos (Los países tienden a intentar influir en los tipos de cambio como vía para ganar competitividad, ya que, al tener precios más bajos, las exportaciones se verán favorecidas) genera una pérdida de competitividad para las empresas ecuatorianas en relación a las extranjeras. Además existe el incremento del contrabando, una baja productividad y bajos niveles de producción. De acuerdo a los estudios referidos en esta tesis, la escasa tecnología en una gran proporción de las PYMES restringe cualquier mejora en la productividad de las compañías de este segmento.

A las reducidas emisiones de obligaciones realizadas por ‘pequeñas’ y ‘medianas’ empresas se les ha otorgado calificaciones de riesgos, cuyas categorías no exceden de ‘A’ o ‘A+’<sup>11</sup>, situación que **NO** las hace apetecibles para los inversionistas, de este tipo

---

<sup>11</sup>Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores: **Art. 21.-** Categorías de calificación de valores de deuda.- Las categorías de calificación para los valores representativos de deuda serán las siguientes: “ 3. **Categoría A:** Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una buena capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, pero que es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía. (...)”.

de valores, ni nacionales ni extranjeros. Existe cierto desconocimiento de las alternativas de financiamiento no tradicionales contemplados en el mercado de valores ecuatoriano; además hay poca creatividad del sector al no aportar con ideas que contribuyan a viabilizar el cambio de la matriz productiva de la economía que le permita al Ecuador generar un valor agregado a la producción y productividad de las pequeñas y medianas empresas nacionales. Tampoco hay una intervención gubernamental para que, a través de medidas similares a la propuesta en esta tesis, los inversionistas locales y extranjeros inviertan con una relativa seguridad esperando el retorno de su inversión.

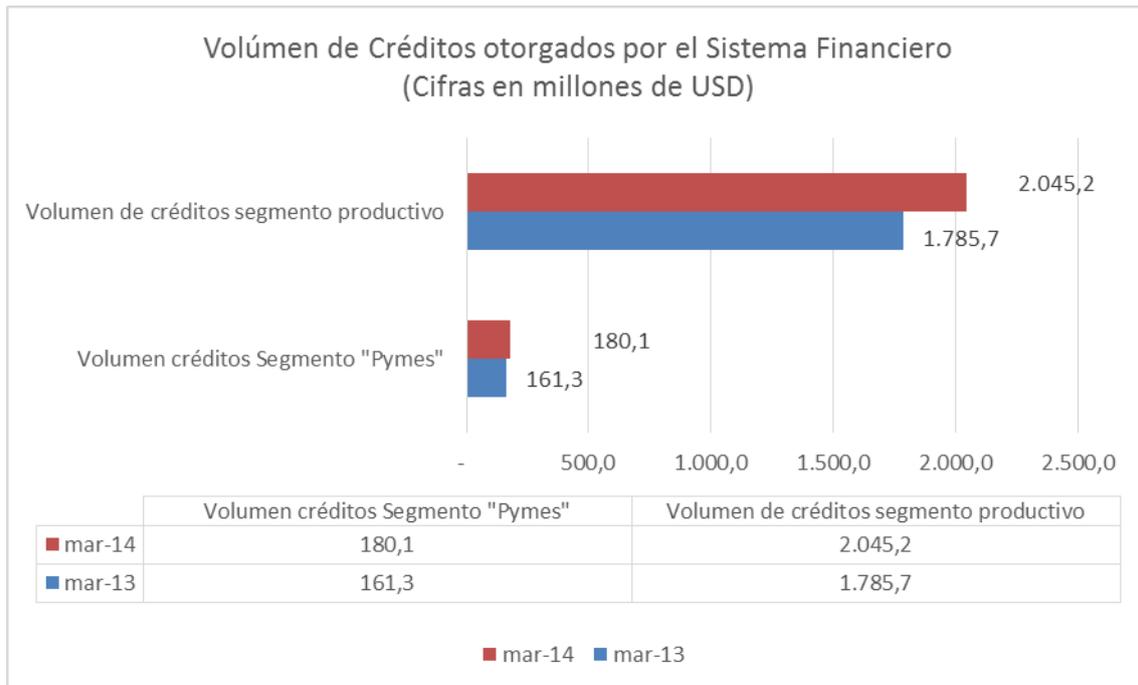
## **2.2. Análisis comparativo, evolución, tendencias y perspectivas**

El **financiamiento a través del sistema financiero privado** observado en el volumen de créditos concedidos a las empresas del ‘Segmento Pymes’ y del ‘Segmento Productivo’ (**grafico No. 1**) por parte de las instituciones financieras (IFI’s) privadas; versus el **financiamiento a través del mercado de valores**, por medio de una ‘emisión de obligaciones de corto o largo plazo’, ‘acciones’, ‘notas promisorias’, ‘titularizaciones’, a empresas en general y a empresas del segmento ‘Pymes’ (**gráfico No. 2**), nos muestra la tendencia que ha seguido el segmento productivo del Ecuador para acceder a las alternativas de financiamiento ya mencionadas.

### **Gráfico No. 1**

---

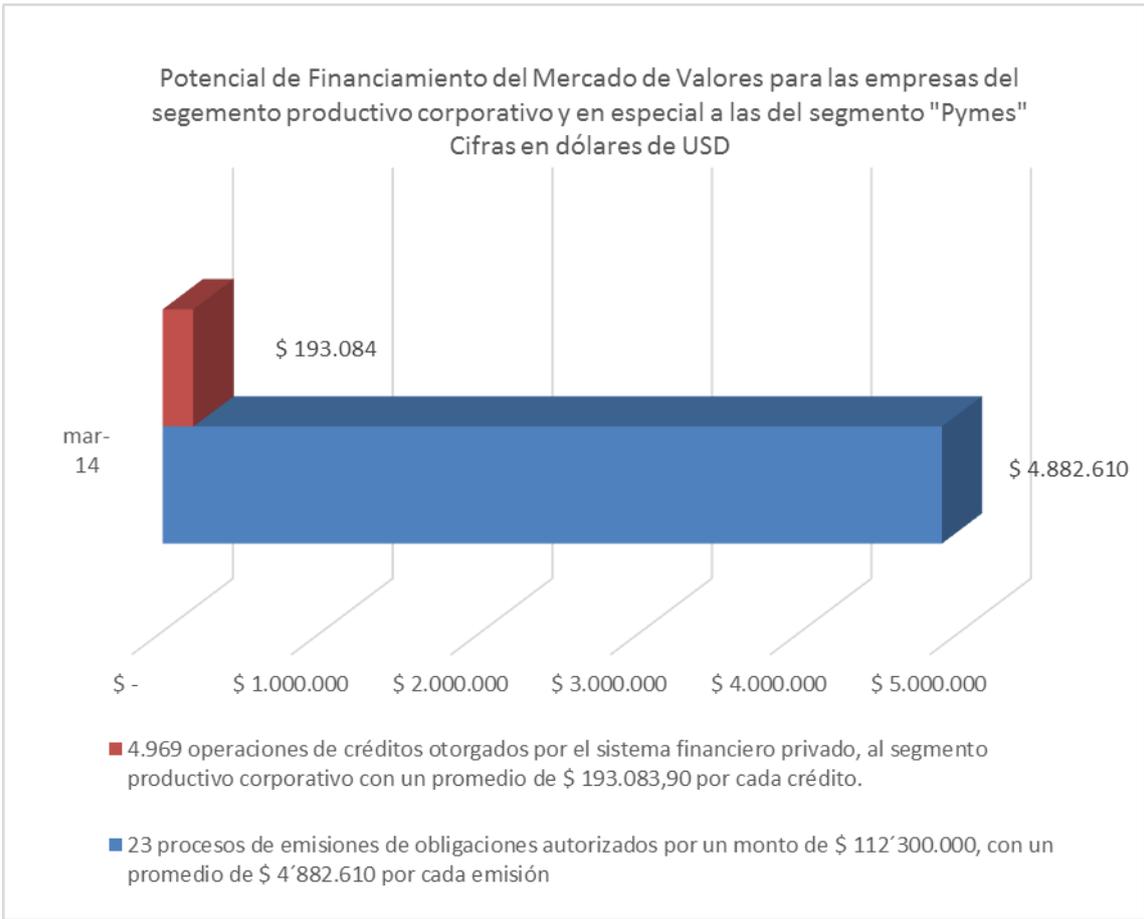
**Art. 27.-** Tendencias de las categorías de calificación de riesgo.-Las categorías de calificación, descritas en los artículos anteriores, pueden incluir signos **más (+) o menos (-)**. El signo más (+) indicará que la calificación podrá subir hacia su inmediata superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso a la categoría inmediata inferior.



**FUENTE: Volumen de Crédito: Boletín Mensual Banco Central del Ecuador**  
**ELABORACIÓN: César A. Sotomayor S.**

El potencial de financiamiento que representan la emisión de obligaciones (corto y largo plazo) para las ‘Pymes’ se ven sintetizados en la relación que se observa en los 23 procesos de este tipo autorizados a empresas ‘grandes’ en el mes de Marzo de 2014 por un monto de USD 112’300.000 (promedio: USD 4’882.610), en comparación con las 4.969 operaciones de crédito autorizados por el sistema financiero privado en el mismo mes y año, al segmento productivo corporativo en un monto promedio de USD 193.083,90.

**Gráfico No. 2**



**FUENTE: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (Resumen Ejecutivo - Mercado de Valores)**

**FUENTE: Volumen de Crédito: Boletín Mensual Banco Central del Ecuador**

**ELABORACION: César Sotomayor S.**

Otros de los parámetros que soportan la incidencia del problema planteado en esta tesis se evidencian en la participación que tienen los créditos otorgados al segmento productivo 'Pymes' por las Instituciones Financieras (IFI's) Privadas y Públicas, en la relación, Marzo 2013- Marzo 2014, situación que se muestra en las siguientes tablas:

Tabla No. 5

**Volumen de crédito por segmento de crédito- Instituciones Financieras (IFI's)**

**Privadas**

**(Marzo 2013 - Marzo 2014) millones de USD\$**

<b>IFI</b>	<b>MARZO.2013</b>	<b>MARZO. 2014</b>	<b>Variación absoluta: MARZO 13 MARZO 14</b>
Corporativo	786.4	959.4	↑ 173.1
Empresarial	169.4	190.7	↑ 21.4
<b>Pymes</b>	161.3	<b>180.1</b>	↑ 18.9
<b>Total Productivo</b>	<b>1,117.1</b>	<b>1,330.2</b>	
Consumo	454.9	462.3	↑ 7.5
<b>Total Consumo</b>	<b>454.9</b>	<b>462.3</b>	
Vivienda	44.1	46.3	↑ 2.2
<b>Total Vivienda</b>	<b>44.1</b>	<b>46.3</b>	
Minorista	58.8	52.5	↑ 6.3
Acumulación (AC) Simple	73.7	97.4	↑ 23.7
Acumulación (AC) Ampliada	37.2	56.2	↑ 19.0
<b>Total Microcrédito</b>	<b>169.7</b>	<b>206.1</b>	
<b>Total</b>	<b>1,785.7</b>	<b>2045.2</b>	↑ 259.5

**Fuente: Banco Central del Ecuador**

**Elaboración: César A. Sotomayor S.**

**Volumen de crédito por segmento de crédito- Instituciones Financieras (IFI's)**  
**Públicas**  
**(Marzo 2013 - Marzo 2014) millones de USD\$**

<b>IFI</b>	<b>MARZO. 2013</b>	<b>MARZO. 2014</b>	<b>Variación absoluta: MARZO 13 MARZO 14</b>
Corporativo	39.2	32.7	↑ 6.5
Empresarial	6.4	6.8	↑ 0.5
<b>Pymes *</b>	18.3	<b>11.6</b>	↓ - 7.2
<b>Total Productivo</b>	<b>63.9</b>	<b>51.1</b>	
Consumo	14.1	4.0	↑ 10.1
<b>Total Consumo</b>	<b>14.1</b>	<b>4.0</b>	
Minorista	3.7	7.8	↑ 4.1
Acumulación (AC) Simple	20.0	10.6	↓ -9.4
Acumulación (AC) Ampliada	16.8	8.0	↑ -8.8
<b>Total Microcrédito</b>	<b>40.5</b>	<b>26.4</b>	
<b>Total</b>	<b>118.4</b>	<b>81.1</b>	↓

**Fuente: Banco Central del Ecuador**  
**Elaboración: César A. Sotomayor S.**

Las estadísticas mostradas reflejan que para las PYMES del Ecuador aún es muy limitado el acceso a cantidades de financiamiento más altas y plazos más extendidos, en comparación a otras fuentes tradicionales de financiamiento, como las que se captan a través del Mercado de Valores, en las cuales, el monto y plazo de la emisión se establece en función de la garantía general o específica que se otorgue, ni tienen la dimensión requerida por parte de las Instituciones Financieras para la concesión de los créditos, situación que retrasa su crecimiento y limita su capacidad para competir con sus pares extranjeros.

El escaso margen de garantías reales que permitan fortalecer la confianza de los inversores de los títulos valores provenientes de las obligaciones emitidas por las Pymes, estarían reflejados en el mejor de los casos en una baja calificación de riesgo,

sumado al desconocimiento de esta herramienta de financiamiento y a la confianza que este tipo de empresas tienen en las fuentes tradicionales de financiamiento previstas en las instituciones financieras públicas y privadas, y las fuentes particulares de ahorro (ahorro personal o chulco).

De acuerdo a información estadística publicada en la página Web de la Superintendencia de Compañías, desde el año 2005 hasta el 2013 (Enero a Julio), de las 378 compañías que han emitido valores en el Mercado de Valores, únicamente 18 han participado en el REVNI,<sup>12</sup> y de aquellas, 13 corresponden a empresas grandes y 5 corresponden a empresas medianas, situación que denota que este mecanismo no ha generado el impulso inicial que se esperaba para las empresas (especialmente para las Pymes) previo a su participación en el Mercado de Valores.

### **2.3. Presentación de resultados y diagnósticos.**

El análisis realizado en el acápite anterior nos permite aceptar las hipótesis formuladas a partir del objeto de estudio, y concluir que las pequeñas y medianas empresas han estado y están desaprovechando las oportunidades que brinda el mercado de valores para obtener financiamiento a un costo razonable, limitando con esto sus posibilidades de crecimiento, innovación y capacidad para crear fuentes de trabajo. El escaso número de pequeñas y medianas empresas que hoy en día han utilizado al Mercado de Valores como una alternativa de financiamiento, ha generado un deterioro en la confianza de los

---

<sup>12</sup>REVNI.- (Registro Especial de Valores no Inscritos) es un mecanismo especial de negociación que tienen las bolsas de valores en el cual se pueden negociar valores no inscritos en el Registro del Mercado de Valores. Conocido también como un mercado de aclimatación al mercado formal de valores.

potenciales inversionistas de las emisiones de obligaciones realizadas por este tipo de empresas, sin embargo de lo cual se considera que la orientación de esta tendencia es posible revertirla con la creación del mecanismo de garantía propuesto en el presente trabajo de tesis.

Fundamentado en el principio que establece que la economía del país debe sustentarse en el fortalecimiento del sector productivo, se considera que la multiplicación de las pequeñas y medianas empresas en el mercado de valores contribuiría a la consecución de los objetivos del ‘Régimen de Desarrollo’ contemplados en el numeral 2 del Art. 276<sup>13</sup> de la Constitución de la República, y complementaría también la ejecución del cambio de la matriz productiva<sup>14</sup>, promovida por el actual Gobierno.

Al finalizar el presente trabajo de tesis, y tomando en consideración las variables propuestas, ha sido posible desarrollar los siguientes resultados que permitirán verificar la hipótesis planteada:

### **2.3.1. Limitado acceso a mecanismos de financiamientos tradicionales y no tradicionales:**

---

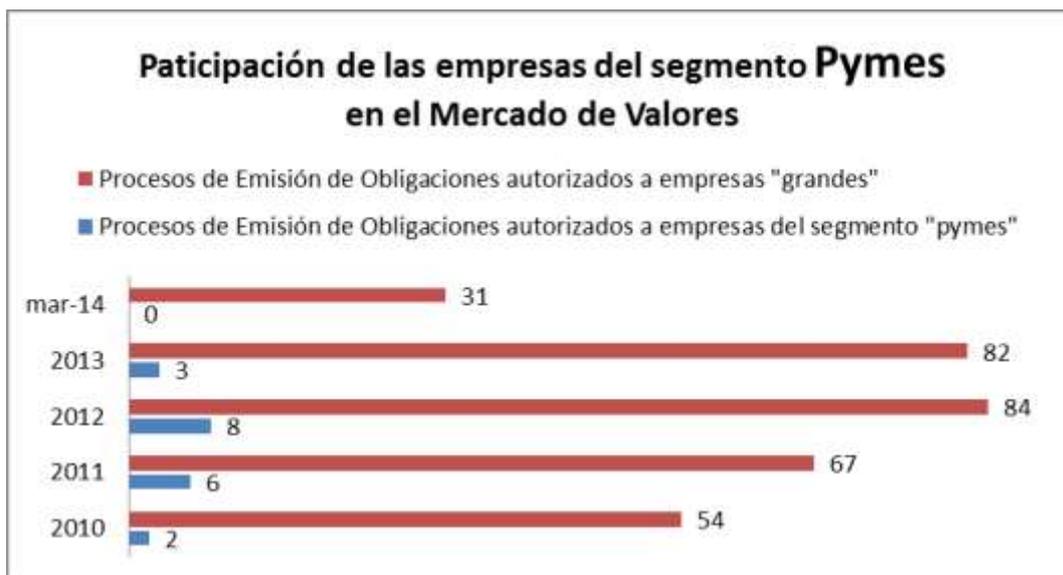
<sup>13</sup>**Numeral 2, Art. 276.**-“Construcción de un sistema económico, justo, democrático, productivo, solidario y sostenible basado en la distribución igualitaria de los beneficios del desarrollo, de los medios de producción y en la generación de trabajo digno y estable”.

<sup>14</sup>¿Qué es la matriz productiva? = La forma cómo se organiza la sociedad para producir determinados bienes y servicios, participando en la misma, los distintos actores sociales que utilizan los recursos que tienen a su disposición para llevar adelante las actividades productivas. La economía ecuatoriana se ha caracterizado por la producción de bienes primarios para el mercado internacional, con poca o nula tecnificación y con altos niveles de concentración de las ganancias. <http://www.comunicacion.gob.ec>.-El cambio de matriz se centra en cuatro ejes fundamentales: Diversificación de la producción que significa hacer nuevas industrias, generar nuevos tipos de negocios. Valor agregado, a esa necesidad que tiene el país de aprovechar la materia prima de excelente calidad que producimos y exportarla pero ya no en bruto, sino a través de bienes procesados. Sustitución selectiva de importaciones cuya finalidad es reemplazar ciertos productos que actualmente se importan por la producción de los mismos. Mejora en la oferta exportable y lograr una mayor productividad. Esto se logra con la implementación de tecnología, eficiencia, rapidez, cumplir con los estándares de producción.

Tomando como referencia la información estadística extraída de la página Web del Banco Central del Ecuador del periodo Marzo 2013 – Marzo 2014, y descrita en el numeral 2.2 precedente, se ha podido evidenciar que los créditos concedidos por las Instituciones Financieras Privadas al segmento ‘Empresarial’ como al segmento ‘Pymes’ tienen un alto déficit con respecto al crédito de consumo.

Las pequeñas y medianas empresas también experimentan el difícil acceso a los mecanismos de financiamiento no tradicionales, como el de la ‘Emisión de Obligaciones’ de corto y largo plazo, debido principalmente a la falta de un respaldo financiero que garantice la devolución del capital e intereses a los inversionistas adquirientes de dichos títulos. Esta situación queda en evidencia con la información publicada en la página Web de la Bolsa de Valores de Quito y compilada en el Anexo # 1, en la cual, las empresas clasificadas como ‘medianas’, agrupadas por el total de activos de sus EEFF incorporados en el Prospecto de Oferta Pública, y que han accedido a los mecanismos de financiamiento como a la ‘Emisión de Obligaciones’ por montos que representan no más del 3 % con respecto de los montos aprobados a empresas de mayor peso financiero (empresas ‘grandes’) que han accedido a los mismos mecanismos dentro de los periodos 2010 a 2013 y Marzo de 2013; dicha relación se resume en el siguiente gráfico y tabla:

### **Gráfico No. 3**



**FUENTE:** Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (Consulta de Mercado de Valores)  
**ELABORACION:** César Sotomayor S.

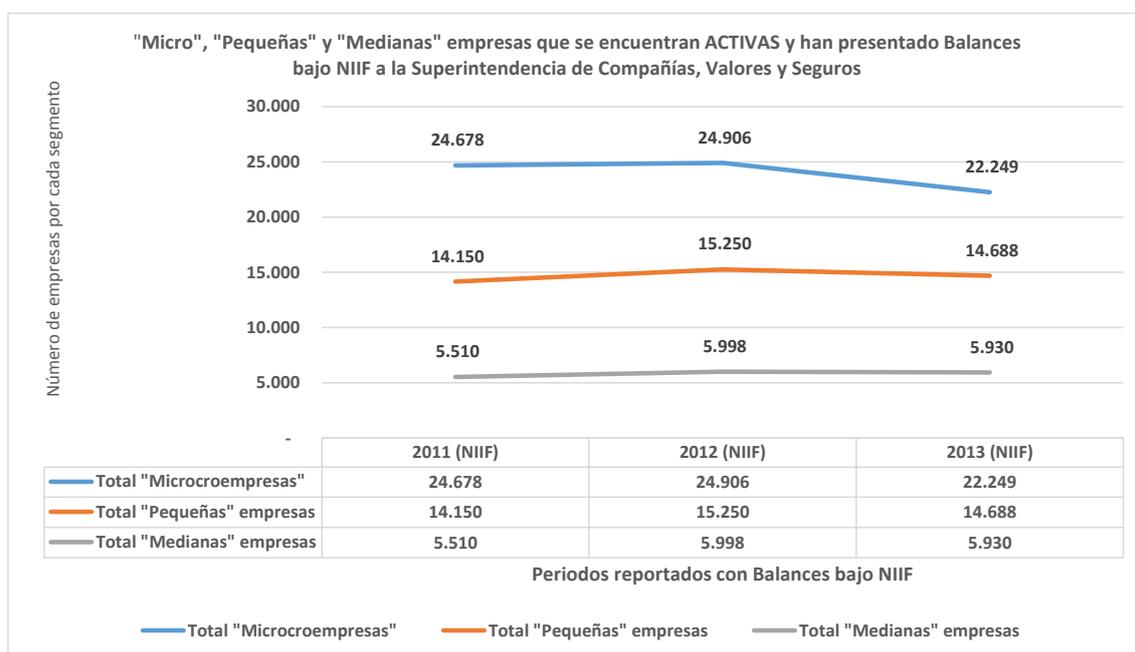
**Tabla No. 7**

EMISIONES DE OBLIGACIONES Y PAPEL COMERCIAL AUTORIZADOS POR LA SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS DEL ECUADOR A COMPAÑÍAS DEL SECTOR NO FINANCIERO; SEGEMENTO "GRANDES" y "PYMES". (Cifras de Monto Autorizado en Miles \$)																				
2010				2011				2012				2013				mar-14				
Total de	Total	Monto	Monto Total	Total de	Total	Monto	Monto Total	Total de	Total	Monto	Monto Total	Total de	Total	Monto	Monto Total	Total de	Total	Monto	Monto Total	
Procesos	Procesos	Autorizado a	Autorizado a	Procesos	Procesos	Autorizado a	Autorizado a	Procesos	Procesos	Autorizado a	Autorizado a	Procesos	Procesos	Autorizado a	Autorizado a	Procesos	Procesos	Autorizado a	Autorizado a	
Grandes	Pymes	o a Pymes	Grandes	Grandes	Pymes	a Pymes	Grandes	Grandes	Pymes	a Pymes	Grandes	Grandes	Pymes	Pymes	Grandes	Grandes	Pymes	Pymes	Grandes	
OBLIGACIONES	43	2	2.500	261.200	62	4	4.150	310.650	69	6	6.300	339.750	59	3	3.100	416.050	22	0	0	100.500
PAPEL COMERCIAL	11	0	0	66.300	5	2	1.900	23.900	15	2	1.300	129.500	23	0	0	132.700	9	0	0	53.600
TOTAL EMISIONES	54	2	2.500	327.500	67	6	6.050	334.550	84	8	7.600	469.250	82	3	3.100	548.750	31	0	0	154.100

La información detallada en el cuadro precedente, nos permite comparar el enunciado hipotético relacionado con el limitado acceso de las Pymes a mecanismos de financiamiento como la Oferta Pública de Emisión de Obligaciones de Corto y Largo

Plazo, contrastada con la realidad, evidenciada en los procesos de oferta pública autorizados, detallados en el Anexo # 1, y resumidos en el cuadro precedente. Una vez que se cuente con el *Fondo de Garantía para las Pymes del Mercado de Valores*, los esfuerzos para cambiar esta situación deben concentrarse en las compañías del Segmento PYMES que se encuentran ACTIVAS y que en el año 2013 reportaron a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros los estados financieros bajo Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF); para el efecto, también se incluye la estadística de Balances presentados en los años 2011 y 2012, cuyo detalle se muestra en el siguiente gráfico:

**Gráfico No. 4**



**FUENTE: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (Intendencia Nacional de Tecnología)**

**ELABORACION: César Sotomayor S.**

De otra parte, de las Top 100 empresas medianas y pequeñas del Ecuador, detalladas en el trabajo de investigación realizado por revista Ekos, se observa que únicamente el 3 % constan como emisores de valores del Registro del Mercado de Valores ecuatoriano, lo

cual nos llama a reflexionar que aquellas empresas no han acudido a financiarse a través del mercado de valores posiblemente por desconocimiento o por la exigencia de una ‘Garantía Específica’ por parte de los inversionistas para adquirir un título de emisión de obligaciones.

**2.3.2. Ventaja comparativa entre el costo global de financiamiento de un crédito proveniente de una Institución Financiera, y el costo global de financiamiento de una emisión de deuda, considerando las reformas a la Ley de Mercado de Valores aprobadas recientemente por la Asamblea Nacional:**

Uno de los elementos que inciden para que las compañías en general y especialmente las ‘pequeñas’ y ‘medianas’ empresas no hayan optado por realizar una oferta pública de obligaciones de corto y largo plazo como mecanismo de financiamiento son los altos gastos de estructuración de este tipo de procesos, que hasta antes de las reformas a la Ley de Mercado no solo resultaban onerosas, sino que además no se podía deducir ningún porcentaje de dichos gastos. Hoy sí se lo puede hacer hasta en un 50 %, situación que constituye una ventaja comparativa, respecto al costo global de financiamiento de un crédito otorgado por Instituciones Financieras, según se desprende de los cuadros que se detallan a continuación:

**COSTEO DE CRÉDITO PYMES (BANCO DEL PACÍFICO S.A.)**

mes	emision	intereses (12,5%)	amortización capital	pago papeles	saldo	Notarías	Reg. Mercantil o Propiedad	Total Gastos	flujo neto	Total Costo Financiero + Gastos
jul/10	1.500.000			-	1.500.000	-1.500	-500	-2.000	1.498.000	
oct/10		46.875		46.875	1.500.000			-	-46.875	
ene/11		46.875	187.500	234.375	1.312.500			-	-234.375	
abr/11		41.016		41.016	1.312.500			-	-41.016	
jul/11		41.016	187.500	228.516	1.125.000			-	-228.516	
oct/11		35.156		35.156	1.125.000			-	-35.156	
ene/12		35.156	187.500	222.656	937.500			-	-222.656	
abr/12		29.297		29.297	937.500			-	-29.297	
jul/12		29.297	187.500	216.797	750.000			-	-216.797	
oct/12		23.438		23.438	750.000			-	-23.438	
ene/13		23.438	187.500	210.938	562.500			-	-210.938	
abr/13		17.578		17.578	562.500			-	-17.578	
jul/13		17.578	187.500	205.078	375.000			-	-205.078	
oct/13		11.719		11.719	375.000			-	-11.719	
ene/14		11.719	187.500	199.219	187.500			-	-199.219	
abr/14		5.859		5.859	187.500			-	-5.859	
jul/14		5.859	187.500	193.359	-			-	-193.359	
		421.875				-1.500	-500	-2.000	-423.875	419.875
								TIR	12,5712%	

Tabla No. 9

**COSTEO DE ALTERNATIVA UNA EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE US\$ 1,500,000**

mes	emision	intereses (8%)	amortización capital	pago papeles	saldo
jul/10	1.500.000			-	1.500.000
oct/10		30.000		30.000	1.500.000
ene/11		30.000	187.500	217.500	1.312.500
abr/11		26.250		26.250	1.312.500
jul/11		26.250	187.500	213.750	1.125.000
oct/11		22.500		22.500	1.125.000
ene/12		22.500	187.500	210.000	937.500
abr/12		18.750		18.750	937.500
jul/12		18.750	187.500	206.250	750.000
oct/12		15.000		15.000	750.000
ene/13		15.000	187.500	202.500	562.500
abr/13		11.250		11.250	562.500
jul/13		11.250	187.500	198.750	375.000
oct/13		7.500		7.500	375.000
ene/14		7.500	187.500	195.000	187.500
abr/14		3.750		3.750	187.500
jul/14		3.867	187.500	191.367	-
		270.117			

Tabla No. 10

Calificación de Riesgos	Estructuración financiera	Colocación Casa de valores	Piso de Bolsa	Representante Obligacionistas	Constitución del Fondo de Garantía "Pymes"	Inscripción y mantenimiento RMV y Bolsa	Impresión de prospecto, publicación.	Decevale	Notarías	Reg. Mercantil	Costos	flujo neto
-6.500	-12.000	-15.000	-1.350		-	-1.250	-370	-425	-300	-30	-37.225	1.462.775
				-300	-2.344			-3,00			-2.647	-32.647
				-300	-2.344			-21,75			-2.666	-220.166
				-300	-2.344			-2,63			-2.646	-28.896
-4.000				-300	-2.344	-300		-21,38			-6.965	-220.715
-				-300	-2.344			-2,25			-2.646	-25.146
				-300	-2.344			-21,00			-2.665	-212.665
-				-300	-2.344			-1,88			-2.646	-21.396
-4.000				-300	-2.344	-300		-20,63			-6.964	-213.214
-				-300	-2.344			-1,50			-2.645	-17.645
-				-300	-2.344			-20,25			-2.664	-205.164
-				-300	-2.344			-1,13			-2.645	-13.895
-4.000				-300	-2.344	-300		-19,88			-6.964	-205.714
-				-300	-2.344			-0,75			-2.645	-10.145
				-300	-2.344			-19,50			-2.663	-197.663
-				-300	-2.344			-0,38			-2.644	-6.394
				-300	-2.344			-19,14			-2.663	-194.030
-18.500	-12.000	-15.000	-1.350	-4.800	-37.500	-2.150	-370	-602	-300	-30	-92.602	-362.719

TIR

10,8444%

\* En los gastos de emisión de obligaciones detallados en el cuadro precedente se ha considerado la emisión de avales con el cual se instrumentaría la garantía representada en el *Fondo de Garantía para las Pymes del Mercado de Valores*, y el mantenimiento de su capital inicial se integraría por la acumulación del 2,5 / 1000, por el monto de la emisión autorizada.

Las simulaciones de los costos de un crédito financiero y el de una Emisión de Obligaciones se lo expone en resumen en el cuadro subsiguiente; en el que se permite apreciar que para ambos casos se ha considerado como costo financiero al costo del crédito, y como gastos, a los valores que comprenden a la instrumentación del crédito o a la emisión de obligaciones. Obsérvese que hay un ahorro financiero substancial al cual debe sumársele el 'ahorro' que implica deducir el 50 % de los gastos de estructuración de la Emisión de Obligaciones. Los elemento señalados en el cuadro precedente permiten inferir que el ahorro que la 'pequeña' o 'mediana' empresa que emprenda en una Emisión de Obligaciones de \$ 1'500.000 ascendería a \$ 57.156 (resultante de la diferencia entre el costo de una emisión de obligaciones y un crédito financiero) + el

ahorro financiero que supone la deducción del 50 % de los gastos de la emisión de obligaciones y que va a servir para establecer la base imponible del impuesto a la renta; dicho ahorro confirma la hipótesis de que el Costo Global de Financiamiento de una Emisión de Obligaciones es más barata que un Crédito Financiero.

**Tabla No. 11**

<b>Costos Financieros y Gastos de Estructuración de una "Emisión de Obligaciones" por \$ 1'500.000 versus Costos Financieros de un "Crédito Pymes" por \$ 1'500.000 otorgado por Sistema Financiero privado. (cifras en dólares de USD)</b>	
Costos Financieros + Gastos de Estructuración de Emisión de Obligaciones	\$ 362,719
Costos Financieros + Gastos de un "Crédito Pymes" (sistema financiero)	\$ 419,875
Diferencia entre costos y gastos de una "Emisión de Obligaciones" y un "Crédito Financiero" (Ahorro Financiero para el emisor de obligaciones)	\$ (57,156)
Ahorro Financiero para el emisor de obligaciones [base imponible impuesto a la renta] con la deducción del 50% de los gastos de la "Emisión de Obligaciones"; $\$ 90.802 \times 50\% = \$ 45.401$ (Ref.- Numeral 4 de la Disposición Transitoria Décima Sexta de la "Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil", publicada en el Registro Oficial No. 249 del 20 de mayo de 2014)	

**2.3.3. Efecto del Fondo de Garantía para las Pymes del Mercado de Valores, en la mejora de la calificación de riesgo aplicada a una 'Emisión de Obligaciones' (de Corto o Largo Plazo).**

La 'Garantía Real' (en un crédito financiero), y la 'Garantía Específica' (en una emisión de obligaciones) tienen particular importancia y semejanza en la apreciación del riesgo para determinar, en el primer caso, que el monto del colateral se incremente o disminuya, y para el segundo caso, que se incremente o se mantenga la categoría preliminar de una calificación de riesgo asignada a una emisión de obligaciones a corto o largo plazo.

El *Fondo de Garantía para las Pymes del Mercado de Valores*, instrumentado en *Avales* equivaldrían a una ‘Garantía Específica’, los cuales promoverían la mejora de una calificación de riesgo preliminar, como de hecho se lo puede apreciar en informe de calificación de riesgo que se adjunta como Anexo # 2, realizado a la compañía ‘ESLIVE’ S.A., la cual, por efectos de la ‘Garantía Específica’, su calificación preliminar de riesgo ascendió a la categoría inmediata superior, de lo anotado podemos concluir que se ha demostrado la hipótesis relacionada con que la ‘Garantía Específica’ en una emisión de obligaciones promovería el mejoramiento de las calificaciones preliminares en una emisión de obligaciones. A efectos de que esta tesis cuente con un material de consulta actualizado en materia de calificación de riesgo, en el Anexo # 3 se expone un detalle de las calificaciones de riesgos realizadas a cada una de las emisiones de obligaciones (largo plazo) y papel comercial (corto plazo) autorizadas a las compañías ‘grandes’, y a las compañías del segmento Pymes (fondo color amarillo) inscritas como emisoras de valores del sector no financiero en el Registro del Mercado de Valores de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.

**2.3.4. Instrumentación del mecanismo de garantía propuesto en la presente tesis para respaldar la emisión de obligaciones que realicen las empresas clasificadas como ‘pequeñas’ y ‘medianas’.**

El *Fondo de Garantía para las Pymes del Mercado de Valores*, se instrumentaría en *Avales*, los cuales se emitirían en la misma proporción de la Oferta Pública Primaria de Obligaciones de Corto o Largo Plazo que se autorice y coloque en el mercado bursátil o extrabursátil. El costo de la emisión de los avales sería asumido por el emisor de las

obligaciones, cuyo valor sería igual al 2,5 / 1000, multiplicado por el monto de la Emisión de Obligaciones autorizada.

### **2.3.5. Evolución financiera que una empresa PYMES ha experimentado con el empleo de la emisión de obligaciones de largo plazo.**

Es un hecho de que la compañía 'Noperti Cía. Ltda. NC', clasificada dentro de las Pymes como 'mediana', ha podido acceder con éxito a mecanismos de financiamiento como la Emisión de Obligaciones de Largo Plazo, y que la evolución financiera evidenciada en los estados financieros e indicadores financieros de años 2010, 2011, 2012 Y 2013, detallados en este punto, han demostrado que **este tipo de financiamiento es viable para las 'pequeñas' y 'medianas' empresas**. La compañía 'Noperti Cía. Ltda. NC', ha realizado emisiones de obligaciones por montos equivalentes a \$ 1'500,000 y \$ 1'300.000 aprobadas por la Superintendencia de Compañías del Ecuador en Julio del 2010 y Agosto de 2011.

**Tabla No. 12**

BALANCE GENERAL NOPERTI CÍA. LTDA. NC								
ANÁLISIS HORIZONTAL (Cifras en Dólares de Estados Unidos de América)								
Detalle	30-abr.-10	2010	2011	2012	2013	2010 - 2011	2011 - 2012	2012 - 2013
Efectivo y Equivalentes	86.923	1.030.584	179.520	76.524	964.506	-83%	-57%	1160%
Documentos por cobrar clientes	729.012	398.186	545.145	811.722	1.223.715	37%	49%	51%
Otras cuentas por cobrar	126.202	1.152.053	977.575	880.939	951.384	-15%	-10%	8%
Inventarios	695.541	1.821.003	3.177.444	3.528.909	3.770.637	74%	11%	7%
Activos por Impuestos Corrientes	19.620	75.372	290.427	182.553	134.077	285%	-37%	-27%
Otros Activos Corrientes	232.602	1.015.553	682.183	451.128	19.767	-33%	-34%	-96%
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>1.889.900</b>	<b>5.492.751</b>	<b>5.852.295</b>	<b>5.931.776</b>	<b>7.064.086</b>	7%	1%	19%
Propiedad, Planta y Equipos	916.670	3.042.409	6.718.587	8.013.616	8.257.313	121%	19%	3%
Depreciación	(603.727)	(641.341)	(894.424)	(1.363.252)	(1.877.496)	39%	52%	38%
<b>Total Activo Fijo Neto</b>	<b>312.943</b>	<b>2.401.069</b>	<b>5.824.164</b>	<b>6.650.364</b>	<b>6.379.817</b>	143%	14%	-4%
Otros Activos no corrientes	350.185	210.164	478.290	336.920	99.848	128%	-30%	-70%
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>663.127</b>	<b>2.611.232</b>	<b>6.302.454</b>	<b>6.987.285</b>	<b>6.479.665</b>	141%	11%	-7%
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>2.553.027</b>	<b>8.103.983</b>	<b>12.154.749</b>	<b>12.919.060</b>	<b>13.543.751</b>	50%	6%	5%
Obligaciones Financieras (Incluye "Emisión de Obligaciones")	594.940	1.098.738	1.846.814	2.258.984	2.573.180	68%	22%	14%
Cuentas y Doc x Pagar	464.860	553.445	878.095	1.696.815	1.767.686	59%	93%	4%
Porcion corriente L/P	-	54.479	700.000	700.000	-	1185%	0%	-100%
Otras cuentas y obligaciones por pagar	138.337	45.060	310.154	451.878	561.647	588%	46%	24%
<b>TOTAL PASIVO CORRIENTE</b>	<b>1.198.137</b>	<b>1.751.723</b>	<b>3.735.062</b>	<b>5.107.677</b>	<b>4.902.513</b>	113%	37%	-4%
Obligaciones Financieras (Incluye "Emisión de Obligaciones")	-	1.406.250	1.240.000	1.244.316	2.243.514	-12%	0%	80%
Otras Cuentas por Pagar	72.324	1.550.000	1.550.000	850.000	502.198	0%	-45%	-41%
<b>TOTAL PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>72.324</b>	<b>2.956.250</b>	<b>2.790.000</b>	<b>2.094.316</b>	<b>2.745.712</b>	-6%	-25%	31%
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>1.270.462</b>	<b>4.707.973</b>	<b>6.525.062</b>	<b>7.201.993</b>	<b>7.648.225</b>	39%	10%	6%
Capital social	128.710	128.710	364.904	364.904	364.904	184%	0%	0%
Reservas	313.909	320.887	324.407	324.407	328.777	1%	0%	1%
Superavit por Revaluación.	-	2.031.698	4.194.960	4.194.960	4.194.960	106%	0%	0%
Resultados Acumulados	839.946	914.716	745.415	832.796	1.006.885	-19%	12%	21%
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>1.282.565</b>	<b>3.396.011</b>	<b>5.629.687</b>	<b>5.717.067</b>	<b>5.895.526</b>	66%	2%	3%
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>2.553.027</b>	<b>8.103.983</b>	<b>12.154.749</b>	<b>12.919.060</b>	<b>13.543.751</b>	50%	6%	5%
La primera emisión de obligaciones realizada por la compañía Noperti Cía. Ltda. NC. se la autorizó con estados financieros actualizados al 30 de abril de								

Tabla No. 13

ESTADO DE RESULTADOS COMPAÑÍA NOPERTI CÍA. LTDA. NC								
Detalle	30-abr.-10	2010	2011	2012	2013	2010-2011	2011-2012	2012-2013
Ventas	\$ 1.324.972,70	\$ 4.334.373,99	\$ 5.205.513,00	\$ 6.505.438,78	\$ 7.476.909,00	20%	25%	15%
Costo de ventas	\$ 1.048.493,12	\$ 3.030.215,94	\$ 2.923.833,17	\$ 3.775.436,90	\$ 4.724.256,00	-4%	29%	25%
<b>Utilidad bruta</b>	<b>\$ 276.479,58</b>	<b>\$ 1.304.158,05</b>	<b>\$ 2.281.679,83</b>	<b>\$ 2.730.001,88</b>	<b>\$ 2.752.653,00</b>	75%	20%	1%
Gastos Operacionales	\$ 175.344,17	\$ 1.095.005,48	\$ 2.129.046,01	\$ 2.533.491,31	\$ 2.035.130,00	94%	19%	-20%
<b>Utilidad operativa</b>	<b>\$ 101.135,41</b>	<b>\$ 209.152,57</b>	<b>\$ 152.633,82</b>	<b>\$ 196.510,57</b>	<b>\$ 717.523,00</b>	-27%	29%	265%
Gastos financieros	\$ 21.439,67	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 389.827,00	0%	0%	0%
Otros ingresos (egresos) netos	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 9.913,00	0%	0%	0%
<b>Utilidad del ejercicio</b>	<b>\$ 79.695,74</b>	<b>\$ 209.152,57</b>	<b>\$ 152.633,82</b>	<b>\$ 196.510,57</b>	<b>\$ 337.609,00</b>	-27%	29%	72%
Participación a trabajadores	\$ 11.954,36	\$ 32.419,48	\$ 23.423,18	\$ 29.476,59	\$ 50.641,00	-28%	26%	72%
Impuesto a la renta		\$ 44.164,61	\$ 62.317,52	\$ 79.653,13	\$ 108.509,00	41%	28%	36%
<b>Utilidad neta</b>	<b>\$ 67.741,38</b>	<b>\$ 132.568,48</b>	<b>\$ 66.893,12</b>	<b>\$ 87.380,85</b>	<b>\$ 178.459,00</b>	-50%	31%	104%

**Tabla No. 14**

INDICADORES FINANCIEROS DE NOPERTI CÍA. LTDA NC						
INDICADORES DE LIQUIDEZ	30-abr.-10	2010	2011	2012	2013	
Capital de trabajo neto	691.762	3.741.028	2.117.232,50	824.098,35	2.161.573,00	
Índice de Liquidez = (Activo Corriente / Pasivo Corriente)	1,58	3,14	1,57	1,16	1,44	
Razón Rápida (Prueba ácida) = (Activo Corriente - Inventarios) / Pasivo Corriente)	1,00	2,10	0,72	0,47	0,67	
INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO	30-abr.-10	2010	2011	2012	2013	
Total de Pasivo / Total de Activo	0,50	0,58	0,54	1,26	0,56	
Total de Pasivo / Total de Patrimonio	0,99	1,39	1,16	1,26	1,30	
INDICADORES DE ROTACIÓN	30-abr.-10	2010	2011	2012	2013	
Rotación de activos totales = (Ventas / Total de Activos)	0,52	0,53	0,43	0,50	0,55	
Rotación de Inventario = (Costo de Bienes Vendidos / Inventario).	1,51	1,66	0,92	1,07	1,25	
Periodo Promedio de Pago = (Cuentas por Pagar / (Costo de Ventas / 365)	161,83	66,66	61,57	164,04	136,57	
Periodo Promedio de Cobro = (Cuentas por Cobrar / (Ventas / 365)	200,83	33,53	38,22	45,54	59,74	

De la observación realizada al Balance General y Estado de Resultados de 'Noperti Cía. Ltda. NC' con corte a 30 de Abril de 2010, incorporados en el Prospecto de Oferta Pública, aprobado mediante resolución # Q.IMV.2010.2961 de 20 de julio de 2010 por un monto de \$ 1'500.000, y por periodos completos del 2010, 2011, 2012 Y 2013, reportados a la Superintendencia de Compañías y Valores del Ecuador y detallados en este punto, se nota que la inyección de recursos provenientes de las citada emisión de obligaciones, sumada a los flujos provenientes de la segunda emisión de obligaciones aprobada mediante resolución # Q.IMV.2011.3617 de agosto 17 de 2011 por un monto

de \$ 1'300.000, han producido un importante crecimiento del saldo de inventarios y los activos fijos netos a partir del año 2011, aparejado por un eficiente manejo de la recuperación de la cartera de clientes; de acuerdo a información extraída de los prospectos de oferta pública, (primera y segunda emisión de obligación aprobados). Los recursos obtenidos con la colocación de la emisión de obligaciones sirvieron para cancelar pasivos de un costo mayor o plazo menor, y para financiar el capital de trabajo; dichos recursos se ven reflejados en la estructura de sus pasivos y en la ampliación de los plazos de los créditos de sus clientes. Tal como se observa en la estructura del pasivo corriente y no corriente correspondiente al año 2012, se estima que el acceso de la compañía 'Noperti Cía. Ltda. NC' al Mercado de Valores, le ha facilitado el acceso a nuevos créditos con las instituciones financieras.

**2.3.6. Índice de nivel de actividad de los sectores de la economía ecuatoriana, como referencia para establecer el sector al cual se debe enfocar el patrocinio del 'Fondo de Garantía para las Pymes del Mercado de Valores'.**

La presente Tesis propone que únicamente se beneficien de la protección del 'Fondo de Garantía para las Pymes del Mercado de Valores', aquellas empresas del segmento Pymes que operen en los **sectores específicos** que van a contribuir a cambiar la matriz productiva del Ecuador, y señaladas por la Secretaría Nacional de Planificación y Desarrollo (Senplades), las cuales se describen a continuación:

**Tabla No. 15 (Industrias priorizadas)**

Sector	Industria
BIENES	1) Alimentos frescos y procesados
	2) Biotecnología (bioquímica y biomedicina)
	3) Confecciones y calzado
	4) Energías renovables
	5) Industria farmacéutica
	6) Metalmecánica
	7) Petroquímica
	8) Productos forestales de madera
SERVICIOS	9) Servicios ambientales
	10) Tecnología (software, hardware y servicios informáticos)
	11) Vehículos, automotores, carrocerías y partes
	12) Construcción
	13) Transporte y logística
	14) Turismo

**Tabla No. 16 (Industrias estratégicas)**

Industria	Posibles bienes o servicios	Proyectos
1) Refinería	Metano, butano, propano, gasolina, queroseno, gasoil.	Proyecto Refinería del Pacífico
2) Astillero	Construcción y reparación de barcos, servicios asociados	Proyecto de implementación de astillero en Posorja
3) Petroquímica	Urea, pesticidas, herbicidas, fertilizantes, foliares, plásticos, fibras sintéticas, resinas	Estudios para la producción de urea y fertilizantes nitrogenados. Planta de Petroquímica Básica
4) Metalúrgica (cobre)	Cables eléctricos, tubos, laminación	Sistema para la automatización de actividades de catastro seguimiento y control minero, seguimiento control y fiscalización de labores a gran escala.
5) Siderúrgica	Planos, Largos	Mapeo geológico a nivel nacional a escala 1:100.000 y 1:50.000 para las zonas de mayor potencial geológico minero.

Dicha propuesta se sustenta en el hecho de que la filosofía de actual gobierno es evolucionar como país productor de bienes primarios a bienes industrializados, consecuentemente, las Pymes pertenecientes a los mencionados sectores que decidan realizar una emisión de obligaciones se beneficiarían del respaldo del citado fondo de garantía.

### **3. Propuesta de creación**

#### **3.1. Administración, financiamiento e implementación de propuesta**

Para la administración, financiamiento e implementación de la propuesta, contenidas en el Plan 'A' o 'B' se deberán considerar las recomendaciones señaladas en los subsiguientes numerales 3.1.1 y 3.1.2.

##### **3.1.1. Plan 'A'**

**Antecedentes de la propuesta del Plan 'A'.**- Tiene como punto de partida al 'Fondo Nacional de Garantías', el cual corresponde a un fondo de carácter público, constituido a través de un Fideicomiso Mercantil de Administración, cuyo objetivo es el de afianzar las operaciones activas y contingentes de las MIPYMES en lo relativo al crédito productivo exclusivamente, en los términos y condiciones establecidos en el Código Orgánico de la Producción y su Reglamento; está constituido como un fideicomiso mercantil, en cuya Junta de Fideicomiso participan el Ministerio Coordinador de la Política Económica; el Ministerio Coordinador de la Producción, Empleo y Competitividad, el Ministerio Coordinador de Desarrollo Social, y la Corporación Financiera Nacional, quien también está a cargo de la Secretaría Técnica. Para la determinación de los parámetros de categorización de Micro, Pequeños y Medianos Empresarios, se considerará lo señalado en el Art. 106 del 'Reglamento a la estructura e institucionalidad de desarrollo productivo, de la inversión y de los mecanismos e instrumentos de fomento productivo, establecidos en el Código Orgánico de la

Producción, Comercio e Inversiones’. Dentro de las instrucciones fiduciarias del ‘Fideicomiso Fondo Nacional de Garantías’, consta que la Junta de Fideicomiso deberá observar principios de solvencia y prudencia financiera, y adoptará un cronograma de aproximación hacia el límite (fianzas hasta por diez veces su patrimonio) conforme la recomendación que para el efecto haga la secretaría técnica, de tal manera que en una primera fase únicamente se otorguen fianzas hasta por cinco veces el patrimonio del fideicomiso, y posteriormente estas lleguen al límite máximo permitido. No obstante, en el citado fideicomiso se aclara de manera expresa que el mismo solo responderá por las fianzas otorgadas, única y exclusivamente hasta por el monto del patrimonio del propio Fideicomiso, conforme a los parámetros establecidos en la Resolución JB-DOS MIL SIETE – MIL VEINTE Y NUEVE, incorporada en el capítulo XI, Título I, Libro I, de la Codificación de Resoluciones de la Superintendencia de Bancos y Seguros y la Junta Bancaria. Adicionalmente se establece que, para que las ‘micro’, ‘pequeñas’ y ‘medianas’ empresas puedan acceder al ‘Fondo Nacional de Garantías’, deben cumplir con las condiciones de elegibilidad establecidas en las Resoluciones pertinentes de la Superintendencia de Bancos y Junta Bancaria, en calidad de solicitantes del crédito a una de las instituciones financieras participantes en los programas del Fondo.

**Financiamiento e implementación del Plan ‘A’.-** Para financiar e implementar el Plan ‘A’ se propone que se reforme el Art. 65 del ‘Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones’, su Reglamento, el ‘Fideicomiso Fondo Nacional de Garantías’, y las Resoluciones expedidas por la Superintendencia de Bancos, a efectos de ampliar la cobertura que otorga el ‘Fondo Nacional de Garantías’, haciéndolo extensivo a las ‘Ofertas Públicas de Obligaciones’ y a los Valores emitidos y negociados en el ‘Registro Especial Bursátil (REB)’ por las PYMES que operen en los

**sectores específicos** que van a contribuir a cambiar la matriz productiva del Ecuador, señalados por la Secretaría Nacional de Planificación y Desarrollo (Senplades). La administración del 'Fondo de Garantía para las Pymes del Mercado de Valores' sería administrado por el Banco Central del Ecuador a través de un fideicomiso con instrucciones precisas respecto a sus beneficiarios y a la forma de recuperarlo, si es que se da el caso. Como producto de la escisión del 'Fondo Nacional de Garantía', se replantearía que el monto del capital inicial y los nuevos beneficiarios de dicho Fondo, quedaría de la siguiente manera: **1)** Las Instituciones Financieras que concedan créditos a las pymes, con un monto inicial de \$ 70'000.000,00, susceptible de ser incrementado, cuyos beneficiarios serán las **Instituciones Financieras** que otorgan dichos créditos, con las consideraciones y requisitos ya establecidos en las legislación actual y, **2)** Con un monto inicial y definitivo de \$ 100'000.000,00, que servirá para constituir el capital inicial del 'Fondo de Garantía para las Pymes del Mercado de valores', que respaldaría el 100 % del monto de las Emisiones de Obligaciones (de corto y largo plazo) colocados en oferta pública, y los Valores emitidos y negociados en el 'Registro Especial Bursátil (REB)' realizados exclusivamente por las PYMES que operen en los **sectores específicos** señalados por la Secretaría Nacional de Planificación y Desarrollo (Senplades); sus beneficiarios serían los **tenedores (adquirientes) de los valores (obligaciones)** emitidas por la Pymes y negociados bajo oferta pública en el mercado bursátil general y en el 'Registro Especial Bursátil (REB)', a través del '**Representante de los Obligacionistas**'.

El mantenimiento de dicho fondo se sustentará con el aporte de hasta el *dos punto cinco por mil del monto total de la oferta pública* primaria de emisión de obligaciones de 'corto o largo plazo' y para las de 'emisión sindicada' (si fuere del caso), el mismo

porcentaje calculado sobre los valores que estas empresas negocien en el Registro Especial Bursátil (REB). Dichos valores deberán ser transferidos por el emisor dentro del plazo establecido para la emisión, en el dividendo o dividendos en los que se vaya a amortizar la emisión de valores, al patrimonio autónomo de un Fideicomiso administrado por la Banco Central del Ecuador en virtud de las facultades otorgadas por el Código Orgánico Monetario y Financiero.

Dentro de las reformas que deben ser procesadas, deberá especificarse que los accionistas de las compañías Pymes que en forma directa o indirecta (codeudores) soliciten un crédito a las Instituciones Financieras, y los accionistas de las Compañías Pymes que en forma directa o indirecta (codeudores) realicen una Emisión de Obligaciones, se convertirán en forma tácita en garantes solidarios de los créditos y la emisión de obligaciones en caso de producirse un default (falta de pago de las acreencias contratadas), consecuentemente, el **Banco Central del Ecuador** en su calidad de Administrador del Fondo de Garantía denominado: **‘Fondo de Garantía para las Pymes del Mercado de valores’**, iniciará las gestiones legales conducentes a la recuperación de los valores que dichos fondos de garantía hayan tenido que respaldar, por efectos de la falta de pago por parte del ‘Emisor’ o la ‘Pymes’ respecto del saldo de la emisión de obligaciones en circulación de los obligacionistas (inversionistas), representados por el “Representante de los Obligacionistas”.

La motivación de las reformas propuestas deberán sustentarse en el numeral 2 del artículo 276, numeral 5 del artículo 277, numerales 1 y 5 del artículo 281, numerales 2 y 8 del artículo 284, primero y segundo inciso del artículo 303, numeral 5 del artículo

304, primer inciso y numeral 1 del artículo 334, y el primer inciso del artículo 339, contenidos en el Título VI de la Constitución de la República del Ecuador.

La propuesta del **Plan ‘A’** se la considera legal y financieramente accesible, debido a que los recursos que alimentan el ‘Fondo Nacional de Garantías’, garantizan operaciones crediticias que las pequeñas y medianas empresas (pymes) contratan con instituciones financieras, por tanto, la derivación legal para que este fondo de garantía se bifurque y permita la creación del *Fondo de Garantía para las Pymes del Mercado de Valores* es perfectamente aplicable, debido a que, como ya se lo ha establecido en las estadísticas de emisiones de obligaciones autorizadas y créditos productivos concedidos, el monto y plazo del financiamiento previsto en el primer mecanismo es mucho más grande, circunstancia que le permitirá a la Pymes emprender en proyectos de mayor magnitud.

### **3.1.2. Plan ‘B’:**

Se propone que el Gobierno Ecuatoriano cree el ‘Fondo Nacional de Garantías S.A. (FNG)’, a instrumentarse a través de una sociedad anónima de carácter mercantil de economía mixta con alcance nacional, considerando para el efecto los siguientes aspectos:

**Antecedentes de la propuesta del Plan “B”.**- De la investigación realizada se infiere que este tipo de sociedades existen en algunos países de América y Europa, pero se va a tomar como referencia la experiencia colombiana, en este país se la denomina *Fondo Nacional de Garantías S.A. FNG*, la cual está sometida al régimen de empresas

industriales y comerciales del Estado, y su creación fue autorizada mediante el decreto No. 3788 del 29 de diciembre de 1981 y vinculada al Ministerio de Comercio, Industria y Turismo, sometida a la supervisión de la Superintendencia Financiera de Colombia a partir de 1 de enero de 2004.

Inició operaciones en el mes de junio del 1982, garantizando las solicitudes de crédito para la pequeña y mediana industria manufacturera. Posteriormente amplió sus servicios a todos los sectores económicos que generan divisas para el país, con la participación del Fondo de Promociones de Exportación PROEXPO, hoy Banco de Comercio Exterior. Desde 1992 empezó a respaldar otros sectores económicos y actualmente garantiza créditos otorgados para actividades económicas tales como comercio o servicios, además de la industria. En sus inicios otorgó únicamente certificados de garantía individuales con cobertura equivalente al 80% del valor del crédito sin incluir intereses.

El **objeto social** del *Fondo Nacional de Garantías S.A. FNG, de Colombia* se encuentra contemplado en el artículo 240 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y el artículo 3 de los Estatutos Sociales, así: *“El objeto social del Fondo Nacional de Garantías S.A. consiste en obrar de manera principal pero no exclusiva como fiador o bajo cualquier otra forma de garante de toda clase de operaciones activas de las instituciones financieras con los usuarios de sus servicios, sean personas naturales o jurídicas, así como actuar en tales calidades respecto de dicha clase de operaciones frente a otra especie de establecimientos de crédito legalmente autorizados para desarrollar actividades, sean nacionales o extranjeros, patrimonios autónomos constituidos ante entidades que legalmente contemplen dentro de sus actividades el*

*desarrollo de estos negocios, las entidades cooperativas y demás formas asociativas del sector solidario, las fundaciones, las corporaciones, las cajas de compensación familiar y otros tipos asociativos privados o públicos que promuevan programas de desarrollo social. El Fondo Nacional de Garantías S.A., dentro del giro ordinario de sus negocios, estará facultado para otorgar garantías sobre créditos y otras operaciones activas de esta naturaleza que se contraigan a favor de entidades que no posean la calidad de intermediarios financieros, por parte de personas naturales o jurídicas que obran como comercializadores o distribuidores de sus productos y bienes en el mercado. Se entenderán comprendidos dentro de las actividades propias de su objeto social, todas las enajenaciones a cualquier título que el FNG S.A. realice de bienes muebles o inmuebles cuyas propiedades se le hayan transferido o que figuren a su nombre como consecuencia de negociaciones o producto del ejercicio de las acciones judiciales o extrajudiciales que ejercite tendientes a obtener la recuperación de las sumas que hubiere satisfecho a los beneficiarios de las garantías.”.*

En desarrollo de su objeto social, el *Fondo Nacional de Garantías S.A. FNG*, de Colombia puede realizar las siguientes **operaciones autorizadas**, que se encuentran contempladas en el artículo 241 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y en el artículo 5 de los Estatutos Sociales, así: *“Operaciones autorizadas. En desarrollo de su objeto social el Fondo Nacional de Garantías S.A. podrá realizar las siguientes operaciones: a) Atender entre otros, los sectores de comercio, servicios, industrial, agroindustrial y exportador, o a otros sectores o programas, de conformidad con las prioridades que se identifiquen para el desarrollo de las políticas del Gobierno Nacional o los que señale su junta directiva; b) Otorgar garantías en sus diferentes modalidades sobre operaciones pactadas en moneda legal o extranjera, con sujeción a las disposiciones legales que rigen la materia y a los lineamientos y autorizaciones que*

*expresamente señale su junta directiva; c) Realizar operaciones de retro garantía con entidades legalmente autorizadas para el efecto, sean nacionales o extranjeras, entendiéndose por tales, la aceptación o cesión de riesgos derivados de garantías emitidas por entidades que obren como garantes directos o de primer piso. Las retro garantías no generan relación alguna entre el retro garante y el acreedor como tampoco entre el retro garante y el deudor, pero el retro garante comparte análoga suerte con el garante directo, salvo que se compruebe mala fe de este último, en cuyo caso la retro garantía no surtirá efecto alguno; d) Celebrar contratos de coafianzamiento con otras entidades nacionales o extranjeras que desarrollen actividades de igual o similar naturaleza a las del Fondo Nacional de Garantías S.A.; e) Administrar a título oneroso recursos de otras entidades destinados a programas específicos de fomento y desarrollo de los grupos o sectores pertenecientes a los señalados en el literal a) del presente numeral y expedir las garantías necesarias con cargo a dichos recursos, previa autorización de la junta directiva; f) Administrar a título oneroso cuentas especiales o fondos autónomos, con o sin personería jurídica, cuyos recursos se destinen al desarrollo de programas que tengan carácter afín o complementario con su objeto social; g) Adelantar los procesos de cobro judicial y extrajudicial originados en el pago de garantías y en todo tipo de procesos si se considera necesario para la adecuada protección de los intereses del Fondo Nacional de Garantías S.A., para lo cual se observarán las normas que rigen tales procesos; h) Realizar toda clase de actos y celebrar aquellos contratos, convenios, operaciones y, en general, cualquier otra actuación que demande el ejercicio de sus derechos o el cumplimiento de las obligaciones que legal y contractualmente se deriven de su existencia y funcionamiento; i) Servirse de agentes, comisionistas o, en general, de cualquier otra clase de intermediarios para la explotación y promoción de sus*

*negocios, de acuerdo con las autorizaciones que imparta la junta directiva del fondo; j) Suscribir o adquirir, a cualquier título, acciones, partes sociales o cuotas de interés de sociedades con ánimo de lucro, mediante aportes en dinero, bienes o servicios. Así mismo, podrá realizar toda clase de inversiones en moneda legal o extranjera y orientar sus recursos a la adquisición de activos no monetarios, sean muebles o inmuebles, corporales o incorpóras, negociar títulos valores u otros documentos para el debido desarrollo de su actividad o como inversión de fomento o utilidades rentables, permanentes o transitorias, de fondos o disponibilidades, con sujeción a las disposiciones que determine el Gobierno Nacional, y k) Otorgar avales totales o parciales sobre títulos valores, de conformidad con las reglas que para el efecto señale el Gobierno Nacional.”*

**Financiamiento e implementación del Plan ‘B’.-** Este plan se configura como un segundo vehículo que permitirá viabilizar la implementación de un mecanismo de garantía para las empresas Pymes que operen en los **sectores específicos** señalados por la Secretaría Nacional de Planificación y Desarrollo (Senplades) y que accedan al Mercado de Valores a través de mecanismos de financiamiento como la emisión de obligaciones o valores negociados en el Mercado Bursátil en general o en el Registro Especial Bursátil (REB). La Sociedad Anónima de carácter mercantil y de economía mixta que se constituiría para permitir el funcionamiento del **‘Fondo de Garantía para las Pymes del Mercado de Valores’**, se propone que esté conformado por capital público en un 70 % y capital privado en un 30 % del capital accionario. Para el financiamiento e implementación de la misma se propone que el Banco Central del Ecuador, la Corporación financiera Nacional, el Banco de Fomento y el Banco del Estado a través de un fideicomiso con instrucciones específicas, administrado por el

Banco Central del Ecuador, financien el capital público inicial con un monto de \$ 70'000.000,00 y sea el accionista mayoritario con el 70 % del capital público, mientras que el capital privado inicial que sería de \$ 30'000.000,00, se propone que sean aportados por las cámaras de la producción del País, incluyendo en estas especialmente a las Cámaras de la Pequeña y Mediana Empresa del País, o cualquier persona natural o jurídica nacional o extranjera. Se propone que las acciones del *Fondo Nacional de Garantías S.A. Ecuatoriana* sean nominativas ordinarias y se emitan en dos (2) series, así: Serie A para los aportes estatales y Serie B para los aportes de capital privado. Para la conformación del estatuto de la escritura pública que regiría la sociedad anónima de carácter mercantil y de economía mixta, se tomará como referencia la experiencia colombiana y española, sin embargo de lo cual se sugiere que los mismos sean adaptados a la realidad social, legal y económica del Ecuador.

Sin perjuicio de las instrucciones que se establezcan en los estatutos de la sociedad de economía mixta propuesta, se sugiere que los incrementos de su capital accionarial se los realice en una proporción del 10 % anual para los accionistas del sector público, y un 3 % anual para los accionistas del sector privado; adicional a estos incrementos, se sugiere que el **mantenimiento de dicho fondo** se sustente en el aporte de hasta el *dos punto cinco por mil del monto total de la oferta pública* primaria de emisión de obligaciones de 'corto o largo plazo' y 'emisión sindicada' (si fuere del caso, el mismo porcentaje calculado sobre los valores que estas empresas negocien en el Registro Especial Bursátil (REB); dichos valores deberán ser transferidos por el emisor (Pymes) dentro del plazo de la emisión (en el dividendo o dividendos en los que se vaya a amortizar la emisión de valores) a la sociedad de economía mixta propuesta.

La propuesta del **Plan ‘B’** también se la considera legal y financieramente accesible, dicho plan está sustentado socialmente, por el efecto multiplicador que genere cada empresa pymes al evolucionar financiera y tecnológicamente, en la creación de nuevas plazas de trabajo y el aporte al cambio de la matriz productiva en el Ecuador.

## **3.2. Verificación de hipótesis**

### **3.2.1. Hipótesis General**

- La presente investigación ha aportado importantes elementos de juicio, como el hecho de que los mecanismos de garantía para las pymes del mercado de valores propuestos en este capítulo (Plan “A”, y “C”), son equivalentes a la ‘Garantía Específica’ de una emisión de obligaciones (especificaciones constan en el Art. 14, sección I, capítulo III, subtítulo I, título III de las resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores), tal como se lo evidencia en las actualizaciones de la calificación de riesgo otorgada a la primera, segunda y tercera emisión de obligaciones de “ESLIVE S.A.” realizado por la compañía “Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana S.A.” (consta en anexo # 2), en las cuales se observa que cada una de las referidas emisiones de obligaciones tienen ‘Garantía Específica’, y su influencia, así como su capacidad para generar un nivel de flujo de efectivo para cubrir sus obligaciones financieras, se ve reflejada en la evolución de la “categoría básica de riesgo”, y la “calificación preliminar” que se la fija en “A”, incrementada en la “calificación final” a la categoría “AA”; consecuentemente, de acuerdo a lo expuesto, y de la información teórica expuesta, se determina que, dicho elemento (la creación del citado mecanismo

de garantía) facilitaría el acceso de las pequeñas y medianas empresas al mercado de valores ecuatoriano.

De lo anterior se desprende la comprobación de la hipótesis planteada.

### 3.2.2. Hipótesis Particulares

- La creación del *Registro Especial Bursátil (REB)*<sup>15</sup>, instituido por la “Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil” (publicada en el Registro Oficial No. 249 del fecha 20 de mayo de 2014) como un segmento permanente del mercado bursátil, por sí solo representa una motivación para que los inversionistas adquieran los títulos valores de las empresas pertenecientes al sector económico de pequeñas y/o medianas empresas, ya que, esta compensaría el escaso o nulo acceso que las Pymes obtuvieron en el Registro Especial para Valores no Inscritos (REVNI)<sup>16</sup> mantenidos por la Bolsas de Valores (antes de la vigencia de las mencionadas reformas), dicha aseveración se la puede observar en el reporte de anotaciones vigentes (REVNI) publicado en la página web de la Bolsa de Valores de

---

<sup>15</sup>Reformas a la Ley de Mercado de Valores, contenidos en el Título I de la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil. Art. 25.- Añádase a continuación del Art. 51 el siguiente capítulo: “Capítulo II **REGISTRO ESPECIAL BURSÁTIL (REB)**. Art.- Objeto.- Con el fin de desarrollar el mercado de valores y ampliar el número de emisores y valores que se negocien en mercado regulados, se crea dentro del mercado bursátil el Registro Especial Bursátil REB como un segmento permanente del mercado bursátil en el cual se negociarán únicamente valores de las empresas pertenecientes al sector económico de pequeñas y/o medianas empresas y de las organizaciones de la economía popular y solidaria que sus características específicas, necesidades de política económica y el nivel de desarrollo de estos valores y/o sus emisores ameriten la necesidad de negociarse en un mercado específico y especializado para esos valores, y siempre que se observe la regulación diferenciada establecida por la Junta de Regulación del Mercado de Valores y se cuente con la autorización de la Superintendencia de Compañías y Valores.

<sup>16</sup>**Registro especial de valores no inscritos (REVNI):** Es un mecanismo especial de negociación en el cual se pueden negociar valores no inscritos en el Registro del Mercado de Valores. (Glosario de términos de la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores).

Guayaquil, contenido en el Anexo No. 4, y de la cual, ninguna de las compañías que constan en el mismo están clasificadas como Pymes.

- El menor costo global de financiamiento de una Oferta Pública de Obligaciones, frente al mayor costo global de financiamiento de un crédito otorgado por el sistema financiero, constituye una ventaja comparativa, cuyo ahorro beneficiará a las ‘pequeñas’ y ‘medianas’ empresas del Ecuador que opten por el mencionado mecanismo de financiamiento (en numeral 2.3.2. del presente trabajo de tesis consta simulación de los costos y gastos de estructuración de una emisión de obligaciones, y los de un crédito para pymes que otorga el Banco del Pacífico del Ecuador).

#### 4. CONCLUSIONES

El análisis realizado en el presente trabajo de Tesis ha permitido llegar a las conclusiones que se detallan a continuación:

- Se prevé que con el establecimiento del ‘**Registro Especial Bursátil – REB**’ (Aprobado en la reformas a la Ley de Mercado de Valores promulgadas en el Registro Oficial No. 249 de fecha 20 de mayo de 2014), se producirá la ampliación del número de emisores del segmento Pymes, ya que, en función de los antecedentes expuestos en la presente tesis, se colige que el **Registro Especial de Valores no Inscritos – REVNI**, no ha compensado el limitado acceso de las Pymes a este mecanismo de financiamiento.

- La importancia de la ‘Garantía Específica’ incorporada en las emisiones de obligaciones y en particular en las tres emisiones de obligaciones realizadas por la compañía ESLIVE S.A. se refleja en la baja percepción de riesgo de los inversionistas adquirientes de sus títulos y el mejoramiento de la categoría de calificación preliminar asignada a sus emisiones. De la revisión de dicho caso, podemos deducir que el ‘Fondo de garantía para las Pymes del Mercado de Valores’ correspondería a una garantía real de ejecución inmediata, similar a la ‘Garantía Específica’, con el cual se mitigaría la percepción del riesgo de no pago de las Emisiones de Obligaciones (corto y largo plazo) y Registro Especial Bursátil (REB) que emitan y negocien las Pymes del Ecuador.
  
- Según se desprende del análisis realizado en este Tesis, se ha podido establecer la conveniencia para que las Pymes accedan a mecanismos de financiamiento como la “Emisión de Obligaciones” o el “Registro Especial Bursátil REB” considerando para el efecto los menores costos de estructuración y financiamiento en relación al costo global de financiamiento de un crédito pymes otorgado por Instituciones Financieras; adicionalmente se ha podido comprobar la favorable evolución financiera que ha presentado la compañía NOPERTI CÍA. LTDA. luego de las emisiones de obligaciones de largo plazo autorizadas el 20 de julio de 2010 y 17 de agosto de 2011 (clasificada como empresa mediana en la primera emisión de obligaciones).
  
- Los elementos considerados en el presente acápite sustentan la creación de un ‘Fondo de Garantía para las Pymes del Mercado de Valores’ que minimice el riesgo de no pago de la emisión de obligaciones, el cual podría ejecutarse con la

propuesta planteada como Plan ‘A’ o ‘B’ y sus potenciales beneficiarios serían las 14.688 empresas clasificadas como ‘pequeñas’ y las 5.930 empresas clasificadas como ‘medianas’ que han presentado Balances del año 2013 bajo NIIF’s en la Superintendencia de Compañías, Valores, y Seguros.

## **5. RECOMENDACIONES**

Para que las ‘pequeñas’ y ‘medianas’ empresas puedan acceder a mecanismos de financiamiento previstos en la Ley de Mercado de Valores, se recomienda seguir las siguientes instrucciones:

- Que la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros implemente un agresivo plan de difusión de los mecanismos de financiamiento previstos en la Ley de Mercado de Valores, que incluya a medios de comunicación, tales como Televisión (señal abierta y cable), Prensa Escrita, Internet, etc.
- Para facilitar el acceso de las Pymes a ‘Emisiones de Obligaciones’ (de corto y largo plazo) o al ‘Registro Especial Bursátil REB’, se recomienda el ‘Fondo de Garantía para las Pymes del Mercado de Valores’ tenga aplicación exclusiva para las Pymes que operen en los sectores específicos señalados por la Secretaría Nacional de Planificación y Desarrollo (Senplades), y que como contrapartida de este beneficio, se debe exigir que las ‘pequeñas’ y ‘medianas’ empresas posean estructuras de gobierno (obligaciones de gobierno corporativo adaptados a pymes), especialmente de aquellas que poseen estructuras familiares.

## **6. BIBLIOGRAFÍA**

1. **Estados Financieros bajo NIIF's. de los años 2011, 2012, y 2013**, que las compañías clasificadas como Pymes han reportado a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros del Ecuador ([www.supercias.gob.ec](http://www.supercias.gob.ec)),.
2. **'Costeo de crédito Pymes'** consultado en la página web del Banco del Pacifico (<https://www.bancodelpacifico.com>), cuyos datos han sido incorporados a formato de Excel.
3. **'Costeo global de financiamiento para las empresas que realizan emisiones de obligaciones'**, consultado vía correo electrónico a la compañía Plusbursátil Casa de Valores S.A. ([plusbursatil.com.ec](http://plusbursatil.com.ec))
4. **'Detalle de las calificaciones de riesgos'** realizadas a cada una de las emisiones de obligaciones (largo plazo) y papel comercial (corto plazo) autorizadas a las compañías 'grandes', y a las compañías del segmento 'pymes' (fondo color amarillo), cuya fuente de información se encuentra publicada en la página Web Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros ([www.supercias.gob.ec](http://www.supercias.gob.ec)), y la Bolsa de Valores de Quito ([www.bolsadequito.info](http://www.bolsadequito.info)).
5. **'Evolución financiera de la compañía Noperti Cía. Ltda. NC, clasificada como empresa mediana, por efectos del empleo de la emisión de obligaciones de largo plazo'** (información extraída de la página web de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros del Ecuador - ([www.supercias.gob.ec](http://www.supercias.gob.ec)).
6. **'Instituto Nacional de Estadísticas y Censos'**. <http://www.inec.gob.ec/>.
7. **'Boletín Mensual Banco Central del Ecuador'** ([www.bce.fin.ec](http://www.bce.fin.ec)): Comparativo de los créditos concedidos por las instituciones financiera privadas y pública entre los periodos Marzo 2013 – Marzo 2014, a los sectores: 'productivo', 'consumo', 'vivienda', y 'microcrédito'.

**8. Sectores específicos** que van a contribuir a cambiar la matriz productiva del Ecuador, señalados por la Secretaría Nacional de Planificación y Desarrollo (Senplades)

([www.senplades.gob.ec](http://www.senplades.gob.ec)).

**9.** Información financiera extraída de ‘**prospectos**’, ‘**circulares de oferta pública**’, e ‘**informes de calificación de riesgos**’ para efectos de establecer si la clasificación de la empresa es ‘Pyme’ o ‘Grande’, publicados en la página Web de la Bolsa de Valores de Guayaquil ([www.mundobvg.com](http://www.mundobvg.com)).

**10.** Tesis de grado denominada ‘**Diagnóstico del sistema financiero ecuatoriano y propuesta de alternativa de financiamiento a través del capital de riesgo para Pymes**’, realizada el año 2010, elaborada por Villagómez Byron, Córdova Tinta Carlos Alberto (Escuela Politécnica del Ejército – ESPE).

**11.** Trabajo de investigación denominado ‘Financiamiento de las pymes en América Latina’, compilado por el Economista Carlo Ferraro, en su calidad de oficial de asuntos económicos de la División de Desarrollo Productivo de la CEPAL, publicado en Noviembre de 2011 con el auspicio de la Agencia Española de Cooperación Internacional para el Desarrollo (AECID) <http://www.eclac.org/>

**12.** Estudio denominado ‘**Alternativas de Financiamiento a través del Mercado de Valores para Pymes – 2012**’, realizado en el año 2012 por la “Subsecretaria de Mipymes y Artesanías’ del Ministerio de Industrias y Productividad del Ecuador. <http://www.industrias.gob.ec/wp>

**13.** Foro sobre el ‘**acceso de las PYMES a los Mercados de Valores en Iberoamérica**’( [www.iimv.org](http://www.iimv.org)), realizado en Cartagena de Indias, del 17 al 19 de septiembre de 2012, con el auspicio de la Corporación Andina de Fomento (CAF), Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores, y el Centro de formación de la Cooperación Española de Cartagena de Indias, Colombia.

- 14.** Mesa redonda Latinoamericana de Gobierno Corporativo, realizado en Quito, Ecuador, el 20 de junio de 2013, realizado por el Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores, relacionado con el **‘pronóstico de la participación que las Pymes representan del total de empresas en Iberoamérica’**, y su importancia como generadoras de empleo en la región, publicado en <http://www.iimv.org/>.
- 15.** Ciclo de conferencias del Congreso Internacional Sudamericano denominado **‘Acceso de las Pymes al Mercado de Valores’**, organizado por la Superintendencia de Compañías el 21 de noviembre del 2013.
- 16.** Artículo de la Revista - Semanario Económico del Diario El Telégrafo (<http://www.telegrafo.com.ec/>) denominado **‘Pequeños negocios, gran potencial, las claves de las Mipymes’**, publicado en la Edición 069, del 2 de diciembre de 2013.
- 17.** Revista Ekos (<http://www.ekosnegocios.com/negocios/>). Investigación Ekos Negocios y la Unidad de Investigación Económica y de Mercado, UIEM, Corporación Ekos (Edición 144 – Octubre 15 Noviembre 15 de 2013)

## **7. ANEXOS**

### Anexo # 1

Detalle de las emisiones de obligaciones y papel comercial con sus características correspondientes al año 2010, 2011, 2012, 2013, y Marzo 2014. (Bolsa de Valores de Quito)

### Anexo # 2

Informe de calificación de realizada a la compañía 'ESLIVE S.A.', clasificada en la I Emisión de Obligaciones como empresa 'mediana', e inscrita en el Registro del Mercado de Valores como emisor de valores del sector no financiero. (Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana SCR S.A.)

#### Anexo # 3

Detalle histórico de las calificaciones de riesgo otorgadas a las emisiones de obligaciones y papel comercial aprobadas.(Bolsa de Valores de Quito).

#### Anexo # 4

Detalle de valores de renta fija anotados por empresas Ecuatorianas en el Registro Especial para Valores no Inscritos (REVNI), mantenidos por las Bolsas de Valores de Guayaquil y Quito.

#### Anexo # 1

Detalle de las emisiones de obligaciones y papel comercial con sus características correspondientes al año 2010, 2011, 2012, 2013, y Marzo 2014. (Bolsa de Valores de Quito)

**ANEXO # 1 (EMISIÓN DE OBLIGACIONES AÑO 2010)**

EMISOR	MONTO (miles \$)	APROBACION DE LA EMISION		PLAZO	CASA DE VALORES COLOCADOR	GARANTIA	CALIFIC.
		FECHA	LUGAR				
CAMPOSANTOS DEL ECUADOR S.A. CAMPO	6.000,00	12-ene-10	BVG	1440 - D	ACCIVAL	GENERAL Y ESPECIFICA	AA
LA FABRIL	7.000,00	13-ene-10	BVG	1080 - D	MULTIVALORES BG	GENERAL	AA+
TERCERA EMISIÓN	3.000,00			1440 - D			
CORPORACION ECUATORIANA DE	1.000,00	26-ene-10	BVQ	1440 - D	PICAVAL	GENERAL	AA
ALUMINIO S.A. CEDAL	2.000,00			1440 - D			
	1.000,00						
	1.000,00						
	2.000,00						
	1.000,00						
ANGLO AUTOMOTRIZ S.A. ANAUTO	4.000,00	18-feb-10	BVG	1440 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL Y ESPECIFICA	AA+
CETIVEHICULOS S.A.	2.000,00	26-feb-10	BVG	720 - D 720 - D 1440 - D 1440 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL Y ESPECIFICA	AA+
IMBAUTO S.A.	2.000,00	24-mar-10	BVQ	1440 - D	PROBROKERS	GENERAL	AA
	2.000,00			1440 - D			
ETICA EMPRESA TURISTICA INTERNACIONA	3.000,00	24-mar-10	BVQ	1440 - D	PROBROKERS	GENERAL	AA+
	3.000,00			3600 - D			
	3.000,00			3600 - D			
CARRO SEGURO CARSEG S.A.	3.000,00	21-abr-10	BVG	1440 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA+
SEGUNDA EMISION							
TIENDAS INDUSTRIALES ASOCIADAS TIA S	12.000,00	21-abr-10	BVG	1440 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AAA
SEGUNDA EMISION				1800 - D			
TEOJAMA COMERCIAL S.A.	12.000,00	26-may-10	BVQ	900 - D	PROBROKERS	GENERAL	AA
SEGUNDA EMISION							
AVICOLA FERNANDEZ S.A.	2.000,00	10-jun-10	BVG	1440 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA+
SEGUNDA EMISION							
COMPUTADORES Y EQUIPOS COMPUEQUIP	2.500,000	11-jun-10	BVG	1440 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA
PROVEFRUT PROCESADORA DE VEGETALES Y FRUTAS TROPICALES S.A.	1.000,000	08-jul-10	BVQ	1080 - D	SUCAVAL S.A.	GENERAL Y ESPECIFICA	AA+
	2.500,00			1440 - D			
PROAUTO C.A. TRAMO I	2.500,00	22-jul-10	BVQ	1440 - D	SUCAVAL S.A.	GENERAL	AA-
PROAUTO C.A. TRAMO II	1.500,00	22-jul-10	BVQ	1440 - D	SUCAVAL S.A.	GENERAL	AA-
ZAIMELLA DEL ECUADOR S.A.	2.500	28-jul-10	BVQ	1440 - D	PRODUVALORES	GENERAL	AAA
	2.500			1800 - D			
DISMEDSA S.A.	5.000	05-ago-10	BVG	1800 - D	MULTIVALORES BG	GENERAL Y ESPECIFICA	AA
NOPERTI CIA. LTDA. NC ( * )	1.500	06-ago-10	BVG	1440 - D	INTERVALORES	GENERAL	A+
ETINAR S.A.	5.000	05-ago-10	BVG	1440 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL Y ESPECIFICA	AA
CARTIMEX S.A.	4.000	12-ago-10	BVG	1440 - D	VENTURA S.A.	GENERAL	AA+
AUTO IMPORTADORA GALARZA S.A.	2.100	16-ago-10	BVG	1440 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL Y ESPECIFICA	AA-
ALMACENES BOYACA S.A.	6.000	26-ago-10	BVG	1440 - D	VENTURA S.A.	GENERAL	AA+
CENTRO EDUCATIVO INTEGRAL CENEICA S.	5.000	26-ago-10	BVG	1440 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL Y ESPECIFICA	AA+
				1800 - D			
ECUATORIANA DE GRANOS ECUAGRAN S.A.	7.000	30-ago-10	BVG	1440 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA
OPERADORA Y PROCESADORA DE PRODUCTOS MARINOS OMARS S.A.	5.000	02-sep-10	BVG	1440 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA
INCUBADORA ANDINA INCUBANDINA S.A.	2.500	01-sep-10	BVQ	1440 - D	IBCORP	GENERAL	A
ELECTRONICA SIGLO XXI S.A.	5.000	09-sep-10	BVG	1440 - D	VENTURA S.A.	GENERAL	AA+
TERCERA EMISION				1800 - D			
				1440 - D			
				1800 - D			
DELCORP S.A.	5.000	10-sep-10	BVG	1440 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	A+
TERCERA EMISION							
CORPORACION EL ROSADO S.A.	25.000	17-sep-10	BVG	1440 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AAA
				1800 - D			
PROQUIMSA S.A.	1.500	17-sep-10	BVG	1440 - D	CITADEL S.A.	GENERAL	AA+
TERCERA EMISION	2.500			1800 - D			
AGRITOP S.A.	1.200	21-sep-10	BVG	1440 - D	INTERVALORES S.A.	GENERAL	AA-
				2160 - D			
AIFA S.A.	2.000	24-sep-10	BVG	1440 - D	INTERVALORES S.A.	GENERAL	AA-
				2160 - D			
PRODUCTORA CARTONERA S.A. PROCARSA	25.000	08-oct-10	BVG	2160 - D	PICAVAL	GENERAL	AAA-
				1440 - D			
				1080 - D			
IMPORPOINT S.A.	7.000	08-oct-10	BVG	1800 - D	VENTURA S.A.	GENERAL	AAA-
LIRIS S.A.	4.000	08-oct-10	BVG	1440 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA
SEGUNDA EMISION							
RYC S.A. ( * )	1.000	08-oct-10	BVG	1440 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	A+
PRIMERA EMISION							
VEPAMIL S.A.	6.000	20-oct-10	BVG	1440 - D	VENTURA S.A.	GENERAL	A+
AUTOMOTORES LATINOAMERICANOS S.A.	2.500	27-oct-10	BVG	1440 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA
AUTOLASA							
TERRABIENES S.A.	2.400	26-nov-10	BVG	1440 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL Y ESPECIFICA	AA
SEGUNDA EMISION							
MUNDO DEPORTIVO MEDEPORT S.A.	1.750	26-nov-10	BVQ	1080 - D	SUCAVAL S.A.	GENERAL Y ESPECIFICA	AA+
	600						
	100						
	50						
GISIS S.A.	5.000	08-dic-10	BVG	1440 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA+
TERCERA EMISION				2160 - D			
LIFE S.A.	1.500	20-dic-10	BVG	1800 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AAA
OCTAVA EMISION							
MAXDRIVE	2.000	23-dic-10	BVQ	1440 - D	PROBROKERS S.A.	GENERAL	AA-
PRIMERA EMISION							
INDUSTRIAS ALES C.A.	2.000	22-dic-10	BVQ	1440 - D	PICAVAL S.A.	GENERAL	AA
	2.000			2160 - D			
	2.000						
	3.000						
	6.000			3600 - D			
LA GANGA R.C.A. CÍA LTDA.	15.000	22-dic-10	BVG	1440 - D	ACCIVAL S.A.	GENERAL	AAA-
PRIMERA EMISION					CITADEL S.A.		
	<b>261.200,00</b>						


**ANEXO # 1 (EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL AÑO 2010)**

EMISOR	MONTO (miles \$)	APROBACION DE LA EMISION		PLAZO	CASA DE VALORES COLOCADOR	GARANTIA	CALIFIC.
		FECHA	LUGAR				
LA FABRIL (Cupo autorizado 10.000.000)	10.000,00	12-feb-10	BVG		MULTIVALORES BG	GENERAL	AA+
PROCESADORA NACIONAL DE ALIMENTOS C.A. PRONACA (Cupo autorizado 20.000.000)	20.000,00	13-may-10	BVQ		PRODUVALORES	GENERAL	AA+
MEMORIAL FUNER ASESORA DE SERVICIOS FUNERARIOS S.A. (Cupo autorizado 1.500.000)	1.500,00	21-jun-10	BVG	359 - D	VENTURA S.A.	GENERAL	AA-
COMPañIA AGRICOLA E INDUSTRIAL ALFADOMUS CIA LTDA (Cupo autorizado 1.300.000)	780,00 520,00	16-jun-10	BVG	359 - D 210 - D	VENTURA S.A.	GENERAL	A+
TALLERES METALURGICOS 21 TALME S.A. (Cupo autorizado 1.000.000)	1.000,00	27-jul-10	BVG	359 - D	VENTURA S.A.	GENERAL	A+
PINTURAS CONDOR S.A. (Cupo autorizado 5.000.000)	5.000,00	10-ago-10	BVQ	210 - D	ANALYTICA	GENERAL	AA+
IPAC S.A. (Cupo autorizado 10.000.000)	10.000,00	01-sep-10	BVG	359 - D 359 - D	VALORES BOLIVARIANO	GENERAL	AA+
DILIPA C LTDA (Cupo autorizado 2.000.000)	2.000,00	14-oct-10	BVQ	180 - D	SUCAVAL	GENERAL	AAA
OTECEL S.A. (Cupo autorizado 20.000.000)	500,00 2.500,00 2.000,00	15-nov-10	BVQ	359 - D	PICAVAL	GENERAL	AAA
ZAIMELLA S.A. (Cupo autorizado 3.000.000)	1.500,00	07-dic-10	BVG	90 - D	PRODUVALORES	GENERAL	AAA
NOVACERO (Cupo autorizado 9.000.000)	5.000,00 2.500,00 1.000,00 500,00	15-dic-10	BVQ	359 - D	PICAVAL	GENERAL	AA
	<b>66.300,00</b>						

( \* ) EN COLOR AMARILLO: COMPAÑIAS CLASIFICADAS COMO "MEDIANA EMPRESA", SEGUN TOTAL DE ACTIVOS Y VENTAS BRUTAS ANUALES DEL ÚLTIMO ESTADO FINANCIERO INCORPORADO EN EL PROSPECTO O CIRCULAR (RESOLUCIÓN No. SC-INPA-UA-G-10-005 DE FECHA 05-11-2010, EXPEDIDA POR LA SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑIAS DEL ECUADOR. PUBLICADA EN EL REGISTRO OFICIAL # 335 DE FECHA 07-12-2010).



**ANEXO # 1 (EMISION DE OBLIGACIONES AÑO 2011)**

EMISOR	MONTO (miles \$)	APROBACION DE LA EMISION		PLAZO	CASA DE VALORES COLOCADOR	GARANTIA	CALIFIC.
		FECHA	LUGAR				
DIPAC MANTA S.A. SEGUNDA EMISION DE OBLIGACIONES	30 300 670 3.000	07-ene-11	BVG	1440 - D	ALBION S.A.	GENERAL	AA
ANGLO AUTOMOTIZ S.A. ANAUTO CUARTA EMISION DE OBLIGACIONES	5.000	07-ene-11	BVG	1440 - D 1440 - D 1800 - D 1800 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA
ENVASES DEL LITORAL S.A. SEXTA EMISION DE OBLIGACIONES	8.000	10-ene-11	BVG	1800 - D 1440 - D 1800 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA
ECUANAVE C.A.	8.000	21-ene-11	BVG	1800 - D	PRODUVALORES	GENERAL	AA
INDUSTRIA LOJANA DE ESPECERIAS ILE C.A.	2.500	24-ene-11	BVG	1440 - D	CITADEL S.A.	GENERAL	AA+
TELCONET S.A. TERCERA EMISION DE OBLIGACIONES	10.000	27-ene-11	BVG	2520 - D 1800 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA+
CEPSA S.A.	1.500 500 1.000 1.000	08-feb-11	BVG	1800 - D 1800 - D 1080 - D 1080 - D	PICAVALL S.A.	GENERAL	AA+
CONCERROAZUL S.A. SEGUNDA EMISION DE OBLIGACIONES	3.000	07-feb-11	BVG	1800 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA+
DI-CHEM DEL ECUADOR S.A. (***)	850	18-feb-11	BVG	1440 - D	PLUSVALORES S.A.	GENERAL	AA-
CONFITECA C.A.	3.000	25-feb-11	BVG	1440 - D	SUCAVAL S.A.	GENERAL	AA
BASESUR CORP S.A.	2.500	14-mar-11	BVG	1800 - D 1800 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA-
ECOSAMBITO CIA LTDA (**)	1.000	14-mar-11	BVG	1440 - D 1800 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	A+
IMPORTADORA VEGA S.A.	2.500	11-mar-11	BVG	1080 - D	SUCAVAL S.A.	GENERAL Y ESPECIFICA	AA
ALFADOMUS CIA LTDA. SEGUNDA EMISION DE OBLIGACIONES	5.000	22-mar-11	BVG	2520 - D	VENTURA S.A.	GENERAL Y ESPECIFICA	A+
QUIMPAC S.A. PRIMERA EMISION DE OBLIGACIONES	3.000	01-abr-11	BVG	1440 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA
EXPALSA S.A. CUARTA EMISION DE OBLIGACIONES	10.000	07-abr-11	BVG	1800 - D 2160 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA
PLASTICOS DEL LITORAL PLASTLIT S.A. OCTAVA EMISION DE OBLIGACIONES	12.000	12-abr-11	BVG	1440 - D 2160 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA+
ESLIVE S.A. (**)	1.000	20-abr-11	BVG	1440 - D 1800 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL Y ESPECIFICA	AA
PRIMERA EMISION DE OBLIGACIONES	6.000	12-may-11	BVG	1800 - D 2160 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA+
PRIMERA EMISION DE OBLIGACIONES	2.500	20-may-11	BVG	1440 - D 1800 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA-
TERCERA EMISION DE OBLIGACIONES	20.000	26-may-11	BVG	1440 - D	PICAVALL S.A.	GENERAL	AA
INTERVISATRADE S.A.	1.700	26-may-11	BVG	1440 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	A+
CENTURIOSA S.A. PRIMERA EMISION DE OBLIGACIONES	4.050	26-may-11	BVG	1080 - D 1080 - D 100 100 50	SUCAVAL S.A.	GENERAL	AA
AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. TERCERA EMISION DE OBLIGACIONES	800 100 100 50			1080 - D 1080 - D 1080 - D			
INSTALACIONES ELECTROMECANICAS INESA S.A.	2.000	01-jun-11	BVG	1440 - D	PICAVALL S.A.	GENERAL	AA
FORMAS Y ACCESORIOS FORMAC S.A.	100 300 850	03-jun-11	BVG	1440 - D	ALBION S.A.	GENERAL	A
TERRABIENES S.A. TERCERA EMISION DE OBLIGACIONES	2.800	29-jun-11	BVG	1440 - D 1800 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL Y ESPECIFICA	AA
INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBIL SOL PRIMERA EMISION DE OBLIGACIONES	5.000	14-jul-11	BVG	1800 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA+
ADITMAQ S.A. SEGUNDA EMISION DE OBLIGACIONES	2.000	21-jul-11	BVG	1440 - D	PLUSVALORES S.A.	GENERAL	A-
MEGAPROFER S.A.	1.000 1.000	28-jul-11	BVG	1080 - D	PLUSVALORES S.A.	GENERAL	AA-
CENTRO EDUCATIVO INTEGRAL CENEICA S.A. TERCERA EMISION DE OBLIGACIONES	2.200	28-jul-11	BVG	1440 - D 1800 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA-
GALAUTO GRUPO AUTOMOTRIZ GALARZA HERMANOS S.A.	2.000	28-jul-11	BVG	1440 - D	PLUSVALORES S.A.	GENERAL	AA
TIENDAS INDUSTRIALES ASOCIADAS TIA S.A. TERCERA EMISION DE OBLIGACIONES	7.500 7.500	29-jul-11	BVG	1440 - D 1800 - D	MULTIVALORES BG	GENERAL	AAA
AUTOMOTORES LATINOAMERICANOS S.A. AUTOLASA TERCERA EMISION DE OBLIGACIONES	2.500	24-ago-11	BVG	1440 - D	PLUSVALORES S.A.	GENERAL	AA
COMPUTADORES Y EQUIPOS COMPUQUIP DOS S.A. SEGUNDA EMISION DE OBLIGACIONES	2.500	31-ago-11	BVG	1440 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA
NOBERT CIA LTDA. (**)	1.300	31-ago-11	BVG	1440 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL Y ESPECIFICA	A
SEGUNDA EMISION DE OBLIGACIONES	700 200 100	09-sep-11	BVG	1080 - D	SUCAVAL S.A.	GENERAL	AA
INDUSTRIAS UNIDAS CIA LTDA	15.000 10.000	12-sep-11	BVG	1800 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AAA
CORPORACION EL ROSADO S.A. SEGUNDA EMISION DE OBLIGACIONES	4.000 4.000 3.500 3.500 2.500	15-sep-11	BVG	1440 - D 1440 - D 1800 - D 1800 - D 1800 - D	MULTIVALORES BG	GENERAL	AA+
DISTRIBUIDORA FARMACEUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A.	5.000	28-sep-11	BVG	2160 - D 1440 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA
AGRITOP S.A. SEGUNDA EMISION DE OBLIGACIONES	5.000	29-sep-11	BVG	1440 - D	PICAVALL S.A.	GENERAL	AA
SUMESA S.A. SEGUNDA EMISION DE OBLIGACIONES	4.000	14-oct-11	BVG	1800 - D 2160 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA
CIMENTACIONES GENERALES Y OBRAS PORTUARIAS CIPORT S.A.	2.250	20-oct-11	BVG	1440 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA
CONSTRUCTORA E INMOBILIARIA VALERO CONSTRUVALERO S.A.	12.000	20-oct-11	BVG	1800 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA
ENVASES DEL LITORAL S.A. SEPTIMA EMISION DE OBLIGACIONES	5.000	27-oct-11		1440 - D	ACM AMAZONAS CAPITAL MARKETS	GENERAL	AA
INDUSTRIA ECUATORIANA DE CABLES INCABLE S.A. SEGUNDA EMISION DE OBLIGACIONES	2.000 3.000	25-oct-11	BVG	1080 - D 1440 - D	PLUSVALORES S.A.	GENERAL	A+
SEGUNDO ELOY CORRALES E HIDOS SECOHI CIA LTDA	800	28-oct-11	BVG	1080 - D	IB CORP S.A.	GENERAL	AA-
SERVICIOS CYBERCELL S.A.	2.000	26-oct-11	BVG	1080 - D	PLUSVALORES S.A.	GENERAL	AA-
MAQUINAS Y SUMINISTROS MAQSUM C. LTDA	2.000	25-oct-11	BVG	1440 - D	SUCAVAL S.A.	GENERAL	AA
CATERAZUL S.A.	1.200 200 100			720 - D			
COMPANIA SUPERMERCADO DE COMPUTADORAS COMPUBUSINESS CIA LTDA	500 1.000	25-oct-11	BVG	1440 - D	PLUSVALORES S.A.	GENERAL	AA-
ALIMENTOS ECUATORIANOS S.A. ALIMEC	2.000	14-nov-11	BVG	1080 - D	MERCAPITAL S.A.	GENERAL	AA-
EXPALSA S.A. QUINTA EMISION DE OBLIGACIONES	12.000	15-nov-11	BVG	1800 - D 2160 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA
AIFA S.A. SEGUNDA EMISION DE OBLIGACIONES	1.500	18-nov-11	BVG	1800 - D 2160 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA-
CONTINENTAL TIRE ANDINA S.A.	8.000	18-nov-11	BVG	1800 - D	PRODUVALORES S.A.	GENERAL	AA
RED MANGROVEINN S.A.	1.200	07-nov-11	BVG	1440 - D	VENTURA S.A.	GENERAL	A
JAROMA S.A.	1.300	09-dic-11	BVG	1440 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	A
TELCONET S.A. CUARTA EMISION DE OBLIGACIONES	10.000	09-dic-11	BVG	1800 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA
ALIMENTA DIETAS Y ALIMENTOS S.A.	4.000	22-dic-11	BVG	1800 - D	VENTURA S.A.	GENERAL	AA
TEOJAMA COMERCIAL S.A.	4.000 4.000	22-dic-11	BVG	1080 - D	PROBROKERS S.A.	GENERAL	AA
AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL	5.000 9.000	22-dic-11	BVG	1800 - D 3600 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA
	<b>310.650,00</b>						



## ANEXO # 1 (EMISION DE PAPEL COMERCIAL AÑO 2011)

EMISOR	MONTO (miles \$)	APROBACION DE LA EMISION		PLAZO	CASA DE VALORES COLOCADOR	GARANTIA	CALIFIC.
		FECHA	LUGAR				
FACTOR L.O.G.R.O.S DE ECUADOR S.A. (Cupo autorizado 1.100.000)	1.100	13-ene-11	BVG	90 - D 180 - D 359 - D 90 - D 180 - D 359 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA+
CONFITECA C.A.	2.000	25-feb-11	BVQ	180 - D 180 - D 180 - D	SUCAVAL S.A.	GENERAL	AA
MOTRANSA C.A. (Cupo autorizado 2.500.000)	1.500 1.000	06-may-11	BVG	359 - D	VALORES BOLIVARIANO	GENERAL	AA-
LA FABRIL S.A. II PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL	10.000	22-jul-11	BVG	359 - D	MULTIVALORES BG	GENERAL	AAA-
INTEROC S.A.	5.000	19-ago-11	BVG	359 - D	MULTIVALORES BG	GENERAL	AAA
SURFER S.A. (*) (Cupo autorizado 800.000)	800	29-sep-11	BVG	359 - D	VENTURA S.A.	GENERAL	AA
AZULEC	2.000 400 100	25-oct-11	BVQ	180 - D	SUCAVAL S.A.	GENERAL	AA
<b>23.900,00</b>							

( \* ) EN COLOR AMARILLO: COMPAÑÍAS CLASIFICADAS COMO "MEDIANA EMPRESA", SEGÚN TOTAL DE ACTIVOS Y VENTAS BRUTAS ANUALES DEL ÚLTIMO ESTADO FINANCIERO INCORPORADO EN EL PROSPECTO O CIRCULAR (RESOLUCIÓN No. SC-INPA-UA-G-10-005 DE FECHA 05-11-2010, EXPEDIDA POR LA SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS DEL ECUADOR, PUBLICADA EN EL REGISTRO OFICIAL # 335 DE FECHA 07-12-2010).

ANEXO # 1 (EMISIÓN DE OBLIGACIONES AÑO 2012)							
EMISOR	MONTO (miles \$)	APROBACION DE LA EMISION		PLAZO	CASA DE VALORES COLOCADOR	GARANTIA	CALIFIC.
		FECHA	LUGAR				
DUPOCSA PROTECTORES QUÍMICOS PARA EL CAMPO S.A.	3.500	09-ene-12	BVG	1440 - D	ACCIVAL S.A.	GENERAL	AA
DELICORP S.A. CUARTA EMISIÓN	1.500	10-ene-12	BVG	1800 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	A
FERTILIZANTES Y AGROQUÍMICOS EUROPEOS EUROBERT S.A. (*)	500	09-ene-12	BVG	1080 - D	PLUSVALORES	GENERAL	AA
CORPORACION AZEINCE CIA LTDA	2.500	01-feb-12	BVG	1800 - D	ANALYTICA SECURITIES C.A.	GENERAL	AA+
CRIMASA CRIADEROS DE MARISCOS S.A.	2.500	30-ene-12	BVG	1350 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	A
GRIFINE S.A.	3.000	01-feb-12	BVG	1440 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA
OPERADORA Y PROCESADORA DE PRODUCTOS MARINOS OMARSA S.A. SEGUNDA EMISION	3.000	09-feb-12	BVG	1800 - D	PLUSVALORES	GENERAL	AA
ANGLO AUTOMOTRIZ ANAUTO S.A.	4.500	09-feb-12	BVG	1440 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA
PLASTICOS DEL LITORAL PLASTLIT S.A. NOVENA EMISION	12.000	07-feb-12	BVG	1800 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA
MEMORIAL FUNER ASESORA DE SERVICIOS FUNERARIOS S.A.	3.000	10-feb-12	BVG	2160 - D	VENTURA S.A.	GENERAL	AA-
SORDA S.A. PRIMERA EMISION	4.000	10-feb-12	BVG	1800 - D	ACM AMAZONAS CAPITAL MARKETS	GENERAL	AA-
GRUPO IMAR S.A. GRUPIMARSA	650	22-feb-12	BVG	1080 - D	PLUSVALORES	GENERAL	A+
CONCERROAZUL S.A. PRIMERA EMISION	5.000	01-mar-12	BVG	1800 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA+
TERCERA EMISION SOLAREX S.A.	1.300	07-mar-12	BVG	1440 - D	VENTURA S.A.	GENERAL Y ESPECIFICA	A+
FERMAGRI S.A.	1.500	14-mar-12	BVG	1800 - D	CITADEL S.A.	GENERAL	AA-
AUTO IMPORTADORA GALARZA S.A. SEGUNDA EMISION	1.800	15-mar-12	BVG	1080 - D	PLUSVALORES	GENERAL	AA-
MAXIDRIVE S.A. SEGUNDA EMISION	3.000	16-mar-12	BVG	1080 - D	MERCAPITAL S.A.	GENERAL	AA
ENERGY & PALMA ENERGYPALMA S.A.	3.000	26-mar-12	BVG	1440 - D	ACCIVAL S.A.	GENERAL	AA
CASA MOELLER MARTINEZ C.A.	2.000	02-abr-12	BVG	1800 - D	METROVALORES S.A.	GENERAL	AA
FLORALP S.A.	1.500	04-abr-12	BVG	1440 - D	ACCIVAL S.A.	GENERAL	AA+
COMPANIA RECUBRIDORA DE PAPEL S.A. REPALCO (*)	500	05-abr-12	BVG	1080 - D	PLUSVALORES	GENERAL	A+
CONSTRUCCIONES Y SERVICIOS DE MINERIA CONSERMIN S.A.	500	17-abr-12	BVG	1440 - D	METROVALORES S.A.	GENERAL	AA
CODEPRET S.A. (**)	500	17-abr-12	BVG	1080 - D	PLUSVALORES S.A.	GENERAL	AA-
HELADOSA S.A.	500	24-abr-12	BVG	1440 - D	SILVERCROSS S.A.	GENERAL	AA
QUIMICA ARISTON ECUADOR CIA LTDA	1.000	10-may-12	BVG	1800 - D	ANALYTICA SECURITIES C.A.	GENERAL	AA-
FERRO TORRE S.A.	3.000	31-may-12	BVG	1440 - D	MERCAPITAL S.A.	GENERAL	AA-
CONSTRUCTORA HIDROBO ESTRADA S.A.	4.000	28-jun-12	BVG	1440 - D	METROVALORES S.A.	GENERAL	AA-
IMPORTADORA INDUSTRIAL AGRICOLA DEL MONTE S.A. INMONTE	2.750	02-jul-12	BVG	1440 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA-
DANIELCOM EQUIPMENT SUPPLY S.A.	1.500	04-jul-12	BVG	1080 - D	ACCIVAL S.A.	GENERAL	AA-
TURISMO ARGONIA S.A.	2.000	09-jul-12	BVG	1440 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA-
INDUSTRIA ARROCCERA LABIZA S.A. (*)	1.000	09-jul-12	BVG	1440 - D	PLUSVALORES S.A.	GENERAL	AA-
ESLIVE S.A. (**)	1.000	20-jul-12	BVG	1800 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL Y ESPECIFICA	AA
SEGUNDA EMISION INMOBILIARIA TERRABIENES S.A. IV EMISION DE OBLIGACIONES	3.000	27-jul-12	BVG	1800 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL Y ESPECIFICA	AA
ECUATORIANA DE GRANOS ECUAGRAN S.A. SEGUNDA EMISION	2.000	01-ago-12	BVG	1440 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA
AUTOMOTORES LATINOAMERICANOS S.A. AUTOMOTORES AUTOLASA	3.000	23-jul-12	BVG	1080 - D	PLUSVALORES	GENERAL	AA-
IV EMISION DE OBLIGACIONES TEXTILES INDUSTRIALES AMBATENOS S.A. TEIMSA	2.000	23-ago-12	BVG	1800 - D	METROVALORES S.A.	GENERAL	AA
ELECTRONICA SIGLO 21 ELECTROSIGLO IV EMISION DE OBLIGACIONES	5.000	22-ago-12	BVG	1440 - D	VENCASA S.A.	GENERAL	AA
CETIVEHICULOS S.A.	2.000	22-ago-12	BVG	1.440 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL Y ESPECIFICA	AA-
CARRO SEGURO CARSEG S.A. TERCERA EMISION DE OBLIGACIONES	4.000	22-ago-12	BVG	1.800 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA
INDUSUR INDUSTRIAS DEL SUR S.A.	5.000	29-ago-12	BVG	1800 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA+
CENTRO EDUCATIVO INTEGRAL CENEICA S.A. IV EMISION DE OBLIGACIONES	2.000	30-ago-12	BVG	1440 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL Y ESPECIFICA	AA-
ALMACENES LA GANCA SEGUNDA EMISION DE OBLIGACIONES	15.000	04-sep-12	BVG	1440 - D	ACTIVALORES S.A.	GENERAL	AAA-
TEOJAMA COMERCIAL S.A. CUARTA EMISION DE OBLIGACIONES	18.000	07-sep-12	BVG	1080 - D	PROBROKERS S.A.	GENERAL	AA
ALMACENES BOVACA S.A. TERCERA EMISION DE OBLIGACIONES	9.000	13-sep-12	BVG	1440 - D	VENCASA S.A.	GENERAL	AA
QUIMPAC ECUADOR S.A. CUARTA EMISION DE OBLIGACIONES	12.000	13-sep-12	BVG	1800 - D	ALBION S.A.	GENERAL	AA+
MAMUT ANDINO C.A. PRIMERA EMISION DE OBLIGACIONES	7.000	13-sep-12	BVG	1800 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA+
TIENDAS INDUSTRIALES ASOCIADAS TIA S.A. CUARTA EMISION DE OBLIGACIONES	20.000	27-sep-12	BVG	2160 - D	SILVERCROSS S.A.	GENERAL	AAA-
NEDERAGRO S.A. PRIMERA EMISION DE OBLIGACIONES	1.500	27-sep-12	BVG	1440 - D	PLUSVALORES	GENERAL	AA-
SIMED S.A. EMISION DE OBLIGACIONES LARGO PLAZO	3.000	28-sep-12	BVG	1080 - D	MERCAPITAL S.A.	GENERAL	AA
COMERCIALIZADORA JUAN CARLOS ESPINOSA VINTIMILLA CIA. LTDA. CHOCOLATES FINOS NACIONALES COFINA S.A.	3.000	08-oct-12	BVG	1800 - D	ANALYTICA SECURITIES C.A.	GENERAL	AA
PRIMERA EMISION DE OBLIGACIONES COMPUTADORES Y EQUIPOS COMPUQUIP DOS S.A.	1.400	10-oct-12	BVG	1800 - D	ACTIVA VALORES	GENERAL	AA
TERCERA EMISION DE OBLIGACIONES LIRIS S.A.	2.500	18-oct-12	BVG	1800 - D	ADVFINS.A.	GENERAL	AA
FUNDAMETZ S.A.	5.000	19-oct-12	BVG	2100 - D	ADVFINS.A.	GENERAL	AA
FISA FUNDICIONES INDUSTRIALES S.A.	1.000	2100 - D	BVG	2130 - D			
ECUATORIANA DE SERVICIOS, INMOBILIARIA Y CONSTRUCCION ESEICO ZAIMELLA DEL ECUADOR	20.000	26-oct-12	BVG	2160 - D	PLUSVALORES	GENERAL	AA+
IMBAUTO S.A.	2.500	26-oct-12	BVG	1080 - D	SUCAVAL S.A.	GENERAL	AA
CARVAJO S.A.	5.000	26-oct-12	BVG	1440 - D	PRODUVALORES S.A.	GENERAL	AAA
L. HENRIQUES & CIA. S.A.	1.500	30-oct-12	BVG	1440 - D	PROBROKERS S.A.	GENERAL	AA
PRODUCTORA CARTONERA S.A.	2.500	01-nov-12	BVG	1440 - D	PLUSVALORES	GENERAL	AA
SOLVESA ECUADOR S.A.	2.500	06-nov-12	BVG	1800 - D	COFVALORES S.A.	GENERAL	AA
CONSTRUVALERO S.A. SEGUNDA EMISION DE OBLIGACIONES	5.000	09-nov-12	BVG	1080 - D	PICAVAL	GENERAL	AAA-
FACTOR L.O.G.R.O.S. DE ECUADOR S.A. (*)	4.000	09-nov-12	BVG	1800 - D	VENTURA	GENERAL	AA
PRIMERA EMISION DE OBLIGACIONES FIRMESA INDUSTRIAL CIA LTDA.	1.900	13-nov-12	BVG	1440 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA
TALME S.A. SEGUNDA EMISION DE OBLIGACIONES	1.800	13-nov-12	BVG	1440 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA
INTEROC S.A.	1.800	13-nov-12	BVG	1800 - D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA+
CORPORACION CELESTE S.A.	2.000	20-nov-12	BVG	1080 - D	SILVERCROSS S.A.	GENERAL	AA+
MEISTERBLUE S.A.	4.000	20-nov-12	BVG	1440 - D	ALBION S.A.	GENERAL Y ESPECIFICA	AA
AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A.	4.000	22-nov-12	BVG	1440 - D	ALBION S.A.	GENERAL Y ESPECIFICA	AA
SURFER S.A. (*)	1.000	22-nov-12	BVG	1440 - D	ALBION S.A.	GENERAL Y ESPECIFICA	AA
ALIMENTASA S.A.	1.000	04-dic-12	BVG	1440 - D	VECTORGLOBAL S.A.	ESPECIFICA	AA+
OPTICA LOS ANDES CIA. LTDA. PRODUCTOS DEL AGRO SYLVIA MARIA S.A. AGROSYLVIA (*)	390	04-dic-12	BVG	1800 - D	VENTURA S.A.	GENERAL	AA
CONTINENTAL TIRE ANDINA S.A.	390	04-dic-12	BVG	540 - D			
	520			720 - D			
	3.000	14-dic-12	BVG	900 - D	VENTURA S.A.	GENERAL	AA+
	2.000	17-dic-12	BVG	1440 - D	SILVERCROSS S.A.	GENERAL	AA+
	700	18-dic-12	BVG	1440 - D	VALORES	GENERAL	AA-
	8.000	20-dic-12	BVG	1800 - D	PRODUVALORES S.A.	GENERAL	AA-
	<b>339.750,00</b>						



## ANEXO # 1 (EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL AÑO 2012)

EMISOR	MTO PRIMERA EMISIÓN (miles \$)	APROBACION DE LA EMISION		PLAZO	CASA DE VALORES COLOCADOR	GARANTIA	CALIFIC.
		FECHA	LUGAR				
FERTILIZANTES Y AGROQUÍMICOS EUROPEOS EUROFERT S.A. (*) (CUPO AUTORIZADO 1'000.000)	1.000	09-ene-12	BVQ	90 - D	PLUSVALORES	GENERAL	AA
DILIPA C.LTDA (CUPO AUTORIZADO 2'000.000)	1.000	28-feb-12	BVQ	180 - D	SUCAVAL S.A.	GENERAL	AAA
ENERGY & PALMA ENERGY PALMA S.A. (CUPO AUTORIZADO 2'000.000)	250 500 250	26-mar-12	BVQ	181 - D	ACCIVAL S.A.	GENERAL	AA
MODERNA ALIMENTOS S.A. (CUPO AUTORIZADO 8'000.000)	5.000	04-abr-12	BVQ	359 - D	MERCAPITAL S.A.	GENERAL	AA-
LA FABRIL S.A. (CUPO AUTORIZADO 20'000.000) TERCER PROGRAMA	20.000	05-abr-12	BVG	359 - D	SILVERCROSS S.A.	GENERAL	AAA-
EXTRACTORA AGRÍCOLA RÍO MANSO EXA S.A. (CUPO AUTORIZADO 5'000.000)	1.000	27-abr-12	BVQ	359 - D	ACCIVAL S.A.	GENERAL	AA
LA TABLITA GROUP CIA. LTDA. (*) (Cupo autorizado 1.500.000)	300	20-jun-12	BVG	270 - D	SILVERCROSS S.A.	GENERAL	AA-
INDUSTRIAS CATEDRAL S.A. (Cupo autorizado 1.500.000)	300 300 300 300	22-jun-12	BVG	270 - D 300 - D 330 - D 359 - D	SILVERCROSS S.A.	GENERAL	A+
PROCESADORA NACIONAL DE ALIMENTOS C.A. PRONACA (Cupo autorizado 40,000.000)	10.000 10.000 10.000 10.000	26-jun-12	BVQ	90 - D	PRODUVALORES S.A.	GENERAL	AAA
OTECEL S.A. (Cupo autorizado 30.000.000)	10.000	26-jun-12	BVQ	359 - D	PICAVAL S.A.	GENERAL	AAA
INDUSTRIA ECUATORIANA DE CABLES INCABLE S.A. (Cupo autorizado 4.000.000)	4.000	15-ago-12	BVG	180 - D	PLUSVALORES	GENERAL	AA+
IPAC S.A. (Cupo autorizado 20.000.000) Segunda emisión	20.000	30-ago-12	BVG	359-D	VALORES BOLIVARIANO	GENERAL	AA+
LIRIS S.A. (Cupo autorizado 2.000.000)	2.000	10-oct-12	BVG	360-D	ADVFIN.S.A.	GENERAL	AA+
PRODUCTORA CARTONERA S.A. (Cupo autorizado 10.000.000)	10.000	22-oct-12	BVG	359-D	MERCAPITAL	GENERAL	AAA-
ZAIMELLA DEL ECUADOR S.A. (Cupo autorizado 4.000.000)	4.000	31-oct-12	BVQ	90-D 180-D	PRODUVALORES	GENERAL	AAA
DILIPA C. LTDA (Cupo autorizado 3.000.000)	1.000	18-dic-12	BVQ	359	SUCAVAL S.A.	GENERAL	AAA
CORPORACIÓN AZENDE (Cupo autorizado 3.000.000)	3.000	18-12-201	BVQ	359	ANALYTICA	GENERAL	AA+
<b>129.500,00</b>							

( \* ) COMPAÑÍAS CLASIFICADAS COMO "MEDIANA EMPRESA", SEGÚN TOTAL DE ACTIVOS Y VENTAS BRUTAS ANUALES DEL ÚLTIMO ESTADO FINANCIERO INCORPORADO EN EL PROSPECTO O CIRCULAR (RESOLUCIÓN No. SC-INPA-UA-G-10-005 DE FECHA 05-11-2010, EXPEDIDA POR LA SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS DEL ECUADOR, PUBLICADA EN EL REGISTRO OFICIAL # 335 DE FECHA 07-12-2010).

**ANEXO # 1 (EMISIÓN DE OBLIGACIONES AÑO 2013)**

EMISOR	MONTO (miles \$)	APROBACION DE LA EMISION		PLAZO	CASA DE VALORES COLOCADOR	GARANTIA	CALIFIC.
		FECHA	LUGAR				
CREDITOS ECONOMICOS CREDICOSA S.A.	15.000	04-ene-13	BVG	1440-D 1800-D	PRODUVALORES S.A.	GENERAL	AAA-
MEDICINA PARA EL ECUADOR	1.000	08-ene-13	BVQ	1080-D	VECTORGLOBAL WMG	GENERAL	AA
MEDIECUADOR HUMANA S.A.	3.000			1440-D			
CORPORACION SAMBORONDON S.A.	4.000	10-ene-13	BVG	1440-D		ALBION S.A.	GENERAL Y ESPECIFICA
CORSAM TERCERA EMISION DE OBLIGACIONES	1.000						
GRIFINE S.A. SEGUNDA EMISION DE OBLIGACIONES	3.000	14-ene-13	BVG	1440-D 1800-D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA
CALBAQ S.A. PRIMERA EMISION DE OBLIGACIONES	2.000	18-ene-13	BVG	1440-D 1800-D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA
METALES INYECTADOS METAIN S.A.	3.000	22-ene-13	BVG	1440-D	VENTURA CASA DE VALORES	GENERAL	AA
CIA. IMPORTADORA REGALADO S.A. (COMIRSA)	2.000	24-ene-13	BVG	1800-D 2160-D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA-
CORPORACION ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL	12.000	28-ene-13	BVQ	1440-D 3600-D	PROBROKERS S.A.	GENERAL	AA+
<b>RVC S.A. (**)</b> SEGUNDA EMISION DE OBLIGACIONES	1.000	15-feb-13	BVG	1800-D 2160-D	ADVFIN S.A.	GENERAL	A+
PLASTICOS DEL LITORAL PLASLIT S.A. (*) DECIMA EMISION DE OBLIGACIONES	12.000	15-feb-13	BVG	1800-D 2160-D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA
JAROMA S.A. SEGUNDA EMISION DE OBLIGACIONES	1.100	21-feb-13	BVG	1440-D	ADVFIN S.A.	GENERAL	A+
EUROFISH S.A. FUROJANI OBRAS Y PROYECTOS S.A.	10.000	21-feb-13	BVG	2520-D	SILVERCROSS S.A.	GENERAL	AA+
TERCERA EMISION DE OBLIGACIONES	3.000	06-mar-13	BVG	1080-D 1440-D	VENCASA S.A.	GENERAL	AA-
AGENCIA NAVIERA AGNAR S.A. PRIMERA EMISION DE OBLIGACIONES	5.000	06-mar-13	BVG	1800-D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA+
ESCUAPIO S.A. PRIMERA EMISION DE OBLIGACIONES	5.000	07-mar-13	BVG	1800-D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA+
TELCONET S.A. QUINTA EMISION DE OBLIGACIONES	10.000	27-mar-13	BVG	1800-D 2160-D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AAA-
LA CASA DEL ELECTRODOMESTICO ELECTROEXITO S.A.	10.000	05-abr-13	BVG	1800-D 2160-D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA
PRIMERA EMISION DE OBLIGACIONES							
ECLAUFONTES S.A. PRIMERA EMISION DE OBLIGACIONES	2.000	22-abr-13	BVG	1440-D	VENTURA S.A.	GENERAL	AA-
AUTOMOTORES DEL VALLE VALLEMOTORS S.A.	2.000	23-abr-13	BVQ	1440-D	PICAVAL S.A.	GENERAL	A+
PF GROUP S.A. INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL	5.000	06-may-13	BVQ	1800-D	METROVALORES S.A.	GENERAL	AA-
SEGUNDA EMISION DE OBLIGACIONES	4.000	13-may-13	BVG	1800-D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA+
NOVACERO S.A.	5.000	14-may-13	BVQ	1440-D 1440-D	PICAVAL S.A.	GENERAL	AA+
	5.000			1800-D			
	5.000			1800-D			
BASESURCORP S.A. TERCERA EMISION DE OBLIGACIONES	3.500	16-may-13	BVG	1800-D 1800-D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA-
CORPORACION EL ROSADO S.A. TERCERA EMISION DE OBLIGACIONES	40.000	08-jun-13	BVG	1800-D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AAA
HOTEL BOULEVARD (ELBOULEVARD) S.A. PRIMERA EMISION DE OBLIGACIONES	7.000	08-jun-13	BVG	1800-D 2520-D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA
ATU ARTICULOS DE ACERO S.A. PRIMERA EMISION DE OBLIGACIONES	3.000	19-jun-13	BVQ	1080-D	PRODUVALORES	GENERAL	AA
ADITIVOS Y ALIMENTOS S.A. ADILISA PRIMERA EMISION DE OBLIGACIONES	2.000	25-jun-13	BVG	1800-D 2160-D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA
EXOFRUT S.A. PRIMERA EMISION DE OBLIGACIONES	2.000	26-jun-13	BVG	1800-D 2160-D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA-
ETINAR S.A. TERCERA EMISION DE OBLIGACIONES	5.000	27-jun-13	BVG	1800-D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA
UNIVERSAL SWISS INDUSTRIES S.A. cc PRIMERA EMISION DE OBLIGACIONES	6.000	27-jun-13	BVG	1800-D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA+
MAREAUTO S.A. PRIMERA EMISION DE OBLIGACIONES	6.000	01-jul-13	BVQ	1440-D 1800-D	SUCAVAL S.A.	GENERAL	AAA-
STORECOCA S.A. PRIMERA EMISION DE OBLIGACIONES	3.100	01-jul-13	BVQ	2160-D	IBCOP S.A.	GENERAL	AA-
PLASTIGOMEZ S.A. PRIMERA EMISION DE OBLIGACIONES	1.500	10-jul-13	BVG	1440-D 1440-D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA-
DISTRIBUIDORA IMPORTADORA DIPOR S.A.	2.000	15-jul-13	BVG	1440-D 1800-D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA-
PRIMERA EMISION DE OBLIGACIONES	3.500			2160-D	PRODUVALORES S.A.		
INDUALTO S.A. SEGUNDA EMISION DE OBLIGACIONES	5.000	18-jul-13	BVG	1800-D 2160-D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA
CASA MOELLER MARTINEZ C.A. SEGUNDA EMISION DE OBLIGACIONES	2.500	30-jul-13	BVQ	1080-D	METROVALORES S.A.	GENERAL	AA
INGABLE S.A. TERCERA EMISION DE OBLIGACIONES	5.000	15-ago-13	BVG	1800-D	PLUSBURSATIL S.A.	GENERAL	AA
FECORSA INDUSTRIAL Y COMERCIAL S.A. PRIMERA EMISION DE OBLIGACIONES	4.000	28-ago-13	BVG	1800-D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA
DITECA S.A. PRIMERA EMISION DE OBLIGACIONES	10.000	28-ago-13	BVG	1800-D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA+
COMPANIA AZUCARAL CIA. LTDA. PRIMERA EMISION DE OBLIGACIONES	10.000	30-ago-13	BVG	1800-D	SILVERCROSS S.A.	GENERAL	AAA-
AZULEC S.A. PRIMERA EMISION DE OBLIGACIONES	3.000	30-ago-13	BVQ	1080-D	SUCAVAL S.A.	GENERAL	AA+
SUPERMERCADO DE COMPUTADORAS COMPUSSINES CIA. LTDA.	200	10-sep-13	BVQ	720-D 1080-D	VECTORGLOBAL	GENERAL	AA-
SEGUNDA EMISION DE OBLIGACIONES	800			1800-D			
IMPORTADORA INDUSTRIAL AGRICOLA DEL MONTE SOCIEDAD ANONIMA INMONTE	1.000	16-sep-13	BVG	1800-D 1440-D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA-
SEGUNDA EMISION DE OBLIGACIONES	2.750						
<b>INTELEQ S.A. (*)</b> PRIMERA EMISION DE OBLIGACIONES	1.100	18-sep-13	BVQ	1080-D	PRODUVALORES	GENERAL	AA-
ANGLO AUTOMOTRIZ SOCIEDAD ANONIMA ANALUTO	750	20-sep-13	BVG	367-D 720-D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA
VI EMISION DE OBLIGACIONES	3.500			1800-D			
NEDERAGRO SEGUNDA EMISION DE OBLIGACIONES	1.000	20-sep-13	BVG	1440-D	PLUSBURSATIL	GENERAL	AA-
FRUTERA DEL LITORAL CIA. LTDA. PRIMERA EMISION DE OBLIGACIONES	3.000	24-sep-13	BVG	1800-D	PLUSBURSATIL	GENERAL	AA
FIGURETTI S.A. PRIMERA EMISION DE OBLIGACIONES	2.000	25-sep-13	BVG	1440-D	PLUSBURSATIL	GENERAL	AA-
PRODUCTORA MAR VIVO S.A. PROMARVI PRIMERA EMISION DE OBLIGACIONES	5.000	02-oct-13	BVG	1800-D	CITADEL S.A.	GENERAL	AA-
PICA PLASTICOS INDUSTRIALES C.A. PRIMERA EMISION DE OBLIGACIONES	5.000	10-oct-13	BVG	1800-D 2160-D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA+
PYCCA S.A. PRIMERA EMISION DE OBLIGACIONES	5.000	10-oct-13	BVG	1800-D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA+
DISTRIBUIDORA DE MADERAS COMPANIA LIMITADA DISMA C. LTDA. PRIMERA EMISION DE OBLIGACIONES	2.500	21-oct-13	BVG	1440-D	SILVERCROSS S.A.	GENERAL	AA-
PRODUCTORA CARTONERA S.A. TERCERA EMISION DE OBLIGACIONES	6.000	23-oct-13	BVG	1800-D 1440-D	PICAVAL S.A.	GENERAL	AAA-
SIMED S.A. SEGUNDA EMISION DE OBLIGACIONES	2.000	25-oct-13	BVQ	1080-D 1800-D	PICAVAL S.A.	GENERAL	AAA-
REYBANPAC, REY BANANO DEL PACIFICO C.A.	4.000	25-oct-13	BVG	1440-D			
PRIMERA EMISION DE OBLIGACIONES	35.000			1440-D 1440-D 2160-D 2160-D			
<b>CORPORACION DELICO CIA. LTDA. (*)</b> PRIMERA EMISION DE OBLIGACIONES	1.000	29-oct-13	BVG	1080-D 1440-D	PLUSBURSATIL	GENERAL	AA
EMPRESA PROVEEDORA DE MOTORES EMPROMOTOR CIA. LTDA. PRIMERA EMISION DE OBLIGACIONES	2.000	01-nov-13	BVQ	1440-D 1800-D	ACCIVAL S.A.	GENERAL	AA-
TIENDAS INDUSTRIALES ASOCIADAS TIA S QUINTA EMISION DE OBLIGACIONES	20.000	01-nov-13	BVG	1440-D 1800-D	ALBION S.A.	GENERAL	AAA-
EXTRACTORA AGRICOLA RIO MANSO EXA S.A. PRIMERA EMISION DE OBLIGACIONES	5.000	06-nov-13	BVQ	1800-D	ACCIVAL S.A.	GENERAL	AA
LA FABRIL S.A. CUARTA EMISION DE OBLIGACIONES	15.000	27-nov-13	BVG	1440-D 1800-D 2160-D	SILVERCROSS S.A.	GENERAL	AAA
AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. EMISION DE OBLIGACIONES	3.000	29-nov-13	BVQ	1080-D 1440-D	SUCAVAL	GENERAL	AA
ASISERVY S.A. PRIMERA EMISION DE OBLIGACIONES	2.500	04-dic-13	BVG	1800-D 2160-D	VENTURA S.A.	GENERAL	AA
	7.500						
	<b>416.050,00</b>						



## ANEXO # 1 (EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL AÑO 2013)

EMISOR	MONTO (miles \$)	APROBACION DE LA EMISION		PLAZO	CASA DE VALORES COLOCADOR	GARANTIA	CALIFIC.
		FECHA	LUGAR				
SALICA DEL ECUADOR S.A. (CUPO AUTORIZADO 10,000,000.00)	8.000 2.000	14-ene-13	BVG	359-D	MASVALORES S.A.	GENERAL	AAA-
EUROFISH S.A. (CUPO AUTORIZADO 5,000,000.00)	5.000	21-feb-13	BVG	359-D	SILVERCROSS S.A.	GENERAL	AAA
DEXICORP S.A. (CUPO AUTORIZADO 7,500,000.00)	7.500	10-abr-13	BVQ	359-D	ANALYTICA S.A.	GENERAL	AA+
ECUATORIANA DE GRANOS S.A., EQUAGRAN (CUPO AUTORIZADO 1,700,000.00)	1.700	25-abr-13	BVG	359-D	ACTIVALORES CASA DE VALORES S.A.	GENERAL	AA
OPERADORA Y PROCESADORA DE PRODUCTOS MARINOS OMARSA S.A. (CUPO AUTORIZADO 3,000,000.00)	3.000	23-may-13	BVG	359-D	PLUSBURSATIL	GENERAL	AA+
ALMACENES DE PRATI S.A. (CUPO AUTORIZADO 5,000,000.00)	2.000 3.000	09-jul-13	BVG	359-D	MASVALORES	GENERAL	AAA
LA FABRIL S.A. (CUPO AUTORIZADO 10,000.000)	10.000	12-jul-13	BVG	359-D	SILVERCROSS S.A.	GENERAL	AAA-
NOVACERO S.A. (CUPO AUTORIZADO 15,000,000.00)	15.000	12-jul-13	BVG	359-D	MASVALORES	GENERAL	AAA-
DISTRIBUIDORA IMPORTADORA DIPOR S.A. (CUPO AUTORIZADO 2,000,000.00)	2.000	15-jul-13	BVG	180-D	PRODUVALORES S.A.	GENERAL	AAA-
TALME S.A. (CUPO AUTORIZADO 2,000,000.00)	2.000	18-jul-13	BVG	359-D	ACTIVA CASA DE VALORES	GENERAL	AA
AGRIPAC S.A. (CUPO AUTORIZADO 6,000,000.00)	6.000	07-ago-13	BVG	210-D	BANRIO CASA DE VALORES	GENERAL	AAA
MOTRANSA C.A. (CUPO AUTORIZADO 3,500,000.00)	2.000 1.500	22-ago-13	BVG	359-D	MASVALORES	GENERAL	AA-
PRODUCTOS METALURGICOS S.A. PROMESA (CUPO AUTORIZADO 10,000,000.00)	6.000 2.800 1.200	28-ago-13	BVG	359-D	MASVALORES	GENERAL	AA
AZUCARERA VALDEZ S.A. (CUPO AUTORIZADO 7,000,000.00)	7.000	30-ago-13	BVG	359-D	SILVERCROSS S.A.	GENERAL	AAA-
AZULEC S.A. (CUPO AUTORIZADO 1,500,000.00)	1.000 400 100	04-sep-13	BVQ	359-D	SUCAVAL S.A.	GENERAL	AA+
FERREMUNDO S.A. (CUPO AUTORIZADO 4,000,000.00)	4.000	17-sep-13	BVG	359-D	SILVERCROSS S.A.	GENERAL	AA+
REYBANPAC, REY BANANO DEL PACIFICO C.A. (CUPO AUTORIZADO 10,000,000.00)	2.000 1.000 1.000 1.000	23-oct-13	BVG	90-D 180-D 270-D 359-D	PICAVAL S.A.	GENERAL	AAA-
RED MANGROVEINN S.A. (CUPO AUTORIZADO 1,000,000.00)	1.000	01-nov-13	BVG	359-D	ACTIVALORES S.A.	GENERAL Y ESPECÍFICA	AA
DUOCSA PROTECTORES QUÍMICOS PARA EL CAMPO S.A. (CUPO AUTORIZADO 4,000,000.00)	500	25-nov-13	BVQ	359-D	ACCIVAL S.A.	GENERAL	AA+
DISTRIBUIDORA FARMACEUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. (CUPO AUTORIZADO 20,000,000.00)	20.000	25-nov-13	BVG	359-D	PLUSBURSATIL	GENERAL	AAA-
DIPAC MANTA S.A. (CUPO AUTORIZADO 1,000,000.00)	20 30 300 650	26-nov-13	BVG	210-D	ALBION S.A.	GENERAL	AAA
AUTOMOTORES DE LA SIERRA S.A. (CUPO AUTORIZADO 2,000,000.00)	2.000	27-nov-13	BVQ	359-D	SUCAVAL	GENERAL	AA
EDESA S.A. (CUPO AUTORIZADO 10,000,000.00)	10.000	20-dic-13	BVQ	359-D	ANALYTICA SECURITIES C.A.	GENERAL	AAA

**132.700,00**

(\* ) COMPAÑÍAS CLASIFICADAS COMO "MEDIANA EMPRESA", SEGÚN TOTAL DE ACTIVOS Y VENTAS BRUTAS ANUALES DEL ÚLTIMO ESTADO FINANCIERO INCORPORADO EN EL PROSPECTO O CIRCULAR (RESOLUCIÓN No. SC-INPA-UA-G-10-005 DE FECHA 05-11-2010, EXPEDIDA POR LA SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS DEL ECUADOR, PUBLICADA EN EL REGISTRO OFICIAL # 335 DE FECHA 07-12-2010).



### ANEXO # 1 (EMISIÓN DE OBLIGACIONES - MARZO DEL AÑO 2014)

EMISOR	MONTO (miles \$)	APROBACION DE LA EMISION		PLAZO	CASA DE VALORES COLOCADOR	GARANTIA	CALIFIC.
		FECHA	LUGAR				
OPERADORA Y PROCESADORA DE PRODUCTOS MARINOS OMARSA S.A. TERCERA EMISION DE OBLIGACIONES	5.000	03-ene-14	BVG	1800-D	PLUSBURSATIL S.A.	GENERAL	AA+
CAMPOECUADOR DEL ECUADOR S.A. CAMPOECUADOR SEGUNDA EMISION DE OBLIGACIONES	2.500	10-ene-14	BVG	1800-D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA
INDUSTRIA LOJANA DE ESPECERIAS ILE C.A. SEGUNDA EMISION DE OBLIGACIONES	4.000	14-ene-14	BVG	1800-D	CITADEL S.A.	GENERAL	AA+
FARMAENLACE CIA. LTDA.	4.000	15-ene-14	BVQ	1080-D 1800-D	SUCAVAL S.A.	GENERAL Y ESPECIFICA	AAA
TUVAL S.A.	2.500	17-ene-14	BVG	1440-D 1800-D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA-
MUEBLES EL BOSQUE S.A.	7.000	17-ene-14	BVG	1080-D 1440-D 1800-D	SILVERCROSS S.A.	GENERAL	AA
STOREOCEAN S.A. SEGUNDA EMISION DE OBLIGACIONES	6.300	20-ene-14	BVG	2160-D	IBCORN S.A.	GENERAL	AA
PLASTICOS DEL LITORAL PLASTLIT S.A. DECIMO PRIMERA EMISION DE OBLIGACIONES	10.000	23-ene-14	BVG	1800-D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA
ESLIVE S.A. TERCERA EMISION DE OBLIGACIONES	2.500	24-ene-14	BVG	1800-D	ADVFIN S.A.	GENERAL Y ESPECIFICA	AA
INDUSUR INDUSTRIAL DEL SUR S.A. SEGUNDA EMISION DE OBLIGACIONES	5.000	06-feb-14	BVG	1800-D 2160-D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA
TELCONET S.A. SEXTA EMISION DE OBLIGACIONES	10.000	07-feb-14	BVG	1800-D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AAA-
ENVASES DEL LITORAL S.A. OCTAVA EMISION DE OBLIGACIONES	8.000	26-feb-14	BVG	1800-D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA
CENTURIOSA S.A. SEGUNDA EMISION DE OBLIGACIONES	1.700	28-feb-14	BVG	1440-D 1800-D	ADVFIN S.A.	GENERAL	AA-
EQUINDECA	2.000	07-mar-14	BVQ	1440-D 1800-D	PLUSVALORES	GENERAL	AA
INMOBILIARIA TERRABIENES S.A. V EMISION DE OBLIGACIONES	4.000	10-mar-14	BVG	1800-D	ADVFIN S.A.	GENERAL Y ESPECIFICA	AA
ARTES GRÁFICAS SENEFELDER C.A.	5.000	13-mar-14	BVG	1440-D 1800-D	VENTURA S.A.	GENERAL	AA
MEGAPROFER S.A.	5.000	20-mar-14	BVQ	1080-D	PLUSVALORES	GENERAL	AA
INPROEL S.A.	5.000	25-mar-14	BVG	1440-D 1800-D	PICAVAL	GENERAL	AA
DISMARKLUB S.A.	4.000	31-mar-14	BVQ	1440-D	MERCAPITAL	GENERAL	AAA-
LABIZA S.A. SEGUNDA EMISION DE OBLIGACIONES	1.000	01-abr-14	BVG	1440-D	PLUSBURSATIL	GENERAL	AA
COMPAÑIA ANÓNIMA LABORATORIOS INDUSTRIALES FARMACEUTICOS ECUATORIANOS LIFE NOVENA EMISION	3.000	03-abr-14	BVG	1800-D 2160-D	ADVFINSA	GENERAL	AAA
AUSTRAL CIA. LTDA.	2.000	08-abr-14	BVG	1080-D	PLUSBURSATIL	GENERAL	AA
	<b>100.500,00</b>						



**ANEXO # 1 (EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL - MARZO DEL AÑO 2014)**

EMISOR	MONTO (miles \$)	APROBACION DE LA EMISION		PLAZO	CASA DE VALORES COLOCADOR	GARANTIA	CALIFIC.
		FECHA	LUGAR				
CATERPREMIER S.A. (CUPO AUTORIZADO 2,000,000.00)	2.000	07-ene-14	BVQ	359-D	SUCAVAL S.A.	GENERAL	AAA-
INTEROC S.A. SEGUNDA EMISION DE PAPEL COMERCIAL (CUPO AUTORIZADO 8,000,000.00)	8.000	10-ene-14	BVG	359-D	SILVERCROSS S.A.	GENERAL	AAA
FARMAENLACE CIA. LTDA. (CUPO AUTORIZADO 4,000,000.00)	4.000	15-ene-14	BVQ	359-D	SUCAVAL S.A.	GENERAL Y ESPECIFICA	AAA
ECUAIMCO S.A. (CUPO AUTORIZADO 3,000,000.00)	3.000	26-ene-14	BVG	359-D	HOLDUNPARTNERS S.A.	GENERAL	AAA-
DOLMEN S.A. (CUPO AUTORIZADO 1,600,000.00)	1.600	20-feb-14	BVG	359-D	HOLDUNPARTNERS S.A.	GENERAL	AAA-
AUTOLASA (CUPO AUTORIZADO 3,000,000.00)	3.000	24-feb-14	BVG	359-D	PLUSBURSATIL S.A.	GENERAL	AA
CORPORACIÓN ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL (CUPO AUTORIZADO 5,000,000.00)	5.000	11-mar-14	BVQ	359-D			AA+
L. HENRIQUES & CIA. S.A. (CUPO AUTORIZADO 2,000,000.00)	2.000	26-mar-14	BVQ	359-D	HOLDUNPARTNERS S.A.	GENERAL	AA
LA FABRIL S.A. (CUPO AUTORIZADO 25,000,000.00)	25.000	07-abr-14	BVG	359-D	SILVERCROSS	GENERAL	AAA-
	<b>53.600,00</b>						

( \* ) COMPAÑÍAS CLASIFICADAS COMO "MEDIANA EMPRESA", SEGÚN TOTAL DE ACTIVOS Y VENTAS BRUTAS ANUALES DEL ÚLTIMO ESTADO FINANCIERO INCORPORADO EN EL PROSPECTO O CIRCULAR (RESOLUCIÓN No. SC-INPA-UA-G-10-005 DE FECHA 05-11-2010, EXPEDIDA POR LA SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS DEL ECUADOR, PUBLICADA EN EL REGISTRO OFICIAL # 335 DE FECHA 07-12-2010).

Informe sobre la actualización de la calificación de realizada por la compañía Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana SCR S.A. a las calificaciones de riesgo de las tres emisiones de obligaciones realizada por la compañía ESLIVE S.A., clasificada en la I Emisión de Obligaciones como empresa ‘mediana’. ([www.mundobvg.com](http://www.mundobvg.com)).



**ACTUALIZACIÓN DE LAS CALIFICACIONES DE  
RIESGO DE LA 1ERA., 2DA. Y 3ERA. EMISIÓN DE  
OBLIGACIONES DE**

*Eslive S. A.*

**MARZO 2014**

1ERA. EMISION

2DA. EMISION

3ERA. EMISIÓN

[www.scrla.fin.ec](http://www.scrla.fin.ec)

<b>Resolución:</b>	SC.IMV.DJMV.DAYR.G.11.0002161	SC.IMV.DJMV.DAYR.G.12.0003657	
<b>Monto de la emisión:</b>	US\$1,000,000.00	US\$1,000,000.00	US\$2,500,000.00
<b>Saldo de la emisión:</b>	US\$426,250.00	US\$750,000.00	US\$2,500,000.00
<b>Plazo:</b>	1,440 días	1,800 días	1,800 días
	1,800 días		
<b>Vencimiento programado:</b>	2016	2017	2019
<b>Tasa de interés:</b>	8% fija anual	8% fija anual	8% fija anual
<b>Amortización de capital:</b>	Trimestral	Trimestre	Trimestral
<b>Amortización de intereses:</b>	Trimestral	Trimestre	Trimestral
<b>Garantías y Resguardos:</b>	General y Específica. Resguardos de Ley y Voluntario	General y Específica. Resguardos de Ley y Voluntario	General y Específica. Resguardos de Ley y Voluntario

#### CALIFICACIÓN ASIGNADA<sup>1</sup>

*Emisión de Obligaciones 1: AA*  
*Emisión de Obligaciones 2: AA*  
*Emisión de Obligaciones 3: AA*

El Comité de calificación de nuestra institución, en la sesión del 31 de marzo del 2014, basado en los análisis efectuados por el personal técnico, a partir de información financiera auditada histórica proporcionada por el Emisor cortada hasta Diciembre del 2012 y los cortes internos al 31 de diciembre del 2013 y 31 de enero del 2014, detalle de activos libres de gravamen al corte interno del 2014, entre otra información cualitativa y cuantitativa, ha resuelto mantener las calificaciones de riesgo de las emisiones de obligaciones en "AA", la misma que se definen como:

#### "AA".-

Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy buena capacidad del pago de capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general.

#### PRESENCIA BURSÁTIL

INSTRUMENTO	ENE-2011	OC1-2011	NOV-2012	JUN-2013
<b>1era. Emisión</b>	AA	AA	AA	AA

INSTRUMENTO	MAR-2012	MAY-2012	NOV-2012	JUN-2013
<b>2da. Emisión</b>	AA	AA	AA	AA

INSTRUMENTO	AGO-2013			
<b>3era. Emisión</b>	AA	n.a.	n.a.	n.a.

El Emisor cuenta con los 3 instrumentos financieros vigentes: 1) primera emisión de obligaciones con registro número SC.IMV.DJMV.DAYR.G.11.0002161 cuyas características están expuestas en el cuadro anterior; 2) la segunda emisión de obligaciones con registro número SC.IMV.DJMV.DAYR.G.12.0003657 también está expuesta en el recuadro anterior. Y finalmente, 3) la tercera de emisión de obligaciones con registro número SC.IMV.DJMV.DAYR.G.14.0000079 también está expuesta en el recuadro anterior.

<sup>1</sup> Conforme a los Art. 12 y 16 de la Sección II, Capítulo III, Subtítulo IV, Título II, la calificación otorgada por la Calificadora a las presente emisiones de obligaciones y papel comercial no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni implica una garantía de pago del mismo, ni estabilidad en su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. El informe de calificación se realizó en base a información proporcionada por el Emisor y obtenida de los estados financieros auditados, éstos últimos presentados por el Emisor para inscribirse en el Registro de Mercado de Valores de acuerdo al Art. 2, Sección I, Capítulo I, Subtítulo I, Título II.

## FUNDAMENTACIÓN

Luego de la desaceleración mostrada por la economía ecuatoriana en el año 2013, producto en gran medida al menor dinamismo de la demanda externa y la volatilidad de los mercados financieros, se estima que en el presente periodo recupere una tendencia ascendente llegando a alcanzar una tasa de crecimiento a nivel agregado de 4.0%. La demanda interna se sostiene apoyada en la elevada inversión pública prevaeciente, y los desequilibrios que se observan, particularmente en el comercio exterior, se están corrigiendo con medidas que incentivan la producción de la industria local.

El nivel de actividad de los sectores en que participa la empresa le permite sostener el la tendencia observada en sus resultados en los últimos periodos.

De acuerdo a la información al cierre preliminar del 2013, el total de sus ingresos para ese año fueron de US\$5.5 millones, que mostraría un crecimiento del 50% en relación al periodo previo, lo cual se sustenta en un 37% de la división "maquinaria", el 27% en la venta de activos fijos puntuales (maquinaria - con opción de compra), venta que no suele ser recurrente dentro de las actividades comerciales operativas de la Empresa, 25% correspondieron a "arriendos" y la diferencia lo constituye los "otros" ingresos que por su peso relativo no se mencionan (construcción y eventos en el club la Garza Roja y otros), dicha distribución no se mostró en periodos anteriores, y se debe a las ventas puntuales registrada en el periodo.

De acuerdo a la información proporcionada, el margen en ventas obtenido durante el periodo promedia 61.3% de los ingresos, en tanto que los gastos operacionales fueron de 31.0%, luego de lo cual la utilidad en operación es de 7.68 centavos por cada dólar vendido, que es menor a la obtenida al 2012. Con una rentabilidad de 10.69%, el monto promedio de activos del presente periodo de US\$12.6 millones, le permite a la Empresa generar un flujo de efectivo anual de aproximadamente US\$1.3 millones; si se consideran los periodos bajo NEC y NIIF promediados, el flujo sería de US\$850 mil.

A enero del 2014, la estructura de capital que financia la operación de la firma, está compuesta por US\$2.7 millones de pasivos sujetos a pago de interés y US\$7.1 millones de inversión accionarial, mostrando un indicador de 0.38 veces entre ambas fuentes de fondos. La deuda afecta al pago de intereses representa 20% del monto total de activos y el 92% de dichos pasivos corresponden al largo plazo, que es un beneficio de ser participante activo del Mercado de Valores.

A más de contar con la garantía general y resguardos exigidos por Ley, las emisiones de obligaciones fueron estructuradas con garantía específica consistente en cada caso con un Fideicomiso de Garantía Inmobiliaria, para lo cual las empresas propietarias de los bienes inmuebles autorizaron a sus representantes legales a realizar la transferencia de los bienes correspondientes para constituir los mencionados contratos de fideicomiso, de tal manera que los avalúos realizados sobre esos inmuebles cubren con holgura el sado de cada emisión de obligaciones, manteniendo cumplida la cobertura exigida por la Ley.

La empresa mantiene una capacidad de generación de efectivo que le permite cubrir los pagos debidos por las obligaciones financieras que componen su estructura de capital. Adicionalmente, el proceso cuenta con un mecanismo de garantía específica que disminuye los riesgos de eventuales incumplimientos. Por lo señalado, el Comité de Calificación resolvió en base a las potestades que le otorga los artículos 5 y 6 del Título II, Subtítulo IV, Capítulo III, Sección III, de la Codificación de Resoluciones de la Ley de Mercado de Valores, mantenerles a las tres emisiones de Obligaciones de ESLIVE S.A. en la categoría de riesgo "AA".

### 1. Calificación de la Información

Para la presente actualización de la calificación de riesgo, el Emisor ha proporcionado entre otros requerimientos de información, lo siguiente: Estados Financieros auditados desde el 2007 al 2010 preparados bajo Normas Ecuatorianas de Contabilidad (NEC) y del año 2011 y 2012 preparados bajo Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF); estados financieros del periodo de transición, estados financieros no auditados del 31 de diciembre del 2013 y el corte interno al 31 de enero del 2014 preparados bajo NIIF; Detalle de activos libres de Gravámenes al corte interno del 2014; entre otra información cualitativa y cuantitativa.

Los informes auditados por los años 2007 al 2009 presentaron opinión con excepción, asociado a que no les fue posible verificar la existencia física de los inventarios debido a que los auditores fueron contratados con fecha posterior al cierre de los

estados financieros. Para el año 2010 y 2011 el dictamen de los auditores menciona que los estados financieros se presentaron razonablemente. El informe del año 2012 la firma auditora también los califica de razonables, para ese periodo el documento fue elaborado por la firma Consultores y Asesores Financieros Farfán-Mejía "Farmesil" Cía. Ltda. con número de registro en la Superintendencia de Compañías SC-RNAE 101. En la nota 2 se detallan las bases de preparación y resumen de políticas contables aplicadas durante el periodo, entre las cuentas por cobrar comerciales se detalla el anticipo para la compra de terreno y/o construcción de obra Juan Montalvo, las transacciones con compañías relacionadas, detalle de la mercadería, en cuanto al rubro propiedades y equipo, se detallan las adiciones, entre las que cuentan la entrega de recursos a Dinatex Sociedad Civil, propietaria del terreno de 25,031.70 m2 ubicados en el km 8 ½ de la vía GuayaquilDaule, además de la entrega de recursos al contratista para la construcción de la obra (de acuerdo al informe, el avance en obras era de un 30%), además del terreno de la hacienda Elsa María ubicada en el cantón Nobol, provincia del Guayas; también se detallan el metraje de los galpones - bodegas en terrenos de terceros (los galpones fueron construidos por Eslive S. A., quien procedió a la aplicación de la NIC 16 de acuerdo al caso). También se mencionan los contratos para la administración y ejercicio de arrendador del complejo de almacenaje industrial en las diferentes instalaciones definidas por la Compañía Airnaca S. A. y Dinatex Sociedad Civil, cuyos plazos están programados a 25 y 15 años, respectivamente. Finalmente, como hecho subsecuente, con fecha 7 de septiembre del 2012 y 4 de diciembre del 2012, la Compañía firmo anticipadamente contratos de arrendamiento de bodega y oficinas sobre el inmueble mencionado en la nota 15 con las Compañías The Tesalia SpingsCompany S. A. y Triyit S. A., respectivamente.

Cabe resaltar que la calificación otorgada está basada en la información proporcionada por el Emisor para el efecto, la cual debe cumplir con los requerimientos exigidos por la normativa legal, siendo el Emisor responsable de que la documentación entregada a la Calificadora sea idéntica a la presentada ante el organismo de control, sin perjuicio de que cualquier diferencia entre la información evaluada por la Calificadora y la presentada al ente de control pueda ser -una vez comunicada a la Calificadora conocida y analizada por ésta en un nuevo Comité de Calificación.

Una vez que se verificó que la información cumple con los parámetros de validez, suficiencia y representatividad acorde a la metodología interna de la Calificadora; y que el emisor tiene capacidad para cubrir sus gastos financieros vigentes, se procedió con la aplicación normal de los procedimientos de calificación.

#### 1. Análisis de la Solvencia Histórica del Emisor

El cálculo de la cobertura histórica de los gastos financieros de las presentes actualizaciones se sustenta en la información contenida en los estados financieros previamente mencionados.

La cobertura de gastos financieros se obtuvo de confrontar el flujo de efectivo depurado promedio entre los periodos anualizados bajo NEC y NIIF, generado por los activos productivos de la empresa con los gastos derivados de la deuda financiera que a la fecha son conocidos. Los activos contables han sido ajustados para eliminar aquellos rubros que no han contribuido a la generación de flujo de efectivo. La deuda financiera mencionada fue incluida en el análisis con una tasa de interés igual a la tasa vigente ponderada de dichos créditos, organizados por acreedor, además de los saldos de los instrumentos vigentes (ver sección metodología en el presente informe).

El resultado obtenido reflejó que los gastos financieros han sido cubiertos por el flujo depurado en los ejercicios. En el recuadro se evidencian los activos promedios, el flujo depurado de los ejercicios 2010, 2011 y 2012 en miles de dólares bajo NIIF, junto con el índice de rentabilidad de activos promedio del ejercicio:

<b>Activos Ajustados Promedio:</b>	5,258,674	7,294,095	10,602,696
<b>Flujo Depurado del Ejercicio:</b>	662,834	512,156	624,972
<b>% Rentabilidad Act. Ajust. Prom. Ejercicio</b>	12.60%	7.02%	5.89%
<b>Monto de Deuda (ene-2014)</b>	4,159,661		
<b>Gastos Financieros (ene-2014)</b>	234,469		
<b>Cobertura Histórica de Gastos Financieros</b>	2.80		

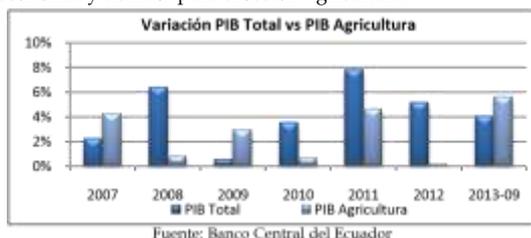
(\*) Sin auditar

## 1. Evaluación de los Riesgos de la Industria

Considerando el origen del flujo de fondos de la empresa emisora, el análisis del riesgo industrial presentado a continuación se inicia con la evaluación de las características del sector agrícola en el Ecuador, complementado con el estudio de la comercialización de equipos utilizados en la agricultura.

### Agricultura

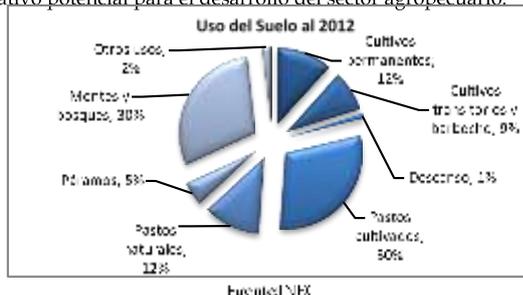
Dentro de la estructura de la economía ecuatoriana, las actividades económicas consideradas como de generación de “bienes primarios” han mostrado una reducción en su importancia dentro de la producción del país, alcanzando una participación combinada de alrededor de 19.4% del Producto Interno Bruto (PIB) en los últimos cinco años. Dentro de este grupo se encuentra la actividad denominada “Agricultura” que, según cifras del Banco Central del Ecuador (BCE), presentó en promedio un crecimiento de 2.2% desde el año 2007, mostrando una menor evolución que la de la economía en su conjunto (crecimiento promedio de 4.3% para el PIB total del país en igual lapso). De acuerdo a las cifras preparadas por el BCE, en el año 2010 el PIB del sector Agricultura creció en 0.7%, mostrando un repunte en 2011 a 4.6%, aunque esta tendencia se revirtió nuevamente en 2012 (afectada por condiciones climáticas adversas) al mostrar una variación anual de apenas 0.2% (versus 5.1% para el total de la economía), mientras entre enero y septiembre de 2013 se registraba una expansión de 5.6% respecto a la producción del sector el mismo período del año previo (4.0% para el PIB total). Proyecciones oficiales preveían un crecimiento de 4.7% en el 2013 para el total de la economía y de 2.5% para el sector Agricultura.



La demanda por los productos agrícolas e industriales se encuentra dispersa a lo largo del país, dependiendo de las condiciones geográficas y/o climáticas y del suelo, las cuales determinan la actividad agrícola que se puede desarrollar. El tamaño de los actores oscila entre el micro empresario dueño de una pequeña extensión de terreno hasta empresas con amplias plantaciones agroexportadoras o industriales.

De acuerdo a la Encuesta de Superficie y Producción Agropecuaria Continua (ESPAC) realizada por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos INEC, se determinó que la distribución del uso del suelo en el país presenta aún condiciones naturales adecuadas que benefician el impulso a las actividades agrícolas y pecuarias,

generando así un significativo potencial para el desarrollo del sector agropecuario.



En total, en el año 2012 se registraban en el país 11.9 millones de Ha., de las cuales 30% estaba constituido por montes y bosques, 30% se destinaba a pastos cultivados, 12% a pastos naturales, 12% a cultivos permanentes, 9% a cultivos transitorios, 5% a páramos, 2% a otros usos, y 1% a descanso, lo cual indica que existe potencial para la continuar con la producción agrícola en el país. A su vez, los cultivos permanentes ocupaban una superficie de 1.4 millones de hectáreas, mostrando una mínima variación de 0.3% respecto a la superficie registrada para este tipo de uso en el 2011 (entre el 2002 y el 2009, se evidenció una tasa de crecimiento de 1.2%). Los cultivos permanentes con mayor superficie plantada son: cacao (con una participación de 28% del grupo), seguido por banano (15%), palma aceitera (14%), caña de azúcar (7%), plátano (6%) y café (6%), entre los principales.

En general, lo anterior es el sustento para la existencia de una canasta de productos exportable a nivel país con un marcado peso en productos agrícolas. Las exportaciones no

petroleras (gráfico adjunto) durante el año 2013 totalizaron un valor FOB de US\$10,849 millones, que significó un aumento de 8.8% respecto al año anterior. A continuación un desglose de dichas exportaciones, donde destacan los principales productos agrícolas y se observa una significativa contribución de los productos no tradicionales, que también incluyen una significativa contribución de producción agrícola, de forma que en total las exportaciones relacionados directamente con actividades agrícolas representan aproximadamente 45% de las exportaciones no petroleras.



A pesar de la importancia relativa de cada uno de los productos agrícolas en la canasta de exportación del país, el soporte económico y tecnológico que los mismos tienen es aún limitado, lo que resulta en una pérdida de competitividad frente a vecinos como Colombia y Perú, que tienen tratados de libre comercio vigentes con los mercados de mayor atractivo.

Tanto las cifras mencionadas como la situación actual de las exportaciones y la demanda por los productos, indistintamente de la firma de acuerdos comerciales u otros beneficios arancelarios, permiten concluir la potencial existencia de demanda por cada uno de los productos en el mercado local como internacional; a su vez, este comportamiento va de la mano con el desenvolvimiento y desarrollo de todos los sectores relacionados, tales como el mercado de insumos utilizados para la agricultura.

#### Comercialización de Maquinaria Agrícola

El conjunto de empresas que se dedican a la comercialización al por mayor y menor de maquinaria para los sectores relacionados con actividades agrícolas en Ecuador lleva más de 80 años, estando ligado de manera importante al desenvolvimiento de la economía con ciclos de mucha actividad y otros de menor intensidad, pero manteniendo una dinámica comercial.

Equipo, maquinaria y repuestos tales como tractores, montacargas, cosechadoras, excavadoras, sembradoras, entre otras, no se producen en el país, por lo que básicamente el abastecimiento de este tipo de bienes se realiza mediante la importación. La importación de estos equipos se da a través de grandes empresas extranjeras, y su oferta está orientada al sector agricultor, el cual ha ido evolucionando a lo largo de los años, requiriendo cada vez equipos de mejor tecnología y que generen una mayor rapidez en sus labores diarias. Las empresas comercializadoras se hacen cargo de la distribución mayorista de las importaciones, vendiendo a minoristas y a consumidores finales.

El mercado de equipos agrícolas<sup>1</sup> se caracteriza por presentar una amplia oferta de maquinaria importada, no obstante, para el presente análisis, solo se han considerado las partidas arancelarias de los equipos de mayor utilización comercial: 8701900000 que comprende tractores (excepto las carretillas) y son los de mayor demanda, seguido por motocultores (8701100000), cosechadoras - trilladoras (8433510000) y bombas centrífugas monocelulares (8413701900).



<sup>1</sup> Fuente: [www.ecuadorexporta.org](http://www.ecuadorexporta.org) / Banco Central del Ecuador

Al analizar los precios relativos de las importaciones mencionadas, se observa que en el año 2013 -con excepción de los tractores- los demás productos tuvieron decrecimiento en sus precios de entre 7% para los motocultores, 14% cosechadoras y 23% para las bombas; sin embargo, de lo cual no se evidenció una afectación en los valores totales importados en términos monetarios -excepto el caso de las bombas -en términos de volumen el rubro que experimentó el mayor crecimiento fueron las cosechadoras, nuevamente, el que muestra decrecimiento en cambio es el segmento de bombas centrífugas.



Fuente: Banco Central del Ecuador

Los dos principales países de origen de los tractores importados en el año 2013 fueron Brasil y México (que representaron aproximadamente 40% del monto importado), seguidos por Turquía e India (aportando 25% entre ambos); mientras que el principal origen de los motocultores continuó siendo China con una abultada participación de

más del 86%; para las cosechadoras – trilladoras el líder fue Brasil con 47%, seguido por China con 23% y Estados Unidos con 13%; mientras que las bombas centrífugas provinieron principalmente de China (31%), Estados Unidos (23%) y Colombia (10%).

El mercado ecuatoriano se caracteriza por el alto número de empresas dedicadas a la comercialización de maquinarias agrícolas. Una importante proporción del mercado la conforman empresas grandes y formales, que comercializan marcas específicas y con garantía. Por otro lado, están las pequeñas compañías, las cuales introducen al mercado productos importados de marcas no reconocidas localmente, cuyos precios son bajos y les proporcionan una ventaja temporal ante las grandes compañías. Esta heterogeneidad en las características de los participantes determina que el grado de intensidad de la competencia sea alto en el sector.

La variedad de compañías que compiten en el mercado permite establecer que existe competencia indirecta entre ellas, considerando que la misma se da en ciertas líneas de negocios y en ciertas marcas cuando no se posee la representación exclusiva. Los principales actores del mercado de maquinarias por volumen de ventas y posicionamiento en el medio están dados por Importadora Industrial Agrícola S.A. (IASA), Diteca S.A., Comreivic S.A., Fatosla C.A., Ecuair S.A., Maquinarias y Vehículos S.A. MAVESA, Migliamotor S.A., Indusur S.A., Iván Bohman C.A., La Llave S.A., RYC S.A., Maqsum Cía. Ltda., entre los principales.

Las empresas legalmente establecidas en el Ecuador cuentan con una larga lista de productos disponibles para cubrir las diferentes necesidades de los segmentos a los que atienden, incluso con suficiente stock de repuestos por lo que toman relevancia los servicios adicionales que estas puedan ofrecer para diferenciarse de las demás. Entre las principales marcas que se comercializan en el país, ya sea a través de distribuidores exclusivos o de varios distribuidores autorizados, se tienen: Caterpillar, Komatsu, Doosan, Hyundai, Bomag, Gomaco, Volvo, John Deere, Liugong, Dynapac, Case, International, Hino, Nissan, Detroit Diesel, Cummins, Fleetguard, Ingersoll Rand, Bobcat, MasseyFerguson (maquinaria agrícola), Mariner, Solas, Mercruiser, GouldsPumps, entre otras.

Entre las barreras de entrada y salida al segmento en estudio se evidenció que existe una fuerte limitación al ingreso de nuevos competidores debido al monto de inversión necesarios para la importación de bienes, infraestructura, sitios de exhibición de máquinas usadas y nuevas ubicados en las ciudades principales, servicios adicionales como talleres, centro de capacitación de técnicos, entre otros.

El riesgo de sustitución en cuanto a preferencia por marcas es significativo, debido a la variedad y eficiencia de las maquinarias que se ofrecen para los diferentes trabajos y necesidades que puedan existir. Con relación a los cambios tecnológicos, no se evidencian riesgos significativos en este aspecto pues no se prevé variaciones significativas en el corto plazo en la tecnología utilizada por estos equipos. Lo anterior no elimina el riesgo de que existan cambios en tecnología o que se mejore la productividad con algún factor adicional dentro de las máquinas.

Lo mencionado permite concluir que existe una marcada competencia entre los diferentes agentes del mercado y que los oferentes internacionales de maquinaria pesada y de repuestos de marcas reconocidas (y por lo tanto, con mayor demanda) tienen poder de negociación ante los importadores locales.

#### 1. Asignación de la Categoría Básica de Riesgo

En función de una Cobertura Histórica de Gastos Financieros de 2.80 y un Riesgo Industrial *Medio* se asigna a las emisiones de obligaciones de **ESLIVE S. A.** la Categoría Básica de Riesgo de "A"

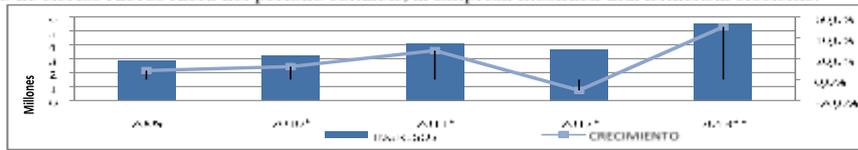
#### 2. Indicadores Adicionales de la Situación Financiera del Emisor

##### 2.1. Resultados, Rentabilidad y Eficiencia

El Emisor al 31 de diciembre del 2013, datos preliminares, generó ingresos correspondientes a la venta de sus diversas líneas de negocio de US\$5.5 millones, equivalente a un crecimiento del 50% en relación a los ingresos del 2011 (US\$3.7 millones), sin embargo US\$1.5 millones correspondió a la venta puntual de un activo fijo, de tal manera que dentro de las operaciones típicas el nivel de ingresos sería de US\$4.0 millones equivalente a un crecimiento del 9% (ver gráfico); excepto por el desenvolvimiento atípico<sup>1</sup> de los ingresos durante el 2012,

<sup>1</sup> De acuerdo a la administración el mencionado decrecimiento es debido al registro de cierta venta (Contrato de Construcción con la Secretaría Nacional de Gestión de Riesgos por US\$483,500) que se entregó y fiscalizó en julio del 2012 pero que por aplicación NIF (NIC -11) y su respectivos costo se debieron registrar en el año 2011; Otro factor importante que afectó en los ingresos de la Empresa fue que por efectos de exclusividad de una línea de los productos que comercializa, la Administración decidió realizar el proceso de facturación de esa línea, con la compañía filial Dinatex Import la misma que registro ventas por US\$381,679 sin embargo, de acuerdo a la aplicación de la NIF 10 (Consolidación de Estados Financieros), a partir del 2013, los ingresos se reflejaron en Eslive S. A.; a pesar de la explicación expuesta, la Calificadora dentro de su metodología, trabaja con información auditada.

registro de ciertos rubros fuera del periodo contable, la Empresa mostraba una tendencia creciente:

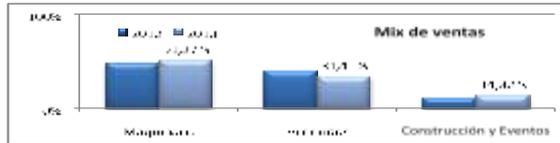


(\*) Datos bajo NIIF - (\*\*): Dato anual preliminar y bajo NIIF.

Respecto a la división de arriendos, la Entidad al cierre del 2013 obtuvo ingresos de aproximadamente US\$1.4 millones, por concepto de arriendo de 35,148.21 mt2 de bodegas y 9 cámaras de frío (ubicadas en km 7 vía Daule junto a Pepsi); en el primer caso, la administración trabaja con 5 multibodegas ubicadas en el Parque Industrial Inmaconsa, sobre la vía a Daule (km 17.5), otras sobre la Av. Las Aguas, en Nobol y otros sectores.

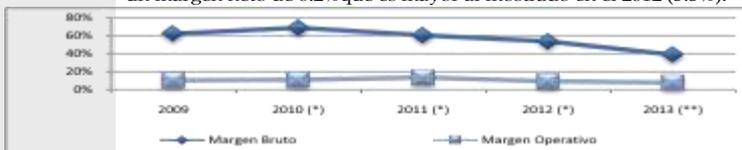
En relación a la venta de maquinaria, la Empresa acumuló US\$2.0 millones entre los que figuran aspersores, cañones de riesgo, además de repuestos en general, bombas, motobombas a combustible, motores a diesel, motocultores, tractores, cosechadoras de arroz, y generadores y alternadores a diesel.

La diferencia de los ingresos incluye la construcción, los eventos (en el Club la Garza Roja) y la venta de activo fijo, éste último es un caso atípico del desenvolvimiento de la Empresa. Debido a que es un caso puntual que se ha dado en el 2013, el mix graficado no incluye la venta del activo fijo mencionado, de tal forma que no distorsiona dicha distribución.



El costo de venta al cierre del 2013 se estima en US\$3.4 millones equivalente a un crecimiento importante en relación al año anterior (US\$1.7 millones), lo cual va de la mano con la adecuación del activo fijo y de las bodegas, además de la compra de la maquinaria. En términos de los ingresos (que incluye la venta del activo fijo) y dado el crecimiento de estos últimos, los costos de venta cubrieron una mayor proporción, al pasar de 46.4% en el 2012 a 61.3% en el 2013.

Lo mencionado generaría un margen bruto menor, el cual paso de 53.6% en el 2012 a 38.7% en el 2013. En el mismo periodo la Empresa registro gastos operativos (administrativos y ventas) de aproximadamente US\$1.7 millones que también es mayor al del año anterior; a pesar del crecimiento, esta cifra representó una menor proporción sobre los ingresos, al pasar de 44.4% en el 2012 a 31.1% en el 2013, lo que muestra que los gastos operativos crecieron en menor proporción que los ingresos de la Entidad. Lo anterior, impacto en el margen operativo, que cerró el 2012 en 9.2% y al 2013 en 7.7% y si además se considera los ingresos netos no operativos, la Empresa podría alcanzar un margen neto de 6.2% que es mayor al mostrado en el 2012 (5.5%).

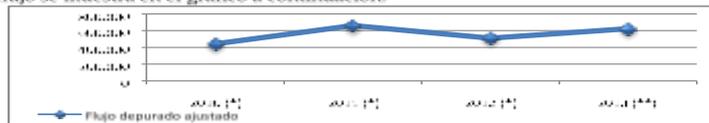


(\*) Datos bajo NIIF(\*\*) Datos anual preliminar y bajo NIIF

La Empresa durante el 2013 mostró un mayor gasto financiero, el cual llegó hasta 70% en relación al 2012, lo cual fue parte de la estrategia de crecimiento y financiamiento que uso la Entidad durante el año.

El crecimiento de la utilidad neta, de los gastos financieros y otros rubros que componen el flujo depurado de la Empresa impactaron positivamente en el mismo, llevando a US\$499 mil en el 2012 a US\$625 mil en el 2013, la

evolución del flujo se muestra en el gráfico a continuación:



(\*) Datos bajo NIIF 2012: datos anual preliminar y bajo NIIF

### 1.1. Estructura Financiera y Endeudamiento Patrimonial

Con datos preliminares al cierre del ejercicio económico 2013, el Emisor registró Activos Totales por un monto de US\$12.5 millones, 35% superior a los US\$9.3 millones alcanzados en el 2012, el cual evidencia el desenvolvimiento de las principales cuentas.

Los activos de *propiedad, planta y equipo* que muestra la Entidad al cierre preliminar del 2013 suman US\$9.0 millones (43% mayor al cierre del 2012); este rubro contribuyó con el 72% del total de activo, situación atípica en la historia de la Entidad. El 62% de éste rubro correspondió a galpones y bodegas; el 20% en cambio está registrado como obras en curso, lo cual le proporcionará a la Empresa infraestructura para arrendar y por ende, generar mayores ingresos; la diferencia está dada por terrenos, planta y equipos, vehículos, entre otros rubros.

El 10% del agregado está registrado en recursos libres en *caja y en bancos*, en términos nominales estas cuentas suman US\$1.3 millones.

Entre los Activos Corrientes del Emisor están el *stock de existencias*, rubro que crece en 29% entre el 2012 y 2013, en términos porcentuales, aporto con el 7% del agregado (US\$837 mil). El Emisor muestra una rotación de inventario al 2013 de 90 días, que es un plazo menor al mostrado durante 2012 (139 días), lo cual va de la mano con el crecimiento de las ventas en la división "maquinaria" (14% entre el 2012 y el 2013) durante el año en estudio. De la proporción de mercadería disponible para la venta, el 40% correspondió a motores, cifra que mostró un crecimiento del 27% en relación al 2012, el 28% correspondió a bombas cuyo crecimiento aumento en más del 300%; el 13% en cambio, lo constituyeron repuestos, la diferencia estuvo dada por motocultores, motobombas, generadores y demás artículos para la venta.

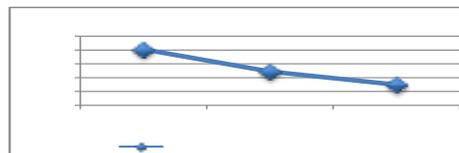
Las *cuentas por cobrar* fueron de US\$443 mil, mostrando un crecimiento del 4% respecto al 2012. Las mismas mostraron una rotación promedio de 29 días (6 días más que al 2012) que se ajusta a las políticas de crédito del Emisor, donde las ventas son al contado aunque con plazos que fluctuarán hasta más de 121 días. La empresa no registra cartera vencida. De la cartera por vencer, el 53% tiene programación a menos de 30 días de su facturación, 34% tiene programado entre 31 a 60 días, la diferencia está programada hasta más de 120 días, pero sus pesos relativos en relación al total son menores al 7% cada uno. Es importante mencionar que la Empresa mostró al cierre del 2013, cuentas por cobrar accionistas por US\$587 mil, las mismas no generan pago de intereses y no tienen fecha de vencimiento establecida.

En contraparte, al 2013 la Empresa mostró *pasivos totales* por US\$5.7 millones incrementándose en 63% respecto al año 2012 (US\$3.5 millones); de estos pasivos, el 77% son no corrientes, es decir con programaciones a largo plazo y el 23% restante a corto plazo.

Las deudas que generan pago de intereses cubren el 36% del pasivo total mencionado, las mismas son 22% mayores a las mostradas al 2012 (US\$1.7 millones). Al cierre del 2013, el 77% correspondían a pasivos de corto plazo y la diferencia (23%) al largo plazo.

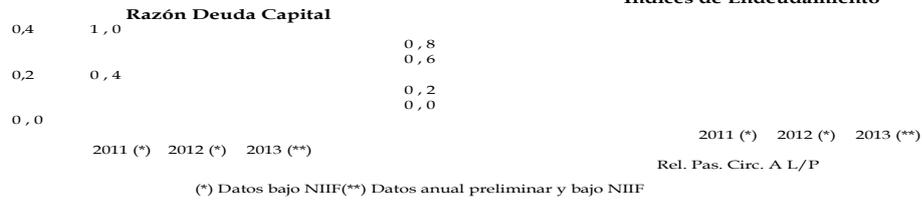
Entre otros rubros programados a largo plazo, están las *cuentas por pagar a proveedores* por US\$758 mil, cuentas con relacionadas por US\$1,6 millones, provisión por US\$244 mil.

El *Patrimonio* del Emisor al cierre del 2013 creció en 18% en relación al 2012, sustentándose en el crecimiento (24%) del rubro aporte para futuras capitalizaciones, también crecieron rubros como utilidad acumulada y la del ejercicio, cuyo peso relativo fue de 9% y 5%, respectivamente. El capital social no varió pero mantuvo el peso relativo del 25% sobre el agregado al corte 2013.



El capital invertido de la Entidad al 2013 (datos preliminares) fue de US\$8.9 millones en cifras redondeadas, compuesta en US\$2.0 millones por pasivos que generan pago de intereses y US\$6.8 millones de patrimonio, este fondeo implicaría una relación entre pasivos afectos al pago de intereses versus patrimonio de 0.30 veces, que es un índice ligeramente mayor al mostrado en el 2012 (0.29 veces); sin embargo, a enero del 2014, este rubro crece más, y cierra en 0.38 veces, lo cual se debió a las nuevas transacciones que generan pago de intereses.

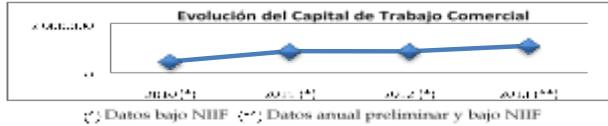
Del gráfico se extrae que la mayor parte de las deudas de la Entidad al 2013 tienen programación de largo plazo, y que la tendencia hasta el 2012 era a la baja el índice de endeudamiento, sin embargo, al 2013 y lo que va del 2014 es mayor.



### 1.1. Situación de Liquidez

Ajustando<sup>1</sup> los activos del ejercicio económico preliminar del 2013, llegaron a US\$8.9 millones en cifra redondeada, mostrando un crecimiento del 19% en relación con el año 2012 (US\$7.5 millones), los cuales están compuestos en su gran parte del rubro Propiedades, Planta y Equipos (US\$9.0 millones) y Capital de trabajo (US\$2.2 millones) principalmente. A enero del 2014, los activos ajustados sumaron US\$9.7 millones.

En términos nominales el capital de trabajo comercial al cierre preliminar del 2013 quedó en US\$1.1 millones mostrando a su vez, una variación del 25% en relación al monto alcanzado en el 2012; la tendencia al alza se mantiene en enero del 2014, al mostrar un capital de trabajo de US\$1.2 millones, es decir 14% por encima del monto al 2013. Dicho capital de trabajo comercial se vio positivamente impactado por el crecimiento de las cuentas por cobrar a pesar del decrecimiento de los inventarios y el crecimiento de las cuentas por pagar a proveedores. Lo anterior muestra que por cada dólar en capital de trabajo, ahora se genera 0.20 en ventas, que es ligeramente menor a lo mostrado en el 2012.



Paralelamente, la Entidad históricamente ha mostrado índices de liquidez por encima de la unidad, lo cual responde a política interna de la empresa a pesar de que sus necesidades de recursos mayormente son en el largo plazo. Al excluir del análisis de liquidez los inventarios, uno de los principales rubros de la Empresa dada la naturaleza de la misma, la prueba ácida, descende; sin embargo, no por debajo de la unidad.

### 1.2. Índice de Cobertura Histórica

El índice graficado para el 2013 muestra que la Empresa puede cubrir sus gastos financieros con el flujo depurado que es capaz de generar en 3.0 veces (redondeada), cobertura que es menor a la mostrada en el 2012 (4.1 veces), contracción que está relacionada directamente con el crecimiento de los gastos financieros

<sup>1</sup> Activos Ajustados = Capital de Trabajo + Propiedades + Otros Activos no corrientes – Otros Activos no corrientes

necesarios para sustentar el crecimiento de la compañía, como se lo ha comentado.



## 1. Análisis de Factores Adicionales de Riesgo Cualitativo

### 1.1. Posición de la Empresa en su industria

Eslive S.A. fue constituida mediante escritura pública el 15 de agosto del 2001 y fue inscrita en el Registro Mercantil el 15 de octubre del mismo año; se dedica principalmente a tres líneas de negocio que son: i) *Servicio de Bodegaje*, para lo cual cuenta con bodegas propias ubicadas en la vía Perimetral y el Km. 14.5 de la vía Daule, y administra otro metraje de bodegas de propiedad de la Compañías Relacionadas, localizadas en la lotización Inmaconsa, para estos casos existen contratos como arrendador y se encarga de la facturación y cobro por el arriendo de las bodegas alquiladas, la duración de los mismos es de 25 y 15 años de acuerdo a la información registrada en el informe de auditoría del 2012; ii) *Administración del Parque La Garza Roja*, que es un Club ubicado en el Km. 37 de la vía a Daule, provincia del Guayas, el cual cuenta con lugares recreativos y deportivos junto al río Daule; y iii) *Importador de Maquinaria*, de motores a diesel para el sector agrícola, como: bombas centrífugas, bombas de agua, cosechadoras, motocultores, motores a diesel, tractores, entre otros, todas principalmente de origen Chino de la marca *Remington, Changfa, Hydrotek*, entre otras.

En lo que respecta al alquiler de bodegas, el Emisor lo realiza por medio de contratos con cada uno de los clientes, cuyas cláusulas de precio, plazos y metraje es negociado con cada cliente y de acuerdo a sus necesidades. Estos contratos pueden ser renovados automáticamente posteriores a la culminación del plazo del mismo. En cada uno de los galpones existe un guardia de seguridad quien cuida el ingreso y salida del personal autorizado al ingreso de las bodegas arrendadas en donde existen equipos para control de incendio. Cada arrendador se encarga de la seguridad de su bodega y del personal que requieren. De acuerdo a la planificación para el año 2014 hasta el 2017 del emisor contaría con obras terminadas en Juan Montalvo de 12,000 m2 de bodegas, obras en el Country Club por 11,000 m2 de bodegas, obras en el Aeropuerto de Quito por 7,000 m2 de bodegas, Obra Esmeraldas de 4,000 m2 de bodega y en Montecristi por 10,000 m2 de bodegas, en cuanto a alquiler.

En el Club La Garza Roja que atiende a los turistas con instalaciones que incluyen piscinas, toboganes, canchas de indor, básquet, paseos en canoa, en caballo y chiva; además encuentra museo filosófico, centro de convenciones, muelle, capilla, plaza de búho y restaurantes. También promueven paquetes turísticos, dirigidos a grupos empresariales, familiares y religiosos. Con relación a esta línea de negocio, no hay cambios relevantes que mencionar, de acuerdo a la información proporcionada por el Emisor.

El negocio de equipos importados, tiene un amplio portafolio entre los cuales podemos encontrar: bombas centrífugas, bombas de agua, cosechadoras, motocultores, motores a diesel, tractores, entre otros. Los pedidos hacia el exterior es solicitado por medio de una orden de pedido y con 3 meses de anticipación, al mismo tiempo deben entregar el 50% de anticipo; antes del vencimiento del plazo del pedido se procede a cancelar el saldo de la importación pero contra embarque de los equipos, de acuerdo a las políticas de crédito que ofrecen los proveedores. De acuerdo a la programación presupuestaria del Emisor en esta división se mantendría la tendencia del 2013.

De acuerdo al certificado con fecha 2 de diciembre del 2013, el paquete accionarial estaría dividido entre Rosenheimer S.A. con US\$463,600, que representa el 27.6% de participación, Sonnenholzner Sper Dieter Ramón con US\$320,150 (equivalente a 19.1% del total), Sonnenholzner Sper Georg Ramón con US\$318,830 (19.0%), Sonnenholzner Sper Gunther Ramón con US\$277,470 (16.5%) y Sonnenholzner Sper Otto Ramón con US\$298,950 (17.8%). El capital social desde el 2011 hasta el 31 de enero del 2014 se ha mantenido en US\$1,679,000, representado por 1,679,000 acciones ordinarias, nominativas e indivisibles de un valor nominal de US\$1 cada una.

El total de sus ingresos para el año 2013, que fueron de US\$5.5 millones, se originaron en un 42% en la venta de maquinaria, seguido por el de alquileres de las bodegas que representa el 33%, y la diferencia de las divisiones construcción (está actividad inició a partir de agosto del 2010), Eventos en el club la Garza Roja y Venta de activos fijos, aunque esta actividad es puntual dada la disponibilidad de los mismos.

El Emisor mantiene su política no otorgar créditos en la venta de maquinaria salvo a clientes conocidos y cuando esto ocurre se lo realiza con la aprobación de la Gerencia, el cual consiste en un 50% contra entrega de la maquinaria y el saldo máximo a 90 días. En el caso de la división arriendos no existe la opción del crédito, de forma tal que se cobrará contra factura en los primeros 5 días de cada mes; y para el caso de los eventos en el Club la Garza Roja, el mismo solo se lleva a cabo una vez que haya cancelado el valor total del mismo. Por lo mencionado la Entidad no muestra



## 1. Análisis de Sensibilidad

De acuerdo a la metodología expuesta en el punto anterior, los eventos desfavorables incluidos en el Análisis de Sensibilidad y sus respectivas fluctuaciones para la determinación de la solvencia histórica y esperada del Emisor se presentan a continuación:

	Crecimiento del PIB anual	2.00%	1.75%	1.00%
	Crecimiento del Emisor	8.00%	4.50%	4.00%
	M2 Alquiler de Bodegas	35,148	35,148	35,148
	Precio M2 Alquiler	US\$2.94	US\$2.80	US\$2.65
<b>Número de cámaras de frío</b>	9.00	8.00	7.00	
Crecimiento Otras divisiones	2.00%	1.75%	1.50%	
Costo Ponderado Productos Vendidos	61.31%	62.84%	64.37%	
Relación Gastos de Operativos/Ingresos	31.01%	31.78%	32.56%	
<b>Cobertura de Gastos Financieros Proyectada Promedio</b>	<b>3.45</b>	<b>2.42</b>	<b>1.80</b>	

## 2. Asignación de la Categoría Corregida

En función del análisis de los indicadores financieros adicionales, factores adicionales de riesgo cualitativo, con una Cobertura Proyectada de Gastos Financieros de 3.45 y la sensibilización de escenarios, se asigna a las emisiones de obligaciones en la Categoría Corregida de "A".

## 3. Calificación Preliminar

La Calificación preliminar corresponde al análisis de los factores cualitativos junto con la solvencia histórica y esperada en escenarios desfavorables, los cuales dieron como resultado una categoría de riesgo preliminar a las emisiones de Obligaciones de **ESLIVE S.A.** de "A".

## 4. Calificación Final

### 1. Garantía y Resguardos

Las emisiones fueron estructuradas con Garantía General en los términos señalados en el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores y sus Reglamentos, la cual establece que el valor de los activos de gravamen menos las deducciones descritas en el Art. 13 de la Sección I, Capítulo III, Subtítulo I, Título III de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, debe ser superior en por lo menos 125% al monto por emitir. *Basados en el Certificado de Activos Libres de Gravamen proporcionado por la compañía, a enero del 2014 el Emisor cumple con la garantía general establecida en la LMV.*

Las consideraciones efectuadas sobre la calidad de los activos que respaldan la emisión de obligaciones objeto de actualización de la calificación de riesgo y su capacidad de ser liquidados a la que hace referencia el numeral 1.8 del Art. 18, Subsección IV, Sección IV Calificación de riesgo, Capítulo III, Subtítulo IV de la Codificación de

Resoluciones, se han realizado conforme a información proporcionada por el Emisor, entre éstas los Estados Financieros Auditados del 2012 elaborado por la firma Consultores y Asesores Financieros Farfán-Mejía "Farmesil" Cía. Ltda. con número de registro en la Superintendencia de Compañías SC-RNAE 101 y se expone a continuación:

□ Los activos totales del Emisor al corte de enero del 2014 (sin auditar) ascendieron a US\$13.3 millones, de los cuales los Activos con Gravamen al mismo corte de información financiera sumaron US\$1.6 millones aproximadamente. Se puede informar:

○ US\$978 mil corresponden a activos de alta liquidez (efectivo y equivalente de efectivo), los mismos se encuentran en entidades financieras locales cuyas calificación de riesgo oscila entre "AA-" y "AAA-", de acuerdo a la información provista por la página web de la Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador.

○ US\$627 mil son los Activos Financieros exigibles a los clientes. El Emisor mantiene su política de restringir los créditos, lo cual evidencia en que no tiene cartera vencida. La administración proporciono la programación de pagos de la cartera al día, donde el 53% de la misma está programada a cobrarse hasta en 30 días, 34% entre 31 y 60 días, 7% entre 61 y 90 días, 3% entre 91

y 120 días y a más de 121 días, estaría el 2% aproximadamente. Entre las cuentas por cobrar de largo plazo encontramos Dinatelpower y Spin.

○ El rubro *Inventario* a ese corte fue de US\$818 mil. El 57% de dicho inventario está registrado como importaciones en tránsito. Del total, el 34% correspondió a motores para la venta, el 26% son bombas, el 7% correspondió a repuestos y la diferencia son motocultores, motobombas, generadores y otros productos terminados importados que forman parte del stock de la división maquinaria, debido a su amplia gama de usos en la agricultura se estima cuenta con demanda en el mercado local. De acuerdo a la información proporcionada por la administración, en la actualidad los bienes que se importan no impiden para su ingreso al país.

○ El total de *Activos Fijos* al mes de enero del 2014, sin auditar, sumaron US\$9.7 millón. De acuerdo al detalle del total de activos fijos, el 58% de éste rubro correspondió a edificios; el 26% del agregado son obras en curso y la diferencia son rubros de menor importancia relativa como terrenos, vehículos, mobiliario, planta y equipo, que complementan las actividades del negocio.

Así también, la estructura de las emisiones objeto de actualización incluyeron los resguardos previstos en el Art. 11, Sección I, Capítulo III, Subtítulo I, Título III de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, los cuales a la fecha consistentes en:

1.a) Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y, b) Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.

2. No repartir dividendos mientras estén en mora las obligaciones; y,

3. Mantener la relación de obligaciones en circulación sobre los activos libres de gravamen.

*Al corte de enero del 2014, se puede informar que la Entidad mostró un indicador de liquidez de 2.34 veces (2013: 2.22 veces), los activos reales sobre los pasivos se encuentran dentro del límite indicado. Hasta el momento la Entidad ha realizado las amortizaciones de capital e intereses acorde a la programación de las mismas, por lo que no estaría en mora. De acuerdo al certificado de los activos libres de gravamen al corte indicado, el último índice también estaría dentro de lo establecido en la Codificación.*

#### **Garantía Específica Primera Emisión de Obligaciones**

La 1era. emisión de obligaciones incorporó una Garantía Específica consistente en un *Fideicomiso de Garantía Inmobiliaria*, de la propiedad ubicada en el kilómetro 22 de vía Perimetral en la lotización Inmaconsa, denominado "Fideicomiso Garantía Emisión Obligaciones ESLIVE", cuyos bienes físicos están valorados en US\$1,629,440 de acuerdo al avalúo No. HMC-040-2010, practicado por el Ing. Civil Héctor Ignacio Mero Cisneros en diciembre del 2010; cabe indicar que el Avaluador consideró como avalúo comercial del inmueble el monto de US\$1,843,533, luego de aplicar el factor de comercialización, y el avalúo de realización en US\$1,696,050 que se obtuvo de aplicar el 10% de rebaja del avalúo comercial. La Calificadora aplicando un criterio conservador tomó como punto de referencia para su análisis el valor físico del inmueble, US\$1,629,440, que cubre en 3.82 veces el saldo insoluto de la emisión (enero del 2014), a diferencia de la Fiduciaria que tomó el valor de realización de US\$1,696,050, monto registrado en el Fideicomiso.

El Fideicomiso consiste en un patrimonio autónomo dotado de personalidad jurídica, separado e independiente de aquel o aquellos de las Constituyentes, de los beneficiarios, de la fiduciaria o de terceros en general, así como de todos los que correspondan a otros negocios fiduciarios administrados por la Fiduciaria; celebrado por Eslive S. A., debidamente representada por su Presidente Ejecutivo, el Sr. Dieter Ramón Sonnenholzner Sper, denominada como la Constituyente; la Inmobiliaria Tres Ramones S. A. actualmente denominada Rosenheimer S.A., debidamente representada por su Presidente, el Sr. Georg Sonnenholzner Murrieta, denominada como la Constituyente Garante; Trust Fiduciaria Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A., debidamente representada por su Gerente General, el Sr. Cicerón Tacle Vera y el Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S. A., debidamente representado por su Presidenta, la Sra. Radmila Pandzic Arapov. Tiene por finalidad que los bienes que integran el patrimonio autónomo, sirvan como medio de garantía del pago íntegro y oportuno de las obligaciones, que la Constituyente contrae a favor de los obligacionistas en virtud de la emisión de las obligaciones, cuando la Constituyente no haya pagado las obligaciones, o no haya provisto al Agente Pagador de los recursos necesarios y suficientes para realizar el pago de las obligaciones, según corresponda. Al efecto, la constituyente establece el procedimiento convencional de enajenación estipulado en el numeral 7.4. de la cláusula séptima del contrato de fideicomiso de garantía.

La cláusula octava del contrato de Fideicomiso, respecto de los Derechos y Obligaciones de las Constituyentes, numeral 8.3 establece que es una obligación de la Constituyente Garante realizar la contratación, con sus propios recursos, de una póliza de seguro que ampare contra todo riesgo a Los Inmuebles por el valor comercial de la misma y mantenerla vigente durante la duración del contrato de fideicomiso. Para lo cual el Fideicomiso deberá contar como beneficiario de dicha póliza de seguro. A la fecha de nuestra revisión, la Administradora nos informó que cuenta con la póliza a favor del Fideicomiso.

La Constituyente transfiere al fideicomiso los bienes fideicomitados que se detallan a continuación:

- La suma de US\$ 1.000 y también podrá efectuar a futuro otros aportes de recursos dinerarios; por lo cual la Fiduciaria apertura una cuenta en el Banco del Pichincha, monto registrado en los Estados Financieros del Fideicomiso.

- La Constituyente Garante transfiere al fideicomiso, sin reserva ni limitación alguna, los bienes inmuebles que se describen a continuación: Terrenos y la Construcción implantada sobre los mismos, Lotes Número 24, 25, 26, 38, 39 y 40 de la manzana 28 de la Lotización Inmaconsa, ubicada en el Kilómetro 11.5 de la Vía

Guayaquil-Daule, Parroquia Tarquí, Guayaquil, Ecuador, cuyos códigos catastrales son # 58-0025-024-0000-0-0, 58-0025-025-0000-0-0, 58-0025-026-0000-0-0, 58-0025-038-0000-0-0, 58-0025-039-0000-0-0, 58-0025040-0000-0-0, respectivamente. Los mismos que fueron transferidos al patrimonio autónomo del Fideicomiso en la fecha de Constitución.

- Como consecuencia de lo anterior, desde la fecha de constitución del fideicomiso y durante la vigencia del mismo, el fideicomiso el único y exclusivo propietario de los bienes inmuebles referidos en el numeral anterior, cuyos linderos y medidas se detallan en el numeral 4.3 de la cláusula cuarta del contrato de fideicomiso de garantía.

- Se deja expresa constancia además, que no obstante haberse señalado la superficie, linderos y dimensiones de los inmuebles que se aportan (numeral 4.3 de la cláusula cuarta del contrato de fideicomiso de garantía), la transferencia se realizó como cuerpo cierto. Las partes declaran expresamente que conocen y les consta que la Fiduciaria no tendrá responsabilidad alguna por la exactitud de la superficie y linderos de los mismos, ni por eventuales diferencias de áreas que pudieran existir, ya que la transferencia se fundamenta en los linderos y dimensiones que se hacen referencia en los títulos de propiedad otorgados por la Constituyente Garante.

*En la última rendición de cuentas trimestral suministrada por la Fiduciaria, cuyo periodo fue de noviembre del 2013 a enero del 2014 informa que no ha recibido instrucciones especiales por parte de los constituyentes o del representante de los obligacionistas en cuanto a la realización del Procedimiento Convencional de Enajenación.*

*También informó la Fiduciaria en la rendición de cuentas mencionada que a pesar de la petición del comprobante de pago de los impuestos prediales del 2013 y 2014, aun no recibían dicho documento y evidenció copia de la póliza de seguro a favor del Fideicomiso objeto de revisión, la cual está vigente hasta diciembre del 2014.*

#### **Garantía Específica Segunda Emisión de Obligaciones**

La 2da. emisión de obligaciones incorporó una Garantía Específica consistente en un Fideicomiso de Garantía Inmobiliaria denominado "Fideicomiso Garantía Segunda Emisión Obligaciones Eslive", de propiedad de la compañía Industrial Airnaca S. A. quien autorizó mediante Junta de Accionistas realizada el 7 de febrero del 2012 y efectuó, a través de su representante legal, la transferencia de los bienes para constituir el contrato de fideicomiso, aportando el Galpón #7 y 8 cuyas áreas se detallan a continuación: **Área de bodega:** 2,354.5 m<sup>2</sup> galpón No. 7 y de 2,136.09 m<sup>2</sup> galpón No. 8; **Áreas de oficinas:** 340.10 m<sup>2</sup> y 776.82 m<sup>2</sup>; **Áreas de parques:** 762.17 m<sup>2</sup> y 762.17 m<sup>2</sup>; **Área total sin área común:** 3,456.77 m<sup>2</sup> y 3,675.08 m<sup>2</sup>; **Área común:** 1,094.60 m<sup>2</sup> y 1,163.73 m<sup>2</sup>, en su orden; dando un *total de 4,551.37 m<sup>2</sup> y 4,838.81 m<sup>2</sup> en su orden.*

Ambos ubicados en la Mz. C-13 del Sector Industrial Las Brisas, kilómetro 4 de la Vía Durán-Babahoyo, cuyos bienes físicos están valorados en US\$1,990,825,58 a valor de construcción existente, de acuerdo al avalúo No. HMC-003-2012, practicado por el Ing. Civil Héctor Ignacio Mero Cisneros en marzo de 2012; cabe indicar que el Avaluador consideró como avalúo comercial del inmueble el monto de US\$2,252,400, luego de aplicar el factor de comercialización, y el avalúo de realización en US\$2,027,160 que se obtuvo de aplicar el 10% de rebaja del avalúo comercial. La Calificadora aplicando un criterio conservador tomó como punto de referencia para su análisis el valor físico del inmueble, US\$1,990,825, en 2.65 veces el saldo de la 2da. emisión de obligaciones a enero del 2014.

El Fideicomiso consiste en un patrimonio autónomo dotado de personalidad jurídica, separado e independiente de aquel o aquellos de las Constituyentes, de los beneficiarios, de la fiduciaria o de terceros en general, así como de todos los que correspondan a otros negocios fiduciarios administrados por la Fiduciaria; celebrado por Eslive S. A., debidamente representada por su Gerente General, el Sr. Georg Ramón Sonnenholzner Sper, denominada como la Constituyente; la compañía Industrial Airnaca S.A., debidamente representada por su Gerente General, el Sr. Georg Ramón Sonnenholzner Sper, denominada como la Constituyente Garante; Trust Fiduciaria Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A., debidamente representada por su Gerente General, el Sr. Cicerón Tacle Vera y Asesora S. A., debidamente representada por su Gerente General, el Sr. Galo García Carrión como representante de los obligacionistas. Tiene por finalidad que los bienes que integran el patrimonio autónomo, sirvan como medio de garantía del pago íntegro y oportuno de las obligaciones, que la Constituyente contrae a favor de los Obligacionistas en

virtud de la 2da. emisión de las obligaciones, cuando la Constituyente no haya pagado las obligaciones, o no haya provisto al Agente Pagador de los recursos necesarios y suficientes para realizar el pago de las obligaciones, según corresponda.

La cláusula octava del contrato de Fideicomiso, respecto de los Derechos y Obligaciones de las Constituyentes, numeral 8.3 establece que es una obligación de la Constituyente Garante realizar la contratación, con sus propios recursos, de una póliza de seguro que ampare contra todo riesgo a Los Inmuebles por el valor comercial de la misma y mantenerla vigente durante la duración del contrato de fideicomiso. Para lo cual el Fideicomiso deberá contar como beneficiario de dicha póliza de seguro; la Administradora nos informó que cuenta con la póliza a favor del Fideicomiso.

La Constituyente transfiere al fideicomiso los bienes fideicomitados que se detallan a continuación:

- La suma de US\$ 1.000 y también podrá efectuar a futuro otros aportes de recursos dinerarios, por lo cual la Fiduciaria apertura una cuenta en el Banco del Pichincha, monto registrado en los Estados Financieros del Fideicomiso.
- La Constituyente Garante transfiere al fideicomiso, sin reserva ni limitación alguna, los bienes inmuebles que se describen a continuación: Galpón número 7 y Galpón número 8, ubicados en la manzana C-13 de la Lotización Las Brisas, ubicada en el Kilómetro 4 de la vía Durán- Babahoyo, Parroquia Eloy Alfaro, Guayas, Ecuador. Los mismos que fueron transferidos al patrimonio autónomo del Fideicomiso en la fecha de Constitución.
- Como consecuencia de lo anterior, desde la fecha de constitución del fideicomiso y durante la vigencia del mismo, será el fideicomiso el único y exclusivo propietario de los bienes inmuebles referidos en el numeral anterior, cuyos linderos y medidas se detallan en el numeral 4.3 de la cláusula cuarta del contrato de fideicomiso de garantía.

*En la última rendición de cuentas trimestral suministrada por la Fiduciaria, cuyo corte fue de noviembre del 2013 a enero del 2014 la misma informa que en el periodo, no ha recibido instrucciones especiales por parte de los constituyentes o del representante de los obligacionistas.*

*También informó la Fiduciaria en la rendición de cuentas mencionada que a pesar de la petición del comprobante de pago de los impuestos prediales del 2013 y 2014, aun no recibían dicho documento junto a lo cual evidenció copia de la póliza de seguro a favor del Fideicomiso objeto de revisión, la misma tiene vigencia hasta julio del 2014.*

#### **Garantía Específica Tercera Emisión de Obligaciones**

La 3era. emisión de obligaciones incorporó una Garantía Específica consistente en un *Fideicomiso de Garantía Inmobiliaria* denominado "*Fideicomiso Tercera Emisión Obligaciones Eslive*", de propiedad de la Constituyente Garante Uno, compañía Rosenheimer S.A., quien autorizó mediante Junta General de Accionistas realizada el 9 de agosto del 2013 y efectuó, a través de su representante legal, la transferencia de los bienes para constituir el contrato de fideicomiso, aportando los solares número 17, 18 y 19 compuestos por Bodegas (M2) tipo naves galpones cerrados, ubicados en la manzana "D" o número 28 de la ciudadela "Lotización Inmaconsa S. A." km 11 vía Guayaquil Daule, del lado izquierdo de la mencionada carretera, segunda etapa, ubicada en la calle Los Manos, pasaje No. 43-A NO, parroquia Pascuales Urbano (antes Tarqui), Guayas, Ecuador. El código catastral del bien inmueble evaluado es el 58-0028-(017-018-019)-0000-0-0, superficie total el macrolote de 7,351.50 m<sup>2</sup>; (lote 17 de 2,540 m<sup>2</sup>, lote 18 de 2,457.20 m<sup>2</sup> y lote 19 de 2,354.30 m<sup>2</sup>). De acuerdo al avalúo No. HMC-009-2013 elaborado por el Ing. Civil Héctor Mero Cisneros con registro en la Superintendencia de Bancos y Seguros No. PA-2006-783.

Los solares comprenden un área de bodega-oficina, área de vivienda de guardián, área de construcción, áreas en cemento y área de calle vehicular, de acuerdo a lo mencionado en el contrato de Fideicomiso. En ese documento también se indica la historia de dominio de los mismos. Los bienes físicos detallados fueron valorados en US\$1,201,629.14, de acuerdo al avalúo mencionado el Avaluador consideró como avalúo comercial del inmueble el monto de US\$1,359,511.319, luego de aplicar el factor de comercialización, y el avalúo de realización en US\$1,223,560.07 que se obtuvo de aplicar el 10% de rebaja del avalúo comercial. La Calificadora aplicando un criterio conservador tomó como punto de referencia para su análisis el valor físico del inmueble, US\$1,201,629.14, en 0.48 veces el monto de la 3era. emisión de obligaciones.

Para complementar la Garantía Específica al *Fideicomiso de Garantía Inmobiliaria* también recibirá la transferencia del bien inmueble, de propiedad de la Constituyente Garante Dos, compañía Amerang S. A., quien autorizó mediante Junta General de Accionistas realizada el 9 de agosto del 2013, a través de su representante legal, donde se incluye de acuerdo a la cláusula 4.2 del contrato de Fideicomiso, los lotes 41, 42, 43, 44, 45, 46, 47, 48, 49, 50 y 51, ubicados en la "Lotización Los Canales", Sector B de la ciudad Narcisca de Jesús del Cantón Nobol, provincia del Guayas, en Ecuador, donde la superficie total de los solares es de 63,298.65 m<sup>2</sup>, cuyo código catastral por lote está expuesto en el mencionado contrato de fideicomiso, además de los linderos, los avalúos por lote, e historia de dominio. De acuerdo al avalúo No. HMC-011-2013 elaborado por el Ing. Civil Héctor I. Mero Cisneros con registro en la Superintendencia de Bancos y Seguros No. PA-2006-783. De acuerdo al avalúo mencionado, los lotes

y la edificaciones Parque - Club "La Garza Roja".

Los bienes físicos detallados fueron valorados en US\$2,172,081.46, de acuerdo al avalúo mencionado el Avaluador consideró como avalúo comercial del inmueble el monto de US\$2,457,471.24, luego de aplicar el factor de comercialización, y el avalúo de realización en US\$2,211,724.12 que se obtuvo de aplicar el 10% de rebaja del avalúo comercial. La Calificadora aplicando un criterio conservador tomó como punto de referencia para su análisis el valor físico del inmueble, US\$2,172,081.46, equivalente a 0.87 veces el monto de la 3era. emisión de obligaciones.

Considerando los montos que consideró la Calificadora, entre ambos bienes inmuebles avaluados se tiene US\$3,373,712.60 que cubre el 1.35 veces el saldo de la tercera emisión de obligaciones del Emisor. Sin embargo, de acuerdo a la cláusula 4.2.2 del Fideicomiso, a la fecha de constitución del mismo se valoran los bienes inmuebles aportados en la suma de US\$3,816,982.43, en virtud de los avalúos periciales que formarían parte del mismo.

El Fideicomiso consiste en un patrimonio autónomo dotado de personalidad jurídica, separado e independiente de aquel o aquellos de las Constituyentes, de los beneficiarios, de la fiduciaria o de terceros en general, así como de todos los que correspondan a otros negocios fiduciarios administrados por la Fiduciaria; celebrado por Eslive S. A., debidamente representada por su Gerente General, el Sr. Georg Ramón Sonnenholzner Sper, denominada como la Constituyente; la compañía Rosenheimer S.A., debidamente representada por su Gerente General, la Sra. Rosa Elena Sper Ziade, denominada como la Constituyente Garante Uno; la compañía Amerang S.A., debidamente representada por su Gerente General, el Sr. Otto Ramón Sonnenholzner Sper, denominada como la Constituyente Garante Dos; Trust Fiduciaria Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A., debidamente representada por su Gerente General, el Sr. Cicerón Tacle Vera como Fiduciaria y Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S. A., debidamente representada por su Presidenta, la Sra. Radmila Pandzic Arapov como representante de los obligacionistas. Tiene por finalidad que los bienes que integran el patrimonio autónomo, sirvan como medio de garantía del pago íntegro y oportuno de las obligaciones, que la Constituyente contrae a favor de los Obligacionistas en virtud de la 3era. emisión de las obligaciones, cuando la Constituyente no haya pagado las obligaciones, o no haya provisto al Agente Pagador de los recursos necesarios y suficientes para realizar el pago de las obligaciones, según corresponda. En el numeral 7.4. la Constituyente establece el Procedimiento Convencional de Enajenación correspondiente para el presente fideicomiso.

La cláusula octava del contrato de Fideicomiso, respecto de los Derechos y Obligaciones de la Constituyente y las Constituyentes Garantes Uno y Dos, entre los cuales resaltamos el numeral 8.3 establece que es una obligación de las Constituyentes Garantes Uno y Dos realizar la contratación, con sus propios recursos, de una póliza de seguro que ampare contra todo riesgo a los Inmuebles aportados por ellas, por el valor comercial de la misma y mantenerla vigente durante la duración del contrato de fideicomiso. Para lo cual el Fideicomiso deberá contar como beneficiario de dicha póliza de seguro.

*En la rendición de cuentas del periodo octubre - diciembre del 2013 suministrada por la Fiduciaria, la misma informa que en el periodo no ha recibido instrucciones especiales por parte de los constituyentes o del representante de los obligacionistas. También informó la Fiduciaria en la rendición de cuentas mencionada que cuenta con el documento endosado a favor del Fideicomiso correspondiente, cuyo vencimiento es del 21 de noviembre del 2014. Es importante indicar que debido a un error involuntario la Fiduciaria registro como valor de los bienes inmuebles aportados la suma de US\$3,659,100.38, por lo que va a ser regularizado para el cierre del mes de marzo de los corrientes; este monto cubre en el saldo insoluto de la emisión objeto de actualización*

#### **Elemento Adicional**

La compañía Eslive S. A. se compromete a mantener durante el periodo de vigencia de la emisión (en los tres casos) un nivel de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses equivalente hasta el 70% de los activos de la empresa, en defensa de los intereses de los obligacionistas. *Al corte de enero del 2014 la Empresa mostro un índice dentro del compromiso adquirido, el cual llego a 20%.*

*Dada la información mencionada, los miembros del Comité de Calificación consideraron que tanto las garantías como los resguardos de Ley y el elemento adicional, de los títulos valores objeto de calificación, se presentan conforme los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.*

## **2. Calificación Final**

Dadas las características de los segmentos en los cuales participa el Emisor, hasta ahora le ha permitido a la Empresa generar un nivel de flujo de efectivo para cubrir sus obligaciones financieras. El Comité de Calificación resolvió en base a



las potestades que le otorga los artículos 5 y 6 del Título II, Subtítulo IV, Capítulo III, Sección III, de la Codificación de Resoluciones de la Ley de Mercado de Valores pronunciarse por mantener a lastres emisiones de obligaciones de **ESLIVE S.A.** por hasta US\$1.0, US\$1.0 y US\$2.5 millones en la en la categoría de riesgo “**AA**”.

#### **1. Hechos Posteriores**

Entre el 31 de enero del 2014 y la fecha de emisión del presente informe de calificación de riesgo no se produjeron eventos que, en opinión de la Administración de la Compañía, pudieran tener un efecto significativo sobre la calificación de riesgo.

#### **2. Declaración de Independencia**

*Dando cumplimiento a lo dispuesto en el artículo 190 de la Ley de Mercado de Valores, a nombre de la Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana S. A., y en mi condición de representante legal de la empresa, declaro bajo juramento que ni la calificadora de riesgo, ni sus administradores, miembros del Comité de Calificación, empleados en el ámbito profesional, ni los accionistas, se encuentran incurso en ninguna de las causales previstas en los literales del mencionado artículo.*

*Además, cabe destacar que la calificación otorgada por la Calificadora a los tres procesos de emisión de obligaciones, no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni implica una garantía de pago del mismo, ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.*

**Ing. Pilar Panchana Ch.**

**Gerente General**

## INDICE

FUNDAMENTACIÓN .....	2
1. Calificación de la Información .....	3
2. Análisis de la Solvencia Histórica del Emisor.....	4
3. Evaluación de los Riesgos de la Industria .....	4
4. Asignación de la Categoría Básica de Riesgo .....	8
5. Indicadores Adicionales de la Situación Financiera del Emisor .....	8
5.1. Resultados, Rentabilidad y Eficiencia .....	8
5.2. Estructura Financiera y Endeudamiento Patrimonial .....	10
5.3. Situación de Liquidez .....	11
5.4. Índice de Cobertura Histórica .....	11
6. Análisis de Factores Adicionales de Riesgo Cualitativo .....	12
6.1. Posición de la Empresa en su industria.....	12
7. Análisis de la Capacidad de Pago Esperada de la Empresa .....	13
7.1. Parámetros utilizados en las Proyecciones .....	13
8. Análisis de Sensibilidad.....	14
9. Asignación de la Categoría Corregida.....	14
10. Calificación Preliminar .....	14
11. Calificación Final.....	14
12. Hechos Posteriores.....	19
13. Declaración de Independencia .....	19

ANEXOS

SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO LATINOAMERICANA		Fecha: mar/2014			
SCRLA S.A. ESLIVE S.A.					
		*NIIF			
		2010*	2011*	2012*	2013*
<b>RESULTADOS, RENTABILIDAD Y EFICIENCIA</b>					
Ingresos	3.202.439	4.090.465			
		3.671.292			5.519.140
Costo de Ventas	-1.000.762	-1.623.863	-		-
		1.704.724			3.383.629
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>2.201.677,5</b>	<b>2.466.602,0</b>			
		<b>1.966.568,0</b>			<b>2.135.511,5</b>
Gastos Administrativos y Generales	-1.853.741	-1.770.109	-		-
		1.499.800			1.594.596
Gastos de Venta	-	-145.093	-		-
		130.794			116.830
<b>Utilidad Operativa</b>	<b>347.937</b>	<b>551.400</b>			
		<b>335.974</b>			<b>424.085</b>
Gastos Financieros	-55.472	-154.107	-		-
		123.535			210.580
Otros Ingresos (Egresos) Netos	-	10.810			
		139.880			351.536
<b>Utilidad Antes de Pago Impuestos y Particip.</b>	<b>292.465</b>	<b>408.103</b>			
		<b>352.319</b>			<b>565.040</b>
Participación Empleados	-43.870	-61.215	-		-
		52.848			84.756
Impuesto a la Renta	-80.387	-109.421	-		-
		96.219			139.596

<b>Utilidad Neta</b>	<b>168.208</b>	<b>237.467</b>			
		<b>203.252</b>			<b>340.688</b>
<b>EBITDA</b>	<b>393.811</b>	<b>619.631</b>			
		<b>498.691</b>			<b>624.972</b>
% de variación nominal Ingresos	12,38%	27,73%	-10,25%		50,33%
% de variación real Ingresos	9,43%	24,37%	-12,61%		46,38%
COGS	-7,45%	62,26%	4,98%		98,49%
COGS/Ventas	31,25%	39,70%	46,43%		61,31%
Margen Bruto	68,75%	60,30%	53,57%		38,69%
Gastos Administrativos y Generales / Ventas	57,89%	43,27%	40,85%		28,89%
Gastos de Venta / Ventas	0,00%	3,55%	3,56%		2,12%
Gasto Operativos / Ventas	57,89%	46,82%	44,41%		31,01%
Margen Operativo	10,86%	13,48%	9,15%		7,68%
Otros Ingresos (Egresos) Netos/ Ventas	0,00%	0,26%	3,81%		6,37%
Margen Neto	5,25%	5,81%	5,54%		6,17%
Margen EBITDA	12,30%	15,15%	13,58%		11,32%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	10,90%	10,26%	4,58%		5,40%
Retorno sobre Activo Promedio Ajustados (ROA) Anual	6,53%	4,52%	2,79%		3,21%

					* NIIF				
					2010*	2011*	2012*	2013*	
<b>ESTRUCTURA FINANCIERA Y ENDEUDAMIENTO PATRIMONIAL</b>									
Caja y Equivalentes de Caja		32.265	50.427	1.371.823					1.281.172
Deudores	368.747	339.111	348.128						442.510
Existencias	370.329	760.675	649.182						836.597
Activo Fijo	987.864	3.421.021	6.280.090						9.005.648
Otros Activos Corrientes	523.797	344.686	435.019						309.948
Otros Activos No Corrientes	-	24.947	167.902						587.242
<b>ACTIVOS TOTALES</b>	<b>2.283.003</b>	<b>4.940.867</b>	<b>9.252.144</b>						<b>12.463.117</b>
Pasivo Financiero C/P	40.000	352.179	568.750						629.211
Pasivo Financiero L/P	-	780.694	1.103.101						1.413.847
Pasivos con Proveedores	279.712	226.588	128.872						190.769
Otros Pasivos Corrientes	214.908	288.979	437.045						473.097
Otros Pasivos No Corrientes	204.602	293.714	1.220.232						2.943.394
<b>PASIVOS TOTALES</b>	<b>739.222</b>	<b>1.942.154</b>	<b>3.458.000</b>						<b>5.650.318</b>
<b>PATRIMONIO</b>	<b>1.543.781</b>	<b>3.083.942</b>	<b>5.794.144</b>						<b>6.812.800</b>
Capital de trabajo comercial	459.365	873.198	868.438						1.088.338
Capital de trabajo	800.520	979.332	2.238.235						2.206.361
<b>ACTIVOS AJUSTADOS TOTALES</b>	<b>1.583.781</b>	<b>4.131.586</b>	<b>7.465.995</b>						<b>8.855.858</b>
Deuda Bancaria C.P.	40.000	352.179	568.750						629.211
Obligaciones Financieras L.P. (Incluye Porción Corriente)			-	780.694	1.103.101				1.413.847
<b>TOTAL PASIVOS CON COSTO</b>	<b>40.000</b>		<b>1.132.873</b>		<b>1.671.851</b>				<b>2.043.058</b>
<b>TOTAL INVERSIONES EN ACCIONES</b>	<b>1.543.781</b>	<b>3.083.942</b>	<b>5.794.144</b>						<b>6.812.800</b>
<b>TOTAL CAPITAL INVERTIDO</b>	<b>1.583.781</b>	<b>4.216.815</b>	<b>7.465.995</b>						<b>8.855.858</b>
Deuda Financiera / Capital invertido	2,53%	26,87%	22,39%						23,07%
Inversiones en acciones / Capital invertido	97,47%	73,13%	77,61%						76,93%
Deuda Financiera / Patrimonio	0,03	0,37	0,29						0,30
Deuda Financiera / EBITDA	0,10	1,83	3,35						3,27
Pasivos C.P./Deuda Financiera	100,00%	31,09%	34,02%						30,80%
Pasivos L.P./Deuda Financiera	0,00%	68,91%	65,98%						69,20%
Deuda Financiera / Activos Ajustados	2,53%	27,42%	22,39%						23,07%
Capital de trabajo comercial / Ventas	14,34%	21,35%	23,65%						
Ratio de liquidez	2,42	1,72	2,47						2,22
CxC días	42	30	35						29
Inv. Días	135	171	139						90
CxP días	102	51	28						21
Ciclo de efectivo (días)		75	150						99
<b>CAPACIDAD DE GENERACIÓN DE FLUJOS Y COBERTURA</b>									
Flujo Depurado Ajustado	444.060	662.834	512.156						624.972
Activos Promedio Ajustados	2.574.304	5.258.674	7.294.095						10.602.696
% Rent. Act. Prom. Ejerc:	17,25%	12,60%	7,02%						5,89%
Flujo Depurado sobre Rent. Act. Prom. Ejerc:		76.599,06	83.547,39		35.961,06				36.838,71
Cobertura Histórica Flujo depurado / Gastos Financieros			8,01	4,30		4,15			2,97
Deuda Financiera / Flujo Depurado Ajustado		0,09	1,71		3,26				3,27
Deuda Financiera / EBITDA	0,10	1,83	3,35						3,27

### Anexo # 3

Detalle histórico de las calificaciones de riesgo otorgadas a las emisiones de obligaciones y papel comercial aprobadas.(Bolsa de Valores de Quito).

**ANEXO # 3 (HISTÓRICO DE CALIFICACIONES DE RIESGO)**

CALIFICACIONES DE RIESGO									
EMISOR	No. RESOLUCIÓN RMV	RESOLUCIÓN	VALORES INSCRITOS	MONTO EMISIÓN (miles de dólares)	CALIFICACIÓN INICIAL	CALIFICACIÓN INICIAL	CALIFICACIÓN ACTUAL	FECHA ÚLTIMA REVISIÓN	CALIFICADORA DE RIESGO
Corporación MultiBG S.A.	08.G.IMV.2033	11/04/2008	OBL	12,000.00	29-feb-08	AA+	AA+	29/03/2012	Humphreys S.A.
<b>SECTOR INDUSTRIAL</b>									
Aditivos y Alimentos S.A. ADLISA	SC.IMV.DIMV.DAYR.G.13.0003335	07/06/2013	OBL	2,000.00	12-abr-13	AA	AA	31-oct-13	SCR Latinoamericana
ATU Artículos de Acero S.A.	Q.IMV.2013.02723	31/05/2013	OBL	3,000.00	28-mar-13	AA	***	***	PCR S.A.
Agrícola e Industrial Alfadomus Cia. Ltda.	08.G.IMV.8721	18/12/2008	OBL	2,000.00	15-dic-08	A	A	27-ene-12	Humphreys S.A.
Agrícola e Industrial Alfadomus Cia. Ltda. II	2011-2-02-009000	12/03/2011	OBL	5,000.00	31-ene-11	A+	A	29-nov-13	SCR Latinoamericana
Caibaz	SC.IMV.DIMV.DAYR.G.12.0008194	28/12/2012	OBL	2,000.00	27-sep-12	AA	AA	20-sep-13	SCR Latinoamericana
Compañía Azucarera Valdez S.A.	SC.IMV.DIMV.DAYR.G.13.0004950	22/08/2013	OBL	10,000.00	11/06/2013	AAA-	AAA-	26/12/2013	PCR S.A.
Compañía Azucarera Valdez S.A.	SC.IMV.DIMV.DAYR.G.13.0004949	22/08/2013	PC	7,000.00	11/06/2013	AAA-	AAA-	26/12/2013	PCR S.A.
Compañía Recubridora de Papel S.A. REPALCO	SC-IMV-DIMV-DAYR-G-12-0001366	20/03/2012	OBL	1,000.00	14/02/2012	A+	A+	26/12/2013	SCR Latinoamericana
Confiteca C.A.	Q.IMV.11.0645	11/02/2011	OBL	6,000.00	20/12/2010	AA	AA	31/01/2014	Bankwatch Ratings S.A.
Confiteca C.A.	Q.IMV.2011.0644	11/02/2011	PC	2,000.00	20/12/2010	AA	AA	31/01/2013	Bankwatch Ratings S.A.
Continental Tire Andina S.A. (ExErcó) III	08.G.IMV.5975	08/09/2008	OBL	8,000.00	27-jun-08	AA+	AA	30-ago-13	Bankwatch Ratings S.A.
Continental Tire Andina S.A. (ExErcó) IV	SC-IMV-DIMV-DAYR-G-11-0006165	28/10/2011	OBL	8,000.00	31-jul-11	AA	AA	30-ago-13	Bankwatch Ratings S.A.
Continental Tire Andina S.A. (ExErcó)	SC.IMV.DIMV.DAYR.G.12.0007660	06/12/2012	OBL	8,000.00	30-ago-12	AA	AA	28-feb-13	Bankwatch Ratings S.A.
Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL	Q.IMV.10.0152	14/01/2010	OBL	8,000.00	12-nov-09	AA	AA	29-nov-13	Bankwatch Ratings S.A.
Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL	Q.IMV.2013.0246	15/01/2013	OBL	12,000.00	29-nov-12	AA+	AA+	26-nov-13	Class International Rating
Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL	SC.IRQ.DRMV.2014.719	26/02/2014	PC	5,000.00	29-nov-13	AA+	***	***	Class International Rating
BiChem del Ecuador S.A.	Q.IMV.11.0419	28/01/2011	OBL	850.00	17/12/2010	AA-	AA-	23/01/2014	PCR S.A.
Distribuidora de Maderas Cia. Ltda. DISMA C. Ltda.	SC.IMV.DIMV.DAYR.G.13.0005817	02/10/2013	OBL	2,500.00	31/07/2013	AA-	AA-	30/01/2014	SCR Latinoamericana
Distribuidora Farmacéutica Ecuatoriana (DIFARE) S.A.	SC.IMV.DIMV.DAYR.G.11.0004853	31/08/2011	OBL	15,000.00	24/06/2011	AA+	AA+	31/01/2014	SCR Latinoamericana
Distribuidora Farmacéutica Ecuatoriana (DIFARE) S.A.	SC.IMV.DAYR.DIMV.G.13.0006448	06/11/2013	PC	20,000.00	13/09/2013	AAA-	***	***	Class International Rating
Doimen S.A.	SC.IMV.DFCDN.DAYR.G.14.0000216	06/02/2014	PC	1,600.00	08/11/2013	AA	***	***	SCR Latinoamericana
Compañía DUPOCSA Protectores Químicos Para El Campo S.A.	SC-IMV-DIMV-DAYR-G-11-0007168	16/12/2011	OBL	5,000.00	18/10/2011	AA	AA	25/10/2013	PCR S.A.
Compañía DUPOCSA Protectores Químicos Para El Campo S.A.	SC.IMV.DAYR.DIMV.G.13.0005424	05/11/2013	PC	4,000.00	05/06/2013	AA+	AA+	25/10/2013	PCR S.A.
Ecuaimco S.A.	SC.IMV.DAYR.DIMV.G.14.0000091	41648	PC	3,000.00	30/09/2013	AAA-	***	***	Class International Rating
Compañía Extractora Agrícola Rio Manso EXA S.A.	Q.IMV.2012.1597	03/04/2012	PC	5,000.00	06/02/2012	AA	AA	31/10/2013	SCR Latinoamericana
Compañía Extractora Agrícola Rio Manso EXA S.A.	Q.IMV.2013.04926	03/10/2013	OBL	5,000.00	13/06/2013	AA	AA	26/12/2013	PCR S.A.
Construcciones y Servicios de Minería Consermin S.A.	Q.IMV.2012.1539	23/03/2012	OBL	4,000.00	29/03/2012	AA	AA (credit watch)	29/11/2013	PCR S.A.
Empresa Durini Industria de Madera C.A. EDIMCA	Q.IMV.09.3396	19/08/2009	OBL	5,000.00	15-may-09	AA-	AA+	28-ene-14	Class International Rating
EDESA S.A.	Q.IMV.2013.5691	20/11/2013	PC	10,000.00	31-may-13	AAA	AAA	26-nov-13	Class International Rating
Electrocables S.A	08.G.IMV.1249	10/03/2008	OBL	10,000.00	18-feb-08	AA+	AA+	01-oct-11	Humphreys S.A.
Energy & Palma Energypalma S.A.	SC-IMV-DIMV-DAYR-G-12-0001288	16/03/2012	OBL	5,000.00	28-dic-11	AA	AA	23-dic-13	PCR S.A.
Energy & Palma Energypalma S.A.	SC-IMV-DIMV-DAYR-G-12-0001289	16/03/2012	PC	2,000.00	28-dic-11	AA	AA	23-dic-13	PCR S.A.
Envases del Litoral S.A. IV	08.G.IMV.3528	16/06/2008	OBL	10,000.00	26-may-08	AA	AA/AA+	01-mar-12	Humphreys S.A.
Envases del Litoral S.A. V	09.G.IMV.0659	04/02/2009	OBL	8,000.00	12-ene-09	AA	AA/AA+	01-sep-12	Humphreys S.A.
Envases del Litoral S.A. VI	SC.IMV.DAYR.G.10.0009075	27/12/2010	OBL	8,000.00	30-nov-10	AA	AA-	26-dic-13	SCR Latinoamericana
Envases del Litoral S.A. VII	SC-IMV-DAYR-G-11-0005786	10-10-11	OBL	12,000.00	26-ago-11	AA	***	***	Humphreys S.A.
Envases del Litoral S.A. VIII	SC.IMV.DNFCDN.DN.AYR.G.14.000738	10/02/2014	OBL	8,000.00	08-nov-13	AA	***	***	SCR Latinoamericana
EXOPRUT S.A.	SC.IMV.DIMV.DAYR.G.13.0003357	07/06/2013	OBL	2,000.00	22-mar-13	AA-	***	***	SCR Latinoamericana
Figuretti S.A.	SC.IMV.DIMV.DAYR.G.13.0005092	28/08/2013	OBL	2,000.00	02-jul-13	AA-	AA-	30-ene-14	Class International Rating
Fermagri S.A.	Q.IMV.2012.0739	10/02/2012	OBL	3,000.00	05-sep-11	AA-	AA-	27-dic-13	SCR Latinoamericana
Ferremundo S.A.	08.G.IMV.2953	22/05/2008	abl	7,000.00	18-abr-08	AA-	AA	28-may-12	Humphreys S.A.
Ferremundo S.A.	SC.IMV.DIMV.DAYR.G.13.0005259	05/09/2013	PC	4,000.00	14-jun-13	AA+	AA+	26-dic-13	SCR Latinoamericana
Firmesa Industrial Cia. Ltda.	Q.IMV.2012.5732	05/11/2012	OBL	2,500.00	05-oct-12	AA+	AA+	31-oct-13	PCR S.A.
FISA Fundiciones Industriales S.A.	SC.IMV.DIMV.DAYR.G.12.0006186	11/10/2012	OBL	20,000.00	08-ago-12	AA+	AA+	27-feb-14	Class International Rating
Floralp S.A.	Q.IMV.2012.1535	23/03/2012	OBL	2,500.00	14-feb-12	AA-	AA-	27-feb-14	PCR S.A.
Furoiani Obras y Proyectos S.A.	08.G.IMV.4823	30/07/2008	OBL	3,000.00	13-jun-08	AA-	AA-	14-dic-12	Class International Rating
Furoiani Obras y Proyectos S.A. III	SC.IMV.DIMV.DAYR.G.13.0001043	20/02/2013	OBL	3,000.00	14-dic-12	AA-	AA-	27-dic-13	Class International Rating
Helados S.A.	SC.IMV.DIMV.DAYR.G.12.0001677	09/04/2012	OBL	2,500.00	30-ene-12	AA	AA	29-nov-13	SCR Latinoamericana
Importadora Industrial Agrícola del Monte Sociedad Anonima	SC-IMV-DIMV-DAYR-G-12.0003142	18/06/2012	OBL	2,750.00	20/03/2012	AA-	AA-	30/01/2014	SCR Latinoamericana
Importadora Industrial Agrícola del Monte Sociedad Anonima	SC.IMV.DIMV.DAYR.G.13.0005168	02/09/2013	OBL	2,750.00	27/06/2013	AA-	AA-	30/01/2014	SCR Latinoamericana
Incubadora Andina INCUBANDINA S.A. I	Q.IMV.08.2820	23/07/2008	OBL	2,000.00	06-may-08	AA-	A+	2012	Equability S.A.
Incubadora Andina INCUBANDINA S.A. II	Q.IMV.10.3498	24/08/2010	OBL	2,500.00	27-may-10	A	A	19-nov-13	PCR S.A.
Industrias Ales S.A. I	Q.IMV.08.4535	30/10/2008	OBL	6,000.00	16-jul-08	AA	AA	25-jul-12	PCR S.A.
Industrias Ales S.A.	Q.IMV.2010.5414	13/12/2010	OBL	15,000.00	21-oct-10	AA	AA-	26-nov-13	PCR S.A.
Industrias Catedral S.A.	Q.IMV.2012.2865	08/06/2012	PC	1,500.00	29-dic-11	A+	A+	29-ago-13	SCR Latinoamericana
Industria Ecuatoriana del Cable INCABLE S.A. II	SC.IMV.DAYR.DIMV.G.11.0005925	18/10/2011	OBL	5,000.00	29-ago-11	AA	AA	29-nov-13	SCR Latinoamericana
Industria Ecuatoriana del Cable INCABLE S.A.	SC.IMV.DIMV.DAYR.G.12.0004107	01/08/2012	PC	4,000.00	13-jun-12	AA+	AAA	29-nov-13	SCR Latinoamericana
Industria Ecuatoriana del Cable INCABLE S.A.	SC.IMV.DIMV.DAYR.G.13.0004477	30/07/2013	OBL	5,000.00	30-may-13	AA	AA	29-nov-13	SCR Latinoamericana
Industria Lojana de Especerías ILE C.A.	SC.IMV.DIMV.DAYR.G.10.0009065	24/12/2010	OBL	8,000.00	19/11/2010	AA+	AA+	29/08/2013	SCR Latinoamericana
Industria Lojana de Especerías ILE C.A. II	SC.IMV.DIMV.DAYR.G.13.0007547	19/12/2013	OBL	5,000.00	10/10/2013	AA+	***	***	SCR Latinoamericana
Industrias Unidas Cia. Ltda.	SC.IMV.DIMV.DAYR.G.11.0004833	31/08/2011	OBL	1,000.00	15/07/2011	AA	AA	23/08/2013	Humphreys S.A.
INTEROC S.A. I	SC.IMV.DAYR.DIMV.G.11.0004284	03/08/2011	PC	5,000.00	30-nov-11	AAA	AAA	01-mar-13	Humphreys S.A.
INTEROC S.A. II	SC.IMV.DIMV.DAYR.G.12.0006810	08/11/2012	OBL	12,000.00	28-ago-12	AA	***	***	Humphreys S.A.
INTEROC S.A. II	SC.IMV.DAYR.DIMV.G.13.0007526	19/12/2013	PC	8,000.00	30-sep-13	AAA	***	***	SCR Latinoamericana
Ipac S.A.	SC.IMV.DIMV.DAYR.G.10.0005515	17/08/2010	PC	10,000.00	22-jul-10	AA+	AA+	16-jul-12	PCR S.A.
Ipac S.A. II	SC.IMV.DIMV.DAYR.G.12.0004690	20/08/2012	PC	20,000.00	10-jul-12	AA+	AA+	17-ene-14	PCR S.A.
Jaroma S.A.	SC.IMV.DIMV.DAYR.G.11.0006719	25/11/2011	OBL	1,300.00	25-oct-11	A	A+	20-dic-13	SCR Latinoamericana
Jaroma S.A. II	SC.IMV.DIMV.DAYR.G.13.0000623	31/01/2013	OBL	1,100.00	31-oct-12	A+	***	***	SCR Latinoamericana
Kobrec Corporación Ecuatoriana del Cobre S.A.	08.G.IMV.8852	23/12/2008	OBL	3,000.00	15-dic-08	AA-	A-	26-jun-12	Humphreys S.A.

La Fabril S.A.	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .09.8169	23/12/2009	OBL	10.000,00	29-sep-09	AA+	AA+	26-oct-12	Humphreys S.A.
La Fabril S.A. I	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .10.0590	27/01/2010	PC	10.000,00	27-ene-10	AA+	AAA-	01-oct-11	Humphreys S.A.
La Fabril S.A. II	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .11.0003773	06/07/2011	PC	10.000,00	29-abr-11	AAA-	AAA-	26-oct-12	Humphreys S.A.
La Fabril S.A. III	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .12.0001459	27/03/2012	PC	20.000,00	31-ene-12	AAA-	AAA-	29-ago-13	SCR Latinoamericana
La Fabril S.A. IV	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .13.0003865	05/07/2013	PC	10.000,00	28-nov-13	AAA-	AAA-	28-nov-13	SCR Latinoamericana
La Fabril S.A. IV	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .13.0006717	19/11/2013	OBL	15.000,00	30-ago-13	AAA	***	***	PCR S.A.
La Tablita Group Cia. Ltda.	Q.IMV.2012.2791	06/06/2012	OBL	1.500,00	31-ene-12	AA-	AA	01-mar-13	Humphreys S.A.
LIFE "Laboratorios Industriales Farmacéuticos Ecuatorianos VI	Q.IMV.07.3384	16/08/2007	OBL	2.000,00	29-may-07	AAA-	AAA	27-dic-11	Humphreys S.A.
LIFE "Laboratorios Industriales Farmacéuticos Ecuatorianos VII	Q.IMV.09.2035	18/05/2009	OBL	2.000,00	01-mar-09	AAA	AAA	30-ene-13	SCR Latinoamericana
LIFE "Laboratorios Industriales Farmacéuticos Ecuatorianos VIII Moderna Alimentos S.A.	Q.IMV.10.5309	08/12/2010	OBL	1.500,00	22-oct-10	AAA	AAA	31-ene-14	SCR Latinoamericana
Metales Inyectados Metain S.A.	Q.IMV.2012.1538 SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .13.0000097	13/03/2012 08/01/2013	PC OBL	8.000,00 3.000,00	29-mar-12 31-oct-12	AA- AA	AA- AA	31-ene-14 30-oct-13	Bankwatch Ratings S.A. Class International Rating
Muebles El Bosque S.A.	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .13.0007570	20/12/2013	OBL	7.000,00	25-sep-13	AA	***	***	SCR Latinoamericana
Novacero S.A.	Q.IMV.08.3544	03/09/2008	PC	9.000,00	27-jun-08	AAA	AA	21-nov-12	PCR S.A.
Novacero S.A. I	Q.IMV.09.0252	22/01/2009	OBL	10.000,00	27-nov-08	AA-	AA+	31-ene-14	PCR S.A.
Novacero S.A.	Q.IMV.2010.5144	29/11/2010	PC	9.000,00	30-oct-10	AA	AA	29-may-12	PCR S.A.
Novacero S.A.	Q.IMV.2013.1933	15/04/2013	OBL	20.000,00	14-mar-13	AA+	AA+	30-ago-13	PCR S.A.
Novacero S.A.	Q.IMV.2013.03153	25/06/2013	PC	15.000,00	14-mar-13	AAA-	AAA-	31-ene-14	PCR S.A.
Operadora y Procesadora de Productos Marinos OMARSA S.A.	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .10.0005500	17/08/2010	OBL	5.000,00	30-jun-10	AA	AA	01-ago-12	Humphreys S.A.
Operadora y Procesadora de Productos Marinos OMARSA S.A.	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .12.0000450	26/01/2012	OBL	3.000,00	14-dic-11	AA	AA+	30-ago-13	Class International Rating
Operadora y Procesadora de Productos Marinos OMARSA S.A.	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .13.0002750	09/05/2013	PC	3.000,00	28-feb-13	AA+	AA+	28-feb-14	Class International Rating
Operadora y Procesadora de Productos Marinos OMARSA S.A.	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .13.0007477	17/12/2013	OBL	5.000,00	15-oct-13	AA+	AA+	28-feb-14	Class International Rating
Pinturas Córdor S.A.	Q.IMV.09.1469	08/04/2009	OBL	10.000,00	06-mar-09	AA+	AAA-	28-jun-12	Humphreys S.A.
Pinturas Córdor S.A.	Q.IMV.2010.3102	28/07/2010	PC	5.000,00	11-jun-10	AA+	AAA-	28-jun-12	Ecuability S.A.
Plásticos del Litoral S.A. VI	08.G.IMV.8044	21/11/2008	OBL	6.000,00	27-oct-08	AA+	AA	01-dic-12	Humphreys S.A.
Plásticos del Litoral S.A. VII	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .09-6155	06/10/2009	OBL	6.000,00	21-ago-09	AA+	AA	12-jul-13	SCR Latinoamericana
Plásticos del Litoral S.A. VIII	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .11.0002009	29/03/2011	OBL	12.000,00	28-ene-11	AA+	AA	29-ene-14	SCR Latinoamericana
Plásticos del Litoral S.A. IX	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .12.0000473	27/01/2012	OBL	12.000,00	21-dic-11	AA	AA	29-ene-14	SCR Latinoamericana
Plásticos del Litoral S.A. X	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .13.0000620	31/01/2013	OBL	12.000,00	14-dic-12	AA	AA	29-ene-14	SCR Latinoamericana
Plásticos del Litoral S.A. XI	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .14.0000077	08/01/2014	OBL	10.000,00	29-oct-13	AA	***	***	SCR Latinoamericana
Plastigomez S.A.	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .13.0003712	26/06/2013	OBL	1.500,00	28-mar-13	AA-	***	***	SCR Latinoamericana
Procesadora Nacional de Alimentos C.A. PRONACA I	Q.IMV.2010.1773	04/05/2010	PC	20.000,00	25-ene-10	AA+	AAA	30-abr-12	PCR S.A.
Procesadora Nacional de Alimentos C.A. PRONACA II	Q.IMV.2012.3003	15/06/2012	PC	40.000,00	30-abr-12	AAA	AAA	31-oct-13	Bankwatch Ratings S.A.
Productora Cartonera S.A. PROCARSA	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .10.0006384	17/09/2010	OBL	25.000,00	30-jun-10	AAA-	AAA- CW	24-dic-13	PCR S.A.
Productora Cartonera S.A. PROCARSA	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .12.0005823	28/09/2012	PC	10.000,00	15-jun-12	AAA-	AAA- CW	24-dic-13	PCR S.A.
Productora Cartonera S.A. PROCARSA	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .12.0005820	27/09/2012	OBL	5.000,00	12-jul-12	AAA-	AAA- CW	24-dic-13	PCR S.A.
Productora Cartonera S.A. PROCARSA III	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .13.0005902	08/10/2013	OBL	10.000,00	11-jun-13	AAA-	AAA- CW	24-dic-13	PCR S.A.
Quimpac Ecuador S.A. QUIMPACSA II	09.G.IMV.1776	30/03/2009	OBL	4.000,00	30-mar-09	AA	AA+	01-oct-11	Humphreys S.A.
Quimpac Ecuador S.A. QUIMPACSA III	SC.IMV.DJM.V.G.10.00 .05735	25/08/2010	OBL	4.000,00	31-may-10	AA+	AA+	01-ene-13	Humphreys S.A.
QUIMPAC ECUADOR S.A. QUIMPACSA	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .12.0005083	03/09/2012	OBL	12.000,00	06-jul-12	AA+	AA+	01-ene-13	Humphreys S.A.
Solarex S.A.	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .12.0000793	15/02/2012	OBL	1.300,00	31-oct-11	A+	C (CW)	26-dic-13	SCR Latinoamericana
Solvesa Ecuador S.A.	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .12.0006510	26/10/2012	OBL	4.000,00	30-ago-12	AA	***	***	Humphreys S.A.
UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A.	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .13.0003422	11/06/2013	OBL	6.000,00	27-mar-13	AA+	AA+	30-sep-13	SCR Latinoamericana
Talleres Metalúrgicos 21 TALME S.A.	08.G.IMV.8822	22/12/2008	OBL	4.000,00	15-dic-08	A	AA	15-ago-12	Humphreys S.A.
Talleres Metalúrgicos 21 TALME S.A.	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .10.0004460	07/07/2010	PC	1.000,00	21-may-10	A+	A	27-ene-12	Humphreys S.A.
Talleres Metalúrgicos 21 TALME S.A. II	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .12.0006511	26/10/2012	OBL	4.000,00	15-ago-12	AA	AA (credit watch)	30-oct-13	PCR S.A.
Talleres Metalúrgicos 21 TALME S.A.	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .13.0003852	04/07/2013	PC	2.000,00	22-abr-13	AA	AA (credit watch)	30-oct-13	PCR S.A.
Textiles Industriales Ambateños S.A. TEIMSA	Q.IMV.2012.3880	27/07/2012	OBL	2.000,00	12-abr-12	AA	AA	31-oct-13	RISKWATCH S.A. / Class International Rating
TUVAL S.A.	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .13.0007615	24/12/2013	OBL	2.500,00	20-sep-13	AA-	***	***	SCR Latinoamericana
Zaimella del Ecuador S.A. II	Q.IMV.08.3545	03/09/2008	OBL	4.000,00	09-jul-08	AAA	AAA	29-jul-13	PCR S.A.
Zaimella del Ecuador S.A. III	Q.IMV.09.1652	22/04/2009	OBL	4.000,00	09-ene-09	AAA	AAA	29-jul-13	PCR S.A.
Zaimella del Ecuador S.A. IV	Q.IMV.10.2913	16/07/2010	OBL	5.000,00	05-jul-10	AAA	AAA	29-ene-14	PCR S.A.
Zaimella del Ecuador S.A. I	Q.IMV.2010.5125	26/11/2010	PC	3.000,00	15-oct-10	AAA	AAA	18-oct-12	PCR S.A.
Zaimella del Ecuador S.A. V	Q.IMV.2012.5201	05/10/2012	PC	4.000,00	13-sep-12	AAA	AAA	29-ene-14	PCR S.A.

SECTOR COMERCIAL									
Aditmaq Aditivos y Maquinarias Cia. Ltda. I	Q.IMV.09.4005	24/09/2009	OBL	1.000,00	07-jul-09	B	B	31-may-12	Bankwatch Ratings S.A.
Aditmaq Aditivos y Maquinarias Cia. Ltda. II	Q.IMV.2011.2865	28/06/2011	OBL	2.000,00	13-may-11	B	A-	27-feb-14	PCR S.A.
Agencia Naviera Agnamar S.A.	SC.IMV.DJMV.DAYR.G .13.0000943	15/02/2013	OBL	5.000,00	11-oct-12	AA+	AA+	30-oct-13	Class International Rating
Aifa S.A.	SC.IMV.DJMV.DAYR.G .10.0006062	07/09/2010	OBL	2.000,00	30-jun-10	AA-	AA- con observación credit watch	25-oct-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Aifa S.A. II	SC.IMV.DJMV.DAYR.G .11.0006319	09/11/2011	OBL	1.500,00	31-ago-11	AA-	AA- Con observación credit watch	25-oct-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Alimentos Ecuatoriano S.A. ALIMEC I	Q.IMV.11.4802	25/10/2011	OBL	2.000,00	31/08/2011	AA-	AA	13/03/2014	PCR S.A.
Almacenes Boyaca S.A.	SC.IMV.DJMV.DAYR.G .12.0005938	30/08/2012	OBL	9.000,00	26/06/2012	AA	AA	26/12/2013	Class International Rating
Almacenes Boyaca S.A. II	SC.IMV.DJMV.DAYR.G .10.0005441	12/08/2010	OBL	6.000,00	23-jun-10	AA+	AA	26-dic-13	Class International Rating
Almacenes De Prati S.A.	SC.IMV.DJMV.DAYR.G .13.0003644	21/06/2013	PC	5.000,00	24-abr-13	AAA	AAA	29-oct-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Anglo Automotriz S.A. ANAUTO	06.G.IMV.5968	25/08/2006	OBL	5.000,00	21-jul-06	AA	AA-	01-jun-11	Humphreys S.A.
Anglo Automotriz S.A. ANAUTO II	08.G.IMV.3092	27/05/2008	OBL	5.000,00	18-abr-08	AA	AA	28-jun-12	Humphreys S.A.
Anglo Automotriz S.A. ANAUTO III	SC.IMV.DJMV.AYR.G.1 0.0815	05/02/2010	OBL	4.000,00	13-ene-10	AA+	AA+	27-nov-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Anglo Automotriz S.A. ANAUTO IV	SC.IMV.DAYR.G.10.00 08973	22/12/2010	OBL	5.000,00	29-nov-10	AA	AA	27-nov-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Anglo Automotriz S.A. ANAUTO V	SC.IMV.DJMV.DAYR.G .12.0000419	25/01/2012	OBL	4.500,00	25-nov-11	AA	AA	27-nov-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Anglo Automotriz S.A. ANAUTO VI	SC.IMV.DAYR.DJMV.G .13.0005289	06/09/2013	OBL	5.000,00	31-may-13	AA	AA	27-nov-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Anglo Ecuatoriana de Guayaquil C.A.	08.G.IMV.8722	18/12/2008	OBL	2.000,00	15-dic-08	AA	AA	28-ene-11	Humphreys S.A.
Auto Importadora Galarza S.A.	SC.IMV.DJMV.DAYR.G .10.0005158	02/08/2010	OBL	2.100,00	26-jul-10	AA-	AA-	01-ene-13	Humphreys S.A.
Auto Importadora Galarza S.A.	SC.IMV.DJMV.DAYR.G .12.0001026	02/03/2012	OBL	1.800,00	13-ene-12	AA-	AA-	01-ene-13	Humphreys S.A.
Automotores de la Sierra S.A. III	Q.IMV.11.2185	19/02/2011	OBL	5.000,00	18-mar-11	AA	AA	31-ene-14	Bankwatch Ratings S.A.
Automotores de la Sierra S.A.	Q.IMV.2013.5671	19/11/2013	OBL	3.000,00	30-jul-13	AA	AA	31-ene-14	Bankwatch Ratings S.A.
Automotores de la Sierra S.A.	Q.IMV.2013.5569	13/11/2013	PC	2.000,00	30-jul-13	AA	AA	31-ene-14	Bankwatch Ratings S.A.
Automotores del Valle Vallemotors S.A.	Q.IMV.2013.1706	04/04/2013	OBL	2.000,00	03-ene-13	A+	A	31-jul-13	PCR S.A.
Automotores Latinoamericanos S.A. Autolasa I	SC.IMV.DJMV.AYR.G. 09.6706	27/10/2009	OBL	4.000,00	11-sep-09	AA+	AA+	27-nov-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Automotores Latinoamericanos S.A. Autolasa II	SC.IMV.DJMV.DAYR.G .10.0007124	15/10/2010	OBL	2.500,00	10-sep-10	AA	AA	31-oct-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Automotores Latinoamericanos S.A. Autolasa III	SC.IMV.DAYR.DJMV.G .11.0004502	15/08/2011	OBL	2.500,00	24-jun-11	AA	AA	27-nov-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Automotores Latinoamericanos S.A. Autolasa IV	SC.IMV.DJMV.DAYR.G .12.0003917	23/07/2012	OBL	3.000,00	14-may-12	AA-	AA	11-dic-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Automotores y Anexos S.A.	Q.IMV.2012.6043	19/11/2012	OBL	15.000,00	20-sep-12	AA+	AA+	20-feb-14	PCR S.A.
Avícola Fernández S.A. II	SC.IMV.DJMV.AYR.G. 100003654	04/06/2010	OBL	2.000,00	10/06/2010	AA+	AA	26-dic-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
AZULEC S.A.	Q.IMV.2011.4596	14/10/2011	PC	2.500,00	31-ago-11	AA	AA+	29-ago-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
AZULEC S.A.	Q.IMV.2013.3981	07/08/2013	OBL	3.000,00	12-jul-13	AA+	AA+	29-ene-14	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
AZULEC S.A.	Q.IMV.2013.4224	20/08/2013	PC	1.500,00	12-jul-13	AA+	AA+	29-ene-14	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Cartimex S.A.	SC.IMV.DJMV.DAYR.G .10.0005159	02/08/2010	OBL	4.000,00	01-jul-10	AA+	AA+	29-dic-11	Humphreys S.A.
CARVAGU S.A.	SC.IMV.DJMV.DAYR.G .12.0006323	18/10/2012	OBL	1.500,00	31-jul-12	AA	AA	29-ene-14	Class International Rating
Casa Comercial Tosi S.A.	07.G.IMV.6351	24/10/2007	OBL	3.000,00	31-ago-07	AA	AA	22-dic-09	PCR S.A.
Casa Moeller Martínez C.A.	Q.IMV.2012.1051	28/02/2012	OBL	1.500,00	11-nov-11	AA	AA	22-nov-13	Class International Rating
Casa Moeller Martínez C.A.	Q.IMV.2013.3615	18/07/2013	OBL	2.500,00	15-may-13	AA	AA	22-nov-13	Class International Rating
CATERPREMIER S.A.	Q.IMV.2011.4443	05/10/2011	OBL	1.500,00	26-ago-11	AA	AA+	29-ago-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
CATERPREMIER S.A.	Q.IMV.2013.6153	17/12/2013	PC	2.000,00	25-oct-13	AAA-	***	***	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Chocolates Finos Nacionales Coffina S.A.	SC.IMV.DJMV.DAYR.G .12.0005803	27/09/2012	OBL	1.400,00	13-jul-12	AA	AA con observaciones	17-ene-14	PCR S.A.
Centuriosa S.A.	SC.IMV.DJMV.DAYR.G .11.0002889	12/05/2011	OBL	20.000,00	14/03/2011	A+	AA-	oct-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Centuriosa S.A.	SC.INMV.DNFCDN.DN AYR.G.14.000737	10/02/2014	OBL	1.700,00	25/10/2013	AA	***	***	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Cepsa S.A.	95.1.5.2.2088	23/06/1995	ACC	***	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Cepsa S.A. I	Q.IMV.09.2335	09/06/2009	OBL	3.000,00	18-may-09	AA	AAA-	29-dic-11	Humphreys S.A.
Cepsa S.A. II	Q.IMV.2011.0210	18/01/2011	OBL	4.000,00	29-nov-10	AA+	AA+	28-feb-14	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Cetivehículos S.A. II	SC.IMV.DJMV.DAYR.G .10.00948	11/02/2010	OBL	2.000,00	24-dic-09	AA+	A+	28-nov-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Cetivehículos S.A. III	SC.IMV.DAYR.DJMV.G .11.0002744	03/05/2011	OBL	2.500,00	14-mar-11	AA-	A+	28-nov-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Cetivehículos S.A. IV	SC.IMV.DJMV.DAYR.G .12.0004258	07/08/2012	OBL	2.000,00	27-abr-12	AA-	A+	28-nov-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Codepret S.A.	Q.IMV.2012.1536	23/03/2012	OBL	1.000,00	09-ene-12	AA-	AA-	04-feb-14	PCR S.A.
Colineal Corporation Cia. Ltda. I	06.G.IMV.8873	08/12/2006	OBL	2.000,00	30-nov-06	AA	AA	01-jun-11	Humphreys S.A.
Colineal Corporation Cia. Ltda. II	09.G.IMV.0341	20/01/2009	OBL	3.000,00	19-nov-08	AA	AA	30-abr-12	Humphreys S.A.
Comercializadora Juan Carlos Espinoza Vintimilla Cia. Ltda.	SC.IMV.DJMV.DAYR.G .12.0005641	20/09/2012	OBL	3.000,00	28-may-12	AA	***	***	Humphreys S.A.
SUPERMERCADO DE COMPUTADORAS COMPUSSINES CIA. LTDA.	Q.IMV.2011.4574	13/10/2011	OBL	1.500,00	15-sep-11	AA-	AA-	12-sep-13	Class International Rating
SUPERMERCADO DE COMPUTADORAS	Q.IMV.2013.04352	30/08/2013	OBL	2.000,00	25-jun-13	AA-	AA-	27-dic-13	Class International Rating
Compañía Importadora Regalado S.A. (Regalado)	SC.IMV.DJMV.DAYR.G .13.0000163	10/01/2013	OBL	2.000,00	12-nov-12	AA-	AA-	28-nov-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Compañía Tiendas Industriales Asociadas TIA S.A. I	08.G.IMV.4056	03/07/2008	OBL	10.000,00	20-jun-08	AAA	AAA	23-ago-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Compañía Tiendas Industriales Asociadas TIA S.A. II	SC.IMV.DJMV.DAYR.G .10.0002292	08/04/2010	OBL	12.000,00	10-mar-10	AAA	AAA	23-ago-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Compañía Tiendas Industriales Asociadas TIA S.A. IV	SC.IMV.DJMV.DAYR.G .12.0005623	19/09/2012	OBL	20.000,00	14/08/2012	AAA-	AAA-	23/08/2013	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Compañía Tiendas Industriales Asociadas TIA S.A. III	SC.IMV.DAYR.DJMV.G .11.0004086	22/07/2011	OBL	15.000,00	01/01/2012	AAA	AAA	23/08/2013	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Compañía Tiendas Industriales Asociadas TIA S.A. V	SC.IMV.DJMV.DAYR.G .13.0006162	23/10/2013	OBL	20.000,00	27/05/2013	AAA-	***	***	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Computadores y Equipos Compuequip Dos S.A.	Q.IMV.10.2352	11/06/2010	OBL	2.500,00	29-abr-10	AA	AA	29-ene-14	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Computadores y Equipos Compuequip Dos S.A. II	Q.IMV.2011.3516	09/08/2011	OBL	2.500,00	15-jul-11	AA	AA	29-ene-14	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Computadores y Equipos Compuequip Dos S.A. III	Q.IMV.2012.5167	04/10/2012	OBL	2.500,00	29-ago-12	AA	AA	29-ene-14	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana

CONCERROAZUL S.A.	08.G.IMV.8028	21/11/2008	OBL	6.000,00	01-oct-08	AA	AA+	16-ago-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
CONCERROAZUL S.A. II	SC.IMV.G.11.0000535	25/01/2011	OBL	3.000,00	14-dic-10	AA+	AA+	16-ago-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
CONCERROAZUL S.A. III	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G.12.0000763	14/02/2012	OBL	5.000,00	12-dic-11	AA+	AA+	16-ago-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Corporación Délico Cia. Ltda.	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G.13.0005955	30/10/2013	OBL	1.000,00	14-ago-13	AA	AA	27-feb-14	Class International Rating
Corporación El Rosado S.A. I	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G.10.0005810	27/08/2010	OBL	25.000,00	14-jul-10	AAA	AAA	16-ago-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Corporación El Rosado S.A. II	SC.IMV.DAYR.DJM.V.G.11.0004859	01/09/2011	OBL	25.000,00	22-jul-11	AAA	AAA	16-ago-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Corporación El Rosado S.A. III	SC.IMV.DAYR.DJM.V.G.13.0003062	23/05/2013	OBL	40.000,00	28-mar-13	AAA	AAA	16-ago-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Créditos Económicos CREDICOSA S.A.	09.G.IMV.0839	11/02/2009	OBL	10.000,00	12-ene-09	AA	AA+	29-oct-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
CRÉDITOS ECONÓMICOS CREDICOSA S.A.	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G.12.0007875	13/12/2012	OBL	20.000,00	09-oct-12	AAA-	AAA-	29-oct-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Danielcom Equipment Supply S.A.	Q.IMV.2012.3166	25/06/2012	OBL	1.500,00	27-abr-12	AA-	AA-	17-oct-13	PCR S.A.
Delcorp S.A. II	08.G.IMV.1005	22/02/2008	OBL	5.000,00	11-feb-08	AA	AA	01-oct-11	Humphreys S.A.
Delcorp S.A. III	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G.10.0005847	30/08/2010	OBL	5.000,00	07-jul-10	A+	A-	01-dic-12	Humphreys S.A.
Delcorp S.A. IV	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G.11.0007434	29/12/2011	OBL	5.000,00	27-oct-11	A	***	***	Humphreys S.A.
Devies Corp S.A.	09.G.IMV.0943	16/02/2009	OBL	3.500,00	15-dic-08	AA	AA	22-oct-12	Humphreys S.A.
Dilpa, Distribuidora de Libros y Papelería Cia. Ltda. I	Q.IMV.2010.4067	27/09/2010	PC	2.000,00	09-ago-10	AAA	AAA	31-may-12	Humphreys S.A.
Dilpa, Distribuidora de Libros y Papelería Cia. Ltda. II	Q.IMV.2012.0855	15/02/2012	PC	2.000,00	28-dic-11	AAA	AAA	31-may-12	Humphreys S.A.
Dilpa, Distribuidora de Libros y Papelería Cia. Ltda. III	Q.IMV.2012.6276	29/11/2012	PC	3.000,00	13-sep-12	AAA	AAA	30-sep-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Dipac Manta S.A. I	09.G.IMV.3572	23/06/2009	OBL	2.000,00	18-may-09	AA	AAA-	01-oct-12	Humphreys S.A.
Dipac Manta S.A. II	SC.IMV.DAYR.DJM.V.G.10.0008895	20/12/2010	OBL	4.000,00	28-sep-10	AA	AAA	25-oct-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Dipac Manta S.A. II	SC.IMV.DAYR.DJM.V.G.13.0006527	08/11/2013	PC	1.000,00	13-ago-13	AAA	***	***	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
DISMARKLUB S.A.	SC.IRQ.DRMV.2014.1038	20/03/2014	OBL	4.000,00	31-ene-14	AAA-	***	***	Class International Rating
Distribuidora Importadora Dipor S.A.	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G.13.0003725	28/06/2013	OBL	8.000,00	07-jun-13	AAA	AAA-	23-dic-13	PCR S.A.
Distribuidora Importadora Dipor S.A.	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G.13.0003723	27/06/2013	PC	2.000,00	07-jun-13	AAA-	AAA-	23-dic-13	PCR S.A.
Diteca S.A.	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G.13.0004766	14/08/2013	OBL	10.000,00	29-abr-13	AA+	AA+	31-oct-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Discarna S.A.	09.G.IMV.0234	14/01/2009	OBL	2.500,00	15-dic-08	AA-	AA	26-dic-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Corporación Azde Cia. Ltda. I	09.G.IMV.0660	04/02/2009	OBL	3.000,00	26-nov-08	AA-	AA+	03-abr-12	Humphreys S.A.
Corporación Azde Cia. Ltda. II	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G.12.0000062	09/01/2012	OBL	5.000,00	15-nov-11	AA+	AA+ con observaciones	28-nov-13	PCR S.A.
Corporación Azde Cia. Ltda. III	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G.12.0007531	30/11/2012	PC	3.000,00	31-jul-12	AA+	AA con observaciones	09-ene-14	Bankwatch Ratings S.A.
ECUAFONTES S.A.	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G.13.0001647	15/03/2013	OBL	2.000,00	12-ene-13	AA-	AA-	30-ene-14	Class International Rating
Ecuatoriana de Granos S.A. ECUAGRAN	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G.10.0005440	12/08/2010	OBL	7.000,00	23-jun-10	AA	AA	23-ago-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Ecuatoriana de Granos S.A. ECUAGRAN	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G.12.0003839	19/07/2012	OBL	2.000,00	31-may-12	AA	AA	23-ago-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Ecuatoriana de Granos S.A. ECUAGRAN	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G.13.0001979	01/04/2013	PC	1.700,00	28-ene-13	AA	AA	23-ago-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Electrónica Siglo XXI Electrosiglo S.A. II	08.G.IMV.1286	11/03/2008	OBL	3.500,00	18-feb-08	AA+	AA	01-ago-11	Humphreys S.A.
Electrónica Siglo XXI Electrosiglo S.A. III	SC.IMV.G.10.0005811	27/08/2010	OBL	5.000,00	23-jun-10	AA+	AA	31-ene-11	Humphreys S.A.
Electrónica Siglo XXI Electrosiglo S.A. IV	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G.12.0004200	06/08/2012	OBL	5.000,00	29-may-12	AA	AA	20-dic-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Empresa Provedora de Motores EMPROMOTOR CIA. LTDA.	Q.IMV.2013.4722	25/09/2013	OBL	2.000,00	02-jul-13	AA-	AA-	04-feb-14	PCR S.A.
Soluciones para Hotelería y Gastronomía EQUINDECA CIA.	SC.IMV.DNFC.DN.YR.G.14.000736	10/02/2014	OBL	2.000,00	29-nov-13	AA	***	***	Class International Rating
Eslive S.A.	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G.11.0002161	05/04/2011	OBL	1.000,00	06-ene-11	AA	AA	27-jun-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Eslive S.A.	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G.14.0000079	09/01/2014	OBL	2.500,00	29-ago-13	AA	***	***	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Exportadora de Alimentos EXPALSA S.A. II	08.G.IMV.2194	18/04/2008	OBL	10.000,00	18-mar-08	AA+	AA	30-ago-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Exportadora de Alimentos EXPALSA S.A. IV	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G.11.0001875	22/03/2011	OBL	10.000,00	15-feb-11	AA	AA	28-feb-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Exportadora de Alimentos EXPALSA S.A. V	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G.11.0006175	28/10/2011	OBL	12.000,00	13-sep-11	AA	AA	30-ago-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Farmaelnce Cia. Ltda.	Q.IMV.09.4583	30/10/2009	OBL	3.000,00	07-sep-09	AA+	AA+	29-may-12	Humphreys S.A.
Farmaelnce Cia. Ltda.	Q.IMV.2013.6093	13/12/2013	OBL	4.000,00	13/09/2013	AAA	***	***	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Farmaelnce Cia. Ltda.	Q.IMV.2013.6092	13/12/2013	PC	4.000,00	13-sep-13	AAA	***	***	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Fecorsa Industrial y Comercial S.A.	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G.13.0004764	14/08/2013	OBL	4.000,00	06-jun-13	AA	AA	30-ene-14	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Fertilizantes y Agroquímicos Europeos Eurofert S.A.	Q.IMV.2011.5818	27/12/2011	OBL	500,00	20/10/2011	AA	AA	31-oct-13	PCR S.A. / Class International Rating
Fertilizantes y Agroquímicos Europeos Eurofert S.A.	Q.IMV.2011.5819	27/12/2011	PC	1.000,00	20/10/2011	AA	AA	31-oct-13	Class International Rating

Ferro Torre S.A.	Q.IMV.2012.2346	11/05/2012	OBL	3,000.00	14/03/2012	AA-	AA-	25-oct-13	PCR S.A.
Formas y Accesorios FORMAC S.A. I	08.G.IMV.6105	12/09/2008	OBL	1,200.00	11-ago-08	A	A	29-ene-10	Humphreys S.A.
Formas y Accesorios FORMAC S.A. II	SC.IMV.DAYR.DJMV.G .11.0002989	19/05/2011	OBL	1,250.00	30-mar-11	A	***	***	Humphreys S.A.
FRUTERIA DEL LITORAL CIA. LTDA	Q.IMV.2013.04515	06/09/2013	OBL	3,000.00	18-jul-13	AA	AA	31-ene-14	Class International Rating
Fundametz S.A.	SC.IMV.DJMV.DAYR.G .12.0005974	03/10/2012	OBL	4,000.00	31-jul-12	AA+	AA+	27-dic-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Galauto Grupo Automotriz Galarza Hermanos S.A.	SC.IMV.DJMV.DAYR.G .11.0003962	15/07/2011	OBL	2,000.00	09-jun-11	AA	AA	01-jul-12	Humphreys S.A.
Gisis S.A. I	08.G.IMV.2098	15/04/2008	OBL	5,000.00	18-mar-08	AA	AA	29-sep-11	Humphreys S.A.
Gisis S.A. II	09.G.IMV.2146	17/04/2009	OBL	5,000.00	20/03/2009	AA+	AA-	JUN-12	Humphreys S.A.
Gisis S.A. III	SC.IMV.DJMV.DAYR.G .10.8030	22/11/2010	OBL	5,000.00	13/10/2010	AA+	AA-	01-jun-12	Humphreys S.A.
Grifine S.A.	SC.IMV.DJMV.DAYR.G .12.000282	19/01/2012	OBL	3,000.00	25/11/2011	AA	AA	29-oct-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Grifine S.A.	SC.IMV.DJMV.DAYR.G .12.0008153	27/12/2012	OBL	3,000.00	30/10/2012	AA	AA	29-oct-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Grupo Imar S.A. GRUPIMARSA	SC.IMV.DJMV.DAYR.G .12.0000682	08/02/2012	OBL	1,300.00	25/11/2011	A+	A+	27-dic-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
IMBAUTO S.A.	Q.IMV.10.0816	03/03/2010	OBL	4,000.00	10-feb-10	AA	AA	27-feb-14	Class International Rating
IMBAUTO S.A.	Q.IMV.2012.5495	22/10/2012	OBL	5,000.00	31-ago-12	AA	AA	27-feb-14	Class International Rating
Imporpoint S.A.	SC.IMV.DJMV.DAYR.G .10.0006627	08/02/2012	OBL	7,000.00	12-ago-10	AAA-	AAA-	29-oct-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Importadora Vega S.A.	Q.IMV.2011.0878	24/02/2011	OBL	2,500.00	29/10/2010	AA	AA	29/08/2013	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
IMPROEL S.A.	SC.INMV.DNAR.14.00 02997	21/02/2014	OBL	5,000.00	29/10/2013	AA	***	***	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Induauto S.A.	SC.IMV.DJMV.DAYR.G .11.0002641	28/04/2011	OBL	6,000.00	11/04/2011	AA+	AA+	29/01/2014	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Induauto S.A. II	SC.IMV.DJMV.DAYR.G .13.003773	01/07/2013	OBL	5,000.00	30/04/2013	AA	AA	27/11/2013	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Indusur Industrial del Sur S.A.	SC.IMV.DJMV.DAYR.G .12.0004464	14/08/2012	OBL	5,000.00	29/05/2012	AA+	AA+	31/10/2013	Humphreys S.A.
Indusur Industrial del Sur S.A.	SC.IMV.DJMV.DAYR.G .14.0000300	20/01/2014	OBL	5,000.00	31/10/2013	AA	***	***	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Intaco Ecuador S.A.	09.G.IMV.1399	10/03/2009	OBL	5,500.00	30-nov-08	AA	AAA	29-ene-14	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Inteleq S.A.	Q.IMV.2013.04355	30/08/2013	OBL	1,100.00	28-jun-13	AA-	AA-	26-dic-13	Class International Rating
Intervisatrade S.A.	SC.IMV.DJMV.DAYR.G .11.0002670	29/04/2011	OBL	5,000.00	08-ene-11	AA	AA	24-jul-12	PCR S.A.
LA CASA DEL ELECTRODOMESTICO ELECTROXITO S.A.	SC.IMV.DJMV.DAYR.G .13.0001794	22/03/2013	OBL	10,000.00	21-dic-12	AA	A.C.W.	20-dic-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
La Ganga R.C.A. S.A.	SC.IMV.DJMV.DAYR.G .10.0008613	10/12/2010	OBL	15,000.00	28-oct-10	AAA-	AAA-	25-oct-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
La Ganga R.C.A. S.A.	SC.IMV.DJMV.DAYR.G .12.0004715	21/08/2012	OBL	15,000.00	14-may-12	AAA-	AAA-	25-oct-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
L'iris S.A. I	08.G.IMV.8298	02/12/2008	OBL	3,500.00	25-ago-08	AA	AA	01-may-11	Humphreys S.A.
L'iris S.A. II	SC.IMV.G.10.0006578	23/09/2010	OBL	4,000.00	30-jul-10	AA	AA	29-ene-14	Class International Rating
L'iris S.A.	SC.IMV.DJMV.DAYR.G .12.0005819	27/09/2012	PC	2,000.00	08-ago-12	AA+	AA+	29-ene-14	Class International Rating
L'iris S.A.	SC.IMV.DJMV.DAYR.G .12.0006164	10/10/2012	OBL	5,000.00	08-ago-12	AA	AA	29-ene-14	Class International Rating
L.Henriques & Cia. S.A.	SC.IMV.DJMV.DAYR.G .12.0006163	10/10/2012	OBL	2,500.00	13-sep-12	AA	AA	20-sep-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
L.Henriques & Cia. S.A.	SC.INMV.DNAR.14.00 01479	12/03/2014	PC	2,000.00	06-feb-14	AA+	***	***	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
MAQUINAS Y SUMINISTROS MAGSUM C. LTDA	SC.IMV.DJMV.DAYR.G .11.0005804	11/10/2011	OBL	4,000.00	30-ago-11	AA-	AA- (credit watch)	27-feb-14	PCR S.A.
Marcimex S.A.	09.G.IMV.2402	30/04/2009	OBL	5,000.00	13-mar-09	AA-	AA-	30-may-12	Bankwatch Ratings S.A.
Maxdrive S.A.	Q.IMV.10.5409	13/12/2010	OBL	2,000.00	30-oct-10	AA-	AA	30-ene-14	PCR S.A.
Maxdrive S.A.	Q.IMV.2012.1136	02/03/2012	OBL	5,000.00	12-ene-12	AA	AA	30-ene-14	PCR S.A.
Compañía Mundo Deportivo MEDEPORT S.A.	Q.IMV.2010.4905	15/11/2010	OBL	2,500.00	24-sep-10	AA+	AA+	26-sep-13	PCR S.A.
Megaprofer S.A.	Q.IMV.2011.3098	14/07/2011	OBL	2,000.00	29-abr-11	AA-	AA-	17-oct-13	PCR S.A.
Megaprofer S.A. II	SC.IRQ.DRMV.2014.9 19	12/03/2014	OBL	5,000.00	30-oct-13	AA	***	****	Class International Rating
Motransa C.A.	Q.IMV.2011.1749	20/04/2011	PC	2,500.00	30-mar-11	AA-	AA- Con observación credit watch	14-mar-13	PCR S.A.
Motransa C.A.	Q.IMV.2013.3650	19/07/2013	PC	3,500.00	13-may-13	AA-	AA-	23-dic-13	PCR S.A.
Noperti Cia. Ltda. Nc. I	Q.IMV.2010.2961	20/07/2010	OBL	1,500.00	14-may-10	A+	A	29-oct-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Noperti Cia. Ltda. Nc. II	Q.IMV.2011.3617	17/08/2011	OBL	1,300.00	30-jun-11	A	A	29-oct-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Óptica los Andes Cia. Ltda.	Q.IMV.09.3937	22/09/2009	OBL	2,000.00	18-may-09	AA	AA+	20-dic-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Óptica los Andes Cia. Ltda.	Q.IMV.2012.6097	21/11/2012	OBL	2,000.00	13-jun-12	AA+	AA+	20-dic-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
PF GROUP S.A.	Q.IMV.2013.2025	19/04/2013	OBL	5,000.00	29-nov-12	AA-	AA-	26-nov-13	Class International Rating
Pica Plásticos Industriales C.A.	SC.IMV.DJMV.DAYR.G .13.0005718	27/09/2013	OBL	5,000.00	04-jul-13	A	AA+	30-ene-14	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Proauto C.A.	Q.IMV.10.2773	09/07/2010	OBL	4,000.00	26-may-10	AA-	AA+	28-feb-14	BankWatch Ratings S.A.
Productos Metalúrgicos S.A. PROMESA	SC.IMV.DJMV.DAYR.G .13.0004765	14/08/2013	PC	10,000.00	10-may-13	AA	AA	29-nov-13	Bankwatch Ratings S.A.
Productora Mar Vivo S.A. PROMARVU	SC.IMV.DJMV.DAYR.G .13.0005420	12/09/2013	OBL	5,000.00	04-jul-13	AA-	AA	31-ene-14	Class International Rating
Provefrut S.A.	Q.IMV.10.2560	24/06/2010	OBL	3,500.00	12-may-10	AA+	AAA	25-sep-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Pycca S.A.	SC.IMV.DJMV.DAYR.G .13.0005719	27/09/2013	OBL	5,000.00	04-jul-13	AA+	AA+	30-ene-14	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Química Ariston Cia. Ltda.	Q.IMV.2012.1946	17/04/2012	OBL	1,500.00	14-dic-11	AA-	AA-	26-dic-13	PCR S.A.
Quimpac	SC.IMV.DJMV.DAYR.G .11.0001727	15/03/2011	OBL	3,000.00	06-ene-11	AA	AA-	23-ago-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Ryc S.A.	SC.IMV.G.10.0006518	23/09/2010	OBL	1,000.00	09-ago-10	A+	A	01-ago-12	Humphreys S.A.
Ryc S.A. II	SC.IMV.DJMV.DAYR.G .13.0000519	28/01/2013	OBL	1,000.00	04-ene-13	A+	***	***	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Segundo Eloy Corrales e Hijos SECOHI CIA. LTDA I	Q.IMV.08.2355	01/07/2008	OBL	3,000.00	06-may-08	AA	A+	18-oct-12	PCR S.A.
Segundo Eloy Corrales e Hijos SECOHI CIA. LTDA I	Q.IMV.09.4683	11/11/2009	PC	2,000.00	29-jul-09	A	A+	18-oct-12	PCR S.A.
Segundo Eloy Corrales e Hijos SECOHI CIA. LTDA II	Q.IMV.11.4692	20/10/2011	OBL	5,000.00	15-sep-11	A+	A+	12-sep-13	Class International Rating
SIMED S.A.	Q.IMV.2012.4511	29/08/2012	OBL	3,000.00	08-ago-12	AA	AA	27-feb-14	PCR S.A.
SIMED S.A.	Q.IMV.2013.05022	09/10/2013	OBL	4,000.00	15-ago-13	AA	AA	27-feb-14	PCR S.A.
Sumesa S.A. I	08.G.IMV.8998	31/12/2008	OBL	5,000.00	15-dic-08	AA	AA	28-feb-11	Humphreys S.A.
Sumesa S.A. II	SC.IMV.DAYR.DJMV.G .11.0005209	16/09/2011	OBL	5,000.00	11-ago-11	AA	AA	29-ene-14	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Surfer S.A.	SC.IMV.DJMV.DAYR.G .11.0005229	19/09/2011	PC	800.00	11-ago-11	AA	AA	16-ago-13	Humphreys S.A.
Surfer S.A.	SC.IMV.DJMV.DAYR.G .12.0007241	20/11/2012	OBL	1,300.00	05-oct-12	AA	AA	16-ago-13	Humphreys S.A.
Terminal Aeroportuaria de Guayaquil S.A. TAGSA	08.G.IMV.1933	08/04/2008	OBL	28,000.00	30-nov-07	AAA	AAA	28-nov-13	SCR Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana
Teojama Comercial S.A.	Q.IMV.08.4352	17/10/2008	OBL	24,000.00	14-ago-08	AA	AA	23-nov-12	Class International Rating
Teojama Comercial S.A.	Q.IMV.2010.1954	20/05/2010	OBL	12,000.00	13/05/2010	AA	AA	23-nov-12	Class International Rating
Teojama Comercial S.A.	Q.IMV.2011.5577	14/12/2011	OBL	8,000.00	23/11/2011	AA	AA+	29-nov-13	Class International Rating
Teojama Comercial S.A.	Q.IMV.2012.4498	Agosto del 2012	OBL	18,000.00	31/07/2012	AA	AA+	29-nov-13	Class International Rating
Vepamil S.A.	SC.IMV.DAYR.DJMV.G .10.0006845	05/10/2010	OBL	6,000.00	23/06/2010	A+	***	***	Humphreys S.A.

SECTOR AGRÍCOLA-GANADERO-PESQUERO-MADERERO									
Agrícola Industrial Tropical S.A.	06.G.IMV.0014	03/01/2006	OBL convertibles en ACC	1.200,00	12-oct-05	B	***	***	Humphreys S.A.
Agripac S.A. II	07.G.IMV.1530	07/03/2007	OBL	5.000,00	23-oct-06	A	AA	30-jul-12	Humphreys S.A.
Agripac S.A.	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .13.0004328	23/07/2013	PC	6.000,00	29-abr-13	AAA	AAA	30-oct-13	Class International Rating S.A.
Agritop S.A.	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .10.0006063	07/09/2010	OBL	1.200,00	30-jun-10	AA-	AA- CW	25-oct-13	SCR Latinoamericana
Agritop S.A. II	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .11.0005167	15/09/2011	OBL	2.500,00	20-jul-11	AA	AA- CW	25-oct-13	SCR Latinoamericana
Alimetsa Dietas y Alimentos S.A.	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .11.0006965	08/12/2011	OBL	4.000,00	23-oct-11	AA	AA+	27-dic-13	SCR Latinoamericana
Alimetsa Dietas y Alimentos S.A.	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .12.0007514	30/11/2012	OBL	3.000,00	28-sep-12	AA+	AA+	27-dic-13	SCR Latinoamericana
Asiservy S.A.	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .13.0005913	08/10/2013	OBL	10.000,00	07-ago-13	AA	AA	28-feb-14	Class International Rating S.A.
Crimasa Criaderos de Mariscos S.A	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .12.0000161	13/01/2012	OBL	2.000,00	31/10/2011	A	A	31-oct-13	SCR Latinoamericana
EUROFISH S.A.	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .13.0000828	07/02/2013	OBL	10.000,00	30-nov-12	AA+	AA+	27-dic-13	SCR Latinoamericana
EUROFISH S.A.	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .13.0000848	08/02/2013	PC	5.000,00	30-nov-12	AAA	AAA	27-dic-13	SCR Latinoamericana
Nederagro S.A.	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .12.0005324	13/09/2012	OBL	1.500,00	13/07/2012	AA-	AA-	30/01/2014	Class International Rating S.A.
Nederagro S.A. II	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .13.0005197	03/09/2013	OBL	1.000,00	17/07/2013	AA-	AA-	30/01/2014	Class International Rating S.A.
Productos del Agro Sylvia María S.A.	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .12.0007589	04/12/2012	OBL	700,00	27/09/2012	AA-	AA-	30/09/2013	Class International Rating S.A.
Reybanpac, Rey Banano del Pacifico C.A.	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .13.0005919	08/10/2013	PC	10.000,00	19/06/2013	AAA-	***	***	PCR S.A.
Reybanpac, Rey Banano del Pacifico C.A.	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .13.0005917	08/10/2013	OBL	35.000,00	19/06/2013	AAA-	AAA- CW	26/12/2013	PCR S.A.
Salica del Ecuador S.A.	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .12.0008151	26/12/2012	PC	10.000,00	13/11/2012	AAA-	AAA-	19/11/2013	Class International Rating S.A.
Storeocean S.A.	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .13.0003433	12/06/2013	OBL	3.100,00	16/01/2013	AA-	AA-	29/01/2014	Class International Rating S.A.

SECTOR INMOBILIARIO									
Gimentaciones Generales y Obras Portuarias CIPORT S.A.	SC.IMV.DAYR.G.11.00 05674	04/10/2011	OBL	4.000,00	05-ago-11	AA	A+	31/10/2013	SCR Latinoamericana
Constructora E Inmobiliaria Valero Construalero S.A.,	SC-IMV-DAYR-G-11- 0005734	06/10/2011	OBL	2.250,00	13-sep-11	AA	AA	30-ene-14	SCR Latinoamericana
Constructora E Inmobiliaria Valero Construalero S.A., II	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .12.0006132	09/10/2012	OBL	1.900,00	09-ago-12	AA	AA	30-ene-14	SCR Latinoamericana
Constructora Hidrobo Estrada S.A.	Q.IMV.2012.2977	14/06/2012	OBL	4.000,00	15-mar-12	AA-	A	23-oct-13	Class International Rating S.A.
Corporación Celeste S.A. CORPACEL	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .12.0006880	12/11/2012	OBL	5.000,00	09-ago-12	AA	AA	15-nov-13	SCR Latinoamericana
Corporación Samborondón S.A. CORSAM	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .12.0008168	27/12/2012	OBL	5.000,00	30-ago-12	AA	AA	15-nov-13	SCR Latinoamericana
Dismedsa S.A.	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .10.0004745	20/07/2010	OBL	5.000,00	10-mar-10	AA	AA	08-nov-13	SCR Latinoamericana
Etinar S.A.	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .10.0004746	20/07/2010	OBL	5.000,00	13-ene-10	AA	AA	15-nov-13	SCR Latinoamericana
Etinar S.A.	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .13.0003266	04/06/2013	OBL	5.000,00	28-feb-13	AA	AA	15-nov-13	SCR Latinoamericana
Ecuatoriana de Servicios, Inmobiliaria y Construcción	Q.IMV.2012.5291	10/10/2012	OBL	2.500,00	09-ago-12	AA	AA	27-feb-13	SCR Latinoamericana
Inmobiliaria del Sol S.A. MOBILSOL	SC.IMV.DAYR.DJM.V.G .11.0003669	30/06/2011	OBL	5.000,00	06-may-11	AA+	AA+	26-dic-13	SCR Latinoamericana
Inmobiliaria del Sol S.A. MOBILSOL II	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .13.0002490	25/04/2013	OBL	4.000,00	28-feb-13	AA+	AA+	26-dic-13	SCR Latinoamericana
Inmobiliaria Terrabienes S.A. I	08.G.IMV.8684	17/12/2008	OBL	1.800,00	28-nov-08	A+	A+	30-ago-13	SCR Latinoamericana
Inmobiliaria Terrabienes S.A. II	SC.IMV.DAYR.DJM.V.G .10.0007780	10/11/2010	OBL	2.400,00	30-sep-10	AA	AA	28-feb-14	SCR Latinoamericana
Inmobiliaria Terrabienes S.A. III	SC.IMV.DAYR.DJM.V.G .11.0003312	13/06/2011	OBL	2.800,00	15-abr-11	AA	AA	28-feb-14	SCR Latinoamericana
Inmobiliaria Terrabienes S.A. IV	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .12.0003628	10/07/2012	OBL	3.000,00	13-abr-12	AA	AA	28-feb-14	SCR Latinoamericana
Inmobiliaria Terrabienes S.A. V	SC.INMV.DNAR.14.00 0848	14/02/2014	OBL	4.000,00	30-ago-13	AA	***	***	SCR Latinoamericana
INTERVISATRADE	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .11.0002670	29/04/2011	OBL	20.000,00	08-ene-11	AA	AA	04-feb-14	PCR S.A.
MEISTERBLUE S.A.	SC.IMV.DJM.V.DAYR.G .12.0006879	12/11/2012	OBL	5.000,00	09-ago-12	AA	AA	15-nov-13	SCR Latinoamericana

SERVICIOS									
Aerolíneas Galápagos S.A. AEROGAL	06.G.IMV.7806	27/10/2006	OBL	5,000,00	26-sep-06	AA	AA-	01-ago-10	Humphreys S.A.
Aerolíneas Galápagos S.A. AEROGAL	07.G.IMV.6589	02/10/2007	OBL	10,000,00	20-sep-07	AA+	AA-	01-ago-10	Humphreys S.A.
Aerolíneas Galápagos S.A. AEROGAL	09.G.IMV.0836	11/02/2009	OBL	6,000,00	15-dic-08	AA+	AA-	01-ago-10	Humphreys S.A.
Aeropuertos Ecológicos de Galápagos S.A. ECOGAL	SC.IMV.DAYR.DJMVG .11.0007053	13/12/2011	OBL	14,000,00	27-oct-11	AA	AA	23-jul-13	SCR Latinoamericana
Artes Gráfica Senefelder C.A.	SC.INMV.DNAR.14.00 01097	24/02/2014	OBL	5,000,00	20-dic-13	AA	***	***	SCR Latinoamericana
Basesurcorp S.A. I	08.G.IMV.8046	21/11/2008	OBL	3,000,00	26-sep-08	AA-	AA-	01-sep-12	Humphreys S.A.
Basesurcorp S.A. II	SC.IMV.DJMVG.DAYR.G .11.0001325	25/02/2011	OBL	2,500,00	13-ene-11	AA-	AA-	01-feb-13	Humphreys S.A.
Basesurcorp S.A. III	SC.IMV.DJMVG.DAYR.G .13.0002505	25/04/2013	OBL	3,500,00	14-feb-13	AA-	AA-	25-sep-13	SCR Latinoamericana
Camposantos del Ecuador S.A. Camposantos	SC.IMV.DJMVG.DAYR.G .09.0007474	27/11/2009	OBL	6,000,00	12-ago-09	AA	AA	30-ago-13	SCR Latinoamericana
Camposantos del Ecuador S.A. Camposantos	SC.IMV.DJMVG.DAYR.G .13.0007523	19/12/2013	OBL	2,500,00	30-ago-13	AA	***	***	SCR Latinoamericana
Carro Seguro CARSEG S.A. II	SC.IMV.DJMVG.AYR.G .10.0002293	08/04/2010	OBL	3,000,00	10-mar-10	AA+	AA+	29-oct-13	SCR Latinoamericana
Carro Seguro CARSEG S.A. III	SC.IMV.DJMVG.DAYR.G .12.0004448	14/08/2012	OBL	4,000,00	27-abr-12	AA	AA+	29-oct-13	SCR Latinoamericana
Centro Educativo Integral CENEICA I	08.G.IMV.8547	11/12/2008	OBL	2,000,00	11-dic-08	AA-	AA-	01-sep-12	Humphreys S.A.
Centro Educativo Integral CENEICA II	SC.IMV.DJMVG.DAYR.G .10.0005378	10/08/2010	OBL	5,000,00	11-jun-10	AA+	AA+	31-ene-14	SCR Latinoamericana
Centro Educativo Integral CENEICA III	SC.IMV.DJMVG.DJMVG .11.0003912	13/07/2011	OBL	2,200,00	11-abr-11	AA-	AA-	31-ene-14	SCR Latinoamericana
Centro Educativo Integral CENEICA IV	SC.IMV.DJMVG.DAYR.G .12.0004572	16/08/2012	OBL	2,000,00	30-abr-12	AA-	AA-	31-ene-14	SCR Latinoamericana
Compañía de Servicios Cybercell S.A. III	Q.IMV.2011.4571	12/10/2011	OBL	800,00	13/09/2011	AA-	AA	31/10/2013	SCR Latinoamericana
Consultora Ambiental Ecosambito Cia. Ltda.	SC.IMV.DJMVG.DAYR.G .11.0001324	25/02/2011	OBL	1,000,00	13-ene-11	A+	A+	31-ago-12	Humphreys S.A.
DEXICORP S.A.	Q.IMV.2013.1641	02/04/2013	PC	7,500,00	24-ene-13	AA+	AA+	29-ene-14	Class International Rating
Ecuavave C.A.	SC.IMV.DAYR.DJMVG .10.0009186	29/12/2010	OBL	8,000,00	25-nov-10	AA	AA	22-nov-13	Class International Rating
Ética Empresa Turística Internacional C.A.	SC-OMV-DJMVG-DAYR- G-10.0001432	04/03/2010	OBL	9,000,00	30-nov-09	AA+	AA-	24-dic-13	PCR S.A.
Esculapio S.A.	SC.IMV.DJMVG.DAYR.G .13.0001113	22/02/2013	OBL	5,000,00	31-oct-12	AA+	AA+	20-dic-13	SCR Latinoamericana
Factor L.O.G.R.O.S. de Ecuador S.A.	SC.IMV.DAYR.DJMVG .10.0009067	24/12/2010	PC	1,100,00	30-nov-10	AA+	AA+	29-oct-12	PCR S.A.
Factor L.O.G.R.O.S. de Ecuador S.A.	SC.IMV.DJMVG.DAYR.G .12.0006584	30/10/2012	OBL	1,800,00	15-ago-12	AA+	AA+	29-ene-14	Class International Rating
Hotel Colón Internacional S.A.	Q.IMV.084578	31/10/2008	OBL	5,000,00	24-sep-08	AA	AAA	14-dic-12	Bankwatch Ratings S.A.
Hotel Boulevard (EL BOULEVARD) S.A.	SC.IMV.DJMVG.DAYR.G .13.0002996	21/05/2013	OBL	7,000,00	28-feb-13	AA	AA	20-dic-13	SCR Latinoamericana
H.O.V. Hotelera Quito S.A. IV	Q.IMV.05.5361	27/12/2005	OBL	5,000,00	08-dic-05	AAA	AAA	31-ene-11	Ecuability S.A.
H.O.V. Hotelera Quito S.A. V	Q.IMV.Q7.3706	10/09/2007	OBL	5,000,00	03-ago-07	AAA	AA	30-dic-11	Ecuability S.A.
H.O.V. Hotelera Quito S.A. VI	Q.IMV.08.2669	17/07/2008	OBL	6,000,00	30-may-08	AAA	AA	30-sep-12	Ecuability S.A.
Instalaciones Electromecánicas S.A. INESA	SC.IMV.DJMVG.DAYR.G .11.0002794	06/05/2011	OBL	2,000,00	25-feb-11	AA	AA	30-ago-13	SCR Latinoamericana
Labiza S.A.	SC.IMV.DJMVG.DAYR.G .12.0003264	21/06/2012	OBL	1,000,00	14-may-12	AA-	AA-	22-nov-13	Class International Rating
Mamut Andino C.A.	SC.IMV.DJMVG.DAYR.G .12.0005084	03/09/2012	OBL	7,000,00	06-jul-12	AA+	AA+	23-ago-13	SCR Latinoamericana
Mareauto S.A.	Q.IMV.2013.03064	20/07/2013	OBL	12,000,00	08-mar-13	AAA-	AAA-	26-sep-13	PCR S.A.
MARURISA S.A.	09.G.IMV.1254	05/03/2009	OBL	2,100,00	30-dic-08	AA-	A+	23-jul-13	SCR Latinoamericana
Medicina Para el Ecuador Medicador Humana S.A.	Q.IMV.2012.6527	14/12/2012	OBL	7,000,00	12-nov-12	AA	C- (Credit watch)	28-feb-14	Class International Rating
Memorial Funer Asesora de Servicios Funerarios S.A. I	Q.IMV.10.2232	03/06/2010	PC	1,500,00	07-sep-09	AA	AA-	20-ene-12	Humphreys S.A.
Memorial Funer Asesora de Servicios Funerarios S.A. I	Q.IMV.2012.0407	26/01/2012	OBL	3,000,00	20-ene-12	AA-	AA-	20-dic-13	SCR Latinoamericana
Otecel S.A. I	Q.IMV.2010.4582	21/10/2010	PC	20,000,00	17-sep-10	AAA	AAA	21-sep-12	PCR S.A.
Otecel S.A. II	Q.IMV.2012.3037	19/06/2012	PC	30,000,00	07-may-12	AAA	AAA	27-nov-13	PCR S.A.
Red Mangroveinn S.A.	SC.IMV.DJMVG.DAYR.G .11.0006563	18/11/2011	OBL	1,200,00	07-oct-11	A	A	27-dic-13	SCR Latinoamericana
Red Mangroveinn S.A.	SC.IMV.DJMVG.DAYR.G .13.0006159	23/10/2013	PC	1,000,00	12-jul-13	AA	AA	27-dic-13	SCR Latinoamericana
Soraa S.A.	SC.IMV.DJMVG.DAYR.G .12.0000428	25/01/2012	OBL	8,000,00	30-nov-11	AA-	AA-	04-feb-14	PCR S.A.
Telconet S.A. IV	SC-IMV-DJMVG-DAYR- G-11-0006734	28/11/2011	OBL	10,000,00	27-oct-11	AA	AAA-	23-jul-13	SCR Latinoamericana
TELCONET S.A. II	08.G-IMV.5325	15/08/2008	OBL	5,000,00	18-jul-08	AA+	AA+	31-jul-12	Humphreys S.A.
TELCONET S.A. III	SC.IMV.DJMVG.DAYR.G .11.0000300	13/01/2011	OBL	10,000,00	14-ago-10	AA+	AAA-	31-ene-14	SCR Latinoamericana
TELCONET S.A. V	SC.IMV.DJMVG.DAYR.G .8.0001648	18/03/2013	OBL	10,000,00	21-dic-12	AAA-	AAA-	31-ene-14	SCR Latinoamericana
TELCONET S.A. VI	SC.IMV.DJMVG.DAYR.G .14.0000485	28/01/2014	OBL	10,000,00	31-oct-13	AAA-	AAA-	31-ene-14	SCR Latinoamericana
Turismo Amonra S.A.	SC.IMV.DJMVG.DAYR.G .12.0003265	21/06/2012	OBL	2,000,00	14-may-12	AA-	AA-	26-dic-13	SCR Latinoamericana

Fuentes: Bolsa de Valores de Quito y Registro del Mercado de Valores de la Superintendencia de Compañías del Ecuador.

## Anexo # 4

Detalle de valores de renta fija anotados por empresas Ecuatorianas en el Registro Especial para Valores no Inscritos (REVNI), mantenidos por las Bolsas de Valores de Guayaquil y Quito.

Anotaciones vigentes - REVNI

EMISIONES RENTA FIJA

EMISOR	TÍTULO	FECHA DE ANOTACIÓN	FECHA INICIO DE LA NEGOCIACIÓN	FECHA DE VENCIMIENTO	MONTO
AMERICANASSIST ECUADOR S.A./BVQ	PAGARE	8-Abr-2013	15-Abr-2013	18-Abr-2016	200,000.00
SERVICIOS INTEGRADOS PETROLEROS SINPET S.A./BVQ	PAGARE	22-Abr-2013	2-May-2013	7-May-2016	300,000.00
GUERRERO Y CORNEJO ARQUITECTOS CIA. LTDA /BVQ	PAGARE	2-May-2013	8-May-2013	13-May-2016	650,000.00
CRISOL COMERCIAL S.A. /BVG	PAGARE	25-Abr-2013	16-May-2013	20-May-2016	700,000.00
SURPAPEL CORP S.A./BVG	PAGARE	13-May-2013	21-May-2013	23-May-2016	3,000,000.00
CLYAN SERVICES WORLD S.A./BVQ	PAGARE	10-May-2013	21-May-2013	23-May-2016	700,000.00
EXPORTCREDIT S.A. /BVG	PAGARE	1-Jul-2013	10-Jul-2013	11-Jul-2016	800,000.00
SALCEDO INTERNACIONAL S.A. INTERSAL /BVG	PAGARE	22-Ago-2013	29-Ago-2013	2-Sep-2016	1,750,000.00
INDECAUCHO CIA. LTDA. /BVQ	PAGARE	27-Ago-2013	5-Sep-2013	10-Sep-2016	2,000,000.00
AMC ECUADOR CIA. LTDA./BVQ	PAGARE	10-Oct-2013	23-Oct-2013	2-Dic-2016	2,000,000.00
SIERRASHOES S.A./BVQ	PAGARE	18-Nov-2013	25-Nov-2013	2-Dic-2016	500,000.00
ARTICULOS Y SEGURIDAD ARSEG C. LTDA. /BVG	PAGARE	25-Nov-2013	4-Dic-2013	9-Dic-2016	250,000.00
CORPORACION LANEC S.A./BVG	PAGARE	16-Dic-2013	23-Dic-2013	26-Dic-2016	1,000,000.00
FONTANIVE S.A./BVG	PAGARE	19-Dic-2013	24-Dic-2013	26-Dic-2016	1,000,000.00
ALPHACELL S.A. /BVG	PAGARE	19-Dic-2013	24-Dic-2013	30-Dic-2016	3,000,000.00
GRAMILESA S.A./BVG	PAGARE	19-Dic-2013	24-Dic-2013	26-Dic-2016	1,000,000.00
GALARMOBIL S.A./BVQ	PAGARE	23-Dic-2013	6-Ene-2014	15-Ene-2017	1,000,000.00
INDUSTRIAS DE ACERO DE LOS ANDES S.A./BVG	PAGARE	2-Ene-2014	13-Ene-2014	14-Ene-2017	2,000,000.00
KAZAN S.A./BVG	PAGARE	3-Ene-2014	13-Ene-2014	16-Ene-2017	750,000.00
CAMARONERA GARPIN CIA. LTDA./BVG	PAGARE	30-Ene-2014	6-Feb-2014	13-Feb-2017	450,000.00
TECNIMAS S.A./BVG	PAGARE	20-Feb-2014	27-Feb-2014	10-Mar-2017	480,000.00
PUBLIPESCA S.A./BVG	PAGARE	13-Mar-2014	24-Mar-2014	27-Mar-2017	540,000.00
HELADERÍAS TUTTO FREDO S.A./BVQ	PAGARE	13-Mar-2014	24-Mar-2014	25-Mar-2017	1,000,000.00
NOVACREDIT S.A./BVQ	PAGARE	13-Mar-2014	25-Mar-2014	No hay	2,000,000.00
ACEPTACIONES S.A. ACCEPTANCE/BVG	PAGARE	28-Mar-2014	8-Abr-2014	28-Abr-2017	400,000.00
INDUSTRIA CARTONERA ASOCIADA S.A. INCASA/BVG	PAGARE	2-May-2014	13-May-2014	No hay	3,000,000.00
ECUAMINOT S.A./BVG	PAGARE	16-May-2014	21-May-2014	No hay	450,000.00
UNION FERRETERA S.A. UNIFER /BVG	PAGARE	20-May-2014	26-May-2014	No hay	1,000,000.00

Fuente: Página Web de la Bolsa de Valores de Guayaquil

