



**UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL
FACULTAD DE ESPECIALIDADES EMPRESARIALES
CARRERA DE COMERCIO Y FINANZAS INTERNACIONALES**

TEMA:

Valoración financiera de una microempresa ecuatoriana y elaboración de una guía para su inserción en el Mercado Bursátil Nacional

AUTORES:

**Balladares Pazmiño, Christian Aarón
Villegas Espinales, Marcela Nicole**

**Trabajo de titulación previo a la obtención del título de
Ingeniero en Comercio y Finanzas Internacionales Bilingüe**

TUTOR:

Ing. Garzón Jiménez, Luis Renato, Mgs.

**Guayaquil, Ecuador
09 de septiembre del 2019**



**UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL
FACULTAD DE ESPECIALIDADES EMPRESARIALES
CARRERA DE COMERCIO Y FINANZAS INTERNACIONALES**

CERTIFICACIÓN

Certificamos que el presente trabajo de titulación fue realizado en su totalidad por **Balladares Pazmiño, Christian Aarón** y **Villegas Espinales, Marcela Nicole**, como requerimiento para la obtención del título de Ingeniero en Comercio y Finanzas Internacionales Bilingüe.

TUTOR:

Ing. Garzón Jiménez, Luis Renato, Mgs.

DIRECTORA DE LA CARRERA

Ing. Knezevich Pilay, Teresa Susana, PhD.

Guayaquil, 09 de septiembre del 2019



**UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL
FACULTAD DE ESPECIALIDADES EMPRESARIALES
CARRERA DE COMERCIO Y FINANZAS INTERNACIONALES**

DECLARACIÓN DE RESPONSABILIDAD

**NOSOTRAS: Balladares Pazmiño, Christian Aarón y Villegas Espinales,
Marcela Nicole**

DECLARAMOS QUE:

El Trabajo de Titulación: **Valoración financiera de una microempresa ecuatoriana y elaboración de una guía para su inserción en el Mercado Bursátil Nacional**, previo a la obtención del título de **Ingeniero en Comercio y Finanzas Internacionales Bilingüe**, ha sido desarrollado respetando derechos intelectuales de terceros conforme las citas que constan en el documento, cuyas fuentes se incorporan en las referencias o bibliografías. Consecuentemente este trabajo es de mi total autoría.

En virtud de esta declaración, me responsabilizo del contenido, veracidad y alcance del Trabajo de Titulación referido.

Guayaquil, 9 de septiembre del 2019

LAS AUTORAS:

Balladares Pazmiño, Christian Aarón

Villegas Espinales, Marcela Nicole



**UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL
FACULTAD DE ESPECIALIDADES EMPRESARIALES
CARRERA DE COMERCIO Y FINANZAS INTERNACIONALES**

AUTORIZACIÓN

**NOSOTRAS: Balladares Pazmiño, Christian Aarón y Villegas Espinales,
Marcela Nicole**

Autorizamos a la Universidad Católica de Santiago de Guayaquil a la **publicación** en la biblioteca de la institución del Trabajo de Titulación: **Valoración financiera de una microempresa ecuatoriana y elaboración de una guía para su inserción en el Mercado Bursátil Nacional**, cuyo contenido, ideas y criterios son de mi exclusiva responsabilidad y total autoría.

Guayaquil, 9 de septiembre del 2019

LA AUTORAS

Balladares Pazmiño, Christian Aarón

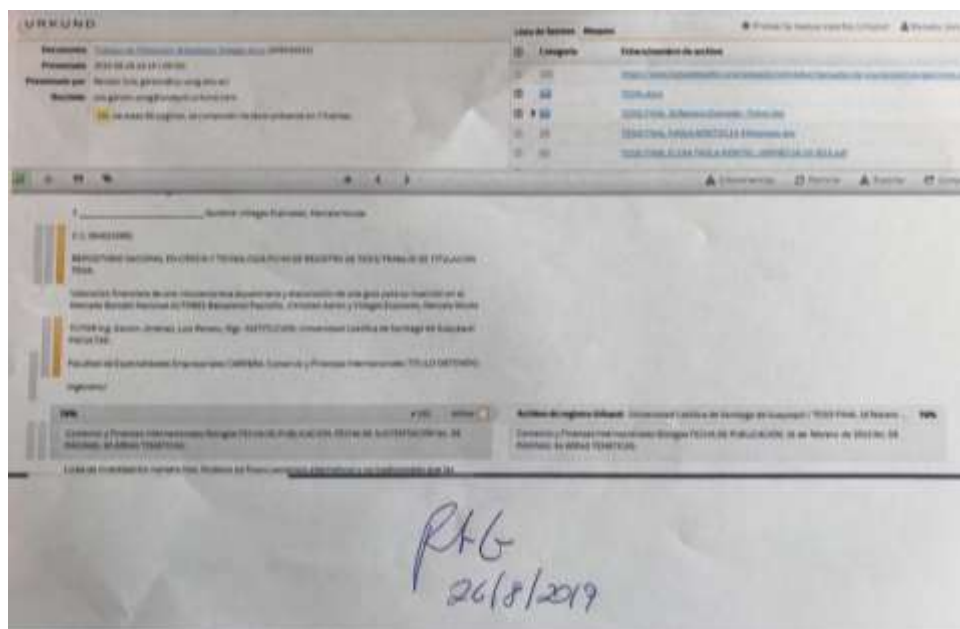
Villegas Espinales, Marcela Nicole



**UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL
FACULTAD DE ESPECIALIDADES EMPRESARIALES
CARRERA DE COMERCIO Y FINANZAS INTERNACIONALES**

Certificación de Antiplagio

Certifico que después de revisar el documento final del trabajo de titulación denominado **Valoración financiera de una microempresa ecuatoriana y elaboración de una guía para su inserción en el Mercado Bursátil Nacional**, presentado por los estudiantes **Balladares Pazmiño, Christian Aarón** y **Villegas Espinales, Marcela Nicole**, fue enviado al Sistema Antiplagio URKUND, presentando un porcentaje de similitud correspondiente al 1 %, por lo que se aprueba el trabajo para que continúe con el proceso de titulación.



Ing. Garzón Jiménez, Luis Renato, Mgs.

TUTOR



**UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL
FACULTAD DE ESPECIALIDADES EMPRESARIALES
CARRERA DE COMERCIO Y FINANZAS INTERNACIONALES**

TRIBUNAL DE SUSTENTACIÓN

Ing. Garzón Jiménez, Luis Renato, Mgs.
TUTOR

Ing. Knezevich Pilay, Teresa Susana, PhD.
DIRECTORA DE CARRERA O DELEGADO

Ec. Guim Bustos, Paola Elizabeth, Mgs.
COORDINADOR DEL ÁREA

Ec. Coello Cazar, David, MAE
OPONENTE



**UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL
FACULTAD DE ESPECIALIDADES EMPRESARIALES
CARRERA DE COMERCIO Y FINANZAS INTERNACIONALES**

Calificación

APELLIDOS Y NOMBRES	NOTA FINAL DEL TUTOR
Balladares Pazmiño, Christian Aarón	
Villegas Espinales, Marcela Nicole	

Ing. Garzón Jiménez, Luis Renato, Mgs.

TUTOR

AGRADECIMIENTO

Inicialmente quiero agradecer a quien ha forjado mi camino y me ha guiado por el sendero correcto durante toda mi vida, el que en todo momento está conmigo apoyándome y dándome grandes lecciones de vida. Te agradezco Padre Celestial.

Gracias también a toda mi familia, especialmente a mi mamá y a mi papá por amarme, entenderme y formarme como la persona que soy ahora. Todos mis logros se los debo a ustedes y espero que siempre estén orgullosos de su hija que tanto los quiere.

A mis abuelas, tíos y primos, gracias por siempre velar por mi bienestar y darme ese pequeño empujón que necesitaba para empezar a demostrar de lo que soy capaz fuera de donde crecí.

A mis amigos, con los que compartí tantas anécdotas e historias, gracias por hacerme reír con sus ocurrencias y por enseñarme que la vida está para disfrutarla rodeada de personas como ustedes.

Finalmente, a mi enamorado, por ser mi refugio y por enseñarme que, aunque todo parezca estar en tu contra, siempre va a existir alguna solución.

Gracias infinitas, los llevo a todos en mi corazón.

Marcela Villegas E.

AGRADECIMIENTO

En primer lugar, le agradezco a mi madre por enseñarme a ser una persona de bien, por todas las lecciones de esfuerzo y dedicación y por nunca tirar la toalla hasta verme alcanzar mis objetivos. Cada logro de mi vida es tan tuyo como mío, mi Yazmi.

A mis hermanos, por aconsejarme y apoyarme en las buenas y malas. Mauri y Poli, los amo mucho.

A mi abuelito, por cumplir el rol de padre y enseñarme el valor del trabajo duro. Gracias por cada mensaje de sabiduría que comparte conmigo, sé que cada uno de ellos ayudará a forjar mi carácter en tiempos difíciles. Estaré agradecido con usted por toda mi vida.

A la Sra. María, por poner su confianza en mí y brindarme su gran apoyo.

A mis amigos, los que estuvieron desde el comienzo hasta el final de mi carrera universitaria. Medardito, Rolin y Gro. Mis amigos del alma.

A mi abuelita, mis tíos y el resto de mi familia, estoy muy agradecido por sus consejos y el apoyo constante que me brindan.

Y a ti mi amor, que nunca dejaste de darme tu apoyo incondicional. Espero poder seguir creciendo junto a ti y que esto sea el comienzo de una etapa nueva en nuestras vidas, te amo mucho, Camila.

Gracias, totales.

Aarón Balladares P.

DEDICATORIA

Este trabajo se lo dedico a los amores de mi vida, mis hermanos David y Sebastián, quienes siempre me tendrán ahí para ellos.

Mi corazón es suyo.

Marcela Villegas E.

DEDICATORIA

Abuelita Horten, lo prometido es deuda, le dedico el logro más importante de mi vida hasta la fecha.

Marcos, mi padre querido. Cada día que pasa te extraño con más fuerzas. Este logro te lo dedico porque de ti heredé lo mejor de mí.

In the name of love, what more in the name of love?

Aarón Balladares P.

Tabla de Contenidos

Resumen.....	XX
Abstract.....	XXI
Introducción.....	2
Capítulo 1: Generalidades del Trabajo.....	4
Antecedentes.....	4
Planteamiento del Problema.....	5
Formulación del Problema.....	6
Pregunta general.....	6
Preguntas específicas.....	6
Justificación Científica.....	6
Justificación Social.....	7
Objetivos.....	7
Objetivo general.....	7
Objetivos específicos.....	7
Delimitación del Trabajo de Investigación.....	8
Limitaciones del Trabajo de Titulación.....	8
Capítulo 2: Fundamentos Teóricos de la Investigación.....	9
Marco Teórico.....	9
Teoría de la relevancia.....	9
Teoría de la irrelevancia.....	10
Teoría de combinación de impuestos o Modelo Miller.....	10
Teoría del equilibrio de la estructura de capital o <i>trade-off</i>	11

Teoría de jerarquía de preferencias o <i>pecking order</i> .	12
Marco Conceptual.....	12
Financiamiento.	13
Financiamiento interno.	13
Financiamiento externo.	13
Valores.....	13
Mercado bursátil.	13
Registro especial bursátil.....	13
Casa de valores.	13
Bolsa de valores.....	14
Mercado primario.	14
Mercado secundario.....	14
Oferta pública de valores.	14
Oferta privada de valores.....	14
Titularización.....	14
Títulos de renta fija.....	14
Títulos de renta variable.	15
Acciones ordinarias.	15
Acciones preferentes.....	15
Dividendo.	15
Obligaciones.	15
Papeles comerciales.....	15
Bonos.	15

Capitalización.....	16
Desmaterialización de valores.....	16
Calificación de riesgo.....	16
Valoración financiera de una empresa.....	16
Flujo de caja descontado.....	16
Valor actual neto.....	16
Tasa interna de retorno.....	16
Costo promedio ponderado de capital.....	17
Modelo de valoración de activos.....	17
Prima libre de riesgo.....	17
Marco Legal.....	17
Constitución de la República del Ecuador.....	17
Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones.....	17
Código Orgánico Monetario y Financiero.....	18
Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil.....	18
Marco Metodológico.....	19
Alcance.....	19
Método.....	20
Enfoque.....	20
Fuentes de información.....	20
Procesamiento de Datos.....	21
Capítulo 3: Opciones de Financiamiento en el Ecuador.....	23

Sistema Financiero.....	24
Banca pública.	26
Banca privada.	28
Mercado Bursátil	33
Análisis de las Entrevistas	38
Capítulo 4: Guía de Inserción en el Mercado Bursátil.....	40
Primer Paso: Análisis de la Compañía.....	41
Segundo Paso: Escritura de Emisión	41
Cláusulas de la escritura de emisión.....	41
Documentos habilitantes de la escritura.	42
Tercer Paso: Convenio de Representación	42
Cuarto Paso: Contrato de <i>Underwriting</i>	44
Modalidades de <i>underwriting</i>	45
Contenido del contrato <i>underwriting</i>	45
Quinto Paso: Convenio con el Agente Pagador.....	45
Sexto Paso: Valores a ser emitidos	45
Séptimo Paso: Calificación de Riesgos	46
Octavo Paso: Prospecto de Oferta Pública	46
Noveno Paso: Suscripción de Documentos	46
Décimo Paso: Ingreso de Documentación	46
Décimo Primer Paso: Resolución y Certificado de Inscripción	46
Décimo Segundo Paso: Solicitud de Inscripción.....	47
Décimo Tercer Paso: Inscripción en Registro de Mercado de Valores	47

Décimo Cuarto Paso: Inscripción en el Registro de la Bolsa de Valores	47
Décimo Quinto Paso: Colocación y Desmaterialización.....	48
Capítulo 5: Valoración Financiera y Análisis Comparativo	49
Situación Actual de la Empresa.....	49
Ratios o razones financieras.	50
Proyección del Flujo de Caja.....	58
Regresión Lineal Simple.	59
Análisis vertical.	59
Análisis Comparativo	60
Emisión de obligaciones.....	60
Obtención de crédito.....	61
Valoración Financiera.....	62
Costo promedio ponderado de capital.	62
CAPM.....	63
Flujos de Caja Neto	63
Conclusiones	64
Recomendaciones.....	66
Referencias.....	68
Apéndice	81

Índice de Tablas

Tabla 1 <i>Clasificación de las Empresas</i>	18
Tabla 2 <i>Matriz Metodológica</i>	19
Tabla 3 <i>Matriz de Entrevistas</i>	21
Tabla 4 <i>Segmentos de Crédito en el Ecuador</i>	25
Tabla 5 <i>Instituciones de la Banca Privada del Ecuador</i>	28
Tabla 6 <i>Numero de PYMES que cotizan en el Mercado de Valores</i>	34
Tabla 7 <i>Montos negociados por tipo de renta en miles de USD</i>	37
Tabla 8 <i>Análisis Vertical del Estado de Resultados</i>	59
Tabla 9 <i>Tabla de Amortización Obligaciones</i>	60
Tabla 10 <i>Tabla de Amortización Crédito</i>	61

Índice de Figuras

<i>Figura 1.</i> Porcentaje de Participación de los Segmentos de Créditos.....	29
<i>Figura 2.</i> Volumen de Crédito Comercial.	31
<i>Figura 3.</i> Pasos para la Inserción al Mercado Bursátil.....	40
<i>Figura 4.</i> Detalle de las Ventas de PRISVALAND S.A.....	50

Índice de Apéndices

Apéndice A. Entrevistas Semi Estructuradas CFN	81
Apéndice B. Entrevistas Semi Estructuradas Microempresa	86
Apéndice C. Entrevistas Semi Estructuradas Calificadora de Riesgo	88
Apéndice D. Formato de las Obligaciones	91
Apéndice E. Contenido de la oferta pública.....	92
Apéndice F. Resumen del Balance General de PRISVALAND S.A.....	97
Apéndice G. Resumen del Estado de Resultados.....	97
Apéndice H. Ventas de PRISVALAND S.A.	97
Apéndice I. Proyección de las Ventas de PRISVALAND S.A.....	98
Apéndice J. Proyección del Estado de Resultados.....	99
Apéndice K. Proyección del Flujo de Caja sin Inversión	99
Apéndice L. Proyección del Flujo de Caja con Obligaciones.....	100
Apéndice M. Proyección del Flujo de Caja con Crédito.....	101

Resumen

El presente trabajo de titulación tiene como principal objetivo realizar la valoración financiera de PRISVALAND S.A., una microempresa ecuatoriana radicada en la ciudad de Guayaquil, con el propósito de luego insertarla en el Mercado de Valores Nacional para lo cual, se elabora una guía estandarizada de la emisión de obligaciones a largo plazo según el contexto bajo el cual las pequeñas y medianas empresas del país desarrollan sus actividades.

Basándose en un alcance descriptivo-exploratorio con enfoque mixto, el estudio logra puntualizar las principales problemáticas a la que se enfrentan las PYMES como la informalidad y la renuencia a la transparencia de información por parte de los empresarios, la consolidación del Sistema Financiero Nacional como fuente de financiamiento tradicional y la escasa cultura bursátil del público en general que, ligados estrechamente a los fundamentos teóricos de la investigación, brindan sustento a los resultados de la misma.

Finalmente, se concluye gracias a un análisis comparativo entre el financiamiento a través de crédito y la emisión de obligaciones que la segunda opción representa costos menores y mayores beneficios del apalancamiento para empresas como PRISVALAND S.A., por lo cual debería ser considerada como un camino rentable para el financiamiento de las organizaciones.

Palabras claves: Valoración financiera, Mercado de Valores, obligaciones, banca pública y privada, PRISVALAND S.A.

Abstract

The present paper has as main purpose to carry out the financial valuation of PRISVALAND S.A., an Ecuadorian microenterprise based in Guayaquil city, with the purpose of a later insertion in the national stock market for which a standardized guide is done regarding the issue of corporate bonds brought to the context in which SMEs develop their operations.

Based on a descriptive-exploratory scope with a mixed approach, the study points out the main problems that this group of companies deals with, such as informality and reluctancy to information transparency of entrepreneurs, National Financial System consolidation as a main source of financing and the scarce stock culture among the public in general that, strongly connected to the theoretical foundation, offer support to the presented results.

Finally, it is concluded thanks to a comparative analysis between the financing obtained through credit and the issue of bonds, that the second option represent lower costs and higher benefits from leverage to companies such as PRISVALAND S.A whereby it should be considered as a profitable route for the financing of organizations.

Key words: Financial Valuation, Stock Market, corporate bonds, public and private banking, PRISVALAND S.A.

Introducción

En la actualidad, Ecuador se encuentra en un proceso de cambio en su matriz productiva, una instancia que requiere de altos niveles de inversión y capital por parte de las empresas para lograr los objetivos propuestos. Si bien es cierto que el Sistema Financiero Nacional es una alternativa a tomar en consideración en lo que respecta a obtener financiamiento en el país, cabe mencionar que esta cuenta también con un mercado de valores al que las empresas pueden acudir en búsqueda de capitalización para sus proyectos.

Si bien es cierto que las empresas tienen el mercado de valores como una opción de financiamiento alternativa, se puede agregar que en el país no se ha desarrollado un mercado eficaz para transacciones bursátiles, y el número de usuarios es reducido, con lo cual se requiere fomentar su uso y eliminar cualquier duda que pueda existir entre los empresarios en especial aquellos que administran micro empresas debido a que la mayor cantidad de empresas legalmente constituidas en el territorio nacional, alrededor del 90 % están compuestas por pequeñas y medianas organizaciones las mismas que generan un aporte al País (Delgado & Chávez, 2018).

Con lo mencionado anteriormente, se puede señalar que en el Ecuador ha existido una tendencia de acudir únicamente a los servicios que la banca ofrece pasando por alto la existencia de mecanismos de financiamientos alternativos, dicha situación requiere ser revertida dado que trae consigo una saturación y una sumisión por parte de las empresas ante las decisiones que tomen las autoridades bancarias en beneficio de las mismas (Pérez, Rivera, & Solís, 2015), lo cual limita el accionar de las PYMES e impide los beneficios que podrían generar para la sociedad.

Es necesario que las empresas del país tengan conocimiento que el Mercado de Valores significa y cómo funciona, con lo cual, el presente trabajo de investigación se basa principalmente en la elaboración de una guía dirigida a PRISVALAND S.A., dedicada a la venta y distribución de materiales de construcción, ferretería y seguridad, a analizar fuentes de financiamiento alternativas de acuerdo con el mercado bursátil nacional.

Insertar una compañía en el mercado bursátil requiere de un proceso complejo y meticuloso dado que en primera instancia es imprescindible que se realice la valoración de la misma el cual es un proceso no habitual en Ecuador. Para poder determinar el valor de una empresa existen diversos métodos, pero al trabajar con

PYMES la información es opaca e informa por consecuente los recursos se reducen y los procesos de titularización se dificultan.

Sin embargo, este proceso puede otorgar a las empresas ciertas ventajas. Aznar, Cayo, y Cevallos (2016) señalan que valorar una empresa es un ejercicio que provee muchos beneficios para la compañía especialmente en el proceso de toma de decisiones ya que es un factor clave al iniciar procesos de fusiones, extinsiones, inserciones en el mercado bursátil, cotizaciones de bolsa, herencias y transiciones patrimoniales en base a negociaciones con bancos e intermediarios.

En representación de lo señalado con anterioridad, mediante un análisis de valoración financiera tradicional, se definirá la situación actual de PRISVALAND S.A. con lo cual también se comprobará la factibilidad de esta potencial operación y cómo afectaría su desempeño y crecimiento, así como al emprendimiento de nuevos proyectos e inversiones deseadas por parte de la junta directiva.

A medida que el trabajo investigativo se desarrolle, se expondrán conceptos detallados que irán de la mano con la problemática a la que se enfrentan las pequeñas y medianas empresas del país: la informalidad mediante la cual estas organizaciones obtienen su capital inicial. Asimismo, se elaborará un análisis comparativo de las tasas que ofrecen las fuentes de financiamiento tradicionales frente a las tasas disponibles en el mercado bursátil.

En capítulos posteriores se detallarán los tipos de títulos que se encuentran a disposición en miras de cotizar valores en el mercado bursátil local de acuerdo con la naturaleza de estos, sus ventajas y desventajas, así como su extensión y sus limitaciones siendo que se facilitará una toma de decisiones que permita una posible emisión.

Finalmente, se determinará la clase de título a emitirse como opción conveniente para la empresa en el caso de que fuere factible su inserción el mercado bursátil. Contrariamente, se presentará un análisis aclaratorio de las razones por las cuales no es factible la opción de emitir títulos a través de la bolsa de valores. En ambos casos se expondrán las variables pertinentes al estudio para corroborar los resultados de esta investigación.

Capítulo 1: Generalidades del Trabajo

Dentro de este capítulo se puntualizan los aspectos generales del trabajo con el propósito de alcanzar los objetivos preestablecidos encaminados a la valoración de una compañía ecuatoriana y posterior elaboración de una guía o manual para su inserción en el mercado bursátil.

Antecedentes

El presente trabajo de investigación está orientado a PRISVALAND S.A., empresa familiar ecuatoriana constituida en la ciudad de Guayaquil el 17 de octubre del 2002 con RUC 0992271752001 que cuenta con el Sr. Yépez Arreaga Rosendo Alfredo como Gerente General. (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2019).

La empresa trabaja en conjunto con diferentes marcas reconocidas mundialmente como son Ideal Alambrec Bekaert, Lincoln Electric, AGA, Raptor e Hidrinox y ofrece productos de la más alta calidad, entre los cuales se puede mencionar alambres regulares y galvanizados, mallas, gaviones, equipos de protección personal, necesarios para promover y movilizar la economía del país.

Inicialmente PRISVALAND S.A. participó en el ámbito educativo brindando servicios de asesoría en ventas. En la actualidad cuenta con cinco accionistas: Espinales Cedeño Miriam Beatriz, Yépez Arreaga Rosendo Alfredo, Yépez Espinales Alfredo Andrés, Yépez Espinales Priscilla Michelle y Yépez Espinales Valeria Beatriz (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2019) y opera dentro del sector industrial y de construcción que luego de superar una recesión económica dado la caída del Valor Agregado Bruto del -4.4 % en el año 2017 (Banco Central del Ecuador, 2019), presenta grandes oportunidades de crecimiento.

A lo largo de 10 años, la compañía no ha generado pérdidas como resultado de su ejercicio fiscal sin embargo para solventar sus actividades y responder sus obligaciones por pagar ha recurrido a la aportación societaria.

PRISVALAND S.A., inició con un patrimonio de \$128.000,00 y tiene operaciones en nueve provincias dentro del territorio nacional, siendo Guayas y Manabí las mayores participes en ventas con un 55 % y 15 % de su cartera total de clientes respectivamente y mantiene intercambios comerciales con clientes estratégicos de gran prestigio siendo estos Pica Plásticos Industriales, Procesadora de Alimentos Pronaca SA y Grupo Noboa (PRISVALAND S.A., 2017).

Planteamiento del Problema

El escenario general de las PYMES ecuatorianas está relacionado a un tema tradicional y familiar. La mayoría de ellas se administra de acuerdo con un alto grado de informalidad, desde su constitución hasta sus operaciones diarias, lo que las lleva consecuentemente a tomar decisiones que buscan proteger a sus dueños de la participación de terceras personas, más aún cuando se trata de temas de financiamiento. Esto las ubica en un riesgo crediticio alto, considerando factores como falta de datos financieros, garantías insuficientes o inexistentes, carencia de un correcto manejo administrativo que asigne adecuadamente sus necesidades de liquidez, poca especialización, falta de distinción entre gastos de la empresa y personales, entre otros (Cabrera, 2015).

Mediante el presente trabajo se hará un profundo análisis de las diferentes alternativas de financiamiento que las PYMES tienen a disposición. Si bien es cierto que la mayoría de estas buscan capitalizarse a través del Sistema Financiero Nacional, es de suma importancia que se contextualice en primer lugar que prácticamente, desde tiempos remotos la creación de la banca está ligada al país desde el nacimiento del mismo, específicamente en los años 1831 a 1839, época en la que nace un Sistema Financiero rudimentario, pero con la esencia del mismo, y que superando ciertas dificultades, se ha desarrollado sólidamente hasta la actualidad, con lo cual ha sido considerado casi imprescindible para la obtención de fondos por parte de las empresas (Banco Estudiantil, 2018).

Lo dicho anteriormente ha causado que se genere una idea errónea acerca del Sistema Financiero y no se ha incurrido en el Mercado de Valores como opción de captación de capitales. Además, existe una escasa cultura con respecto a la emisión de títulos a través de este mercado financiero, lo que representa un desincentivo determinante para el desarrollo del mercado antes mencionado en comparación con otros países de Sudamérica mediante MILA, índice bursátil con una capitalización total de 930 mil millones de dólares (Mercado Integrado Latinoamericano, 2018) considerado una fuente de crecimiento por parte de Chile, Colombia, México y Perú.

La informalidad de las empresas sumado a la falta de cultura financiera, se presentan como una problemática concerniente al presente trabajo de investigación, el cual pretende tratar de manera detallada las diferentes variables y conceptos que le serán de ayuda a PRISVALAND S.A. en considerar el mercado bursátil como fuente de financiamiento y así de esta manera poder ofrecer una alternativa viable para la

empresa, teniendo en cuenta que el nivel de endeudamiento es del 47 % (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2018).

Formulación del Problema

Pregunta general.

¿Por qué es propicio elaborar un estudio de valoración financiera de una microempresa ecuatoriana y elaborar una guía para su inserción en el mercado bursátil teniendo en consideración la realidad a la que estas se enfrentan?

Preguntas específicas.

- ¿Cuáles son los fundamentos teóricos en los que se basa la investigación?
- ¿Qué opciones tienen las empresas a su disposición cuando requieren financiamiento externo dentro del país?
- ¿Cuáles son los pasos que una microempresa debe seguir para poder ingresar al mercado de valores del Ecuador?
- ¿Es conveniente para una microempresa nacional captar financiamiento a través del mercado bursátil en lugar del sistema tradicional?

Justificación Científica

Actualmente en el Ecuador se encuentra en la necesidad de brindar apoyo a las microempresas ecuatorianas que debido al desconocimiento y los paradigmas arraigados a la cultura de la sociedad en la que operan, restringen sus opciones de financiamiento a métodos irregulares o no del todo alineados a sus requerimientos operativos, dejando de lado potenciales opciones como un mercado bursátil que tiene recursos disponibles (Herrera Morán & Sánchez Salinas, 2017)

Históricamente, cuando una pequeña o mediana sociedad tiene algún requerimiento financiero acude a instituciones bancarias que ofrecen tasas elevadas y poco atractivas para los empresarios por lo cual muchos recurren a métodos informales no regulados por la ley y terminan enfrentando altos porcentajes de intereses imposibles de solventar lo cual a su vez repercute en el proceso de toma de decisiones de la compañía. (Figuroa, 2018)

Del mismo modo, la falta de conocimiento y desinformación del mercado bursátil sumado al poco movimiento de este en el país promueve el uso de mecanismos no eficientes como fuente de financiamiento (Román Cisneros, 2018). Es por eso por

lo que, en miras de intensificar las actividades de empresas nacionales se desarrolla este trabajo como punto de partida para las microempresas que buscan tomar diferentes formas de cubrir sus necesidades financieras.

Justificación Social

Este trabajo de investigación se sustenta en diferentes aspectos sociales. Inicialmente en relación con el quinto objetivo del Plan Nacional de Desarrollo del Ecuador (Consejo Nacional de Planificación, 2017) se busca la generación de nuevos puestos laborables dignos dentro del país que facilitarán el crecimiento y desarrollo económico nacional en concordancia con los modelos empresariales y redes de intercambio de la Universidad Católica de Santiago de Guayaquil y de la Facultad de Especialidades Empresariales.

Luego, alineado a la línea de investigación número tres de la carrera de Comercio y Finanzas Internacionales Bilingüe de la institución que hace referencia a modelos de financiamientos alternativos o no tradicionales que las empresas nacionales pueden aplicar, esta investigación busca brindar información actualizada que podrá servir como base en la elaboración de diversos casos de estudio e investigación debido a que en años anteriores no se ha realizado ningún estudio similar que abarque los aspectos detallados en este estudio.

Objetivos

Objetivo general.

Realizar la valoración financiera de una microempresa ecuatoriana y elaborar una guía para su inserción en el mercado bursátil teniendo en consideración la realidad a la que estas se enfrentan.

Objetivos específicos.

- Determinar los fundamentos teóricos de la investigación.
- Detallar las diferentes opciones de crédito y emisión de títulos bursátiles disponibles en el contexto ecuatoriano.
- Elaborar una guía que sirva como base para ingresar en el mercado de valores ecuatoriano.
- Analizar la viabilidad del financiamiento a través del mercado bursátil en contraste al sistema ecuatoriano tradicional.

Delimitación del Trabajo de Investigación

Esta investigación se encuentra delimitada a la valoración financiera de PRISVALAND S.A., compañía que ofrece datos plausibles para el análisis dado a su crecimiento en ventas del 50 % durante los últimos cinco años (Yépez Espinales, 2017), razón por la cual el presente estudio se enfocará en el desempeño financiero de la misma durante el marco temporal señalado y, asimismo, se delimitará espacialmente a la ciudad de Guayaquil, con datos e información recopilada por fuentes oficiales como la Superintendencia de Compañías y la Bolsa de Valores de Guayaquil en los últimos años.

En lo que concierne al capítulo de la revisión de las opciones de financiamiento de las empresas, se hará un análisis comparativo del mercado bursátil con respecto a la fuente de financiamiento tradicional que las empresas han obtenido a través del Sistema Financiero Nacional y para el cual, se hará uso de un modelo de regresión lineal con el propósito de proyectar los ingresos de cinco años más.

Limitaciones del Trabajo de Titulación

Si bien, en los últimos años se ha hecho un énfasis importante sobre la transparencia de información en el sector público y privado, la escasez de datos actualizados con respecto al mercado de bursátil y la falta de cobertura del sector académico local acerca del mismo, son limitaciones del presente estudio, pues obstaculizan el desarrollo de la investigación.

Capítulo 2: Fundamentos Teóricos de la Investigación

En el presente capítulo se detallan las diferentes teorías que fundamentan la investigación de forma teórica, conceptual, metodológica y legal, por lo cual, en primera instancia, se realizará el análisis de las principales teorías y conceptos que son pilares imprescindibles en el presente trabajo, luego, desde un punto de vista legal, se detallarán diversas leyes y políticas involucradas en el tema investigado, para finalmente definir la metodología a utilizar para la valorización de PRISVALAND S.A. y su posterior inserción en el mercado bursátil ecuatoriano.

Marco Teórico

Con el propósito de permitir una mayor comprensión y formulación de conclusiones a continuación se detallarán las diversas corrientes que se encuentran relacionadas al tema de estudio, las cuales permitirán del mismo modo analizar los principales aportes de diversos expertos en el campo financiero y sustentar la postura seleccionada para la ejecución del trabajo.

Según el método de los momentos generalizado, las empresas familiares presentan un mejor desempeño cuando son dirigidas por miembros de las mismas familias y variables como el tamaño de las firmas, independencia del Consejo de Administración y edad de la empresa presentan un efecto positivo en el rendimiento sobre los activos (Watkins, 2018) pero, cómo es posible determinar la estructura óptima de capital que maximice el valor de una firma en el contexto del estudio.

Partiendo desde la perspectiva de los mercados perfectos, se detallarán las principales características de la teoría de la relevancia e irrelevancia de la estructura de capital de una empresa para luego abordar los principales aportes de las teorías respaldadas en los mercados imperfectos como lo son el modelo Miller, de *Trade off* y de las preferencias o *Pecking Order Theory* que son resultado de las deficiencias o inconsistencias de las teorías tradicionales inicialmente mencionadas (Zambrano & Acuña, 2011).

Teoría de la relevancia.

Los compositores de esta teoría compartieron la idea de que una compañía alcanzaba una estructura óptima de capital tras el uso moderado del apalancamiento financiero, siendo esta la forma más barata de financiamiento que permite disminuir el costo promedio de capital aumentando el valor de la empresa (Durand, 1952). No obstante, al no contar con un instrumento analítico como sustento de su teoría, esta

postura fue fuertemente criticada y desencadenó la creación de diversas hipótesis que cuestionaban los resultados previamente obtenidos (Chaves, et al., 2016).

Teoría de la irrelevancia.

Como respuesta a la teoría tradicional o de relevancia de las estructuras óptimas de capital se presenta una contraposición con la teoría de la irrelevancia que manifiesta que en un mercado perfecto donde no existe la asimetría de información, las decisiones de estructura de capital no afectan de ninguna forma el valor de la firma sino que dependía de los resultados operativos de la misma siendo el costo de capital propio una función lineal del nivel de endeudamiento (Modigliani & Miller, 1958) .

Sin embargo, las hipótesis sobre las cuales los autores se sustentaron para la creación de la teoría fueron enérgicamente cuestionadas. Inicialmente los bonos emitidos por los individuos o firmas no estuvieron libres de riesgos de impago pero si variaron dependiendo del respaldo que tenían y las condiciones del mercado (Stiglitz, 1969), tampoco existió una relación entre la repartición de los dividendos a los socios y las decisiones financieras de la firma (Fama E. , 1978) y de igual manera, se fundamentó en un mercado con escenarios de certidumbre en donde el riesgo de apalancamiento para una empresa o individuo no variaban dependiendo de las garantías (Brealey & Myers, 1996).

Como derivación a las críticas producidas, los autores de la teoría de la irrelevancia realizaron una corrección al artículo inicial, en donde cambiaron su enfoque y mencionaron que las empresas deben endeudarse hasta el punto de que éstas puedan mantener o generar un ahorro con ayuda de un escudo fiscal (Modigliani & Miller, 1963).

No obstante, gracias a las imperfecciones del mercado y costes de quiebra e insolvencia que no fueron considerados en la tesis de irrelevancia, aparecieron nuevas hipótesis que buscan aterrizar este concepto a la realidad del mercado (Fernández, 2017).

Teoría de combinación de impuestos o Modelo Miller.

En la corrección realizada por los autores de la teoría de la irrelevancia se incluyó en el estudio las ventajas fiscales de la sociedad que previamente habían sido minusvaloradas, sin embargo, ahora con el Modelo Miller se considera una combinación de impuestos porque la estructura financiera de una firma no solamente se encuentra afectada por el impuesto de sociedades, sino también por el impuesto de

renta al que están sujetos los inversores por los beneficios recibidos, ya sea en forma de renta de acciones o intereses (Miller, 1977).

A pesar de que la propuesta fue aceptada inicialmente, ésta no ha dejado de ser objeto de polémicas dado a que este modelo supone que las empresas pueden deducir ilimitadamente los intereses cuando este no es el caso en la realidad (Rivera, 2002).

Aun cuando este desarrollo fue un pilar fundamental en el proceso de toma de decisiones de financiación, sus supuestos restringieron la obtención de resultados reales, pero permitieron la creación de teorías de equilibrio que consideran variables como la asimetría de información y los costos de insolvencia de una firma (Huertas, 2018).

Teoría del equilibrio de la estructura de capital o *trade-off*.

Según esta teoría, la combinación óptima entre deuda y capital que maximice el valor de la firma se encuentra luego de equilibrar los beneficios y costos derivados de la deuda, los cuales se clasifican en directos, como gastos legales, administrativos y contables o indirectos, que son los que derivan de las oportunidades perdidas por una mala gestión financiera por parte de los directivos (Shyam & Myers, 1999).

Bajo esta corriente, una compañía debe endeudarse hasta el punto en donde el valor marginal del escudo fiscal en deuda adicional se vea disminuido por el valor presente de los posibles costos de insolvencia y de agencia originados por la duda sobre la credibilidad de la firma (Fama & French, 2002).

Al referirse a los costos de insolvencia, esta teoría hace énfasis a los predecibles costes de cierre que suelen ser omitidos por la gerencia para evitar que los acreedores intervengan a favor de una reorganización o finalización de las actividades (Myers S. , 2001) haciendo también hincapié en las economías de escala y el nivel de apalancamiento que las instituciones empleaban (Rajan & Zingales, 1995).

Por otro lado, los costos de agencia se reflejan en el día a día de las empresas que han delegado su autoridad a terceros con la finalidad de realizar alguna actividad en específico. Bajo este escenario, las partes involucradas van a buscar obtener el mayor beneficio, punto de donde surgen varios conflictos (Ross, 1977) entre los cuales se puede mencionar al conflicto de intereses entre los accionistas, directivos y acreedores generado por la diferencia de poderes entre sí y la búsqueda de un beneficio personal en lugar del grupal (Jensen & Meckling, 1976).

De igual manera, la información, que se entiende como el conjunto de variables que intercambian emisores y receptores, tiene una aportación importante en esta teoría

al presentarse de forma asimétrica en los mercados imperfectos, provocando que los diferentes agentes que intervienen no posean el mismo nivel de información y generando problemas de riesgo moral, selección adversa y envío de señales que afectan directamente la estructura de capital de una compañía (Sarmiento, 2005).

En conclusión, aunque la teoría de *Trade Off* acierte en varias de sus conclusiones resulta imposible detectar y entender la complejidad de los mercados (Zambrano & Acuña, 2011) y en la actualidad se instauraron diferentes teorías más personalizadas y alineadas al tipo de empresa como la teoría de jerarquía de preferencias (Alarcón, 2017).

Teoría de jerarquía de preferencias o *pecking order*.

La teoría de jerarquía de preferencias se centra en el sustento de que no existe una estructura óptima de capital sino que los gerentes buscan incrementar sus ganancias utilizando un orden específico de las fuentes de financiamiento que, basándose en el grado de asimetrías de información y costos específicos, establecen al financiamiento interno como opción más atractiva para luego considerar a las fuentes externas como la emisión de deuda y de acciones (Baskin, 1989).

Sin embargo, aunque actualmente esta teoría posee un alto grado de aceptación aún desencadena problemas de selección adversa originada por la asimetría de información (Myers & Majluf, 1984) y presenta contradicciones cuando son aplicadas en empresas con excedentes que a menudo retienen fondos para futuras expansiones o necesidades operativas (Vandana, Pramod, & Surendra, 2016).

Al enfocar la teoría en las PYMES, como es el caso de PRISVALAND S.A., los administradores buscan mantener el control de su negocio y ante cualquier requerimiento de financiamiento acuden a instituciones bancarias descartando la obtención de capital societario y limitando la aplicación de varios beneficios (Berger & Udell, 1998), razón por la cual se realizará una comparación para medir la viabilidad de acudir al mercado de valores como medio de financiamiento dejando de lado el método tradicional para este tipo de pequeñas y medianas empresas que fundamentan su accionar buscando el equilibrio perfecto como lo manifiesta la teoría del *Trade Off* previamente mencionada.

Marco Conceptual

En esta sección se abordarán los principales términos empleados en el trabajo de investigación, los mismos que, tras su conceptualización, agilizarán la comprensión del estudio.

Financiamiento.

La financiación es el proceso de proporcionar fondos para actividades comerciales, realizar compras o invertir. Las instituciones financieras, como los bancos, están en el negocio de proporcionar capital a las empresas, los consumidores y los inversores para ayudarlos a alcanzar sus objetivos, lo que significa que es una forma de aprovechar el valor temporal del dinero (Hayes, 2019).

Financiamiento interno.

Hace referencia a las ganancias retenidas o dinero derivado de los activos propios del negocio pudiendo ser beneficios no distribuidos, provisiones o amortizaciones de esta (Villegas, 2019).

Financiamiento externo.

Son los recursos que se entran a la compañía desde el exterior provenientes de personas e instituciones ajenas a la empresa en forma de préstamo, línea de crédito, líneas de crédito y más (Asamblea Nacional del Ecuador, 2017)

Valores.

Se define como valor al derecho o conjunto de derechos económicos que son negociables en el mercado de valores, incluyendo acciones, obligaciones, bonos, entre otros determinados por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2019).

Mercado bursátil.

El mercado de valores bursátil se encuentra conformado por la dinámica de oferta y demanda de todos los valores inscritos en el Catastro Público del Mercado de Valores, en las bolsas de valores y en el Registro Especial Bursátil o REB de acuerdo con lo establecido en el Código Orgánico Monetario y Financiero (Asamblea Nacional del Ecuador, 2017).

Registro especial bursátil.

Es un segmento del mercado bursátil enfocado en pequeñas y medianas empresas dentro del territorio nacional que emiten o tienen potencial de emitir valores pero que requieren de un tratamiento especial debido a sus limitaciones y características (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2019).

Casa de valores.

Las Casas de Valores son empresas autorizadas por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros que brindan asesoramiento sobre opciones de financiamiento e inversión en el Mercado de Valores debido a que cuentan con

expertos en temas bursátiles que facilitan la toma de decisiones para sus usuarios (Bolsa de Valores de Quito, 2019).

Bolsa de valores.

La bolsa de valores es un mercado físico o virtual que permite la negociación e intercambio entre empresas en busca de financiamiento, y personas u organizaciones que brindan sus recursos para luego obtener una rentabilidad sobre los mismos (Asamblea Nacional del Ecuador, 2014).

Mercado primario.

El mercado primario se define como el mercado de emisión inicial de valores o títulos financieros ofrecidos públicamente y en donde no se realizan transacciones de forma constante (Asamblea Nacional del Ecuador, 2014).

Mercado secundario.

El mercado secundario o de negociación y transacción de operaciones, es el área donde se negocian títulos financieros de renta fija y variable posterior a la colocación en el mercado primario (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2019).

Oferta pública de valores.

Se considera oferta pública de valores a toda propuesta dirigida al público en general o a sectores específicos de éste sin restricción alguna, con el propósito de suscribir, adquirir o enajenar valores en el mercado (Asamblea Nacional del Ecuador, 2017).

Oferta privada de valores.

Es aquella en la que no se emplean medios masivos de difusión debido a que van dirigidas exclusivamente a inversionistas institucionales o particulares (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2019).

Titularización.

Proceso mediante el cual se forjan valores que son aptos de ser colocados y negociados en el mercado de valores y cuya emisión se la hace con cargo a un patrimonio independiente. (Bolsa de Valores de El Salvador S.A., 2019).

Títulos de renta fija.

Son títulos en donde el emisor está obligado a realizar pagos en una cantidad y en un período de tiempo determinado previamente, es decir, en la renta fija el emisor se asegura de contar con la devolución del capital invertido más una cierta rentabilidad (Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S.A., 2019).

Títulos de renta variable.

Valores en los que la renta esperada es incierta o dependiente de los resultados financieros de la empresa y de las condiciones externas del mercado (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2019).

Acciones ordinarias.

Una acción es un activo financiero de renta variable que representa una parte o derecho del capital social de una Sociedad Anónima debido a que mediante la compra de una acción se está otorgando parte de la propiedad de esta (Asamblea Nacional del Ecuador, 2014).

Acciones preferentes.

Este tipo de acciones no otorgan derecho a voto como las ordinarias, pero pueden conferir derechos especiales en cuanto al pago de dividendos y en la liquidación de la compañía (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2019).

Dividendo.

Es el valor pagado a favor de los accionistas ya sea en dinero o acciones como retribución por su inversión, el mismo que se otorga en proporción a la cantidad de acciones poseídas en un determinado período (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2019).

Obligaciones.

Las obligaciones son valores representativos de deuda que permite recolectar recursos públicos y financiar actividades de una empresa (Bolsa de Comercio de Buenos Aires , 2019).

Papeles comerciales.

El papel comercial es un instrumento de corto plazo que busca brindar un mayor plazo de pago de alguna deuda comercial utilizando la misma como promesa de pago (Asamblea Nacional del Ecuador, 2014).

Bonos.

Un bono es un instrumento de deuda o renta fija que emite una empresa pública o privada para financiarse en donde el emisor promete devolver el dinero prestado al comprador de ese bono, adicionándole unos intereses fijados previamente, conocidos como cupón (Asamblea Nacional del Ecuador, 2014).

Capitalización.

La capitalización es el proceso de proyectar una reinversión o replicación de utilidades o reservas, conocido como capital inicial, a un periodo de tiempo en base a un tipo de interés mediante (Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S.A., 2019).

Desmaterialización de valores.

Es la eliminación del soporte físico material de los valores por un sistema electrónico de anotaciones en cuenta que consta como requisito para ingresar al mercado de valores (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2019).

Calificación de riesgo.

Dentro del proceso de emisión de títulos en el Mercado de Valores, es necesario realizar una calificación de riesgo, la cual permitirá determinar, en base a ciertos parámetros, el riesgo que un título conlleva para así brindar un mayor conocimiento a cualquier inversionista que se encuentre interesado (Portafolio Casa de Valores S.A., 2015).

Valoración financiera de una empresa.

Proceso de determinar el valor de una compañía a través de la información histórica obtenida del balance general de la misma, concretamente del valor contable del patrimonio que sirve para definir problemas legales, fructificar oportunidades de mercado y ejecutar cambios estructurales internos (Hidalgo, 2014).

Flujo de caja descontado.

Método financiero que permite calcular el valor de cualquier activo que se considere como un ente productor de flujos de fondos del cual se obtiene el valor actual utilizando una tasa de descuento adecuada con relación al riesgo y volatilidades pasadas (Armijos, 2015).

Valor actual neto.

Es la determinación de la equivalencia en el año cero de todos los flujos de efectivo futuros que desembolsa un proyecto luego de ser contrastada con la inversión inicial (Canales, 2015).

Tasa interna de retorno.

La TIR o Tasa Interna de Retorno, es la tasa de descuento que genera un valor actual neto igual a cero, es decir, es la tasa máxima que soportaría el proyecto para ser rentable (Morín, 2017).

Costo promedio ponderado de capital.

Es el cálculo del promedio de todas las fuentes de financiamiento que una compañía obtiene para las diversas inversiones de maniobra que requiere basándose en los porcentajes y costos tanto de la deuda como del patrimonio (Guerrero, 2014).

Modelo de valoración de activos.

El CAPM o el modelo de valoración de activos es un modelo que describe formalmente la relación entre el riesgo y el rendimiento considerando variables como el riesgo país y tasas libres de riesgo (Cervantes, Carmona, & Villalba, 2015).

Prima libre de riesgo.

Se establece como prima libre de riesgo a aquella tasa que tiene una desviación estándar igual a cero para lo cual se no define incumplimiento alguno (Hull, 2015).

Marco Legal

En el marco legal se despliegan las principales leyes, políticas y acuerdos que una empresa en busca de financiamiento debe considerar al momento de ingresar al mercado bursátil ecuatoriano.

Constitución de la República del Ecuador.

La Carta Magna establecida en el 2008 en el gobierno del ex presidente de la República, el economista Rafael Correa Delgado menciona que las actividades financieras son un servicio de orden público y que, con previa autorización del Estado, tienen la única finalidad de atender los requerimientos financieros de forma eficiente para fortalecer la inversión productiva del país (Asamblea Nacional Constituyente de Ecuador, 2008).

De esta manera se brinda una mayor seguridad a todas las instituciones que buscan financiar sus actividades en el Ecuador, considerando también a las empresas familiares, grupo sobre el cual se centra este trabajo de investigación.

Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones.

Para poder ser considerada una micro, pequeña o mediana empresa dentro del Ecuador y desarrollar una actividad productiva, en el reglamento del Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones se establecen los requisitos que deben ser tomados en consideración para clasificar el tipo de empresa que PRISVALAND S.A. es y así seguir los lineamientos estipulados en la ley para ese tipo específico de compañía según se muestra en la tabla uno.

Tabla 1

Clasificación de las Empresas

Tipo de Empresa	Número de Trabajadores	Valor de Ventas
Microempresa	Entre 1 y 9 colaboradores	Iguales o menores a \$300.000,00 USD
Pequeña empresa	Entre 10 y 49 colaboradores	Entre \$300.001,00 y \$1'000.000,00 USD
Mediana empresa	Entre 50 y 199 colaboradores	Entre \$1'000.001,00 y \$5'000.000,00 USD

Nota: Adaptado de “Reglamento del Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones”, por la Asamblea Nacional, 2008.

Código Orgánico Monetario y Financiero.

El Código Orgánico Monetario y Financiero que tiene por objeto fiscalizar los regímenes de valores y seguros del país, así como los sistemas monetarios y financieros, plantea que la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros ejecutará la vigilancia, mediación, auditoría y control del mercado de valores, para lo cual se regirá por disposiciones legales relacionadas a la materia. Esto establecerá los lineamientos que se debe seguir una compañía que interactúa en dicho mercado y permitirá a las empresas ejecutar sus actividades de forma correcta (Asamblea Nacional del Ecuador, 2014).

Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil.

En la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil se definen a las bolsas de valores como sociedades anónimas que buscan brindar los servicios y mecanismos necesarios para la negociación de valores y que tienen la obligación de regular y supervisar las operaciones de los participantes divulgando y manteniendo en general información simétrica, veraz, completa y oportuna mientras conservan los estándares de seguridad y promueven los principios pactados en la ley (Asamblea Nacional del Ecuador, 2014) .

Gracias a esto, las empresas confían en la labor del Sector Societario y Bursátil ecuatoriano, y consideran como una opción factible la utilización de dichos mercados apoyándose de programas como el Registro Especial Bursátil REB que se postula como un beneficio para las pequeñas y medianas empresas en donde exclusivamente se permite negociar a pequeñas y medianas empresas ecuatorianas que, por su naturaleza, requieren desempeñarse en un área adaptada a su realidad (Asamblea Nacional del Ecuador, 2014).

Dentro de este campo, empresas como PRISVALAND S.A. puede realizar actividades propias del mercado de valores sin verse afectado por grande empresas nacionales o internacionales que por su poder y experiencia representan un gran competidor para la misma

Marco Metodológico

En esta parte del trabajo se presentarán los métodos racionales y lógicos optados para cumplir con los objetivos del estudio a manera de matriz metodológica.

Tabla 2
Matriz Metodológica

	Objetivos	Alcance	Método	Enfoque	Fuente	Herramienta
General	Realizar la valoración financiera de una microempresa ecuatoriana y elaborar una guía para su inserción en el mercado bursátil teniendo en consideración la realidad a la que estas se enfrentan.	Descriptivo	Inductivo	Mixto	Primaria Secundaria	Matriz bibliográfica Entrevista
	Determinar los fundamentos teóricos de la investigación.	Descriptivo	Deductivo	Cualitativo	Secundaria	Matriz bibliográfica
Específicos	Detallar las diferentes opciones de crédito y emisión de títulos bursátiles disponibles en el contexto ecuatoriano.	Descriptivo	Deductivo	Cualitativo	Primaria Secundaria	Matriz bibliográfica Entrevista
	Elaborar una guía que sirva como base para ingresar en el mercado de valores ecuatoriano.	Descriptivo	Inductivo-deductivo	Cualitativo	Primaria Secundaria	Matriz bibliográfica
	Analizar la viabilidad del financiamiento a través del mercado bursátil en contraste al sistema ecuatoriano tradicional.	Descriptivo Exploratorio	Inductivo	Cuantitativo	Secundaria	Matriz bibliográfica Análisis numérico, estudio econométrico

Nota: Adaptado de “Metodología de la Investigación: Administración, Economía, Humanidades y Ciencias Sociales”, por Bernal, C., 2010.

Alcance.

Inicialmente, un estudio exploratorio hace referencia a un tema poco estudiado o novedoso del cual existen muchas dudas y preguntas que anteriormente no se han abordado, es decir, la revisión de la literatura revela ideas no clarificadas en su

totalidad, mientras que una investigación descriptiva busca especificar características importantes o tendencias de un grupo o una población, es decir, únicamente pretende recoger información sobre las variables a investigar sin realizar algún análisis o inferir alguna relación entre las mismas (Hernández, Fernández, & Baptista, 2014).

En base a lo anteriormente mencionado, el trabajo contará un alcance descriptivo debido a que recopilará información histórica de la empresa PRISVALAND S.A. para su respectiva valoración y en base al contexto ecuatoriano se estructurará una guía para insertarla en el mercado bursátil. Por otro lado, es importante mencionar que un estudio similar con las limitantes y características del mercado ecuatoriano no se ha realizado anteriormente por lo cual también consta de un alcance exploratorio en su último objetivo.

Método.

Se empleó el tanto el método deductivo, que parte de conclusiones generales a particulares, como el inductivo, que utiliza el razonamiento para obtener conclusiones generales que sean aceptadas como leyes, principios o fundamentos de una teoría en su totalidad (Bernal, 2010) debido a que extraerá información de una microempresa familiar ecuatoriana en específico y buscará replicar esa realidad al resto de empresas ratificadas en el país, lo cual a su vez, dará como resultado una guía estandarizada que cualquier empresa podrá utilizar como lineamientos para insertarse en el mercado bursátil nacional.

Enfoque.

Los enfoques cualitativo, cuantitativo y mixto forman parte del trabajo de investigación. Primero, un estudio con enfoque cuantitativo se utiliza para probar hipótesis con base a la medición numérica y el análisis estadístico, mientras que uno con enfoque cualitativo utiliza la recolección y análisis de datos para afinar preguntas de investigación y la interpretación de cualidades o características no numéricas y así un estudio con enfoque mixto hace una mezcla de ambas características (Elkatawneh, 2016).

Fuentes de información.

Para poder abarcar todos los aspectos en la investigación se utilizarán las dos fuentes de información en las diferentes secciones del estudio. Las fuentes primarias de información son aquellas de donde se originan los datos o sucesos a investigar, mientras que las fuentes secundarias hacen referencia a un tema que previamente ya fue procesado (Maranto & González, 2015). En base a esto, como fuente primaria

empleada constarán entrevistas semi estructuradas a profundidad con expertos relacionados al tema de investigación, las cuales constan en el Apéndice A, B y C, que se detalla en la siguiente matriz, de las cuales posteriormente se extraerán las respuestas más relevantes y se plasmarán en el tercer capítulo del trabajo.

Tabla 3

Matriz de Entrevistas

Entrevistado	Profesión	Experiencia	Propósito de la Entrevista
Priscilla Yépez, Dpto. Financiero	PRISVALAND S.A.	11 años.	Conocer la postura de las microempresas familiares ecuatorianas en relación con el tema de estudio
Omar Montesdeoca, Dpto. de Crédito	CFN	9 años.	Determinar las principales herramientas de apoyo que la CFN ofrece al mercado.
Luis Jaramillo	Calificadora de Riesgo	20 años	Describir la situación de las pequeñas y medianas empresas con respecto a la emisión de títulos en el mercado bursátil.

Nota: Adaptado de “Metodología de la Investigación: Administración, Economía, Humanidades y Ciencias Sociales”, por Bernal, C., 2010.

Es importante mencionar que, en base a la teoría fundamentada, el número de entrevistados fue seleccionado según el criterio de saturación, en donde después de una cantidad determinada de entrevistas los entrevistados dejaron de aportar material relevante para la investigación (Pierre, 2019).

De igual manera, para la captación de datos e información del primer, segundo y cuarto capítulo, se utilizarán fuentes secundarias de calidad académica como libros, revistas científicas, trabajos de titulación, documentos legales como los detallados en el Código Orgánico Monetario y Financiero y la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil, informes de instituciones gubernamentales como el Banco Central o la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, entre otros.

Procesamiento de Datos

Para el procesamiento de los datos procedentes de las fuentes de información primaria y secundaria, se utilizarán diversos métodos con relación al objetivo que se esté buscando alcanzar. Inicialmente, para las entrevistas, se plasmarán los resultados

a manera de matriz para posteriormente realizar el respectivo análisis a detallar en el capítulo tres del trabajo de titulación.

Por otro lado, para realizar el último capítulo relacionado a la valoración financiera, inserción en el mercado bursátil y comparación en contraste a los métodos tradicionales se emplearán herramientas como Excel y Gretl, que son programas diseñados para facilitar el cálculo matemático y estadístico de variables de los procesos y modelos econométricos, mismos que se especifican en el último capítulo.

Capítulo 3: Opciones de Financiamiento en el Ecuador

El presente capítulo hará énfasis en las distintas fuentes de financiamiento que se encuentran a disposición de las pequeñas y medianas empresas a modo de contextualizar diferentes partes interesadas, teniendo en cuenta la realidad del presente trabajo de investigación. Posteriormente se realizará una recopilación de diferentes opciones en la que se estudiará las tasas de interés, plazos de pago, conveniencia, montos y garantías, según el mecanismo de financiamiento.

Bajo conceptos generales para que una empresa opere con normalidad, requerirá recursos de financiamiento imprescindibles para el funcionamiento de un negocio, pues su ausencia sumiría a dicha empresa en un nivel de deuda alto (Meneses, 2017). Una empresa puede optar por distintas alternativas en la búsqueda de financiamiento, con lo cual el mecanismo escogido radicará en la cantidad de deuda que una empresa quiera captar, la solvencia de los socios-accionistas en la fecha del inicio del proyecto y la liquidez que se requiera para mantener las operaciones de la empresa en un tiempo sostenido (Estrada, 2012).

El financiamiento es un factor clave para desarrollar un proyecto exitoso. En su gestión, el empresario deberá tener conocimiento acerca de las nociones y particularidades que giran en torno a su sistema productivo, el manual de procedimientos y el proceso para la creación del producto, para lo dicho anteriormente, la empresa deberá contar con los recursos adecuados que van desde infraestructura, bienes de capital y tecnología, hasta el talento humano necesario para alcanzar los objetivos de producción y venta del producto (Meneses, 2017).

En Ecuador, las fuentes de financiamiento comunes mediante las cuales las empresas obtienen sus recursos provienen de dos formas: el financiamiento propio o interno, el cual se basa en el uso del capital puesto por el empresario y/o accionistas que participarán activamente en el proyecto; y el financiamiento externo. A través de este las empresas captan recursos aportados por una tercera persona formal o informal, con la cual se establece un plazo para la devolución del dinero y una tasa de interés que significará para la empresa el costo de recibir el crédito (Prado, 2014).

A continuación, se explicará a detalle los mecanismos de financiamiento disponibles en Ecuador, su funcionamiento, componentes y características. El presente análisis irá de la mano con estadística y datos que brindarán soporte a medida que el presente capítulo se desarrolle.

Sistema Financiero

En primer lugar, es importante tener conocimiento sobre el sistema monetario con el que cuenta el país en la actualidad. El Sistema Financiero Nacional, también conocido por sus siglas SFN consiste en un grupo de instituciones financieras que son normados por la Superintendencia de Bancos o la Superintendencia de Economía Popular y Solidaria. A través de dicho sistema se movilizan los flujos de dinero entre personas y de la misma manera el crédito obtenido por los actores económicos en el país según sus necesidades de financiamiento. De igual forma, el SFN incentiva al desarrollo del país a través del consumo, ahorro e inversión (BanEcuador, 2018).

El sistema financiero se considera como uno de los pilares fundamentales de la economía del país ya que este conduce el ahorro hacia la inversión, razón por la cual se posiciona actualmente como el mecanismo más importante en miras de generar riqueza. En Ecuador los actores económicos han acudido a las distintas instituciones financieras con la finalidad de obtener capital de trabajo, expansión en la capacidad productiva y adquisición de activos fijos. En el año 2002 existían 17 bancos en el país, desde ese entonces el número ha crecido en un 2.15 % anual hasta llegar a 23 bancos operativos en el 2016. Hoy los bancos poseen 35.599 miles de millones de dólares por concepto de activos que representan el 70.7 % del sector financiero (Veloz & Cárdenas, 2018)

El Sistema Financiero Nacional está conformado por instituciones que participan en el sector público y privado siendo: bancos; cooperativas de ahorro y crédito; mutualistas; sociedades financieras y; compañías emisoras de tarjeta de crédito. La mayoría de estas cumplen con las funciones que les otorgan a las empresas mecanismos de financiamiento para la creación y el desarrollo de negocios a través de crédito (Banco del Litoral , 2016).

Dichas instituciones ponen a disposición de las empresas una amplia cartera de productos crediticios que se clasifican según la necesidad de financiamiento del grupo de interés al que va dirigido. Es de suma importancia explicar cada uno de ellos de forma puntual, a fin de conocer las características que diferencian unos segmentos de crédito de otros. En marzo del 2015, la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, órgano superior de control del sector financiero, clasificó los créditos ofrecidos por las instituciones financieras en los siguientes diez segmentos:

Tabla 4
Segmentos de Crédito en el Ecuador

Segmento de Crédito	Subsegmento	Destino
Productivo	<i>Corporativo</i>	Dirigido a actividades productivas de personas naturales obligadas a llevar contabilidad y a personas jurídicas con ingresos mayores a \$5'000.000
	<i>Empresarial</i>	Dirigido a actividades productivas de personas naturales obligadas a llevar contabilidad y a personas jurídicas con un rango de ingresos de entre \$1'000.000 y \$5'000.000
	PYMES	Dirigido a actividades productivas de personas naturales obligadas a llevar contabilidad y a personas jurídicas con un rango de ingresos de entre \$100.000 y \$1'000.000
Comercial Ordinario		Dirigido a personas naturales obligadas a llevar contabilidad y a personas jurídicas con ingresos mayores a \$100.000 para la compra o venta de vehículos livianos con fines comerciales y productivos
Comercial Prioritario	<i>Corporativo</i>	Dirigido a actividades comerciales y productivas de personas naturales obligadas a llevar contabilidad y a personas jurídicas con ingresos mayores a \$5'000.000
	<i>Empresarial</i>	Dirigido a actividades comerciales y productivas de personas naturales obligadas a llevar contabilidad y a personas jurídicas con un rango de ingresos de entre \$1'000.000 y \$5'000.000
	PYMES	Dirigido a actividades comerciales y productivas de personas naturales obligadas a llevar contabilidad y a personas jurídicas con un rango de ingresos de entre \$100.000 y \$1'000.000
Consumo ordinario		Dirigido a personas naturales para la compra de bienes, servicios o gastos sin fines productivos o comerciales
Consumo prioritario		Dirigido a personas naturales para la compra de bienes, servicios o gastos sin fines productivos o comerciales no incluidos en el sector de consumo ordinario
Educativo		Dirigido a personas naturales para su desarrollo profesional o técnico y a personas jurídicas a fin de brindar capacitación al talento humano.
Inmobiliario		Dirigido a personas naturales para el financiamiento de construcción, remodelación y arreglo de vivienda propia.
Vivienda de Interés Público		Dirigido a personas naturales para el financiamiento de adquisición inmobiliaria por un valor menor a \$70.000
Microcrédito		Dirigido a actividades productivas a pequeña escala de personas naturales y jurídicas con ingresos menores a \$100.000
Inversión Pública		Dirigido a actividades del sector público, sean estos Gobiernos Centrales y Gobiernos Autónomos Descentralizados

Nota: Adaptado de “10 nuevos tipos de crédito están en vigencia en Ecuador”, por Diario El Comercio, 2015.

En aras del análisis, la presente sección se enfocará exclusivamente en los créditos productivo y comercial ofrecidos por la banca, institución predominante en el sistema financiero del país. Se detallarán los diferentes servicios y facilidades de acceso que esta ofrece a PYMES y finalmente se definirá la alternativa más conveniente a ser utilizada para elaborar un estudio comparativo en capítulos posteriores.

Banca pública.

La banca pública, como una parte activa del Sistema Financiero Nacional, se considera como una figura determinante para el desarrollo social, económico y financiero en Ecuador. A través de iniciativas y proyectos orquestados por las instituciones que la componen, la banca pública nacional ha atendido a la necesidad de diferentes sectores que coadyuvan al crecimiento económico. Por ejemplo, el Banco Nacional de Fomento ha dirigido sus esfuerzos hacia el sector agroindustrial y comercial, mientras la Corporación Financiera Nacional ha ejecutado proyectos con intereses más específicos como el comercio exterior. Existen otros bancos que se enfocan en el bienestar social, este es el caso del Banco Ecuatoriano de la Vivienda y el Banco Ecuatoriano de Desarrollo que elaboran proyectos dedicados a la mejora en infraestructura física y vivienda (Plaza, 2015).

La banca pública es un actor muy importante en el Ecuador pues, a través de planes estratégicos dirigidos por el gobierno ecuatoriano han contribuido al rol del sector privado en la economía del país. Si bien es cierto que el tejido empresarial ecuatoriano lo componen en su mayoría las pequeñas y medianas empresas, este grupo de instituciones ha enfatizado sus esfuerzos en alcanzar el crecimiento económico y sostenible de dichas empresas a través de créditos y productos financieros asequibles (Ministerio de Economía y Finanzas, 2019).

Instituciones como el Banco de Desarrollo del Ecuador, Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, Banco del Pacífico, BanEcuador, Corporación Financiera Nacional y Corporación Nacional de Finanzas Populares han propuesto a ofrecer 1300 millones de dólares en forma de crédito a PYMES para el año 2019 (Diario El Telégrafo, 2019). Lo que supone un gran avance para el sector, tomando en cuenta los números de años pasados y los trámites burocráticos del sector.

A continuación, se detallarán las oportunidades de crédito con tres de las instituciones financieras mencionadas anteriormente, pues estas han desarrollado iniciativas atractivas dirigidas hacia el financiamiento al sector PYMES.

Banco del Pacífico.

Este banco tiene un producto crediticio llamado “Crédito Pyme Pacífico”, destinado a empresas que generen un rango de ingresos entre \$100.000 hasta \$1'000.000. La tasa de interés y plazos dependerán de acuerdo con el monto del préstamo. En el caso de que este vaya destinado a la obtención de capital de trabajo, el banco ofrece una tasa al 10 % a un plazo de dos años y en el caso de compra de activos fijos, la empresa deberá pagar el 11.23 % a un plazo de cinco años. Los montos de financiamiento van desde \$3.000 hasta \$1'000.000, mientras que las garantías no serán reales hasta los \$25.000 (Banco del Pacífico, 2019).

BanEcuador.

Ofrece el producto “Crédito PYME”, un servicio destinado a actividades de producción por parte pequeñas y medianas empresas. De la misma manera que el anterior, este crédito es destinado a la obtención de capital de trabajo y activos fijos, con la diferencia de que la tasa de interés es del 9.76 %, dependiendo del plazo de pago, el cual va hasta 15 años de acuerdo con el destino de la inversión. Los montos de financiamiento van desde \$5.000 a \$500.000, mientras que las garantías serán personales hasta los \$20.000 y a partir de ese valor ya serán reales. Adicionalmente, este crédito cuenta hasta con cinco años de gracia con dependencia del destino de la inversión (BanEcuador, 2019).

Corporación Financiera Nacional.

Ofrece un producto financiero llamado “Pyme Prospera”, dirigido a nuevos proyectos empresariales o a la ampliación de la capacidad productiva de las PYMES, y en el cual las empresas deberán demostrar el impacto de su actividad en el desarrollo del país. Similar a los productos mencionados anteriormente, la empresa destina recursos financieros a capital de trabajo o la adquisición de activos fijos. Los montos de financiamiento van desde \$50.000 hasta \$500.000 en caso de capital de trabajo y \$2'000.000 con respecto a activos fijos considerando plazos desde cinco hasta 15 años respectivamente. Actualmente esta institución ofrece créditos a pequeñas y medianas empresa a una tasa de interés de 8,95 % y un valor de garantía real de mínimo 125 % (Corporación Financiera Nacional, 2019).

Una propuesta interesante es el Fondo Nacional de Garantías, cual consiste en una herramienta que asiste a los micro, pequeño y mediano empresarios que no disponen de garantías necesarias para obtener un crédito formal por parte de instituciones financieras, de esta manera este Fondo se convierte en el garante, sin

embargo, este solo aplica para empresas que contribuyan al cambio en la matriz productiva nacional, en esta clasificación se encuentran industrias como: elaborados de cacao, café, pescado, productos lácteos, derivados del petróleo. Además, considera industrias relacionadas a metalmecánica, químicos, farmacéuticos, elaboración de papel, cartón y finalmente plásticos y caucho (Corporación Financiera Nacional, 2016).

Banca privada.

Tal como se mencionó anteriormente, la banca pública representa un compendio de instituciones que, a través de iniciativas destinadas a distintos sectores de la economía introducen liquidez en el país. El caso de la banca privada es distinto al de su contraparte, pero guarda ciertas similitudes, pues esta última genera ahorro, liquidez e inversión a través de productos que cuentan con diferentes naturalezas, aunque de la misma manera dirigidos a diferentes sectores de la economía. A continuación, se hablará sobre los mecanismos de financiamiento ofrecidos por la banca privada y las instituciones que la componen.

Tabla 5

Instituciones de la Banca Privada del Ecuador

Banca Privada		
Banco Diners Club del Ecuador	Banco Bolivariano C.A.	Citibank N.A.
Banco Comercial de Manabí S.A.	Banco CoopNacional S.A.	Banco D-Miro S.A.
Banco de Machala S.A.	Banco del Austro S.A.	Banco del Litoral S.A.
Banco de la Producción S.A. Produbanco	Banco de Guayaquil S.A.	Banco Internacional S.A.
Banco Desarrollo de los Pueblos S.A.	Banco General Rumiñahui S.A.	Banco Pichincha C.A.
Banco para Asistencia Comunitaria Finca S.A.	Banco Vision Fund Ecuador	Banco Procredit S.A.
Banco Capital S.A.	Banco de Loja S.A.	Banco DelBank S.A.
Banco Solidario S.A.	Banco Amazonas S.A.	

Nota: Adaptado de “Calificación de Riesgo Instituciones Financieras 2018”, por Superintendencia de Bancos, 2018.

Cabe recalcar que, aunque la banca pública se encuentre desarrollando iniciativas que buscan otorgar crédito a empresas, la realidad es que las empresas buscan financiamiento a través de la banca privada. Según un estudio elaborado por Observatorio PYME, las empresas consideran que el acceso a crédito a través de la banca privada tiene menos limitaciones con respecto a los ofrecidos por la banca pública, razón por la cual los empresarios optan por acudir a la banca privada (Diario el Telégrafo, 2019).

A la fecha en el que el presente trabajo se desarrolla, los activos de la banca pública reflejaron un valor de 8.200 millones de dólares, con indicadores favorables de solvencia, intermediación financiera y eficiencia, mientras tanto, sus niveles de morosidad, rendimiento y liquidez han empeorado con respecto a otros años (Superintendencia de Bancos, 2019). Mientras tanto, la banca privada ha acumulado un valor total de 41.000 millones de dólares en activos, mostrando indicadores favorables en su solvencia, calidad de activos, rendimientos y un decremento considerable en su morosidad, por otra parte, se redujo su liquidez y aumentaron sus gastos operativos (Superintendencia de Bancos, 2019).

Segmento Comercial PYMES

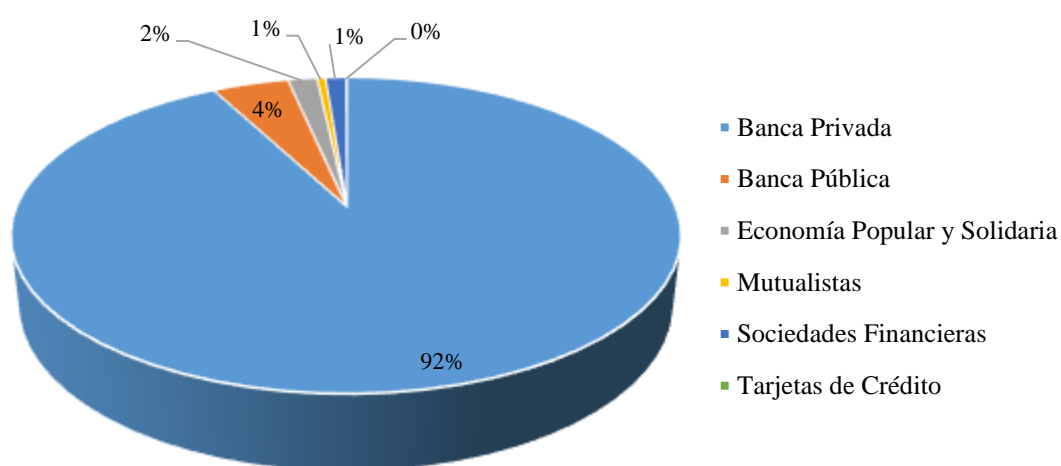


Figura 1. Porcentaje de Participación de los Segmentos de Créditos del Sistema Financiero Nacional. Adaptada de “Volumen de Crédito y Tasas de Interés” por Banco Central del Ecuador, 2016

La Figura uno explica claramente la opción por la cual las pequeñas y medianas empresas se decantan en miras de obtención de financiamiento a través del Sistema Financiero Nacional. Los bancos privados corresponden a los 92 % de la participación, seguidos por el cuatro por ciento de la banca pública. Claramente esta última ha ejecutado planes de financiamiento en los cuales ofrecen tasas bajas para PYMES, sin embargo, el sector comercial tiene más confianza en la banca privada, pues a través de ella encuentran un acceso con menos restricciones.

A continuación, se realizará un análisis de los productos crediticios ofrecidos por la banca privada. Si bien existe un número extenso de instituciones bancarias en el sector privado, en el presente análisis se tomará en cuenta algunos de los bancos que tienen una gran participación en el monto total de crédito destinado al subsegmento PYMES. Según Andrade (2016), las instituciones de la banca privada

que ofrecieron una cantidad mayor de monto de crédito productivo a PYMES son: Banco Guayaquil, Banco Internacional, Banco Machala, Banco Pichincha, Banco Procredit y Banco Produbanco. En conjunto, estos bancos captan el 87 % del total del monto, lo cual representan una temática de estudio que brindará soporte a la propuesta detallada en el presente trabajo.

Banco Pichincha.

Según la explicación de un agente de crédito de este banco, el producto denominado “Crédito Productivo” está dirigido hacia dos actividades importantes de financiamiento en una empresa, la primera corresponde al crédito para capital de trabajo, mientras que la segunda a la adquisición de activos fijos. Si este producto crediticio está dirigido a la sección PYMES, la tasa, indistintamente de lo que la empresa quiera obtener de dicho crédito, será del 11,23 %. Con respecto al monto que la empresa reciba, dependerá de la capacidad de endeudamiento de dicha empresa, estableciendo un límite del 200 % del patrimonio declarado por la empresa. El plazo será de máximo 18 meses para capital de trabajo y cinco años para la adquisición de activos fijos. Finalmente, en lo que concierne a garantías, el banco exige una garantía hipotecaria real por parte del titular del crédito en ambos casos, aunque en compra de activos fijos se puede aplicar a la prenda industrial, que es cuando la garantía será el activo fijo adquirido por la empresa en dicho crédito.

Banco Internacional.

A través de la explicación de un agente de crédito, se puede conocer que este banco ofrece un producto crediticio llamado “Crédito Empresarial”, similar al ofrecido por Banco Pichincha, pero con facilidades diferentes. Este crédito está dirigido a la obtención de capital de trabajo y compra de activo fijo para PYMES. La tasa de interés cobrada es del 11,23 % indistintamente del destino, mientras que los plazos de pago varían. En el caso de que la empresa requiera extender su capital de trabajo, esta deberá pagar el crédito en un plazo de 12 meses, por otra parte, si esta opta por la adquisición de activo fijo, tendrá un plazo de pago de 36 meses. En lo que respecta al monto ofrecido, este irá de acuerdo con las necesidades de financiamiento de la empresa y un estudio de crédito realizado previamente por parte de la institución bancaria. En ambos créditos la empresa necesitará contar con una garantía. Si el monto del crédito es menor o igual a \$20.000, el banco requerirá de una garantía personal. En el caso de que el monto supere la cifra mencionada anteriormente, el banco pedirá una garantía real que deberá cubrir el 140 % del monto total del crédito.

Banco Guayaquil.

Según un agente de crédito, esta institución ofrece crédito productivo para PYMES con una tasa de interés del 11,23 %, indistintamente de lo que la empresa quiera adquirir a través de este. Al igual que los otros bancos, el crédito dirigido a PYMES está dividido en adquisición de capital de trabajo y compra de activos. Los plazos de pago son de 12 meses para la adquisición de capital de trabajo y entre 24 y 36 meses para compra de activos fijos, con una excepción de cinco años para la compra de oficinas. Con respecto a los montos, estos van de acuerdo con las necesidades de financiamiento de la empresa y su capacidad de pago demostrada a través de un estudio realizado por el banco. Las garantías serán acordadas entre las partes y dependerán del monto solicitado por la empresa.

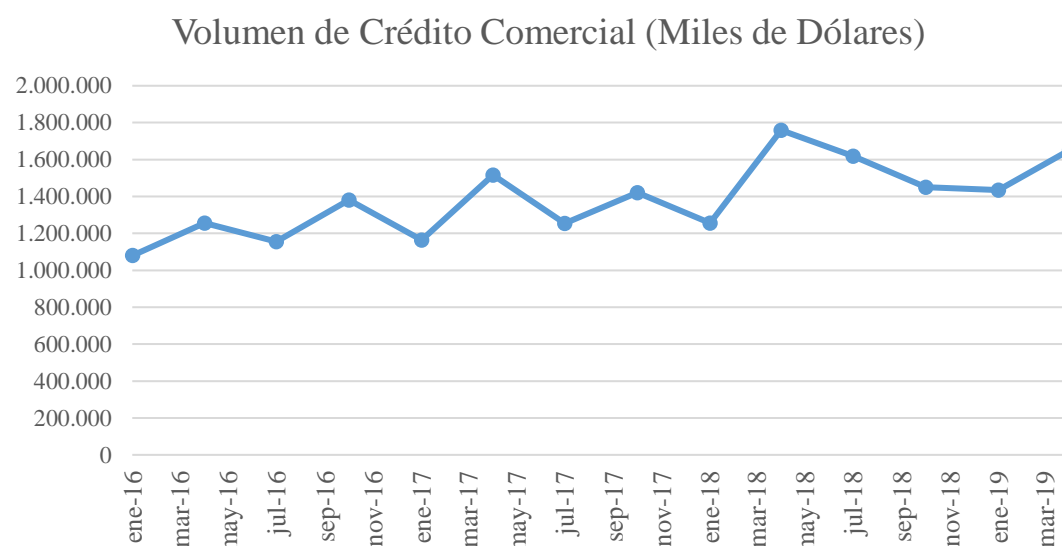


Figura 2. Volumen de Crédito Comercial. Tomado de “Volumen de Crédito de la Banca Privada”, por Superintendencia de Bancos, 2019.

Como se puede apreciar en la Figura dos, el volumen de crédito otorgado por la banca privada exclusivamente destinado para actividades productivas presenta un comportamiento estable y que varía muy poco, aunque los últimos cinco trimestres han reflejado valores altos en comparación a períodos anteriores, lo que explica la tendencia de las empresas a preferir financiamiento a través de la banca.

Si bien el valor del volumen de créditos comerciales ofrecidos por la banca privada refleja un valor muy elevado en un marco general, la realidad a la que se enfrentan las PYMES en el país es diferente y demuestra la falta de apoyo por parte de las instituciones financieras que la conforman. Según Cume (2019) en lo que respecta a las aplicaciones de crédito productivo elaboradas por empresas en el

territorio nacional, de aquellas realizadas por multinacionales, sólo un siete por ciento fueron rechazadas, siendo un número relativamente bajo. Por el contrario los resultados de la pequeña y mediana empresa fueron desalentadores, pues de todas las aplicaciones de crédito elaboradas por ellas, solo el 50 % fueron aprobadas.

Estudios previos han concluido que existen diversos factores que influyen en el acceso a créditos para las PYMES, entre los cuales están: las altas tasas de interés, requerimientos de garantías colaterales, falta de adaptabilidad de las técnicas utilizadas por los bancos para valorar riesgos, existencia de burocracia en el sistema financiero, políticas de apoyo ineficientes por parte del gobierno, deficiencia en los procesos administrativos internos de las PYMES, entre los más relevantes

Adicionalmente, se procedió a analizar otros mecanismos de financiamiento que ofrecen las instituciones financieras, que si bien no cuentan con las mismas características del crédito, se encuentran a disposición de las pequeñas y medianas empresas.

En primer lugar, el leasing o arrendamiento financiero es una fuente de capitalización, la cual consiste en un acuerdo entre dos empresas, en el que una de ellas le otorga un bien a la otra a fin de que esta última haga uso de dicho bien durante un plazo determinado en el contrato. La empresa que usa el bien tendrá la obligación de pagar la depreciación del activo y al final del acuerdo existirá una opción a compra o renovación del contrato (Viteri, 2018).

En Ecuador, esta es una práctica poco habitual puesto que no hay gran conocimiento acerca de ella, aunque los que sí lo tienen optan por el financiamiento a través de crédito bancario, pues los empresarios prefieren obtener activos fijos en vez de arrendarlos. Un aspecto a destacar de este mecanismo de financiamiento es que tiene más facilidad de acceso en comparación a un crédito, ya que las tasas de interés van de acuerdo a la necesidad de financiamiento y la capacidad de pago que la empresa, a pesar de esto muy pocas empresas lo utilizan (Mosquera & Reyes, 2018).

Por otra parte, el factoring es un mecanismo de financiamiento a corto plazo que consiste en la compra de facturas por parte de una institución financiera a una empresa que requiere el dinero con anticipación para llevar a cabo sus operaciones con brevedad, otorga derecho a dicha institución a gestionar la cobranza de la factura adquirida por parte de la empresa. En Ecuador, esta práctica es utilizada frecuentemente por grupos empresariales en búsqueda de liquidez y oscila

aproximadamente entre el uno punto cinco y dos porcientos del Producto Interno Bruto, llegando a sumar \$1.500 millones de dólares en 2017 (Cajas & Galarza, 2018).

Mercado Bursátil

Ciertamente como se pudo observar anteriormente, la banca se presenta como una opción de financiamiento importante en el país, considerando aristas interesantes que la convierten en la más utilizada por las empresas y aunque parezca un sistema imprescindible para que estas capten recursos y puedan desarrollar sus proyectos, presenta problemas que afectan a las organizaciones, siendo el más determinante la dificultad de la administración de los recursos financieros debido al incurrimento en costos elevados.

Por otra parte, existen métodos de financiamiento alternativos que, por desconocimiento general, las empresas han obviado y no han sido tomados en consideración. En la presente sección del capítulo, se indagará a fondo acerca del mercado bursátil y los mecanismos potenciales que las PYMES pueden utilizar para captar recursos financieros.

En primer lugar, el mercado bursátil tiene como principal función, dirigir recursos financieros hacia el desarrollo de la producción mediante la compra y venta de valores que le servirán como mecanismo de financiamiento directo a las empresas a través de inversionistas que buscan oportunidades de negocio rentables con la negociación de dichos valores. Este mercado opera con orden, integridad, eficacia y transparencia, características que le otorgan competitividad en lo que concierne al flujo de información que brindará asistencia a sus actores en miras de actuar bajo sus propios intereses (Bolsa de Valores de Quito, 2019).

En Ecuador el mercado de valores tiene como entes reguladores a la Superintendencia de Compañías y la Comisión Nacional de Valores, organismos que están encargados de promover las normas y promulgar las leyes para un funcionamiento óptimo en el mercado a través de la regulación de las actividades que se realizan dentro del mismo. Por otra parte, se encuentran los entes operativos; la Bolsa de Valores de Guayaquil y de Quito, quienes son los encargados de poner información y datos estadísticos a disposición de los participantes con la finalidad de brindar oportunidades igualitarias entre empresas e inversionistas (Morán, 2015).

El mercado bursátil es una propuesta a tomar en consideración en el largo plazo, pues a través de los años no se ha desarrollado de la manera que se esperaba y ha sido muy infravalorada por las empresas, particularmente en el sector PYMES, lo

que se puede deber a la informalidad mediante las cuales estas se manejan, a esto se suma la escasa cultura por parte de las empresas familiares y la falta de apertura de estas con respecto a la transparencia de su información financiera y la participación de terceras personas en el desarrollo de dichas empresas (Neira, 2016).

Según Revista Líderes (2019), la situación actual del mercado de valores nacional se puede corroborar a través del tejido empresarial ecuatoriano, puesto que la participación en dicho mercado no es de interés. Los números indican que de todas las empresas constituidas en el país, solo un 291 de ellas cotizan en la bolsa. De ese número de empresas, 68 son PYMES. Dicho lo anterior, se puede inferir que el mercado bursátil es un recurso de financiamiento utilizado en su mayoría por empresas grandes, mientras que una cantidad mínima de PYMES ha optado por obtener recursos a través de este mercado financiero.

Tabla 6

Numero de PYMES que cotizan en el Mercado de Valores

Según sector	No. de empresas	Según provincias	No. de empresas
Comercial	13	Pichincha	14
Industrial	11	Guayas	49
Agrícola, Ganadero, Pesquero y Maderero	18	Tungurahua	2
Servicios	20	Santo Domingo	0
Inmobiliario	1	Azuay	1
Construcción	3	Los Ríos	0
Financiero	2	Manabí	2
Energía y minas	0	Galápagos	0
Total	68	Total	68

Nota: Adaptado de “Informe Bursátil Mensual Sobre las Negociaciones a Nivel Nacional”, por Bolsa de Valores de Quito, 2019.

Tal como se mencionó anteriormente, la participación de las PYMES en el mercado de valores ecuatoriano es muy escasa, a pesar de su amplia presencia en el tejido empresarial del país. Según la tabla seis, la mayoría de empresas que cotizan en bolsa pertenecen al sector de servicios, agrícola y comercial, mientras que en los otros sectores su participación es ínfima o nula. En lo que respecta al número de empresas por provincias, Guayas y Pichincha son las que más contribución aportan, representando juntas el 93 %, mientras que las otras provincias tienen una participación poco importante. Esto quizá se deba a la importante función facilitadora de las bolsas de valores de Guayaquil y Quito. En un contexto general, el mercado

bursátil ecuatoriano tiene un largo camino por recorrer, pues necesita que las PYMES adquieran un papel más importante.

No obstante, el concepto del mercado bursátil se va afianzando con el tiempo y a medida que la función de este como un método de financiamiento se da a conocer entre los empresarios del país, el volumen de operaciones va en aumento. El período comprendido entre enero y diciembre del 2018, el monto total de valores negociados en el mercado bursátil fue de US\$ 7,474 millones, presentando un crecimiento de trece puntos porcentuales con respecto al 2017, año en el que el valor efectivo de negociaciones fue de \$6,616 millones (Superintendencia de Valores, Compañías y Seguros, 2018).

Para los fines del presente estudio, se identificaron los instrumentos financieros utilizados como mecanismo de financiamiento por parte de las empresas en el mercado bursátil. A continuación, se explicará brevemente cada uno de ellos:

Las acciones o instrumentos financieros de renta variable corresponden a un valor que le otorga una parte de la propiedad de una empresa a su tenedor sea esta sociedad anónima, sociedad de comandita o economía mixta. El portador de este instrumento financiero se adjudica el título de accionista, el cual le permitirá participar en las decisiones de la empresa en la medida del capital social que le pertenezca. La normativa ecuatoriana establece que este valor deberá ser nominativo y registrado en el libro de accionistas de la empresa. Según su naturaleza, las acciones se dividen en ordinarias y preferentes. Las acciones ordinarias le otorgan a su tenedor el derecho a voto, mientras las preferentes no otorgan derecho a voto, pero les dan a su propietario preferencias de pago (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2019).

Las obligaciones son instrumentos de renta fija emitidos a través de un mecanismo que le permite a una empresa obtener financiamiento de las personas en miras de llevar a cabo sus proyectos. En otras palabras, las obligaciones son consideradas como deuda que en primera instancia el emisor genera y otorga a tenedores el derecho de exigirlos según condiciones contractuales. Los tenedores de obligaciones tendrán derecho también a cobrar intereses y a recuperar su capital, con lo cual estas contarán con cupones pagaderos en plazos establecidos en el tipo de emisión. Las obligaciones pueden ser de corto y de largo plazo según el tiempo contado desde su emisión hasta su vencimiento. (Bolsa de Valores de Quito, 2019).

Las obligaciones, junto a otros instrumentos de renta fija, le permiten al emisor tener a disposición un mecanismo de financiamiento más económico que el

tradicional, obtenido mediante instituciones del sistema financiero. Por otra parte, los inversionistas se verán atraídos por este instrumento, pues en el proceso se omite la participación de un intermediario, lo que les genera más rentabilidad. De esta manera, ambas partes se beneficiarán de este proceso (Andrade, 2016).

Adicionalmente, la emisión de obligaciones cuenta con un sistema de garantías que le permite elegir a la empresa el respaldo de dicha emisión. En primer lugar, la empresa puede optar por emitir obligaciones con garantía general, en la cual todos los activos de la empresa según el estado de situación financiera, excluyendo activos diferidos, serán considerados como la garantía de la emisión. Bajo este sistema, la empresa podrá emitir obligaciones equivalentes a hasta un 80 % del valor total de dichos activos libres de todo gravamen. Por otra parte, la empresa también podrá optar por emitir con garantía específica. Similar al de los bancos, este sistema permite poner como respaldo de emisión prendas, hipotecas, avales, fianzas, cartas de crédito, pólizas de seguro, fideicomisos, entre otros que constituyan fuente de pago (Asamblea Nacional del Ecuador, 2014).

El papel comercial es un instrumento de renta fija similar a las obligaciones corporativas, con la diferencia de que es a corto plazo, con lo cual el plazo de emisión requerido para este valor no deberá superar los 365 días (Bolsa de Valores de Quito, 2019). Con gran frecuencia, estos títulos son emitidos por empresa que requieren financiamiento a corto plazo, para poder realizar esta operación, el emisor deberá ostentar un riesgo crediticio bajo y un reconocimiento en el mercado, razón por la cual estos papeles son usualmente emitidos por empresas grandes (Mato, 2007).

La titularización es una operación financiera mediante la cual, una empresa obtiene financiamiento transformando los flujos de efectivo esperados de un proyecto que no cuenta con liquidez en el momento en el que se desarrolla, en valores líquidos que se negocian en el mercado bursátil, fruto de un procedimiento jurídico basado en la evaluación del potencial que dicho proyecto ofrece. Este mecanismo permite a su emisor aumentar su capacidad operativa en el presente a través del dinero colocado por inversionistas. Una vez que el proyecto genera flujos de efectivo, la empresa emisora tendrá la obligación de pagar los valores generados en la titularización (Ponce, 2005).

Las obligaciones convertibles en acciones corresponden a una operación financiera mediante la cual, las empresas emiten obligaciones con un plazo de un año o mayor, con lo cual el inversionista tendrá el derecho a poder convertirlas en acciones

en base a la convertibilidad estipulada con anterioridad en la escritura pública donde se detalla la emisión y vencimiento de la obligación (Mejía, 2019).

En Ecuador, la actual perspectiva indica que el Mercado de Valores está diseñado específicamente para grandes empresas, este paradigma se ha instalado en la mente del empresario ecuatoriano y ha desincentivado su uso. Según Bolsa de Valores de Quito (2019), muchas pequeñas y medianas empresas se han beneficiado de las facilidades que ofrece el mercado bursátil, empezando por la competitividad que ofrecen las condiciones de plazos y tasas de interés, pues se adaptan a las necesidades de financiamiento y a su capacidad de pago, indistintamente del destino de inversión, ya sea adquisición de capital de trabajo o compra de activos fijos. Por otra parte, este mercado cuenta con flexibilidad en las garantías, de tal manera que el estado de situación de la empresa será el que respalde la operación, con lo cual el emisor no necesitará contar con bienes hipotecables, ya que sus mismos activos servirán como colateral.

Tabla 7

Montos negociados por tipo de renta en miles de USD

Año	Renta Fija	Renta Variable	Renta Fija (%)	Renta Variable (%)
2008	4,993,032	177,969	97 %	3 %
2009	5,070,857	1,356,427	79 %	21 %
2010	4,973,836	132,086	97 %	3 %
2011	3,647,719	112,917	97 %	3 %
2012	3,603,982	144,135	96 %	4 %
2013	3,573,902	148,365	96 %	4 %
2014	6,341,090	1,203,048	84 %	16 %
2015	4,969,257	77,666	98 %	2 %
2016	8,240,083	96,386	99 %	1 %
2017	6,574,386	42,475	99 %	1 %
2018	7,407,270	67,512	99 %	1 %

Nota: Adaptado de “Informe Bursátil Mensual Sobre las Negociaciones a Nivel Nacional”, por Bolsa de Valores de Guayaquil, 2019

Como se puede observar en la tabla siete, la mayoría de las empresas que cotizan en el mercado de valores optan por emitir instrumentos de renta fija, esto se puede deber a que representa un mecanismo de financiamiento a través de pasivo, muy similar al de la banca. Es evidente que, en Ecuador, la estructura conservadora de las

empresas explica la escasa emisión de acciones en el mercado bursátil, puesto que el tejido empresarial está compuesto en su mayoría por empresas familiares que se muestran renuentes a obtener financiamiento e inyecciones de capital por parte de terceros lo cual ha impedido que se dinamice el sector empresarial debido a la aversión al riesgo y el rechazo al cambio (Cajas & Galarza, 2018).

Análisis de las Entrevistas

Como se mencionó anteriormente, en el Ecuador existen diversas fuentes de financiamiento que una empresa puede considerar al momento de requerir recursos externos. Considerando esto, dado a la realidad del país, los dueños de las empresas exteriorizan algunas preferencias por ciertos métodos, llegando inclusive a considerarlos como la única opción rentable y disponible en el mercado para aumentar ya sea su capital de trabajo o sus activos fijos (García, Galarza, & Altamirano, 2017).

En el presente capítulo se explicó que la empresa podía elegir entre dos opciones como destino de inversión, el capital de trabajo y la obtención de activos fijos, según los expertos el destino de inversión depende de la madurez que la empresa tiene y de la situación a la que esta se enfrente, los activos fijos son elegidos cuando la empresa está en la búsqueda de empezar un nuevo proyecto financiero, pues en esta fase, la empresa no cuenta con infraestructura ni con medios para generar ingresos, por otro lado, para empresas que ya cuentan con cierta presencia y trayectoria en el mercado, suelen optar por la extensión de capital de trabajo que como su nombre indica, se enfoca en aumentar la capacidad operativa de la empresa. Cuando la empresa ya se encuentra en un grado de madurez considerable, esta obtiene financiamiento para consolidación de inventario y para financiamiento de cuentas por pagar, aunque este último suele clasificarse también en capital de trabajo (Jaramillo, 2019).

A su vez, los empresarios se enfrentan a la disyuntiva de si bien, obtener financiamiento a través de un tercero o captarlo internamente a través de su sociedad accionista, aunque este último caso puede resultar contraproducente para la empresa, pues aspirarían a una mayor tasa mínima atractiva de retorno, lo que hará que el proyecto de inversión sea más caro (Jaramillo, 2019).

Ejemplo de lo anteriormente mencionado son las pequeña y medianas empresas que tienden a recurrir a la banca privada que ostenta un tipo de interés un poco más alto en relación con las demás opciones (Yepez, 2019). Dicha preferencia se debe exclusivamente al desconocimiento que las compañías poseen, puesto que, al no considerar opciones como la Corporación Financiera Nacional o el Mercado

Bursátil, se limitan a aceptar la imposición de un garante, una garantía y el pago elevado de intereses mensuales (Montesdeoca, 2019).

Según las entrevistas realizadas, muchas veces los microempresarios consideran que las instituciones involucradas se aprovechan de la situación o de las necesidades de estas y buscan incrementar sus ingresos en lugar de fomentar el crecimiento de la economía del país (Yepez, 2019).

No obstante, la verdad es que, como tal, no existe un mecanismo de financiamiento mejor que otro, pues ambos dependen del momento y la negociación bajo el que se consigue. La banca, sea esta pública o privada puede ofrecer tasas atractivas para las empresas, pero quizá no ofrezca los mismos beneficios con respecto a los plazos y viceversa. Por otra parte, la emisión de títulos en el mercado bursátil puede ofrecer tasas muy atractivas, pero dependerá mucho de las condiciones del mercado, es decir, de la oferta y la demanda, sobre todo poniendo en consideración que el conocimiento acerca de la compra y venta de estos valores se encuentra recién en una fase de lento crecimiento (Jaramillo, 2019).

Hasta la fecha, el poco o nulo conocimiento acerca del mercado de valores, sumado a esto la falsa asunción de que está dirigido exclusivamente a empresas corporativas, ha causado que su uso por parte de la pequeña y mediana empresa sea secundario, a pesar de que existan programas de incentivos como el Registro Especial Bursátil (Jaramillo, 2019).

A pesar de lo mencionado anteriormente, las pequeñas y medianas empresas que dan el salto y deciden emitir títulos en el mercado de valores, se vuelven más ordenadas en sus procesos y en la transparencia de su información, pues es un requerimiento establecido por parte de la entidad reguladora. A través de una emisión en el mercado de valores, las Pymes dejan atrás la informalidad y la falta de organización para entrar a un proceso de madurez que definirá el éxito a futuro de dichas empresas en el mercado bursátil (Jaramillo, 2019).

Capítulo 4: Guía de Inserción en el Mercado Bursátil

Luego de haber detallado diferentes opciones disponibles para financiar microempresas ecuatorianas y en base a los argumentos descritos en el tercer capítulo, en la siguiente sección se detallará la guía que una compañía deberá seguir para realizar una emisión de obligaciones en el mercado de valores cual se encuentra resumida en el siguiente gráfico:

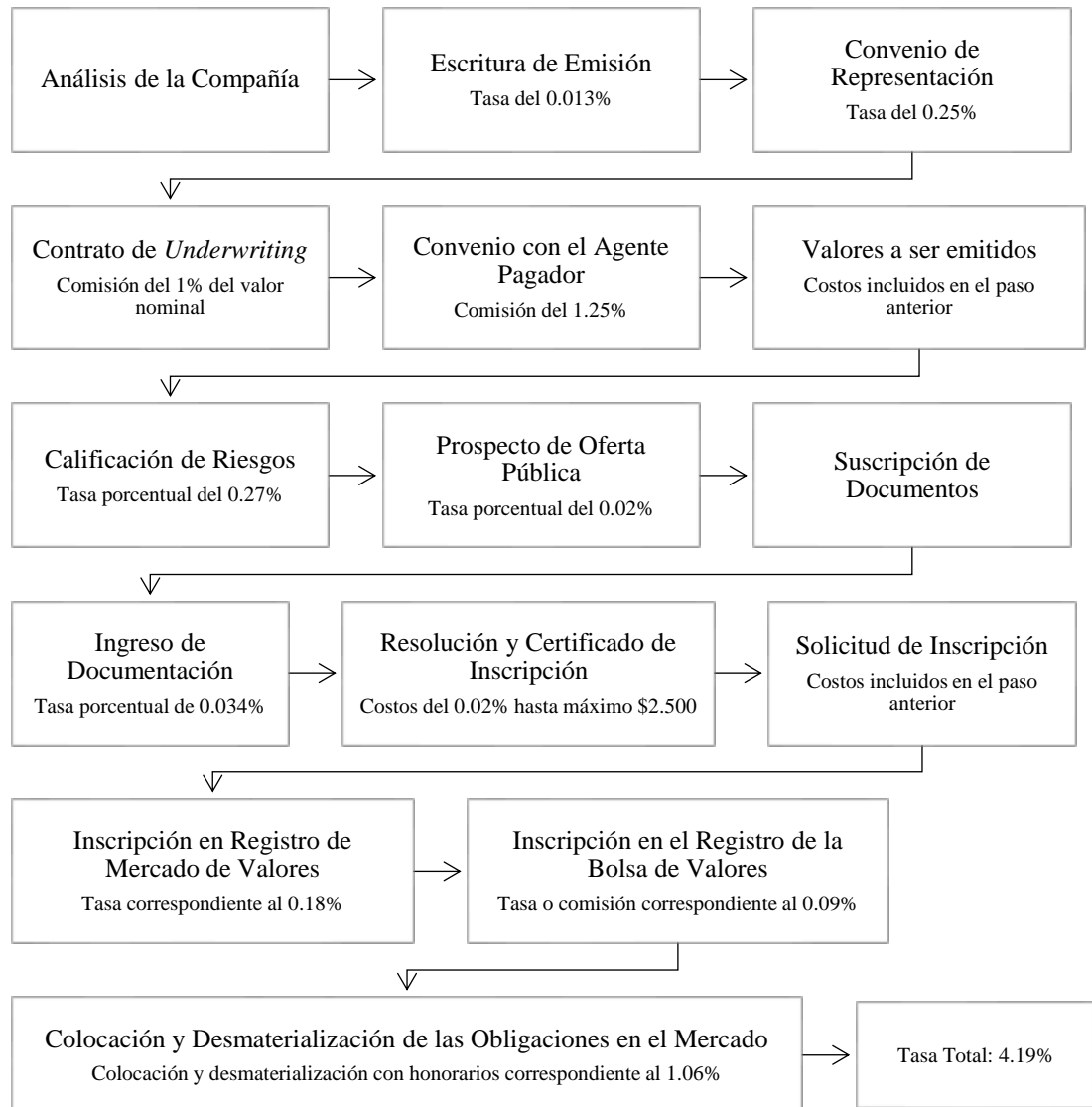


Figura 3. Pasos para la Inserción al Mercado Bursátil. Adaptado de “Guía de Emisión de Obligaciones”, por Bolsa de Valores de Quito, 2019; “Tarifario de Servicios” por Mercapital, 2019; “Prospecto de Oferta Pública: Octava emisión de Electro cables” por Intervalores Casa de Valores S.A., 2019; “Prospecto de Oferta Pública Décima Séptima Emisión de Plastlit S.A.” por Intervalores Casa de Valores S.A., 2019; “Prospecto de Oferta Pública: Emisión del Banco General Rumiñahui S.A.” por PICAVAL S.A., 2018 y “Prospecto de Oferta Pública de Mareato S.A.” por SUCAVAL S.A., 2019.

Primer Paso: Análisis de la Compañía

Al momento de buscar financiamiento externo, es necesario identificar las necesidades y condiciones en las que se encuentra el negocio. Para esto, es importante contar con documentos como el balance general, que informa la situación financiera de la compañía; el estado de resultados, que detalla las ganancias y pérdidas que la firma registra como resultado de sus operaciones diarias y el estado de flujos, que determina los movimientos de efectivo realizados en un periodo determinado (Calvo, 2019).

De acuerdo con la información recopilada, la Junta General de Accionistas o de Socios, dependiendo del caso, tomará la decisión de optar por una emisión de obligaciones a largo plazo siendo apto también para delegar a un órgano de administración el establecimiento de condiciones que no hayan sido establecidas previamente (Asamblea Nacional del Ecuador, 2014).

Segundo Paso: Escritura de Emisión

La emisión de obligaciones deberá realizarse mediante escritura pública y deberá contener las características de la emisión, así como los derechos y obligaciones del emisor, obligacionistas y representante. De la misma manera deberá contar con cláusulas y documentos que habilitarán dicha escritura según lo establece el Código Orgánico, Monetario y Financiero (2014):

Cláusulas de la escritura de emisión.

- Datos personales del emisor como nombre completo, cédula y domicilio.
- Escritura de constitución e inscripción en el Registro Mercantil de la compañía emisora.
- Detalle de la emisión en donde consten los términos y condiciones, monto o cantidad con su respectiva unidad monetaria, plazo, garantías, rendimiento, sistemas de amortización y sorteos o rescates, lugar y fecha de pago, series de los títulos y destino de los fondos a captar.
- Establecimiento de la garantía de la obligación y su constitución en el caso de ser necesaria.
- Procedimientos de rescates anticipados, los mismos que sólo podrán realizarse por mecanismos que aseguren un tratamiento equitativo para los tenedores de obligaciones.
- Limitaciones del endeudamiento de la compañía emisora de las obligaciones.

- Obligaciones adicionales, limitaciones y prohibiciones del emisor mientras esté vigente la emisión, privativamente respecto a la información que se debe proporcionar en este lapso; a la formulación de otros resguardos; al sostenimiento, remplazo o renovación de activos o garantías; facultades de fiscalización manifestadas a los acreedores y a sus representantes.
- Objeto de la emisión de obligaciones.
- Procedimiento de elección, sustitución, eliminación, derechos, deberes y, obligaciones de los representantes de los tenedores y normas relacionadas al funcionamiento de las asambleas de los obligacionistas.
- Fijación del representante de obligacionistas y enunciación de la remuneración.
- Detalle del agente pagador y del lugar de pago de la obligación constatando de igual manera su remuneración.
- El trámite de solución de controversias que, en caso de ser judicial será en la vía verbal sumaria, pero si por el contrario se ha estipulado la solución arbitral, deberá constar la correspondiente cláusula compromisoria conforme a la Ley de Arbitraje y Mediación.

Documentos habilitantes de la escritura.

- Copia certificada del acta de la junta general de accionistas o de socios en donde se resuelve la emisión de obligaciones y las características de la emisión según las necesidades de la compañía.
- Nombramiento del representante legal del emisor seleccionado.
- Convenio de representación con el nombramiento del representante legal de los obligacionistas.
- Contrato suscrito con el agente pagador y nombramiento del representante legal del agente pagador en el caso de ser una persona jurídica diferente del emisor.
- Contrato de *Underwriting* si fuera el caso.

Tercer Paso: Convenio de Representación

La emisora deberá realizar con una casa de valores inscrita en el Registro del Mercado de Valores o algún estudio jurídico ecuatoriano especializado en temas bursátiles mediante un convenio de representación a fin de que tome a su cargo la defensa de los derechos e intereses hasta la cancelación total (Bolsa de Valores de

Quito, 2019). Dicho convenio deberá contar al menos el siguiente contenido según el Código Orgánico, Monetario y Financiero (2014):

- Los datos personales e identificación del emisor y del representante de los obligacionistas.
- La declaración de inexistencia de conflicto de interés del representante de los obligacionistas con ninguna de las partes emisoras ni con las compañías relacionadas por gestión.
- Las cláusulas que van de regir las relaciones jurídicas entre las partes.
- Obligaciones del representante de los obligacionistas:
 - Verificar el cumplimiento por parte del emisor de todos los acuerdos establecidos.
 - Notificar el cumplimiento de cláusulas y obligaciones a los obligacionistas y a la Superintendencia de Compañías con una periodicidad indicada con antelación.
 - Cotejar constantemente el uso de los fondos expresados por el emisor de la manera que se puntualizó en el contrato de emisión.
 - Custodiar el pago equitativo y oportuno a todos los obligacionistas pudiendo proceder como agente pagador en caso de haberlo acordado con la compañía emisora.
 - Pactar con el emisor reformas específicas al contrato de emisión que hubiera considerado la junta de obligacionistas.
 - Construir el informe de gestión dirigido a la asamblea de obligacionistas.
 - Ejercer las funciones adicionales que se encuentren detalladas en el contrato de emisión.
 - Efectuar todos los actos necesarios para el ejercicio de los derechos de los intereses comunes de los tenedores.
 - Actuar en nombre de los tenedores de las obligaciones en procesos judiciales y en los de quiebra o concordato.
 - Representar a los tenedores en todo lo concerniente a su interés común o colectivo.
 - Intervenir con voz, pero sin voto bajo previa autorización en las reuniones de la junta general de accionistas o junta de socios de la

entidad emisora siempre y cuando la orden del día se trate de la emisión de obligaciones.

- Convocar y presidir la asamblea de tenedores de obligaciones.
 - Solicitar a la Superintendencia de Compañías las revisiones de los libros de contabilidad y demás documentos de la sociedad emisora.
 - Informar a los tenedores de obligaciones y a la Superintendencia de Compañías sobre cualquier incumplimiento por parte de la entidad emisora.
 - Guardar reserva sobre los informes de la entidad emisora sin revelar o divulgar las circunstancias o detalles que hubiere conocido sobre los negocios de ésta.
- **Facultades del Representante de los Obligacionistas:**
 - El Representante de los Obligacionistas contará con todas las facultades y deberes que le otorga la Ley y cualquier otra que se encuentre detallada en el contrato de emisión o por la asamblea de obligacionistas.
 - Percibir los honorarios de este representante que corren a cargo de la emisora.
 - Demandar y recibir los informes que sean necesarios para una adecuada protección de los intereses de sus representados.
 - **Obligaciones de la compañía Emisora:**
 - Brindar al representante de los obligacionistas toda la información necesaria para el desempeño de sus funciones, y de permitirle inspeccionar sus libros, documentos y demás bienes.
 - Informar al Representante de los Obligacionistas de toda situación que implique el incumplimiento de las condiciones del contrato de emisión, tan pronto como ello ocurra.
 - La información que el representante de los obligacionistas requiera para el desempeño de sus funciones.

Cuarto Paso: Contrato de *Underwriting*

El Contrato de *Underwriting*, es aquel en el cual una Casa de Valores y una persona emisora o tenedora de valores, capitulan en que la primera asuma la obligación de adquirir una emisión o garantice su colocación en el mercado bursátil (Abogados Asociados EC, 2019).

Modalidades de *underwriting*.

Según Arrubla (2019) existen tres modalidades de *Underwriting*:

- En firme cuando la casa de valores o el consorcio adquiere inicialmente toda la emisión o el paquete de valores, encargándose posteriormente de la venta al público inversionista.
- Con garantía total o parcial de adquisición en donde la casa de valores o el consorcio asume el compromiso de adquirir por un determinado tiempo la totalidad o solamente una parte de la emisión siempre y cuando abarquen hasta máximo tres veces su patrimonio.
- Del mejor esfuerzo cuando la casa de valores o el consorcio actúa como simple intermediaria de la compañía emisora o del tenedor, comprometiéndose a realizar el mejor esfuerzo para colocar la mayor parte posible de la emisión dentro de un plazo predeterminado.

Contenido del contrato *underwriting*.

Según el Código Orgánico, Monetario y Financiero (2014), todo contrato *underwriting* debe incluir:

- Datos de las partes involucradas con sus respectivas obligaciones.
- Un detalle minucioso de los valores objeto del documento legal.
- La modalidad en la cual se estableció el contrato.
- Precio, comisiones y forma de pago al emisor o tenedor con su respectivo plazo.
- Cláusulas que describan las penalidades por violación del contrato.
- Normas que fijen la liberación de los compromisos de las partes.
- Disposiciones legales y competencia para resolver controversias.

Quinto Paso: Convenio con el Agente Pagador

Los emisores de obligaciones deberán suscribir un convenio con el agente pagador que designen, el cual, puede estar conformado por la propia emisora o alguna institución financiera que esté sujeta a la Superintendencia de Bancos y Seguros del país (Asamblea Nacional del Ecuador, 2014).

Sexto Paso: Valores a ser emitidos

Luego de realizar los contratos previamente mencionados, es necesario realizar un esquema financiero con el detalle de los valores que serán emitidos, los mismos que se describen en el Apéndice D. Asimismo, en caso de que las obligaciones se

encuentren representadas en anotaciones en cuenta, en el depósito centralizado de compensación y liquidación de valores constatarán el o los nombres de los obligacionistas (Asamblea Nacional del Ecuador, 2014).

Séptimo Paso: Calificación de Riesgos

Toda emisión de obligaciones necesitará una calificación de riesgo efectuada por calificadoras inscritas en el Registro del Mercado de Valores, la misma que se mantendrá actualizada de conformidad con las normas que para el efecto expida el Consejo Nacional de Valores (Bolsa de Valores de Quito, 2019).

Octavo Paso: Prospecto de Oferta Pública

Oferta pública de valores es la propuesta enfocada al público en general con el objetivo de negociar valores en el mercado mientras que el prospecto es el documento aprobado por la Superintendencia de Compañías que detalla las características de los valores a ser emitidos y a groso modo, los datos e información apreciables respecto del emisor, de acuerdo con las normas de carácter general que al respecto expida el Consejo Nacional de Valores (Bolsa de Valores de Quito, 2019).

Como se observa en el Apéndice E, dicho prospecto abarca una recopilación de toda la información y los contratos previamente obtenidos en los pasos mencionados.

Noveno Paso: Suscripción de Documentos

Inmediatamente es necesario suscribir el Convenio de Representación de los Obligacionistas, la Escritura que adjunta el Contrato de Emisión de Obligaciones y demás documentos solicitados para la autorización de la emisión de obligaciones (Asamblea Nacional del Ecuador, 2014).

Décimo Paso: Ingreso de Documentación

Luego se debe ingresar la documentación a la Superintendencia de Compañías para que la misma dé el consentimiento para la inscripción del emisor y de las obligaciones en el Registro de Mercado de Valores.

Décimo Primer Paso: Resolución y Certificado de Inscripción

La Superintendencia de Compañías emite la Resolución mediante la cual aprueba o rechaza la emisión de obligaciones y emite un Certificado de Inscripción en el Registro de Mercado de Valores en el caso de obtenerse una afirmativa en el proceso (Bolsa de Valores de Quito, 2019).

Décimo Segundo Paso: Solicitud de Inscripción

En complemento se debe ingresar una solicitud, acompañada de los documentos previamente obtenidos, para la aprobación e inscripción del emisor y las obligaciones en el Registro de la Bolsa de Valores, sea de Guayaquil o de Quito (Asamblea Nacional del Ecuador, 2014).

Décimo Tercer Paso: Inscripción en Registro de Mercado de Valores

De acuerdo con la Bolsa de Valores de Quito (2019), inmediatamente obtenida las dos aprobaciones y la autorización de la junta general de accionistas o de socios, la compañía emisora propondrá a otorgar la escritura pública de emisión respectiva, con todos los siguientes documentos y contratos:

- Aprobación de la emisión.
- Aprobación del contenido del prospecto de oferta pública.
- Autorización de oferta pública.
- Inscripción de los valores en el Registro del Mercado de Valores.
- Inscripción del emisor, cuando éste no se halle inscrito.

A la solicitud se deberá anexar:

- Escritura de emisión de obligaciones.
- Prospecto de oferta pública de las obligaciones.
- Certificados conferidos por el Registrador de la Propiedad y por el Registrador Mercantil, de los cuales se desglose si sobre los activos de la compañía no pesa algún tipo de gravamen, limitación al dominio, prohibición de enajenar y/o prenda industrial; en relación exclusivamente al monto máximo a ser autorizado para emisiones de obligaciones amparadas con garantía general.
- Copia del facsímile del valor.
- Resolución de aprobación de la emisión por parte de la Superintendencia de Bancos y Seguros.
- Ficha registral, del valor y del emisor, de ser el caso.

Décimo Cuarto Paso: Inscripción en el Registro de la Bolsa de Valores

De acuerdo con la Asamblea Nacional en la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil del Ecuador (2014), para la inscripción de obligaciones de largo plazo, a más de los requisitos solicitados para la inscripción en el Registro de Mercado de Valores, se deberá presentar la siguiente información para la inscripción en el Registro de la Bolsa de Valores:

- Una copia de la resolución aprobatoria del prospecto de oferta y del certificado de inscripción de la oferta pública emitidos por la Superintendencia de Compañías.
- Una copia del prospecto de oferta pública, según sea mercado primario o secundario, aprobado por la Superintendencia de Compañías.
- Cien prospectos de oferta pública, que deberán entregarse con al menos tres días bursátiles hábiles de anticipación a la negociación, los mismos que pueden ser remitidos en medio físico o en archivo magnético.
- Una copia de la parte pertinente del acta de junta general que autoriza la oferta pública.
- Los números del Registro Único de Contribuyentes.
- Una copia certificada del contrato de *underwriting*, en caso de existir.
- El informe completo de la calificación de riesgo.
- El flujo de fondos proyectado durante el plazo de la emisión de los valores.
- Los balances no auditados del emisor, del último mes anterior a la fecha en la que presente la solicitud, si ésta es presentada del 15 y al último día del mes; y, el penúltimo balance no auditado, si la solicitud es presentada del uno al 14 del mes.
- Los estados financieros del emisor proyectados durante la vigencia de la emisión.

Décimo Quinto Paso: Colocación y Desmaterialización

Los valores que se emitan para someterlos a un proceso de oferta pública deben ser desmaterializados para finalmente ser colocados en el mercado de valores y empezar con los rendimientos (Asamblea Nacional del Ecuador, 2014).

Capítulo 5: Valoración Financiera y Análisis Comparativo

En el quinto capítulo del trabajo de investigación, se realizará un análisis de la microempresa PRISVALAND S.A. dentro del marco temporal establecido, para posteriormente desarrollar la valoración financiera de la misma, simulando las emisiones de obligaciones a largo plazo y la adquisición de un crédito con una institución bancaria con el fin de determinar cuál es la opción más rentable.

Situación Actual de la Empresa

Como se mencionó en el capítulo anterior, para poder realizar una valoración financiera de una compañía e insertarla en el mercado bursátil, es necesario en primera instancia revisar el balance general y posteriormente el estado de resultados que esta ha generado en el transcurso del tiempo. Inicialmente, como se visualiza en el Apéndice F, PRISVALAND S.A. ha presentado diversas variaciones en su balance general.

Como primer punto, reportando los valores más elevados en el 2014 y 2016, para el año 2018, la empresa contaba ya con \$98,518.45 de activos corrientes y no corrientes, \$51,714.52 de patrimonio total y \$46,803.93 de pasivo.

Luego, en lo que respecta a los ingresos, egresos y utilidades, como se detallan en el Apéndice G, la empresa ha obtenido cifras positivas en los últimos años, cerrando el 2018 con un incremento de 70 % con relación al promedio, lo que equivale a \$2,207.06 en utilidades afectada principalmente por la única fuente de ingreso de la empresa: la venta de productos terminados (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2019) la cual, con un incremento considerable el último año fiscal, dejó de lado la tendencia negativa que venía reportando desde el año 2014 (Yépez Espinales, 2017), como se muestra en la figura cuatro.

A su vez, en el 2017, PRISVALAND S.A. disminuyó el total de sus gastos drásticamente, lo que a nivel general permite incrementar las ganancias para la compañía, sin embargo, no se logró sostener dicho recorte a través del tiempo, siendo así que ya para el siguiente año reportó su nivel de gastos más elevados en el rango temporal delimitado en el trabajo (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2019).



Figura 4. Detalle de las Ventas de PRISVALAND S.A. Adaptado de “Documentos Online”, por Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2019.

Ratios o razones financieras.

Los indicadores financieros indican la situación de la empresa a través de un resultado numérico producto de dos cifras procedentes de los Estados Financieros. Si bien, estos por sí solos no podrán establecer un análisis pertinente, cuando son relacionados con otros y/o se comparan con indicadores de años anteriores, se podrán obtener resultados más significativos y aterrizados a la realidad (Martínez, 2019) .

Indicadores de liquidez.

$$\text{Capital Neto de Trabajo} = \text{Activo Corriente} - \text{Pasivo Corriente}$$

$$\text{Capital Neto de Trabajo (2014)} = 167,772.94 - 84,700.80 = \mathbf{\$83,072.14}$$

$$\text{Capital Neto de Trabajo (2015)} = 108,409.78 - 23,938.90 = \mathbf{\$84,470.88}$$

$$\text{Capital Neto de Trabajo (2016)} = 121,540.98 - 36,278.70 = \mathbf{\$85,262.28}$$

$$\text{Capital Neto de Trabajo (2017)} = 38,356.47 - 11,705.37 = \mathbf{\$26,651.10}$$

$$\text{Capital Neto de Trabajo (2018)} = 64,940.10 - 46,803.93 = \mathbf{\$18,136.17}$$

Según Martínez (2019), el capital de trabajo se define como el excedente de activos corrientes que le sirven a la empresa para que la empresa pueda llevar sus operaciones con normalidad. Como se puede apreciar, en el 2014 un número alto en el activo corriente de la empresa se compensa con un alto pasivo corriente, dejando como resultado un capital de trabajo alto. En el año 2015, el valor de los activos corrientes disminuye considerablemente, pero una disminución del 71 % en los pasivos corrientes deja como resultado un capital de trabajo similar al del año anterior, la tendencia se mantiene hasta el año 2017, donde ambas cuentas disminuyen en niveles altos, haciendo que el capital de trabajo disminuya en casi 70 %. Finalmente, en el año 2018, el activo corriente aumenta y a su vez el pasivo corriente, dejando un

capital de trabajo aún menor al del año anterior. La reducción en la liquidez de la empresa los dos últimos años se puede deber al aumento en las cuentas de activos no corrientes.

Indice de Solvencia = Activo Corriente/Pasivo Corriente

$$\text{Indice de Solvencia (2014)} = \frac{\$167,772.94}{\$84,700.80} = \mathbf{1.98}$$

$$\text{Indice de Solvencia (2015)} = \frac{\$108,409.78}{\$23,938.90} = \mathbf{4.53}$$

$$\text{Indice de Solvencia (2016)} = \frac{\$121,540.98}{\$36,278.70} = \mathbf{3.35}$$

$$\text{Indice de Solvencia (2017)} = \frac{\$38,356.47}{\$11,705.37} = \mathbf{3.28}$$

$$\text{Indice de Solvencia (2018)} = \frac{\$64,940.10}{\$46,803.93} = \mathbf{1.39}$$

Según Martínez (2019), este índice indica la proporción en la cual las deudas a corto plazo de la empresa pueden ser cubiertas por el activo corriente que esperan ser convertidos en efectivo en un lapso menor o igual al plazo de las obligaciones a corto plazo de la empresa. Bajo esta premisa, analizando el año 2014 se puede decir que por cada dólar de deuda a corto plazo en la que la empresa incurra, habrá casi dos dólares en activos corrientes que respalden dicha deuda. El índice de solvencia es mayor en el 2015 puesto que los pasivos corrientes tienen un decrecimiento considerable, pues por cada dólar de deuda, habrá 4,53 dólares en activos corrientes de respaldo. En el año 2016 existe un aumento proporcional de los activos y pasivos corrientes, sin embargo, el índice de solvencia se reduce en un 19 %. El valor del índice de solvencia se mantiene casi igual en el 2017 a pesar de la drástica reducción en los activos y pasivos corrientes. En el año 2018, los activos y los pasivos corrientes vuelven a repuntar, pero por cada dólar de deuda que la empresa tiene, la capacidad de los activos corrientes para hacer frente a la deuda a corto plazo se reduce a \$1.39, siendo este el menor índice de solvencia en los últimos cinco años de la empresa.

Prueba Ácida = (Activo Corriente – Inventarios)/Pasivo Corriente

$$\text{Prueba Ácida (2014)} = \frac{\$167,772.94 - \$87,817.68}{\$84,700.80} = \mathbf{0.94}$$

$$\text{Prueba Ácida (2015)} = \frac{\$108,409.78 - \$56,230.40}{\$23,938.90} = \mathbf{2.18}$$

$$\text{Prueba Ácida (2016)} = \frac{\$121,540.98 - \$34,856.78}{\$36,278.70} = \mathbf{2.39}$$

$$\text{Prueba Ácida (2017)} = \frac{\$38,356.47 - \$5,648.87}{\$11,705.37} = \mathbf{2.79}$$

$$\text{Prueba Ácida (2018)} = \frac{\$64,940.10 - \$23,074.90}{\$46,803.93} = \mathbf{0.89}$$

Según Martínez (2019), el índice de prueba ácida guarda cierta similitud con el índice de solvencia, pues corresponde a un indicador que mide la capacidad de cubrir sus deudas a corto plazo con el activo corriente, con la diferencia de que en el índice de prueba ácida no se considera la liquidación de inventarios, dado que esta cuenta es la que mayor tiempo toma en convertirse en efectivo. En el presente análisis, el índice de prueba ácida de PRISVALAND S.A. en el año 2014 indica que por cada dólar que la empresa ostenta en deuda sin contar la liquidación de inventarios, tendrá 89 centavos de cobertura por parte de sus activos corrientes. La razón de solvencia en los siguientes tres años se mantiene en un rango de 2.18-2.79, números altos que indican que la empresa redujo inventarios y pasivos corrientes. En el año 2018 el índice de prueba ácida tiene un decremento drástico de 1.9 puntos, pues el 35 % de los activos corrientes de la empresa en dicho año corresponden a la cuenta de inventarios y la empresa aumenta su cuenta de pasivos corrientes en casi 300 %.

En un panorama general, la empresa contó con una liquidez decente en el período 2014-2017, dado que la misma contaba con activos corrientes sólidos con poca dependencia de la cuenta de inventarios, razón por la cual los indicadores de liquidez son valores mayores a uno en la mayoría de los casos. Ocurre todo lo contrario en el 2018, año en el cual, a pesar de que la empresa aumenta sus activos corrientes con respecto al año que le precede, este tiene dependencia de la liquidación de sus inventarios, y aún peor, la empresa incurre en una deuda a corto plazo muy elevada que pone en riesgo la capacidad de esta para afrontar sus obligaciones corrientes con la liquidez que generan sus activos corrientes.

Indicadores de deuda.

Según Martínez (2019), estos indicadores permiten identificar el nivel de endeudamiento de la empresa, es decir, el grado en el que los acreedores participan sobre los activos de la empresa.

Ratio de Endeudamiento = Pasivo Total/Activo Total

$$\text{Ratio de Endeudamiento (2014)} = \frac{\$84,700.80}{\$167,772.94} = \mathbf{50.49\%}$$

$$\text{Ratio de Endeudamiento (2015)} = \frac{\$23,938.90}{\$108,409.78} = \mathbf{22.08\%}$$

$$\text{Ratio de Endeudamiento (2016)} = \frac{\$36,278.70}{\$121,540.98} = \mathbf{29.85\%}$$

$$\text{Ratio de Endeudamiento (2017)} = \frac{\$11,705.37}{\$61,155.89} = \mathbf{19.14\%}$$

$$\text{Ratio de Endeudamiento (2018)} = \frac{\$46,803.93}{\$98,518.45} = \mathbf{47.51\%}$$

Con los conceptos mencionados anteriormente se puede observar que, en el 2014, la razón de endeudamiento de PRISVALAND S.A. es del 50.49 %, lo que indica que los acreedores tienen una participación de más de la mitad de los activos totales de la empresa. En el 2015, el índice de endeudamiento se reduce considerablemente, dado que la empresa logra disminuir sus pasivos totales en más del 30 %, en el año siguiente el ratio tiene un leve incremento dado que el pasivo total aumenta un poco más que los activos, sin embargo, en el 2017, presenta una disminución drástica, pues el pasivo total tiene una reducción de casi el 50 % con respecto al año anterior. En el año 2018, la situación es similar a la del 2014, donde la participación de los acreedores en los activos totales de la empresa es mayor o casi igual al 50 %, un número alto teniendo en cuenta el nivel de endeudamiento de la empresa en años anteriores.

Ratio de Estructura de Capital = Patrimonio/Activo Total

$$\text{Ratio de Estructura de Capital (2014)} = \frac{\$83,072.14}{\$167,772.94} = \mathbf{49.51\%}$$

$$\text{Ratio de Estructura de Capital (2015)} = \frac{\$84,470.88}{\$108,409.78} = \mathbf{77.92\%}$$

$$\text{Ratio de Estructura de Capital (2016)} = \frac{\$85,262.28}{\$121,540.98} = \mathbf{70.15\%}$$

$$\text{Ratio de Estructura de Capital (2017)} = \frac{\$49,450.52}{\$61,155.89} = \mathbf{80.86\%}$$

$$\text{Ratio de Estructura de Capital (2018)} = \frac{\$51,714.52}{\$98,518.45} = \mathbf{52.49\%}$$

En contraparte a la razón financiera explicada anteriormente, el ratio de estructura de capital permite identificar el grado en que la sociedad accionaria participa sobre los activos de la empresa, con esto se puede decir que en el año en que parte el análisis, los accionistas tienen una participación sobre los activos casi equitativa con los deudores, mientras que en el año 2015, los accionistas tienen una participación mayor, pues una reducción considerable en la deuda hace que el porcentaje de estructura de capital aumente, este último tiene una reducción del nueve por ciento en el año siguiente pues existe un aumento proporcional en la deuda y en el total de activos de la empresa, mientras el valor del patrimonio aumenta en una menor cuantía. En el año 2017, un ratio de estructura de capital de 80 % explica una mayor participación de la sociedad accionaria en relación con el año 2016, mientras que en el año 2018 existe una situación similar a la del 2014, con un ratio de estructura de capital del 52,49 %, puesto que existe un aumento de activos financiados a través de deuda.

Un aspecto importante por tomar en consideración en el presente análisis es que el 100 % de la deuda de la empresa es a corto plazo, lo que indica que el financiamiento que obtiene viene por parte de los proveedores o entidades financieras que otorgan crédito a corto plazo.

Indicadores de actividad.

Estos índices miden la eficiencia con la cual la empresa utiliza y recupera sus recursos. Los indicadores de actividad a su vez coadyuvan a complementar el estudio de los indicadores de liquidez (Pastor, 2019).

Rotación de Activo Total = Ventas Netas/Activo Total

$$\text{Rotación de Activo Total (2014)} = \frac{\$453,629.02}{\$167,772.94} = 2.7$$

$$\text{Rotación de Activo Total (2015)} = \frac{\$486,999.03}{\$108,409.78} = 4.49$$

$$\text{Rotación de Activo Total (2016)} = \frac{\$363,690.76}{\$121,540.98} = 2.99$$

$$\text{Rotación de Activo Total (2017)} = \frac{\$354,258.86}{\$61,155.89} = 5.79$$

$$\text{Rotación de Activo Total (2018)} = \frac{\$484,553.10}{\$98,518.45} = 4.92$$

Según Pastor (2019), la interpretación de este índice indica que por cada dólar que ha sido invertido en activos totales, la empresa genera por un determinado número de dólares por concepto de ventas. Dicho esto, se puede establecer que, en el 2014, año en el que la empresa tiene una rotación de activos de 2.7, las ventas han casi triplicado el valor del activo total de la empresa. Siguiendo con el análisis del próximo año, se puede observar que la rotación del activo total ha crecido en 1.79 puntos. Esto se debe a que las ventas han aumentado con respecto al año anterior y el valor de los activos totales ha disminuido considerablemente. En el 2016 ocurre todo lo contrario, las ventas disminuyen con respecto al año anterior y el valor de los activos aumenta y consecuentemente la rotación de activos disminuye a 2.99. En el 2017 la empresa rota 5.79 veces sus activos totales a pesar de una leve disminución en sus ventas totales. Esto se debe a que el valor total de sus activos disminuyó en un 49 %. El año 2018 no presenta una gran diferencia con respecto al anterior, pues su rotación de activos totales se reduce en un 15 %. En este año se destaca el aumento drástico en las ventas y en los activos totales. En aras del análisis, cabe recalcar que en el período 2014-2016 los activos totales de la empresa corresponden únicamente a activos corrientes, mientras que en el 2017-2018 la empresa adquiere activos fijos. En este período la empresa cuenta con los índices de rotación de activos más altas de los últimos 5 años.

No. de Días de Inventario en Mano = Inventarios * 360/Costo de Ventas

$$\text{No. de Días de Inventario en Mano (2014)} = \frac{\$87,817.68 \times 360}{\$370,992.27} = \mathbf{85}$$

$$\text{No. de Días de Inventario (2015)} = \frac{\$56,230.40 \times 360}{\$399,213.95} = \mathbf{51}$$

$$\text{No. de Días de Inventario (2016)} = \frac{\$34,856.78 \times 360}{\$279,658.59} = \mathbf{45}$$

$$\text{No. de Días de Inventario (2017)} = \frac{\$5,648.87 \times 360}{\$310,755.77} = \mathbf{7}$$

$$\text{No. de Días de Inventario (2018)} = \frac{\$23,074.90 \times 360}{\$352,024.12} = \mathbf{24}$$

Como su nombre lo indica, el número de días de inventario explica cuantos días permaneció aproximadamente la mercadería en bodegas, este análisis va acompañado del índice de rotación de inventarios, que le dará mejor entendimiento al estudio de la empresa PRISVALAND S.A.

Rotación de Inventarios = Costo de Venta/ Inventarios

$$\text{Rotación de Inventarios (2014)} = \frac{\$370,992.27}{\$87,817.68} = \mathbf{4}$$

$$\text{Rotación de Inventarios (2015)} = \frac{\$399,213.95}{\$56,230.40} = \mathbf{7}$$

$$\text{Rotación de Inventarios (2016)} = \frac{\$279,658.59}{\$34,856.78} = \mathbf{8}$$

$$\text{Rotación de Inventarios (2017)} = \frac{\$310,755.77}{\$5,648.87} = \mathbf{55}$$

$$\text{Rotación de Inventarios (2018)} = \frac{\$352,024.12}{\$23,074.90} = \mathbf{15}$$

Pastor (2019), indica que este ratio financiero se puede interpretar como el número de veces que la empresa vende su stock en un determinado año. Bajo esta premisa se puede decir que en el año 2014, cada inventario de la empresa pasó tres meses en bodega hasta ser liquidado, mientras que la rotación de inventarios en el año 2015 pasó a ser de siete veces, con lo cual, en dicho año la empresa cambiaba el inventario cada 51 días como se mencionó anteriormente. En el año 2016, el índice tiene un aumento del 14 % con respecto al año anterior, lo que hace que la empresa logre rotar su inventario cada 45 días. En este análisis se destaca el aumento drástico del 588 % en la rotación de inventarios en el año 2017 con respecto a su año anterior. Lo que quiere decir que la empresa logró rotar el inventario cada siete días, logrando tener así su mayor índice de rotación de inventarios en los últimos cinco años. En el año 2018, la rotación de inventarios de la empresa baja a 15 veces, un índice menor al del año anterior, pero aceptable en comparación a años anteriores, pues la empresa llega a rotar sus inventarios cada 24 días.

Indicadores de rentabilidad.

Los ratios de rentabilidad se pueden definir como un grupo de índices que determinan si una empresa es rentable o no, midiendo el nivel de eficiencia de distintas cuentas obtenidas de los estados financieros (Roldán, 2019).

$$\mathbf{ROA = Utilidad Neta/Activo Total}$$

$$ROA (2014) = \frac{\$11,248.58}{\$167,772.94} = \mathbf{6.70 \%}$$

$$ROA (2015) = \frac{\$15,226.63}{\$108,409.78} = \mathbf{14.05 \%}$$

$$ROA (2016) = \frac{\$12,550.16}{\$121,540.98} = \mathbf{10.33 \%}$$

$$ROA (2017) = \frac{\$3,290.82}{\$61,155.89} = \mathbf{5.38 \%}$$

$$ROA (2018) = \frac{\$4,153.90}{\$98,518.45} = \mathbf{4.22 \%}$$

Según Roldán (2019), el rendimiento sobre los activos o rendimiento sobre los activos (ROA) mide la rentabilidad que obtiene la empresa por cada dólar invertido por concepto de activos. En el caso de PRISVALAND S.A. este índice mantuvo una tendencia al alza en el año 2015 con respecto al año anterior, donde existe un crecimiento del 109 %. Sin embargo, a partir de ese año, el retorno sobre activos empieza a decrecer hasta el año 2018, donde este índice representa el 4.22 % lo que significa que por cada dólar de activo, la empresa recauda cuatro centavos de utilidad.

ROE = Utilidad Neta Después de Impuestos/Capital

$$ROE (2014) = \frac{\$7,457.81}{\$83,072.14} = \mathbf{8.98 \%}$$

$$ROE (2015) = \frac{\$10,095.26}{\$84,470.88} = \mathbf{11.95 \%}$$

$$ROE (2016) = \frac{\$8,320.76}{\$85,262.28} = \mathbf{9.76 \%}$$

$$ROE (2017) = \frac{\$2,181.81}{\$49,450.52} = \mathbf{4.41 \%}$$

$$ROE (2018) = \frac{\$2,754.04}{\$51,714.52} = \mathbf{5.33 \%}$$

Roldán (2019) define el retorno sobre el patrimonio (ROE) como el indicador que mide el nivel de rentabilidad de los recursos propios de la empresa. Con la premisa presentada anteriormente, se puede decir que el ROE de PRISVALAND S.A. guarda similitud con la tendencia que tiene el rendimiento sobre los activos, pues este presenta un crecimiento en el año 2015 con respecto al año anterior y decrece hasta el año 2018, donde la empresa gana cinco centavos por cada dólar de capital puesto por los accionistas.

Beneficio Neto = Utilidad Neta Después de Impuestos/Ventas Totales

$$\text{Beneficio Neto (2014)} = \frac{\$7,457.81}{\$453,629.02} = \mathbf{1.64\%}$$

$$\text{Beneficio Neto (2015)} = \frac{\$10,095.26}{\$486,999.03} = \mathbf{2.07\%}$$

$$\text{Beneficio Neto (2016)} = \frac{\$8,320.76}{\$363,690.76} = \mathbf{2.29\%}$$

$$\text{Beneficio Neto (2017)} = \frac{\$2,181.81}{\$354,258.86} = \mathbf{0.62\%}$$

$$\text{Beneficio Neto (2018)} = \frac{\$2,754.04}{\$484,573.10} = \mathbf{0.57\%}$$

Beneficio neto o beneficio neto sobre las ventas es un indicador que, como su nombre explica, permite conocer el beneficio neto por cada dólar de venta realizada. Roldán (2019) mantiene que mientras más alto es el indicador, mayor es el beneficio por venta, fenómeno muy recurrente en empresas con costos marginales bajos, mientras que ocurre todo lo contrario si este indicador es menor. Como se puede observar, PRISVALAND S.A. tiene beneficios netos que no pasan el tres por ciento, lo que corrobora los altos costos marginales que probablemente tiene mucho que ver con el giro de negocio al que esta pertenece.

Desde un punto de vista general, se puede decir que esta empresa cuenta con una liquidez relativamente baja, tomando en consideración los años pasados, mientras que su rotación de activos e inventarios ha sido eficiente, a pesar de haber presentando fluctuaciones agresivas en años pasados. El nivel de endeudamiento de esta empresa no excede los 50 puntos porcentuales, lo que significa que la empresa puede seguir obteniendo beneficios del apalancamiento. Sin embargo, la rentabilidad con la que la empresa ha contado los últimos cinco años ha sido muy bajo, lo que puede significar que la empresa cuenta con costos y gastos muy elevados, para mayor detalle revisar Apéndice G.

Proyección del Flujo de Caja

Para poder realizar la proyección del flujo de caja que será utilizado para valorar a la empresa, se efectuará un análisis de regresión lineal simple con desviaciones robustas en base a los ingresos que la compañía presentó en los últimos años, mismos que se especifican en el Apéndice H y se resumen en conjunto con los costos en ventas, que constan en el estado de resultados de la firma.

Para dicha proyección, es necesario aplicar el modelo matemático de Mínimos Cuadrados Ordinarios, el cual permite tratar y evaluar la relación de causa y efecto considerando diferentes variables (Universidad de Vigo, 2019) siempre y cuando estas sean significativas.

Regresión Lineal Simple.

Estadísticamente, la regresión lineal permite proyectar valores en función de una variable independiente, considerando series de tiempo que se ajusten al contexto (Villarreal, 2016). En el caso de este trabajo, se utilizaron los datos mensuales de las ventas como variable dependiente y los costos de ventas como independiente a partir del año 2009 obteniendo los siguientes resultados:

$$f(x) = a + b(x)$$

$$f(x) = 95113 + 0.993837(x)$$

Gracias a la ecuación que dicta un $R^2 = 0,78622$, es posible proyectar las ventas del 2019 al 2023, mismo que se encuentra descrito a mayor detalle en el Apéndice I del trabajo de titulación.

Análisis vertical.

Posteriormente, mediante un análisis vertical del estado de resultados anual, se obtiene la ponderación de cada una de las líneas y el promedio correspondiente a los cinco años, el cual para el caso de PRISVALAND S.A. es de 99.5 % de costos y gastos y 0.5 % de utilidad (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2019). Dicha distribución se detalla en la tabla nueve y permitirá obtener tanto el proyectado del estado de resultado como del flujo de caja, mismos que constan en el Apéndice J y K respectivamente.

Tabla 8
Análisis Vertical del Estado de Resultados

VARIABLES	2014	2015	2016	2017	2018	Promedio
Ingresos	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Ventas Netas Locales de Bienes	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Ingreso de Actividades Ordinarias	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Costos y Gastos	99%	100%	100%	100%	99%	99,5%
Costo de Ventas	82%	82%	77%	88%	73%	80%
Gastos	17%	18%	23%	12%	27%	20%
Utilidad Antes de Participación de Trabajadores	1%	0%	0%	0%	1%	0,5%

Nota: Adaptado de “Documentos Online”, por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2019.

Análisis Comparativo

A continuación, se realizará un análisis comparativo entre la obtención de financiamiento a través de la emisión de obligaciones en el mercado de valores nacional y la obtención de crédito por parte de una institución financiera. Este constará de dos tablas de amortización que detallarán el pago de intereses en un plazo de cinco años amortizado en pagos trimestrales, lo que significará que la empresa deberá desembolsar 20 pagos. Para obtener el monto a obtener se ha establecido un techo de 80 % de endeudamiento óptimo, al cual se le sustraerá el nivel de endeudamiento de la empresa, dejando así un monto de \$32.500 que será totalmente usado para la extensión del capital de trabajo y activos fijos de la empresa PRISVALAND S.A.

Emisión de obligaciones.

Para el presente análisis se ha considerado una tasa nominal del ocho por ciento capitalizada trimestralmente bajo el sistema de amortización alemán, en el cual los intereses se reducen hasta el último período. En aras del análisis se supondrá que la empresa vende todas las obligaciones, por lo que el pago de intereses corresponde al valor que la empresa tendrá que pagarles a los compradores de los títulos.

Tabla 9

Tabla de Amortización Obligaciones

Plazo	Pago	Interés	Amortización	Saldo
0				\$ 32.500,00
1	\$ 2.275,00	\$ 650,00	\$ 1.625,00	\$ 30.875,00
2	\$ 2.242,50	\$ 617,50	\$ 1.625,00	\$ 29.250,00
3	\$ 2.210,00	\$ 585,00	\$ 1.625,00	\$ 27.625,00
4	\$ 2.177,50	\$ 552,50	\$ 1.625,00	\$ 26.000,00
5	\$ 2.145,00	\$ 520,00	\$ 1.625,00	\$ 24.375,00
6	\$ 2.112,50	\$ 487,50	\$ 1.625,00	\$ 22.750,00
7	\$ 2.080,00	\$ 455,00	\$ 1.625,00	\$ 21.125,00
8	\$ 2.047,50	\$ 422,50	\$ 1.625,00	\$ 19.500,00
9	\$ 2.015,00	\$ 390,00	\$ 1.625,00	\$ 17.875,00
10	\$ 1.982,50	\$ 357,50	\$ 1.625,00	\$ 16.250,00
11	\$ 1.950,00	\$ 325,00	\$ 1.625,00	\$ 14.625,00
12	\$ 1.917,50	\$ 292,50	\$ 1.625,00	\$ 13.000,00
13	\$ 1.885,00	\$ 260,00	\$ 1.625,00	\$ 11.375,00
14	\$ 1.852,50	\$ 227,50	\$ 1.625,00	\$ 9.750,00
15	\$ 1.820,00	\$ 195,00	\$ 1.625,00	\$ 8.125,00
16	\$ 1.787,50	\$ 162,50	\$ 1.625,00	\$ 6.500,00
17	\$ 1.755,00	\$ 130,00	\$ 1.625,00	\$ 4.875,00
18	\$ 1.722,50	\$ 97,50	\$ 1.625,00	\$ 3.250,00
19	\$ 1.690,00	\$ 65,00	\$ 1.625,00	\$ 1.625,00
20	\$ 1.657,50	\$ 32,50	\$ 1.625,00	\$ -
TOTAL	\$ 39.325,00	\$ 6.825,00	\$32.500,00	

Nota: Adaptado de "Tabla de Amortización de Obligaciones", por Calderón y Coto, 2017.

Como se puede observar en la tabla de amortizaciones, la empresa pagará un total de \$6,825.00 por concepto de intereses más el principal, lo que dará un desembolso total de \$39,325.00. A este valor se le sumará el costo de la emisión, un total de \$1,361.75 que variará dependiendo de la empresa. Todos estos valores suman un total de \$40,686.75, que corresponde al costo total de la emisión.

Obtención de crédito.

Para el presente análisis se ha considerado una tasa nominal del 11.23 % capitalizada trimestralmente bajo el sistema de amortización francés, en el cual los pagos son constantes. Para esta tabla se ha elegido el Crédito Comercial Pyme de Banco Pichincha, pues los productos crediticios de la CFN cuentan un monto mínimo del \$50.000.

Tabla 10

Tabla de Amortización Crédito

Plazo	Pago	Interés	Amortización	Saldo
0				\$ 32.500,00
1	\$ 2.145,82	\$ 912,44	\$ 1.233,38	\$ 31.266,62
2	\$ 2.145,82	\$ 877,81	\$ 1.268,01	\$ 29.998,61
3	\$ 2.145,82	\$ 842,21	\$ 1.303,61	\$ 28.695,01
4	\$ 2.145,82	\$ 805,61	\$ 1.340,20	\$ 27.354,80
5	\$ 2.145,82	\$ 767,99	\$ 1.377,83	\$ 25.976,97
6	\$ 2.145,82	\$ 729,30	\$ 1.416,51	\$ 24.560,46
7	\$ 2.145,82	\$ 689,53	\$ 1.456,28	\$ 23.104,18
8	\$ 2.145,82	\$ 648,65	\$ 1.497,17	\$ 21.607,01
9	\$ 2.145,82	\$ 606,62	\$ 1.539,20	\$ 20.067,81
10	\$ 2.145,82	\$ 563,40	\$ 1.582,41	\$ 18.485,40
11	\$ 2.145,82	\$ 518,98	\$ 1.626,84	\$ 16.858,56
12	\$ 2.145,82	\$ 473,30	\$ 1.672,51	\$ 15.186,04
13	\$ 2.145,82	\$ 426,35	\$ 1.719,47	\$ 13.466,58
14	\$ 2.145,82	\$ 378,07	\$ 1.767,74	\$ 11.698,83
15	\$ 2.145,82	\$ 328,44	\$ 1.817,37	\$ 9.881,46
16	\$ 2.145,82	\$ 277,42	\$ 1.868,39	\$ 8.013,07
17	\$ 2.145,82	\$ 224,97	\$ 1.920,85	\$ 6.092,22
18	\$ 2.145,82	\$ 171,04	\$ 1.974,78	\$ 4.117,44
19	\$ 2.145,82	\$ 115,60	\$ 2.030,22	\$ 2.087,22
20	\$ 2.145,82	\$ 58,60	\$ 2.087,22	\$ 0,00
TOTAL	\$42.916,34	\$10.416,34	\$32.500,00	

Nota: Adaptado de “Simulador de Crédito”, por Banco del Pichincha, 2019.

Como se puede observar en la tabla de amortizaciones, la empresa pagará un total de \$10,416.34 por concepto de intereses más el principal, lo que dará un desembolso total de \$42,916.34.

El pago total final de la emisión de obligaciones en el mercado bursátil es menor al del producto crediticio ofrecido por el banco. Si bien este análisis omite factores como garantías, seguros de desgravamen, entre otros. Se puede inferir que la opción de financiamiento más económica viene dada por parte de la emisión de obligaciones, a pesar de que en esta última existen costos adicionales de emisión.

Valoración Financiera

Para el cálculo del valor financiero de PRISVALAND S.A. se utilizará el método de flujo de caja descontado que consta de la siguiente fórmula:

$$V = \frac{Cash\ Flow_1}{1 + K} + \frac{Cash\ Flow_2}{(1 + K)^2} + \frac{Clash\ Flow_3}{(1 + K)^3} + \dots + \frac{Clash\ Flow_n}{(1 + K)^n}$$

Dentro de dicha ecuación, una de las variables más importantes es la tasa de descuento o K que se obtiene aplicando el costo promedio ponderado de capital o WACC por sus siglas en inglés.

Costo promedio ponderado de capital.

El WACC, que según Diez (2016) no es nada más que el promedio de los recursos utilizados por la firma tanto de deuda como patrimonio presenta la siguiente fórmula adaptada a la realidad de la empresa ecuatoriana:

WACC con emisión obligaciones.

$$WACC = W_d \times K_d \times (1 - T) \times (1 - \%) + W_e \times K_e$$

$$WACC = 47.51 \% \times 8.00 \% \times (1 - 22 \%) \times (1 - 15 \%) + 52.49 \% \times 21.14 \%$$

$$WACC = 13.62\%$$

WACC con crédito.

$$WACC = W_d \times K_d \times (1 - T) \times (1 - \%) + W_e \times K_e$$

$$WACC = 47.51 \% \times 8.00 \% \times (1 - 22 \%) \times (1 - 15 \%) + 52.49 \% \times 21.14 \%$$

$$WACC = 14.63 \%$$

En resumidas palabras, del estado de resultados de la compañía en el último periodo fiscal se obtuvo el 47.51 % que equivale al porcentaje de deuda que la misma posee y el 52.49 % restante del patrimonio con el PRISVALAND S.A. cuenta. Adicionalmente, se consideran as tasas del 22 % y 15 % que son empleadas por el gobierno ecuatoriano para el pago de impuesto y participación de utilidades y el ocho y 11.23 % que ofrecen la emisión de obligaciones y la obtención de crédito por parte de la banca respectivamente. Finalmente, el 21.14 % se lo determinó con ayuda del modelo de CAPM o Capital Asset Pricing Model.

CAPM

El CAPM, que se define como un modelo de fijación de precios de activos de capital (Navarro, 2018) resulta de la siguiente ecuación:

$$CAPM = \text{Prima Libre de Riesgo} + \text{Beta} (\text{Riesgo de Mercado}) + \text{Riesgo País}$$

$$CAPM = 1.66 \% + 1.45 \% (9\%) + 6.37 \%$$

$$CAPM = 21.14 \%$$

Los valores descritos provienen, en primer lugar, de las Letras del Tesoro Americano a un plazo de cinco años que equivale a una obligación de deuda a corto plazo respaldada por el Departamento de Tesoro de los Estados Unidos (Chen, 2019), un Beta y Riesgo de Mercado relacionado al sector (Damodaran, 2019) y el Riesgo País de las Instituciones Gubernamentales locales (Banco Central del Ecuador, 2019).

Flujos de Caja Neto

Con lo dicho anteriormente, se procederá a analizar las proyecciones de los flujos de caja pertenecientes a la emisión de obligaciones y la utilización del crédito de la banca. En primer lugar, tal y como se puede observar en el Apéndice L, con una tasa de descuento del 13.62 %, el flujo de caja proyectado producto de la emisión de obligaciones, tiene como resultado un Valor Actual Neto (VAN) de \$36,702.82, mientras que por otra parte, como indica el Apéndice M, con una tasa de descuento del 14.63 %, el flujo de caja proyectado producto de la obtención de crédito bancario, tiene como resultado un VAN de \$35,505.28, lo que permite corroborar que la emisión de obligaciones es una opción más económica, puesto que al ofrecer tasas de interés más bajas, permite que los empresarios aspiren a una TMAR o Tasa Mínima Atractiva de Retorno más baja en relación con la obtención del crédito bancario, lo que hace que el proyecto sea más rentable para los empresarios y más atractivo para los inversionistas.

Conclusiones

Dentro del Ecuador, más del 90 % de las compañías inscritas pertenecen al segmento de Pequeñas y Medianas Empresas, mismas que dada su naturaleza presentan grandes carencias de conocimiento financiero y contable que promueven, en muchas ocasiones, una mala toma de decisiones en actividades rutinarias y de vital importancia como lo es la búsqueda de financiamiento externo.

Actualmente, las compañías acuden a la banca pública o privada en busca de recursos ajenos, ya sea para la adquisición de capital de trabajo o de activos fijos. No obstante, en el país existe más de una opción para poder captar recursos financieros. El mercado bursátil, por ejemplo, se presenta como una manera rentable de obtener liquidez en poco tiempo. Con títulos de renta fija o variable, una empresa puede aumentar su capital y hacerlo rendir de la manera que esta apetezca, con tasas muy por debajo de las ofrecidas por las instituciones bancarias y la ausencia de garantías de por medio.

Al realizar un análisis comparativo entre la emisión de obligaciones y la obtención de crédito por parte de la banca, se puede establecer que los beneficios que ofrece la primera opción, empezando por la garantía general hasta los largos plazos de pago y flexibilidad son fuertemente más favorables, sin embargo, pese a esta gran ventaja, el desconocimiento cultural y financiero del Ecuador hacen que solo el 0.5 % del universo de empresas realizan actividades bursátiles y aunque existan recursos para las microempresas, solo las grandes firmas y multinacionales mayormente capacitadas hacen uso de este mercado.

Como respuesta, elaborar guías y estudios que aumente el conocimiento en este campo poco explorado, especialmente haciendo énfasis en las PYMES, es de vital importancia en el Ecuador ya que, aunque no crezca de la misma manera que el volumen de crédito ofrecido por la banca, supera con creces los rendimientos que dicho segmento puede ofrecer.

Por ejemplo, en el caso de PRISVALAND S.A., al decidir entrar al mercado de valores mediante una emisión de obligaciones a largo plazo en lugar de adquirir una línea de crédito con una institución privada o pública, tiene rendimientos positivos y un valor actual neto de \$ 36.702,82 versus \$ \$35.505,28 sin necesidad de garantes.

Adicionalmente, aparte de acceder a los beneficios que el Mercado de Valores ofrece, la empresa también tendrá la oportunidad de formalizar sus procesos y mejorar

la transparencia en la información de sus estados financieros, producto de las formalidades impuestas por el Consejo Nacional de Valores, ente regulador de dicho mercado y fomentar la aplicación de este método poco recurrido en el país.

Recomendaciones

En relación con la realidad del país, es necesario que las empresas y los empresarios, especialmente aquellos pequeños y medianos, incrementen sus conocimientos contables y financieros para así, tras estar completamente capacitados, acrecienten el valor de la economía del país, sus ingresos y también sus beneficios. Adicionalmente, es de vital importancia tener en orden la información de la compañía, contar con los estados de resultados y balances generales reales evitando la informalidad que habita en este segmento para de esta manera, aportar con un nivel más detallado, información relevante para este tipo de estudios.

También, debido a que es necesario que toda empresa esté al tanto de cuánto vale, se recomienda utilizar además del método de flujo de caja descontado, otros procesos para de esta forma comparar los resultados obtenidos y generar una toma de decisiones más arraigada a la realidad permitiendo así fundamentar el valor reportado y en el caso de aplicar algún modelo econométrico considerar otras variables con un periodo de tiempo más alargado.

Por otro lado, los gerentes o dueños de una compañía deben manejar y conocer todas las fuentes de financiamiento existentes en el país, para lo cual se recomienda un trabajo colaborativo de las partes involucradas. En primera instancia, divulgar las diversas opciones que las instituciones u organizaciones dedicadas a colaborar con recursos financieros poseen tanto para capital de trabajo o activos fijos y luego, elevar el interés de los microempresarios en las formas de captar financiamiento ajeno a la banca privada como lo es el mercado bursátil.

Para esto, es necesario realizar más investigaciones relacionadas al mercado de valores del país, fomentar su aplicación y comprobar si dicho beneficio aplica de igual manera para otras empresas dentro y fuera del sector analizado en el trabajo de titulación. De igual forma, considerar diferentes caminos de ingresar al mercado de valores no exclusivamente mediante la emisión de obligaciones a largo plazo para lograr tener una mayor visibilidad de la realidad del Ecuador.

También, es importante realizar un estudio financiero previo a la inserción al mercado de valores para validar que la empresa o microempresa esté en condiciones de emitir algún tipo de renta tomando en cuenta los costos y demás valores que se detallan en la guía elaborada en el cuarto capítulo.

Adicionalmente, en lo que respecta a la guía de inserción en el mercado bursátil previamente mencionada, se recomienda analizar si esta se encuentra alineada con la

firma que desee aplicarla puesto que fue elaborada en función de la realidad de la empresa PRISVALAND S.A. y en el presente año, para lo cual es importante también, revisar y constatar que no se haya emitido alguna reforma legal o modificación en el proceso de emisión que afecte el flujo detallado.

Finalmente, se propone aumentar el dinamismo existente en las bolsas y casas de valores de Guayaquil y Quito para lograr aumentar su productividad y ser más atractivas dentro del mercado no solo nacional sino también internacional, logrando llegar a competir con las instituciones de países vecinos como Colombia, Chile, Argentina y Perú quienes presentan una gran ventaja en la actualidad, siendo considerados como primera opción para invertir.

Referencias

- Abogados Asociados EC. (19 de Julio de 2019). *Contrato de underwriting requisitos y características del Derecho Mercantil*. Obtenido de Derecho Mercantil: <https://abogadosasociadossec.blogspot.com/2018/06/contrato-de-underwriting-requisitos-y-caracteristicas-del-derecho-mercantil.html>
- Alarcón, Ó. (2017). Teoría del pecking order: ¿aplicación en Colombia? *Criterio Libre*, 139–154.
- Andrade, M. (2016). *Alternativas de Financiamiento para las PYMES del Distrito Metropolitano de Quito en el Sector Financiero Formal*. Quito: Pontificia Universidad Católica del Ecuador.
- Armijos, L. (2015). Valoración de la empresa La Moderna, por el método de flujos de caja descontados. *Gestion & Desarrollo*, 54-70.
- Arrubla, J. (2019). *El contrato de underwriting*. Medellín: Universidad Pontificia Bolivariana.
- Asamblea Nacional Constituyente de Ecuador. (2008). *Constitución de la República del Ecuador*.
- Asamblea Nacional del Ecuador. (2014). *Código Orgánico Monetario y Financiero*.
- Asamblea Nacional del Ecuador. (2014). *Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil*.
- Asamblea Nacional del Ecuador. (2017). *Reglamento a la Estructura de Desarrollo Productivo de Inversión*.
- Asamblea Nacional del Ecuador. (2017). *Reglamento a la Estructura de Desarrollo Productivo de Inversión*.
- Aznar, J., Cayo, T., & Cevallos, D. (2016). *Valoración de empresas: Métodos y casos prácticos para pequeñas y medianas empresas*. Valencia: Ardiles.
- Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S.A. (23 de Junio de 2019). *Qué es la renta fija*. Obtenido de BBVA: <https://www.bbva.es/general/finanzas-vistazo/fondos-inversion/que-es-la-renta-fija/index.jsp>

- Banco Central del Ecuador. (2016). *Evolución del Volumen de Crédito y Tasas de Interés del Sistema Financiero Nacional*. Obtenido de <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/BoletinTasasInteres/ect201603.pdf>
- Banco Central del Ecuador. (24 de Marzo de 2019). *Resultados en valores corrientes y constantes a precios de 2007 - Período: 2000.II - 2018.IV*. Obtenido de Boletín de Cuentas Nacionales Trimestrales del Ecuador: <https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/cntrimestral/CNTrimestral.jsp>
- Banco Central del Ecuador. (13 de Agosto de 2019). *Riesgo País*. Obtenido de BCE: https://contenido.bce.fin.ec/resumen_ticker.php?ticker_value=riesgo_pais
- Banco del Litoral . (2016). *Módulo 1: Sistema Financiera Ecuatoriano*. Obtenido de http://www.litoral.fin.ec/webpages/fnz/documentos/pdf/Malla_curricular_bco_2016Full.pdf
- Banco del Pacífico. (2019). *Crédito Pyme Pacífico*. Obtenido de <https://www.bancodelpacifico.com/empresas/creditos/pyme-pacifico>
- Banco Estudiantil. (2018). *Sistema Financiero del Ecuador*. Obtenido de <https://bancoestudiantil.com/sistema-financiero-del-ecuador/>
- Banco Pichincha. (2019). *Simulador de créditos*. Obtenido de <https://www.pichincha.com/portal/Simuladores/Creditos>
- BanEcuador. (2018). *El Sistema Financiero Nacional y el rol de la Superintendencia de Bancos*. Obtenido de Programa de Educación Financiera: <https://www.banecuador.fin.ec/wp-content/uploads/2018/04/Modulo-3-Sistema-financiero-nacional.pdf>
- BanEcuador. (2019). *Crédito PYME*. Obtenido de <https://www.banecuador.fin.ec/a-quien-financiera/credito-a-pequenas-y-medianas-empresas-pymes/>
- Baskin, J. (1989). An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis. *Financial Management*, 26–35. Obtenido de t, vol. 18: <http://www.jstor.org/pss/3665695>

- Berger, A., & Udell, G. (1998). The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle. *Journal of Banking & Finance*, 613–673. Obtenido de *Journal of Banking and Finance*, 22(6).
- Bernal, C. (2010). *Metodología de la Investigación: Administración, Economía, Humanidades y Ciencias Sociales*. Colombia: Prentice-Hall/Pearson Educación.
- Bolsa de Comercio de Buenos Aires . (06 de Julio de 2019). *Obligaciones negociables*. Obtenido de BCBA: <https://www.bcba.sba.com.ar/capacitacion/invertir/en-que-invertir/obligaciones-negociables/>
- Bolsa de Valores de El Salvador S.A. (12 de Junio de 2019). *Titularización*. Obtenido de Glosario: <https://www.bolsadevalores.com.sv/index.php/centro-de-informacion/educacion-bursatil/glosario/titularizacion>
- Bolsa de Valores de Quito. (2019). *¿Cómo Financiarse?* Obtenido de <https://www.bolsadequito.com/index.php/mercados-bursatiles/conozca-el-mercado/como-financiarse>
- Bolsa de Valores de Quito. (12 de Junio de 2019). *Casas de Valores*. Obtenido de *¿Qué son las Casas de Valores?:* <https://www.bolsadequito.com/index.php/casas-de-valores-2>
- Bolsa de Valores de Quito. (2019). *Clasificación del Mercado de Valores*. Obtenido de <https://www.bolsadequito.com/index.php/mercados-bursatiles/conozca-el-mercado/el-mercado-de-valores>
- Bolsa de Valores de Quito. (2019). *Cómo Emitir Acciones de Largo Plazo*. Obtenido de <https://www.bolsadequito.com/uploads/mercados/manuales-de-inscripcion/obligaciones.pdf>
- Bolsa de Valores de Quito. (2019). *Cómo Emitir Papel Comercial*. Obtenido de <https://www.bolsadequito.com/uploads/mercados/manuales-de-inscripcion/papel-comercial.pdf>

- Bolsa de Valores de Quito. (2019). *Informe Bursátil Mensual Sobre las Negociaciones a Nivel Nacional*. Obtenido de <https://www.mercapital.ec/wp-content/uploads/2019/04/2019-05-BOLETIN-BURSATIL.pdf>
- Bolsa de Valores de Quito. (19 de Julio de 2019). *Obligaciones*. Obtenido de Bolsa de Valores de Quito S.A.: <https://www.bolsadequito.com/index.php/mercados-bursatiles/manuales-de-inscripcion/obligaciones>
- Bolsa de Valores de Quito. (19 de Julio de 2019). *Requisitos de Inscripción de Emisores y Valores*. Obtenido de Bolsa de Valores de Quito S.A.: <https://www.bolsadequito.com/index.php/blog-2/304-requisitos-de-inscripcion-de-emisores-y-valores>
- Brealey, R., & Myers, S. (1996). *Principios de finanzas corporativas*. Obtenido de Política de dividendos y estructura de capital, cap. 15, Editorial McGraw-Hill: <http://www.jstor.org/stable/2327950>
- Cabrera, I. (2015). *Análisis de mecanismo de financiamiento sector financiero versus mercado de valores- registro especial bursátil para obtener la mejor alternativa de financiamiento para PYMES*. Quito: Universidad San Francisco de Quito.
- Cajas, D., & Galarza, F. (2018). *Factoring Financiero Como Opción de Liquidez a Corto Plazo Para las Empresas del Sector Comercial de Electrodomésticos al Público*. Guayaquil: Universidad Católica de Santiago de Guayaquil.
- Calderón, J., & Coto, D. (2017). *El Mercado Bursátil en Ecuador como fuente de financiamiento de las PYMES del Sector Comercial de Guayaquil*. Guayaquil: Universidad Católica de Santiago de Guayaquil.
- Calvo, M. (23 de Abril de 2019). *Los Estados Financieros Básicos*. Obtenido de Captio: <https://www.captio.net/blog/los-estados-financieros-basicos>
- Canales, R. (2015). Criterios para la Toma de Decisión de Inversiones . *Abriendo Camino al Conocimiento*, 101-117.
- Cervantes, T., Carmona, E., & Villalba, S. (2015). Aplicación de los modelos CAPM y D-CAMP para la medición del riesgo sistemático de las emisoras que han

conformado el Índice de Precios y Cotizaciones en periodos de crisis. *Finance, Risk Management & Financial Engineering Forum*, 1-11.

Chaves, F., Elias, V., Sousa, A., Calil, J., Siqueira, E., & Nepomuceno, L. (2016). Estructura del Capital: Relevamiento de la Literatura y Desarrollo reciente en el Área. *Invenio*, 19–37.

Chen, J. (25 de Junio de 2019). *Treasury Bills – T-Bills*. Obtenido de Fixed Income Essentials: <https://www.investopedia.com/terms/t/treasurybill.asp>

Consejo Nacional de Planificación. (2017). *Plan Nacional de Desarrollo 2017-2021- Toda una Vida*. Quito: Secretaría Nacional de Planificación y Desarrollo, Senplades.

Corporación Financiera Nacional. (2016). *Fondo Nacional de Garantías*. Obtenido de <http://www.cfn.fin.ec/wp-content/uploads/downloads/2016/05/BOLETIN-BENEFICIARIOS.pdf>

Corporación Financiera Nacional. (2019). *PYME Próspera*. Obtenido de <https://www.cfn.fin.ec/pyme-prospera/>

Cume, M. (2019). *Factores que Inciden en el Acceso al Financiamiento de las PYMES de la Ciudad de Guayaquil*. Guayaquil: Universidad Católica de Santiago de Guayaquil.

Damodaran, A. (14 de Agosto de 2019). *Damodaran Online*. Obtenido de Spreadsheets: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Delgado, D., & Chávez, G. (2018). *Las PYMEs en el Ecuador y sus Fuentes de Financiamiento*. Guayaquil: Universidad Agraria del Ecuador.

Diario El Comercio. (2015). *10 nuevos tipos de crédito están en vigencia en Ecuador*. Obtenido de <https://www.elcomercio.com/actualidad/nuevos-tipos-credito-vigentes-ecuador.html>

Diario El Telégrafo. (2019). *La banca pública alista plan para poder renegociar deudas*. Obtenido de Economía: <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/4/banca-publica-plan-pago-deudas-ecuador>

- Diario el Telégrafo. (2019). *Sector industrial prefiere a la banca privada*. Obtenido de <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/4/sectorindustrial-bancaprivada-pyme>
- Diez, S. (2016). Metodología de Cálculo del Costo Promedio Ponderado de Capital en el modelo del WACC. *Dialnet*, 33-45.
- Durand, D. (1952). Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement. *Conference on Research in Business Finance*, 215-262.
- Elkatawneh, H. (2016). Comparing Qualitative and Quantitative Approaches. *SSRN Electronic Journal*, 1-5.
- Estrada, J. (2012). *Análisis De Los Obstáculos Financieros de las Pymes Para la Obtención de Crédito y las Variables que lo Facilitan*. Valencia: Universidad de Valencia .
- Fama, E. (1978). The Effects of a firm's investment and financing decisions. *American Economic Review*, 272-284. Obtenido de , vol. 68, No. 3: <http://www.jstor.org/stable/1805260>
- Fama, E., & French, K. (2002). Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. *The Review of Financial Studies*, 1-33. Obtenido de Vol. 15, No. 1: https://www.jstor.org/stable/2696797?seq=1#page_scan_tab_contents
- Fernández, M. (28 de Septiembre de 2017). *Relación entre la estructura financiera de una empresa y la influencia en su valoración. Revisión bibliográfica y análisis empírico*. Obtenido de Repositori Universitat Jaume I: <http://repositori.uji.es/xmlui/handle/10234/171803>
- Figuroa, J. (2018). *Incidencia de la Educación Financiera para Otorgamiento de Créditos a Microempresas del Cantón Guayaquil, Período 2011-2016*. Guayaquil: Universidad de Guayaquil.
- García, J., Galarza, S., & Altamirano, A. (2017). Importancia de la administración eficiente del capital de trabajo en las Pymes. *Ciencia UNEMI*, 30-39.

- Guerrero, M. (2014). El Costo Promedio Ponderado de Capital WACC su importancia y aplicación en los países en desarrollo. *FENopina*, 63-75.
- Hayes, A. (25 de Junio de 2019). *Financing*. Obtenido de Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/f/financing.asp>
- Hernández, R., Fernández, C., & Baptista, L. (2014). *Metodología de la Investigación*. México: McGraw-Hill.
- Herrera Morán, J. A., & Sánchez Salinas, C. S. (01 de Marzo de 2017). *Mercado bursátil ecuatoriano como alternativa de inversión y capitalización para profesionales de la ciudad de Guayaquil*. Obtenido de Repositorio de la Universidad Católica de Santiago de Guayaquil: <http://repositorio.ucsg.edu.ec/bitstream/3317/7427/1/T-UCSG-PRE-ESP-CFI-295.pdf>
- Hidalgo, S. (2014). *Métodos Financieros de Valoración de Empresas, Aplicación Práctica del Método de Flujos de Caja Descontados en una Empresa Comercializadora de Vehículos*. Quito: Pontificia Universidad Católica del Ecuador.
- Huertas, J. (2018). Determinants of the Capital Structure of the Auto Parts Trading Companies of Bogotá, for the Period 2008-2015. *Social Science Research Network* , 1-21.
- Hull, J. (2015). *Risk Management and Financial Institutions*. Hoboken: John Wiley & Sons Inc.
- Intervalores Casa de Valores S.A. (2019). *Prospecto de Oferta Pública: Octava emisión de Electrocables*. Guayaquil: ADVFIN S.A.
- Intervalores Casa de Valores S.A. (2019). *Prospecto de Oferta Pública Décima Séptima Emisión de Plastlit S.A*. Guayaquil: ADVFIN S.A.
- Jaramillo, L. (1 de Agosto de 2019). Financiamiento de Pymes Mediante el Mercado de Valores. (C. Balladares, Entrevistador)
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*,

- 305–360. Obtenido de *Journal of Financial Economics*, No. 3:
<http://hupress.harvard.edu/catalog/JENTHF.html>
- Maranto, M., & González, M. E. (12 de Febrero de 2015). *Fuentes de Información*. Obtenido de Universidad Autónoma del Estado de Hidalgo:
<https://repository.uaeh.edu.mx/bitstream/bitstream/handle/123456789/16700/LECT132.pdf?sequence=1>
- Martínez, H. (2019). *Indicadores Financieros y su Interpretación*. Obtenido de
<http://webdelprofesor.ula.ve/economia/mendezm/analisis%20I/IndicadoresFinancieros.pdf>
- Mato, M. (2007). *Mercado de Capitales*. Lima: Departamento Académico de Ciencias Administrativas.
- Mejía, L. (2019). *Proceso de Emisión de Obligaciones Para Empresas Privadas de la Construcción que Desconozcan Sobre la Cotización en Bolsa en la Ciudad de Quito*. Quito: Pontificia Universidad Católica del Ecuador.
- Meneses, A. (2017). *Alternativas de Financiamiento Para PYMES en Ecuador*. Quito: Universidad Tecnológica Equinoccial.
- Mercado Integrado Latinoamericano. (2018). *Capitalización Bursátil e Índices MILA*. Obtenido de <http://mercadomila.com/wp-content/uploads/2018/07/MILA-News-81.pdf>
- Mercapital S.A. (24 de Julio de 2019). *Tarifario de Servicios*. Obtenido de Mercapital Casa de Valores S.A.: <https://www.mercapital.ec/es/tarifario/>
- Miller, M. (1977). Debt and Taxes. *The Journal of Finance*, 261–275.
- Ministerio de Economía y Finanzas. (2019). *USD 1.300 millones adicionales colocará en créditos productivos la banca pública el próximo año* . Obtenido de <https://www.finanzas.gob.ec/usd-1-3-00-millones-adicionales-colocara-en-creditos-productivos-la-banca-publica-el-proximo-ano/>
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 261–297.

- Modigliani, F., & Miller, M. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 433-443. Obtenido de The American Economic Review Vol. 53, No. 3, pp. : https://www.jstor.org/stable/1809167?seq=1#page_scan_tab_contents
- Montesdeoca, O. (12 de Julio de 2019). Opciones de Financiamiento para Pymes. (M. Villegas, & A. Balladares, Entrevistadores)
- Morán, M. (2015). *Análisis de la Importancia del Mercado de Valores en el Ecuador y la Necesidad de Difusión de Cultura Bursátil*. Guayaquil: Universidad Católica de Santiago de Guayaquil.
- Morín, E. (2017). Indicadores de Rentabilidad. *Centro de Estudios para la Preparación y Evaluación Socioeconómica de Proyectos*, 1-10.
- Mosquera, D., & Reyes, L. (2018). *Proyecto de Investigación: Leasing Operativo Como Medio de Financiamiento Para la Empresa Mexichem S.A.* Guayaquil: Universidad de Guayaquil.
- Myers, S. (2001). Capital Structure. *The Journal of Economic Perspectives*, 81–102. Obtenido de Journal of economic perspective, vol. 15, No. 2: <http://www.bases.unal.edu.co:2065/stable/pdfplus/2696593.pdf>
- Myers, S., & Majluf, N. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 187–221. Obtenido de Journal of Financial Economics, vol. 13: http://ta.ba.ttu.edu/cjun/class/FIN6331_2009/articles/Myers%20and%20Majluf%20%281984%29.pdf
- Navarro, J. (2018). *El CAPM, un Modelo de Valoración de Activos Financieros aplicado a las empresas del IBEX 35*. Cartagena: Universidad Politécnica de Cartagena.
- Neira, S. (2016). *Inclusión financiera de las pymes en el Ecuador*. Santiago: Naciones Unidas.
- Pastor, J. (2019). *El Análisis Financiero*. Obtenido de <https://www.usmp.edu.pe/recursos humanos/pdf/3Analisis%20Financiero.pdf>

- Pérez, O., Rivera, A., & Solís, L. (2015). Análisis del Mercado de Valores Ecuatoriano como fuente de inversión para las PyMES. *Revista Ciencia UNEMI*, 8-15.
- PICAVALL S.A. (2018). *Prospecto de Oferta Pública: Emisión del Banco General Rumiñahui S.A.* Quito: Pacific Credit Rating.
- Pierre, W. (06 de Julio de 2019). *Saturación de La Información en Investigación Cualitativa*. Obtenido de Scribd: <https://es.scribd.com/document/318435501/Saturacion-de-La-Informacion-en-Investigacion-Cualitativa>
- Plaza, D. (2015). *Alternativas Financieras Para el Desarrollo de las Pequeñas y Medianas Empresas (PYMES) del Sector Automotriz en la Ciudad de Guayaquil*. Guayaquil: Universidad Católica de Santiago de Guayaquil.
- Ponce, M. (2005). *La titularización: Instrumento de Financiación Empresarial* . Quito: Academia de Abogados de Quito.
- Portafolio Casa de Valores S.A. (19 de Enero de 2015). *¿Cómo funcionan las calificaciones de riesgo?* Obtenido de Portavalor: <http://portavalor.com/guia-de-inicio/como-funcionan-las-calificaciones-de-riesgo/>
- Prado, S. (2014). *Alternativas de Financiamiento ¿Por Qué No Funciona la Bolsa de Valores en el Ecuador? Período 2007-2012*. Guayaquil: Universidad Católica de Santiago de Guayaquil.
- PRISVALAND S.A. (24 de Mayo de 2017). *Quiénes somos*. Obtenido de Nuestra historia: <http://www.prisvaland.com.ec/nosotros.html>
- Rajan, R., & Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*, 1421–1460. Obtenido de The Journal of Finance, Vol. 50, No. 5: http://siteresources.worldbank.org/INTEXPCOMNET/Resources/Rajan_and_Zingales_1995.pdf
- Rivera, J. (2002). Teoría sobre la Estructura de Capital. *Estudios Gerenciales*, 31–59.
- Roldán, P. (2019). *Ratios de rentabilidad*. Obtenido de <https://economipedia.com/definiciones/ratios-de-rentabilidad.html>

- Román Cisneros, C. A. (2018). *Perspectiva del Ecuador para unirse al Proyecto (MILA) Mercado Integrado Latinoamericano para lograr la Integración de sus Mercados Capitales y Valores*. Obtenido de Repositorio de la Universidad de las Américas: <http://dspace.udla.edu.ec/bitstream/33000/10394/4/UDLA-EC-TAB-2018-46.pdf>
- Ross, S. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 23–40. Obtenido de The bell journal of economics, vol. 8, No. 1: <http://www.jstor.org/pss/3003485>.
- Sarmiento, R. (2005). Teoría de los Contratos: Un Enfoque Económico. *Cuadernos Latinoamericanos de Administración*, 11–24. Obtenido de Cuadernos Latinoamericanos de Administración, vol. I, No. 1: <http://www.uelbosque.edu.co/files/Archivos/file/teoriacontratos.pdf>
- Shyam, L., & Myers, S. (1999). Testing Static Trade-off Against Pecking Order Models of Capital Structure. *Financial Economics*, 219-244. Obtenido de Working Paper, No. 3677, : <http://dspace.mit.edu/bitstream/handle/1721.1/49224/testingstatictra00shya.pdf?sequence=1>
- Stiglitz, J. (1969). A re-examination of the Modigliani-Miller theorem. *The American Economic Review*, 784–793. Obtenido de , vol. 59, No. 6: <http://www.jstor.org/stable/1810676>
- SUCAVAL S.A. (2019). *Prospecto de Oferta Pública de Mareato S.A.* Quito: Pacific Credit Rating.
- Superintendencia de Bancos. (2018). *Calificación de Riesgo Instituciones Financieras 2018*. Obtenido de <https://www.superbancos.gob.ec/bancos/calificacion-de-riesgo-instituciones-financieras-2018/>
- Superintendencia de Bancos. (2019). *Análisis Financiero: Sistema de Bancos Públicos*. Obtenido de Resumen Ejecutivo: http://estadisticas.superbancos.gob.ec/portalestadistico/portalestudios/wp-content/uploads/sites/4/downloads/2019/05/AT_BPU_abr_2019.pdf

- Superintendencia de Bancos. (2019). *Comportamiento Financiero: Sistema de Bancos Privados*. Obtenido de Resumen Ejecutivo: http://estadisticas.superbancos.gob.ec/portalestadistico/portalestudios/wp-content/uploads/sites/4/downloads/2019/06/comportamiento_banca_privada_abr_19.pdf
- Superintendencia de Bancos. (2019). *Volumen de Crédito de la Banca Privada*. Obtenido de <http://estadisticas.superbancos.gob.ec/portalestadistico/portalestudios/>
- Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. (2018). *PRISVALAND S.A.* Obtenido de Estado de Situación Financiera: http://appscvcs.supercias.gob.ec/portaldedocumentos/consulta_cia_menu.zul
- Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. (24 de Mayo de 2019). *Árbol Accionario de Personas*. Obtenido de PRISVALAND S.A.: http://appscvsmovil.supercias.gob.ec/portaldeinformacion/consulta_cia_menu.zul?expediente=109939&tipo=1
- Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. (2019). *Glosario*. Obtenido de <https://supereducados.supercias.gob.ec/wp-content/uploads/2017/09/GLOSARIO-SE.pdf>
- Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. (19 de Junio de 2019). *Glosario Bursátil*. Obtenido de SuperEducados: <https://supereducados.supercias.gob.ec/index.php/glosario-bursatil/>
- Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. (17 de Mayo de 2019). *PRISVALAND S.A.* Obtenido de Portal de Información: http://appscvsmovil.supercias.gob.ec/portaldeinformacion/consulta_cia_menu.zul
- Superintendencia de Valores, Compañías y Seguros. (2018). *Rendición de Cuentas 2018*. Obtenido de <https://portal.supercias.gob.ec/wps/RendicionCuentas2018/RC-2018-NACIONAL.pdf>

- Universidad de Vigo. (2019). *Modelo de Regresión Lineal Simple*. Vigo: Universidad de Vigo.
- Vandana, B., Pramod, K., & Surendra, S. (2016). Testing the pecking order theory of deficit and surplus firms: Indian evidence. *International Journal of Managerial Finance*, 335–350.
- Veloz, M., & Cárdenas, A. (2018). *Modelización Econométrica Bajo la Metodología de Box-Jenkins. Estudio Empírico a la Liquidez del Sistema Financiero Ecuatoriano*. Obtenido de Revista Investigación Operacional Vol. 39, No. 4.
- Villarreal, F. (2016). *Introducción a los Modelos de Pronósticos*. Bahía Blanca: Universidad Nacional del Sur.
- Villegas, N. (06 de Junio de 2019). *Financiamiento Interno y Externo*. Obtenido de Scribd: <https://es.scribd.com/document/138047379/Financiamiento-Interno-Y-Externo>
- Viteri, D. (2018). *El Leasing como Mecanismo de Financiamiento para las Empresas en el Ecuador*. Guayaquil: Universidad Católica de Santiago de Guayaquil.
- Watkins, K. (2018). Financial performance in Mexican family vs. non-family firms. *Contaduría y Administración*, 1-18.
- Yépez Espinales, P. M. (11 de Junio de 2017). *Valoración Financiera de la Empresa Familiar PRISVALAND S.A.* Obtenido de Repositorio de la Escuela Politécnica Superior del Litoral: <http://www.dspace.espol.edu.ec/xmlui/handle/123456789/38972>
- Yepez, P. (11 de Julio de 2019). Opciones de Financiamiento para Pymes. (M. Villegas, Entrevistador)
- Zambrano, S., & Acuña, G. (2011). *Estructura de capital. Evolución teórica*. Bogotá: Universidad Libre de Colombia.

Apéndice

Apéndice A. Entrevistas Semi Estructuradas CFN

Colaborador de la Corporación Financiera Nacional – Omar Montesdeoca.

Objetivo: Describir la situación actual de la banca pública ecuatoriana y sus principales beneficios para las pequeñas y medianas empresas.

1. Según un informe emitido por la CEPAL, en el Ecuador más del 52.2% de empresas se encuentran financiadas con recursos externos. En base a su criterio, ¿cuál considera usted que es el principal motivo que ostenta una empresa para recurrir a dicha práctica?

Las empresas suelen buscar recursos financieros cuando desean expandir su negocio, por ejemplo, ellos sienten ganas de ganar territorio en el sector donde está trabajando mediante la búsqueda de nuevas herramientas que permitan ser más competitivo a la empresa en el mercado laboral. Adicionalmente, cuando tienen problemas de liquidez y necesitan ese empujón económico, acuden a instituciones públicas o privadas para poder solventarse.

2. En concordancia con sus años de experiencia, ¿cuál es el método más empleado por las empresas ecuatorianas para obtener recursos financieros?

Considero que las empresas ecuatorianas buscan a la banca privada con más frecuencia, pero por el hecho de que desconocen las opciones que tienen disponibles en el mercado o muchas veces tienen miedo a lanzarse porque se consideran no aptos en temas económicos.

3. En el Ecuador el 42% de las compañías registradas pertenecen al segmento de Pequeñas y Medianas Empresas. Bajo esta premisa, ¿cuál cree usted que es el mejor mecanismo que dicho segmento puede emplear para financiarse? ¿Por qué?

Depende mucho de la situación del microempresario. Por ejemplo, para empezar un negocio acudiría a la CFN por las tasas que ofrecen, siempre y cuando tenga la capacidad para definir una garantía de acuerdo con los lineamientos que imponen, pero si soy un joven que no cuenta con nada optaría por BanEcuador debido a que ellos pueden brindarme de \$0 a \$20.000,00 sin necesidad de un garante o garantía.

4. La Corporación Financiera Nacional o CFN tiene como misión impulsar el desarrollo de los sectores productivos y estratégicos del Ecuador, a través de múltiples servicios financieros y no financieros. En relación con lo mencionado anteriormente, ¿Qué opciones ofrece la CFN para las Pymes que requieren de recursos financieros?

La CFN ofrece recursos financieros para todo tipo empresa que realicen alguna actividad económica que no sea la comercialización directa, es decir, donde no exista alguna transformación de materia prima hacia algún producto. Dichas actividades no se consideran como financiables dado a que en el Ecuador se prioriza el desarrollo, elaboración y generación de empleo a nivel nacional y no es posible financiar una compra y venta directa que no genera valor agregado a la actividad productiva del país.

En provincias como Manabí, luego del terremoto y hasta la fecha, se abrió la línea del gobierno “Apoyo Total” como una opción para adquirir recursos financieros, la cual socorre a la provincia con créditos más fáciles, ágiles e inclusive con años de gracia totales, práctica que no es normal en la Corporación Financiera Nacional, esto quiere decir que en dicha provincia, las personas que acuden en busca de cualquier tipo de crédito directo para algún tipo de relación comercial que tenga un valor agregado para la producción de la provincia o del país, tendrán tres años de gracia total sin pagar ni un dólar hasta cuando el negocio ya se encuentre establecido y se acogerán a una tasa del 7.5%, que es la tasa más baja del país.

Por otro lado, existen tres líneas enfocadas en las Pequeñas y Medianas Empresas. La primera es la denominada “Crédito Directo” que es la más optada debido a que brinda capital de trabajo y activo fijo con una tasa de 8.95% anual capitalizable mensualmente, con amortizaciones francesas o alemanas y con los periodos de tiempos más amplios del mercado: para activos fijos 15 años y capital de trabajo 5 años. Aquí es importante mencionar que al hablar de activos fijos se sobreentiende la compra de bienes inmuebles, terrenos, transformación de materia prima a un producto terminado o elaboración de productos con materia prima importada que no se encuentre en el país y al referirnos a capital de trabajo se describe la capitalización o dinero en efectivo para el flujo del negocio sustentado en compra de insumos, pago a proveedores o pago de la plantilla que tiene la empresa o la persona con el IESS.

Luego, la segunda línea a nivel nacional es la “Pymes Prospera” que posee una tasa del 8.10% y a la cual pueden acceder personas con proyectos nuevos o de

ampliación que ya se encuentren funcionando o en marcha, con la facilidad de otorgarlos el crédito rápido de hasta \$500.000,00 en capital de trabajo y \$2'000.000,00 en activos fijos. Así mismo los plazos van a ser para activos fijos 15 años y capital de trabajo 5 años.

Finalmente, como tercera línea tenemos a la designada como “Pymes Express”, que está enfocada en todas las pequeñas y medianas empresas que deseen acceder a créditos inmediatos (máximo 8 días) de hasta \$150.000,00 con una tasa de 8.95% bajo una precalificación para capital de trabajo siempre y cuando estén dentro de la normativa de CFN, es decir que no sea una empresa que realice actividades de compra y venta.

Adicionalmente, hay una línea que se trabaja a la par con la Banca Pública y Privada denominada “Fondo Nacional de Garantía”, el cual es una ayuda brindada a las personas que quieran emprender un negocio dándoles un crédito desde \$0 hasta \$500.000,00 a través de toda la red de bancos públicos o privados. La mecánica de dicha línea se fundamenta en que CFN otorga la garantía solicitada por el banco con el cual la empresa realizó la línea de crédito y el cliente o empresario le restituye la misma a CFN mediante alícuotas mensuales alineadas a las tasas de interés que maneje el banco.

5. Enfocándonos en las opciones previamente mencionadas, ¿cuáles son las principales condiciones o requisitos que la CFN impone a los empresarios para poder adquirir financiamiento?

Acceder a un crédito de CFN es muy fácil, el requisito principal es elaborar un plan de negocios donde se va a incluir todo lo que es el análisis financiero del negocio en sí. Para eso, existe un departamento de asesoría dentro de la Corporación, en donde se ayuda a elaborar el proyecto y se desarrolla el mismo en conjunto con el empresario para posteriormente presentarlo y que el crédito salga aprobado. Dicha asesoría no tiene ningún costo, es totalmente gratuita y facilita el análisis de toda la actividad productiva, lo único que si se solicita es paciencia y tiempo porque analizar un proyecto no es una tarea sencilla y se requiere de cierta dedicación.

Adicionalmente centrándonos en las Pymes, las cuales dentro de la CFN tienen cierta prioridad por su naturaleza, para que accedan a la línea “Crédito Directo” y “Pyme Prospera” necesitan tanto de una garantía de un bien inmueble o una prenda de una maquinaria y una persona como garante. Por otro lado, para la línea “Pymes Express” las únicas condiciones son contar con ventas de al menos \$160.000,00

dólares al año, tener un patrimonio de \$50.000,00 y una firma de un garante y si son compañías con la firma de algún accionista.

6. Alineándonos a la realidad ecuatoriana, ¿cuál ha sido la respuesta de los pequeños y medianos empresarios frente a las garantías y tasas de intereses que estos deben pagar una vez adquirido el financiamiento solicitado?

Gracias a los grandes beneficios que ofrece la CFN, sin importar las garantías e intereses, la demanda en los últimos años ha aumentado. En la Corporación proyectamos alrededor de \$500 millones de dólares al año en créditos, sin embargo, en los últimos tres años hemos aprobado más de \$900 millones y este año en particular hasta la fecha llevamos \$700 millones de dólares en créditos y se estima cerrar el 2019 con mil millones de dólares, lo cual establece un récord y a la vez estipula que la demanda de créditos y confianza ha ido aumentando con el transcurso de los años. Además, las tasas que maneja la CFN van alineadas a lo que propone el Gobierno Nacional y son las tasas más bajas del mercado según lo establece La Junta Monetaria Nacional.

7. Adicionalmente En el Ecuador, la banca privada y el mercado bursátil son también opciones que una empresa puede considerar al momento de buscar financiamiento. En relación con esto, ¿cuál considera usted que es la posición de la CFN frente a las otras instituciones?

Considero que, dentro de las opciones disponibles, la CFN es la más optada por los ecuatorianos debido a que se han agilizado los procesos y ya no son tan burocráticos, se utilizan sistemas óptimos y se cuenta con una plantilla de evaluación financiera diseñada para que cualquier persona con o sin conocimiento contable pueda completarla. Conjuntamente, se le brinda el apoyo al microempresario y se le da seguimiento a ese llenado para poder evitar cualquier inconveniente.

8. Despuntando dicha realidad, ¿qué acciones o correctivos debería tomar la CFN para posicionarse o mantenerse en el mercado ecuatoriano en los próximos años?

Una de las cosas que podría cambiar la CFN, es buscar generar más confianza y divulgar información, ya que una de las principales barreras para que una persona acceda a un crédito es el desconocimiento y temor. Los microempresarios piensan que elaborar un proyecto es muy difícil y como la Corporación Financiera Nacional te evalúa en función de este, se limitan y prefieren acudir a la banca privada, en donde te evalúan en función del pago.

Hay que realizar un cambio de mentalidad, porque las facilidades están ahí pero no todos las aprovechan, aunque no se llegue a financiar el 100% de un proyecto sino el 70% en caso de ser un proyecto nuevo y 80% en el caso de ser una ampliación, la CFN dispone de los recursos para impulsar negocios y cambiar la matriz productiva del país.

Apéndice B. Entrevistas Semi Estructuradas Microempresa

Gerente Financiero de PRISVALAND S.A. – Priscilla Yépez

Objetivo: Describir la situación actual de una pequeña y mediana empresa frente a las diferentes fuentes de financiamiento externo que existen en el Ecuador.

1. Según un informe emitido por la CEPAL, en el Ecuador más del 52.2% de empresas se encuentran financiadas con recursos externos. En base a su criterio, ¿cuál considera usted que es el principal motivo que ostenta una empresa para recurrir a dicha práctica?

Básicamente las empresas buscan financiamiento dado a la fuerte inversión que requiere empezar un nuevo negocio y el capital propio no siempre es el suficiente para solventarse.

2. En concordancia con sus años de experiencia, ¿cuál es el método más empleado por las empresas ecuatorianas para obtener recursos financieros?

En el mercado ecuatoriano, la pequeña, mediana o grande empresa que esté buscando un método de financiamiento siempre lo va a hacer con la institución que mantenga una respuesta eficaz. La palabra eficaz envuelve al tipo de interés, al monto, a los requisitos o al tiempo que la empresa mantenga para poder otorgar una línea de crédito a las empresas que estén buscando financiamiento.

En el Ecuador tenemos varias opciones de financiamiento, sin embargo la más solicitada o la más buscada siempre será la banca privada porque a pesar de que tenga un tipo de interés un poco más alto en relación a las demás opciones, esta es mayormente conocida por dos razones: primero, la banca no solo ofrece una línea de crédito sino un servicio que va más allá que es el servicio post crédito en donde incluyen muchos productos adicionales y segundo, la banca privada te establece menos requisitos al momento de darte un crédito al compararlo con la banca pública, que solicita más respaldos y documentos.

3. En el Ecuador el 42% de las compañías registradas pertenecen al segmento de Pequeñas y Medianas Empresas. Siendo PRISVALAND una de ellas, ¿cuál cree usted que es el mejor mecanismo que esta empresa puede emplear para financiarse? ¿Por qué?

PRISVALAND S.A. es una empresa pequeña ecuatoriana y al ser pequeña siempre ha buscado el método de financiamiento de la banca privada. Como lo

mencioné anteriormente la banca privada es la institución que te pone menos obstáculos para otorgarte un crédito y al ser nosotros pequeños, los proyectos que tengamos o mantengamos siempre van a la par con sus beneficios.

4. Una de las opciones más optadas en el Ecuador es la búsqueda de financiamiento mediante instituciones como la banca pública o privada. Dicho esto, ¿PRISVALAND S.A. ha recurrido a algún préstamo con una institución bancaria? ¿Cuál fue su experiencia con dicha adquisición?

Si, la empresa ha recurrido a la prestación en varias ocasiones bajo el rubro de aumento de capital y siempre con la banca privada y por montos menos de \$100,00.00. En todos los casos, los préstamos fueron cubiertos sin ningún problema bajo los parámetros establecidos por el banco.

5. El asentamiento de una garantía y el pago de intereses son dos condiciones que la banca demanda de los empresarios que buscan financiamiento. Considerando lo anterior, ¿cree usted que dichas exigencias van a la par con la realidad de las pequeñas y medianas empresas ecuatorianas o presentan ciertas desventajas para las mismas?

Considero que muchas veces las instituciones financieras se aprovechan de la situación o de las necesidades de las pequeñas y medianas empresas, especialmente por la falta de conocimiento y buscan incrementar sus ingresos en lugar de fomentar el crecimiento de la economía del país.

6. Otra opción para adquirir financiamiento es recurrir a una inserción en el mercado bursátil mediante títulos de renta fija o variable, sin embargo, en el Ecuador menos del 0.5% del universo de empresas trabajan con emisiones en bolsa. En su posición de Gerente Financiera de una microempresa ¿cuál piensa usted es el principal motivo por el cual las empresas no consideran el mercado de valores como una opción rentable?

Definitivamente la falta de conocimiento y temor. Los microempresarios no conocen del mercado bursátil y mucho menos cómo funciona el mismo en el Ecuador.

7. Finalmente, ¿qué beneficios la motivarían a insertarse en el mercado bursátil ecuatoriano para financiar sus actividades?

Conocer un poco más de los requisitos y los beneficios que dicha emisión e inserción tendrían con la empresa en comparación con lo que ofrece un banco ya sea este público o privado.

Apéndice C. Entrevistas Semi Estructuradas Calificadora de Riesgo

Miembro Principal Comité Calificador de Riesgos SummaRatings S.A.

Objetivo: Describir la situación de las pequeñas y medianas empresas en el Ecuador de acuerdo con su calificación de riesgo en la emisión de títulos en el mercado bursátil.

1. Según un informe emitido por la CEPAL, en el Ecuador más del 52.2% de empresas se encuentran financiadas con recursos externos. En base a su criterio, ¿cuál considera usted que es el principal motivo que ostenta una empresa para recurrir a dicha práctica?

Normalmente el financiamiento a través de recursos externos tiene menor costo que a diferencia del “financiamiento propio” dado que los accionistas aspiran a una rentabilidad superior, además las empresas elaboran un costo promedio ponderado de sus activos y parte de eso proceden a realizar una estructura mediante el cual se debe encontrar el punto adecuado del financiamiento.

2. En concordancia con sus años de experiencia, ¿cuál es el método más empleado por las empresas ecuatorianas para obtener recursos financieros?

Tomando en cuenta que todo depende del tamaño de la compañía. En este caso estamos realizando un estudio al segmento de pequeñas y medianas empresas, en la cual en su gran mayoría obtiene acceso a lo que es el crédito bancario y de sistema financiero, donde mayormente encuentran facilidad adaptados al tipo de financiamiento que requieren.

3. En el Ecuador el 42% de las compañías registradas pertenecen al segmento de Pequeñas y Medianas Empresas. Bajo esta premisa, ¿cuál cree usted que es el mejor mecanismo que dicho segmento puede emplear para financiarse? ¿Por qué?

Considero que no hay un mejor mecanismo, puesto a que depende netamente cómo se encuentre las posibilidades de la empresa, y si cumple con las características para lograr estructurarse financieramente. Dado el motivo que hay ciertos bancos privadas que brindan un mayor plazo sin embargo las tasas de intereses podrían ser más prominentes. A diferencia del Mercado de Valores que depende de las condiciones que se encuentre el título, ya que dicho papel posee una tasa nominal y dependiendo de las condiciones en las que se encuentra el mercado, podríamos darnos cuenta si existe o no existe una demanda, por lo tanto,

no hay un mejor o peor papel, son las condiciones que se pueda dar en cada uno de acuerdo con el requerimiento de financiamiento que la empresa tenga.

4. Se sabe que las empresas en el país cuentan con poco o nulo conocimiento acerca de emisiones de títulos valores como mecanismo de financiamiento, de acuerdo con su experticia en calificación de riesgos, ¿cuáles cree usted que son los problemas comunes a los que se enfrenta una Pyme en este proceso?

Pienso yo que las empresas tienen poco conocimiento del Mercado de Valores, puesto que creen que está diseñado únicamente para grandes corporaciones. Las empresas pequeñas han obtenido grandes beneficios del financiamiento a través Mercado de Valores. De hecho, existen programas que buscan incentivar su uso, tal es el caso del Registro Único Bursátil o REB, diseñado exclusivamente para que las pequeñas y medianas empresas puedan emitir sus valores en la bolsa y por desconocimiento, no se toman en cuenta.

5. Tomando en consideración que la calificación de riesgos corresponde al estudio de la solvencia y probabilidad de pago de una empresa para cumplir con los compromisos adquiridos en una determinada emisión de títulos, ¿qué rasgos característicos puede destacar usted en las emisiones elaboradas por pequeñas y medianas empresas?

Las empresas que por lo general acceden a la emisión de valores en el Mercado de Valores se vuelven maduras y empiezan a formalizar sus procesos, haciendo referencia a lo antes mencionado, pienso que en las Pymes se ajustan al régimen de la ley de Mercado de Valores y eso exige nuevos procesos y mayor control en sus reportes y Estados Financieros.

6. En un escenario general, ¿qué tan atractivos resultan para los inversionistas los títulos valores emitidos por pequeñas y medianas empresas en el mercado bursátil tomando en cuenta la evaluación de su perfil?

Para un inversionista es importante la capacidad de generar flujos de las pymes; el estar involucrado en el negocio o el mercado en el que se encuentra las pequeñas y medianas empresas; y las tasas de interés que obtiene, dado que a los inversionistas normalmente estructuran sus portafolios balanceando de lo que es diversificación y concentración.

7. Con lo mencionado anteriormente, ¿qué recomendaciones puede aportar usted para que las Pymes consideren la emisión de valores como una alternativa al mecanismo de financiamiento tradicional?

Planteo que lo principal que debería realizar una pyme es estructurarse, siguiente a eso considerar que el Mercado de Valores es una opción de financiamiento en el mediano y largo plazo, y una alternativa válida para a hacer un esquema combinado de mantenimiento de sus activos. Mostrando así que en el Mercado de Valores si se efectúa un control van a obtener una mejor disposición de recursos a largo plazo y posiblemente mejores condiciones de tasas.

Apéndice D. Formato de las Obligaciones

- La palabra "Obligación" en la parte central superior de cada título seguida de su respectiva numeración.
- El nombre y domicilio del emisor.
- Número de la notaría y fecha en la que se concedió la escritura pública de la emisión.
- La indicación o cupones para reconocer los intereses a la orden o al portador.
- Se podrán emitir obligaciones sin cupón de interés; los aspectos relacionados al pago de intereses no serán aplicables a este tipo de obligaciones.
- El plazo o duración de la emisión.
- La especificación de la forma de amortización, con las fechas, tanto para el pago de la obligación como para el de sus intereses.
- La fecha de escritura de constitución de la compañía emisora y la de su inscripción en el Registro Mercantil.
- La indicación de la garantía de la obligación.
- El valor nominal, precisando la moneda o unidad monetaria.
- La indicación de la tasa de interés, que será de libre contratación y su forma de reajuste, en caso de haberlo.
- La indicación del representante de los obligacionistas: nombre, dirección, número de teléfono, número de fax y dirección de correo electrónico del mismo.
- La indicación del agente pagador y lugar de pago de la obligación.
- El número y fecha de la resolución de inscripción en el Registro del Mercado de Valores.

Apéndice E. Contenido de la oferta pública.

1. Portada

- Título o encabezado: "PROSPECTO DE OFERTA PUBLICA", de forma resaltada.
- Razón social con el nombre comercial del emisor y demás partes involucradas.
- Características de la emisión.
- Razón social de la calificadora de riesgo y la categoría de la calificación de la emisión.
- Número y fecha de la resolución expedida por la Superintendencia de Compañías que aprueba la emisión y el contenido del prospecto, autoriza la oferta pública y dispone su inscripción en el Registro del Mercado de Valores; y, número y fecha de la resolución expedida por la Superintendencia de Bancos y Seguros que aprueba la emisión de obligaciones, de ser el caso.
- Cláusula de exclusión. En todo prospecto de oferta pública deberá hacerse mención expresa de que su aprobación no implica de parte de la Superintendencia de Compañías ni de los miembros del C.N.V., recomendación alguna para la suscripción o adquisición de valores, ni pronunciamiento en sentido alguno sobre su precio, la solvencia de la entidad emisora, el riesgo o rentabilidad de la emisión.

2. Información general sobre el emisor

- Razón social, y en caso de existir el nombre comercial del emisor.
- Número del RUC.
- Domicilio, dirección, número de teléfono, número de fax y dirección de correo electrónico del emisor y de sus oficinas principales.
- Fechas de otorgamiento de la escritura pública de constitución e inscripción en
- el Registro Mercantil.
- Plazo de duración de la compañía.
- Objeto social.
- Capital suscrito, pagado y autorizado, de ser el caso.
- Número de acciones, valor nominal de cada una, clase y series.

- Nombres y apellidos de los principales accionistas propietarios de más del diez por ciento de las acciones representativas del capital suscrito de la compañía, con indicación del porcentaje de su respectiva participación.
- Cargo o función, nombres y apellidos del representante legal, de los administradores y de los directores, si los hubiere.
- Número de empleados, trabajadores y directivos de la compañía.
- Organigrama de la empresa.
- Referencia de empresas vinculadas, de conformidad con lo dispuesto en la Ley de Mercado de Valores, en esta codificación, así como en la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero y en sus normas complementarias, de ser el caso.
- Participación en el capital de otras sociedades.

3. Descripción del negocio del emisor

- Descripción del entorno económico en que desarrolla sus actividades y el desempeño de la empresa, en el sector al que pertenece.
- Principales líneas de productos, servicios, negocios y actividades de la compañía.
- Descripción de las políticas de inversiones y de financiamiento, de los últimos tres años o desde su constitución, si su antigüedad fuere menor.
- Factores de riesgo asociados con la compañía, con el negocio y con la oferta pública que incluyan: desarrollo de la competencia, pérdidas operativas, tendencia de la industria, regulaciones gubernamentales y procedimientos legales.
- Se proporcionará una descripción sucinta de la estrategia de desarrollo del emisor en los últimos tres años, incluyendo actividades de investigación y desarrollo de los productos nuevos o mejoramiento de los ya existentes.

4. Características de la emisión

- Fecha del acta de junta general de accionistas o de socios que haya resuelto la emisión.
- Monto y plazo de la emisión.
- Unidad monetaria en que se representa la emisión.

- Número y valor nominal de las obligaciones que comprenden cada serie.
- Obligaciones con la indicación respectiva de ser a la orden o al portador.
- Tasa de interés o rendimiento y forma de reajuste, de ser el caso.
- Forma de cálculo.
- Fecha a partir de la cual el tenedor de las obligaciones comienza a ganar intereses.
- Indicación de la presencia o no de cupones para el pago de intereses, en los valores. En caso de presencia de cupones, se deberá indicar su valor nominal o la forma de determinarlo; los plazos, tanto para el pago de la obligación como para el de sus intereses; y el número de serie.
- Forma de amortización y plazos, tanto para el pago de la obligación como para el de sus intereses.
- Razón social del agente pagador, dirección en la que se realizará el pago e indicación de la modalidad de pago.
- Descripción del tipo de garantía, si la garantía específica consistiere en flujo de fondos, deberá señalarse el nombre del fiduciario y del fideicomiso.
- Tratándose de emisiones convertibles en acciones se deberá especificar los términos en que se realizará la conversión.
- Denominación o razón social del representante de los obligacionistas, dirección domiciliaria y casilla postal, número de teléfonos, número de fax, página web y dirección de correo electrónico, si lo hubiere.
- Resumen del convenio de representación.
- Declaración juramentada del representante de los obligacionistas, de no estar incurso en las prohibiciones del artículo 165 de la Ley de Mercado de Valores, es decir que el representante de obligacionistas no mantiene ningún tipo de vínculo con la emisora, el asesor, agente pagador, garante, ni compañías relacionadas por gestión, propiedad o administración del emisor.
- Descripción del sistema de colocación, con indicación del responsable y del asesor de la emisión.

- Resumen del contrato de underwriting, de existir.
- Procedimiento de rescates anticipados.
- Detalle del destino de los recursos a captar.
- Extracto del estudio de la calificación de riesgo actualizada.

5. Información económica-financiera del emisor

- Se proporcionará la siguiente información financiera comparativa de los últimos tres ejercicios económicos, o desde su constitución si su antigüedad fuere menor y con una vigencia de un mes anterior a la fecha de presentación del trámite a la Institución. Si el emisor presentare la información financiera para el trámite de aprobación dentro de los primeros quince días del mes, será necesario únicamente que el corte de dicha información tenga como base el último día del mes considerando dos meses inmediatamente anteriores; pero, si la información financiera fuere presentada a partir del primer día hábil luego de transcurridos los primeros quince días del mes, la obligatoriedad en el corte de dicha información tendrá como base el último día del mes inmediatamente anterior.
 - Los estados financieros auditados con las notas.
 - Análisis horizontal y vertical de los estados financieros señalados anteriormente y, al menos los siguientes indicadores:
 - * Liquidez.
 - * Razón corriente.
 - * Rotación de cuentas por cobrar.
 - * Endeudamiento.
 - * Rentabilidad.
 - * Margen de utilidad sobre ventas.
 - * Utilidad por acción.
 - * Volumen de ventas en unidades físicas y monetarias.
 - * Costos fijos y variables.
 - * Detalle de las principales inversiones.

En el caso de instituciones sujetas al control de la Superintendencia de Banco y Seguros, se presentarán los indicadores que ésta haya establecido.

- Descripción de los principales activos productivos e improductivos existentes a la fecha, con indicación de las inversiones, adquisiciones y enajenaciones de importancia, realizadas en el último ejercicio económico.
- Declaración juramentada del representante legal de la compañía emisora, en la que conste que la información contenida en el prospecto de oferta pública es fidedigna, real y completa; y que será penal y civilmente responsable, por cualquier falsedad u omisión contenida en ella.

Apéndice F. Resumen del Balance General de PRISVALAND S.A.

Balance General

	2014	2015	2016	2017	2018
Activo	\$ 167.772,94	\$ 108.409,78	\$ 121.540,98	\$ 61.155,89	\$ 98.518,45
Activos Corrientes	\$ 167.772,94	\$ 108.409,78	\$ 121.540,98	\$ 38.356,47	\$ 64.940,10
Activos No Corrientes	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 22.799,42	\$ 33.578,35
Pasivo	\$ 84.700,80	\$ 23.938,90	\$ 36.278,70	\$ 11.705,37	\$ 46.803,93
Pasivos Corrientes	\$ 84.700,80	\$ 23.938,90	\$ 36.278,70	\$ 11.705,37	\$ 46.803,93
Pasivos No Corrientes	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Patrimonio	\$ 83.072,14	\$ 84.470,88	\$ 85.262,28	\$ 49.450,52	\$ 51.714,52
Capital Suscrito y/o Asignado	\$ 800,00	\$ 800,00	\$ 800,00	\$ 800,00	\$ 800,00
(-) Capital Suscrito No Pagado	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Aportes de Socios	\$ 24.857,46	\$ 24.857,46	\$ 24.857,46	\$ 3.965,78	\$ 3.965,78
Reservas	\$ 275,37	\$ 275,37	\$ 275,37	\$ 275,37	\$ 275,37
Resultados Acumulados	\$ 57.139,31	\$ 58.538,05	\$ 59.329,45	\$ 44.409,37	\$ 46.673,37
TOTAL ACTIVO	\$ 167.772,94	\$ 108.409,78	\$ 121.540,98	\$ 61.155,89	\$ 98.518,45
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	\$ 167.772,94	\$ 108.409,78	\$ 121.540,98	\$ 61.155,89	\$ 98.518,45
	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -

Apéndice G. Resumen del Estado de Resultados

Estado de Resultados

	2014	2015	2016	2017	2018
Ingresos	\$ 453.629,02	\$ 486.999,03	\$ 363.690,76	\$ 354.258,86	\$ 484.573,10
Ventas Netas Locales de Bienes	\$ 453.629,02	\$ 486.999,03	\$ 363.690,76	\$ 354.258,86	\$ 484.553,10
Ingreso de Actividades Ordinarias	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 20,00
Costos y Gastos	\$ 442.380,44	\$ 471.772,40	\$ 351.140,60	\$ 350.968,04	\$ 480.419,20
Costo de Ventas	\$ 370.992,27	\$ 399.213,95	\$ 279.658,59	\$ 310.755,77	\$ 352.024,12
Gastos	\$ 71.388,17	\$ 72.558,45	\$ 71.482,01	\$ 40.212,27	\$ 128.395,08
Utilidad Antes de Participación de Trabajadores	\$ 11.248,58	\$ 15.226,63	\$ 12.550,16	\$ 3.290,82	\$ 4.153,90
(-) Participación de Trabajadores	\$ 1.687,29	\$ 2.283,99	\$ 1.882,52	\$ 493,62	\$ 623,08
Utilidad Gravable	\$ 9.561,29	\$ 12.942,63	\$ 10.667,64	\$ 2.797,20	\$ 3.530,81
(-) Impuesto a la Renta 22%	\$ 2.103,48	\$ 2.847,38	\$ 2.346,88	\$ 615,38	\$ 776,78
Utilidad del Ejercicio	\$ 7.457,81	\$ 10.095,26	\$ 8.320,76	\$ 2.181,81	\$ 2.754,04

Apéndice H. Ventas de PRISVALAND S.A.

Ventas (\$)

Descripción	2009	2010	2011	2012	2013
Alambre Resorte	\$ 250.655	\$ 278.505	\$ 306.012	\$ 259.875	\$ 285.428
Alambres en general	\$ 73.713	\$ 81.904	\$ 94.601	\$ 79.588	\$ 68.650
Mallas y estructuras	\$ 53.101	\$ 59.001	\$ 49.353	\$ 58.995	\$ 47.855
Ferretería en general	\$ 86.308	\$ 95.898	\$ 91.477	\$ 125.704	\$ 104.293
Pinturas y derivados	\$ 9.758	\$ 10.843	\$ 7.233	\$ 18.429	\$ 18.519
Otros	\$ 53	\$ 58	\$ -	\$ 405	\$ 138
Total Ventas	\$ 473.588	\$ 526.209	\$ 548.676	\$ 542.996	\$ 524.884

Descripción	2014	2015	2016	2017	2018
Alambre Resorte	\$ 215.613	\$ 203.355	\$ 95.832	\$ 93.346	\$ 127.679
Alambres en general	\$ 68.752	\$ 104.759	\$ 110.509	\$ 107.643	\$ 147.234
Mallas y estructuras	\$ 47.956	\$ 87.515	\$ 40.225	\$ 39.182	\$ 53.593
Ferretería en general	\$ 103.293	\$ 82.894	\$ 100.113	\$ 97.517	\$ 133.383
Pinturas y derivados	\$ 18.015	\$ 8.476	\$ 17.011	\$ 16.570	\$ 22.685
Otros	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Total Ventas	\$ 453.629	\$ 486.999	\$ 363.691	\$ 354.259	\$ 484.573

Apéndice I. Proyección de las Ventas de PRISVALAND S.A.

Modelo 1: estimaciones utilizando las observaciones 2009-2018

Variable dependiente: Ventas

Desviaciones típicas HAC, con ancho de banda 1 (Kernel de Bartlett)

<u>Variable</u>	<u>Coefficiente</u>	<u>Desv. típica</u>	<u>Estadístico t</u>	<u>valor p</u>
const	95113	58948,2	16,135	0,14530
Costo_de_Ventas	0,993837	0,140248	70,863	0,00010 ***

Media de la var. dependiente = 475951

Desviación típica de la var. dependiente. = 68973,5

Suma de cuadrados de los residuos = 9,15321e+009

Desviación típica de los residuos = 33825,3

$R^2 = 0,78622$

R^2 corregido = 0,759498

Grados de libertad = 8

Estadístico de Durbin-Watson = 2,73987

Coef. de autocorr. de primer orden. = -0,550108

Log-verosimilitud = -117,363

Criterio de información de Akaike = 238,727

Criterio de información Bayesiano de Schwarz = 239,332

Criterio de Hannan-Quinn = 238,063

Año	Costo de Ventas	Ventas	Año	Costo de Ventas	Ventas
1	\$ 382.806,45	\$473.587,67	11	\$ 331.389,95	\$424.460,59
2	\$ 443.368,92	\$526.208,52	12	\$ 341.707,03	\$434.714,09
3	\$ 445.190,72	\$548.676,13	13	\$ 336.548,49	\$429.587,34
4	\$ 478.508,06	\$542.996,10	14	\$ 339.127,76	\$432.150,72
5	\$ 369.474,10	\$524.884,04	15	\$ 337.838,12	\$430.869,03
6	\$ 370.992,27	\$453.629,02			
7	\$ 399.213,95	\$486.999,03			
8	\$ 279.658,59	\$363.690,76			
9	\$ 310.755,77	\$354.258,86			
10	\$ 352.024,12	\$484.573,10			

Apéndice J. Proyección del Estado de Resultados

Estado de Resultados Proyectado

	2019	2020	2021	2022	2023
Ingresos	\$ 424.460,59	\$ 434.714,09	\$ 429.587,34	\$ 432.150,72	\$ 430.869,03
Ventas Netas Locales de Bienes	\$ 424.456,63	\$ 434.710,04	\$ 429.583,33	\$ 432.146,68	\$ 430.865,01
Ingreso de Actividades Ordinarias	\$ 3,96	\$ 4,06	\$ 4,01	\$ 4,03	\$ 4,02
Costos y Gastos	\$ 415.256,98	\$ 425.288,16	\$ 420.272,57	\$ 422.780,36	\$ 421.526,46
Costo de Ventas	\$ 339.196,94	\$ 347.390,77	\$ 343.293,85	\$ 345.342,31	\$ 344.318,08
Gastos	\$ 76.060,04	\$ 77.897,39	\$ 76.978,72	\$ 77.438,05	\$ 77.208,39
Utilidad Antes de Participación de Trabajadores	\$ 9.203,61	\$ 9.425,94	\$ 9.314,77	\$ 9.370,35	\$ 9.342,56
(-) Participación de Trabajadores	\$ 1.380,54	\$ 1.413,89	\$ 1.397,22	\$ 1.405,55	\$ 1.401,38
Utilidad Gravable	\$ 7.823,07	\$ 8.012,05	\$ 7.917,56	\$ 7.964,80	\$ 7.941,18
(-) Impuesto a la Renta 22%	\$ 1.721,07	\$ 1.762,65	\$ 1.741,86	\$ 1.752,26	\$ 1.747,06
Utilidad del Ejercicio	\$ 6.101,99	\$ 6.249,40	\$ 6.175,69	\$ 6.212,54	\$ 6.194,12

Apéndice K. Proyección del Flujo de Caja sin Inversión

Flujo de Caja Proyectado	2019	2020	2021	2022	2023
Ingresos Anuales	\$ 424.460,6	\$ 434.714,1	\$ 429.587,3	\$ 432.150,7	\$ 430.869,0
Ventas	\$ 424.460,6	\$ 434.714,1	\$ 429.587,3	\$ 432.150,7	\$ 430.869,0
Costos	\$ 339.196,9	\$ 347.390,8	\$ 343.293,9	\$ 345.342,3	\$ 344.318,1
Costo de Ventas	\$ 339.196,9	\$ 347.390,8	\$ 343.293,9	\$ 345.342,3	\$ 344.318,1
Gastos	\$ 76.060,0	\$ 77.897,4	\$ 76.978,7	\$ 77.438,1	\$ 77.208,4
Sueldos	\$ 20.286,8	\$ 20.776,9	\$ 20.531,8	\$ 20.654,4	\$ 20.593,1
Beneficios Sociales, Indemnizaciones y Otras Remuneraciones	\$ 3.048,5	\$ 3.122,1	\$ 3.085,3	\$ 3.103,7	\$ 3.094,5
Aporte a la Seguridad Social	\$ 3.797,9	\$ 3.889,7	\$ 3.843,8	\$ 3.866,7	\$ 3.855,3
Honorarios Profesionales y Dietas	\$ 2.459,1	\$ 2.518,5	\$ 2.488,8	\$ 2.503,6	\$ 2.496,2
Transporte	\$ 125,9	\$ 128,9	\$ 127,4	\$ 128,1	\$ 127,8
Mantenimiento y Reparaciones	\$ 2.451,4	\$ 2.510,6	\$ 2.481,0	\$ 2.495,8	\$ 2.488,4
Combustibles y Lubricantes	\$ 1.151,4	\$ 1.179,2	\$ 1.165,3	\$ 1.172,3	\$ 1.168,8
Suministros, Materiales y Repuestos	\$ 1.414,6	\$ 1.448,7	\$ 1.431,7	\$ 1.440,2	\$ 1.435,9
Provisiones	\$ 14,2	\$ 14,6	\$ 14,4	\$ 14,5	\$ 14,4
Pérdidas	\$ 15,8	\$ 16,2	\$ 16,0	\$ 16,1	\$ 16,0
Gastos de Viaje	\$ 1.650,6	\$ 1.690,5	\$ 1.670,6	\$ 1.680,5	\$ 1.675,5
Seguros y Reaseguros	\$ 1.029,2	\$ 1.054,0	\$ 1.041,6	\$ 1.047,8	\$ 1.044,7
Arrendamientos Operativos	\$ 3.631,3	\$ 3.719,0	\$ 3.675,2	\$ 3.697,1	\$ 3.686,2
Depreciación	\$ 2.420,9	\$ 2.479,3	\$ 2.450,1	\$ 2.464,7	\$ 2.457,4
Comisiones	\$ 11.677,8	\$ 11.959,9	\$ 11.818,8	\$ 11.889,4	\$ 11.854,1
Operaciones de Regalías	\$ 482,4	\$ 494,0	\$ 488,2	\$ 491,1	\$ 489,7
Servicios Públicos	\$ 2.460,4	\$ 2.519,8	\$ 2.490,1	\$ 2.504,9	\$ 2.497,5
Impuestos, Contribuciones y Otros	\$ 735,6	\$ 753,4	\$ 744,5	\$ 749,0	\$ 746,8
Gastos Financieros	\$ 104,0	\$ 106,5	\$ 105,3	\$ 105,9	\$ 105,6
Instalación, Organización y Similares	\$ 428,2	\$ 438,5	\$ 433,4	\$ 436,0	\$ 434,7
Pago por Otros Servicios	\$ 5.620,9	\$ 5.756,7	\$ 5.688,8	\$ 5.722,7	\$ 5.705,8
Pago por Otros Bienes	\$ 470,4	\$ 481,7	\$ 476,1	\$ 478,9	\$ 477,5
Otros	\$ 10.582,9	\$ 10.838,6	\$ 10.710,8	\$ 10.774,7	\$ 10.742,7
Flujo Antes de Participación Trabajadores	\$ 9.203,6	\$ 9.425,9	\$ 9.314,8	\$ 9.370,4	\$ 9.342,6
(-) Participación Utilidades	\$ 1.380,5	\$ 1.413,9	\$ 1.397,2	\$ 1.405,6	\$ 1.401,4
Flujo después de Participación de Trabajadores	\$ 7.823,1	\$ 8.012,0	\$ 7.917,6	\$ 7.964,8	\$ 7.941,2
(-) Impuesto a la Renta 22%	\$ 1.721,07	\$ 1.762,65	\$ 1.741,86	\$ 1.752,26	\$ 1.747,06
Flujo después de Impuestos	\$ 6.102,0	\$ 6.249,4	\$ 6.175,7	\$ 6.212,5	\$ 6.194,1
(+) Depreciaciones:	\$ 2.420,9	\$ 2.479,3	\$ 2.450,1	\$ 2.464,7	\$ 2.457,4
Flujo de Caja Neto	\$ 10.243,9	\$ 10.491,4	\$ 10.367,7	\$ 10.429,5	\$ 10.398,6

Apéndice L. Proyección del Flujo de Caja con Obligaciones

Flujo de Caja Proyectado	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<u>Ingresos Anuales</u>	\$ 424.460,6	\$ 434.714,1	\$ 429.587,3	\$ 432.150,7	\$ 430.869,0	\$ 430.869,0
Ventas	\$ 424.460,6	\$ 434.714,1	\$ 429.587,3	\$ 432.150,7	\$ 430.869,0	\$ 430.869,0
<u>Costos</u>	\$ 339.196,9	\$ 347.390,8	\$ 343.293,9	\$ 345.342,3	\$ 344.318,1	\$ 344.318,1
Costo de Ventas	\$ 339.196,9	\$ 347.390,8	\$ 343.293,9	\$ 345.342,3	\$ 344.318,1	\$ 344.318,1
<u>Gastos</u>	\$ 78.361,0	\$ 79.675,9	\$ 78.238,4	\$ 78.177,2	\$ 77.427,8	\$ 77.427,8
Sueldos	\$ 20.286,8	\$ 20.776,9	\$ 20.531,8	\$ 20.654,4	\$ 20.593,1	\$ 20.593,1
Beneficios Sociales, Indemnizaciones y Otras Remuneraciones	\$ 3.048,5	\$ 3.122,1	\$ 3.085,3	\$ 3.103,7	\$ 3.094,5	\$ 3.094,5
Aporte a la Seguridad Social	\$ 3.797,9	\$ 3.889,7	\$ 3.843,8	\$ 3.866,7	\$ 3.855,3	\$ 3.855,3
Honorarios Profesionales y Dietas	\$ 2.459,1	\$ 2.518,5	\$ 2.488,8	\$ 2.503,6	\$ 2.496,2	\$ 2.496,2
Transporte	\$ 125,9	\$ 128,9	\$ 127,4	\$ 128,1	\$ 127,8	\$ 127,8
Mantenimiento y Reparaciones	\$ 2.451,4	\$ 2.510,6	\$ 2.481,0	\$ 2.495,8	\$ 2.488,4	\$ 2.488,4
Combustibles y Lubricantes	\$ 1.151,4	\$ 1.179,2	\$ 1.165,3	\$ 1.172,3	\$ 1.168,8	\$ 1.168,8
Suministros, Materiales y Repuestos	\$ 1.414,6	\$ 1.448,7	\$ 1.431,7	\$ 1.440,2	\$ 1.435,9	\$ 1.435,9
Provisiones	\$ 14,2	\$ 14,6	\$ 14,4	\$ 14,5	\$ 14,4	\$ 14,4
Pérdidas	\$ 15,8	\$ 16,2	\$ 16,0	\$ 16,1	\$ 16,1	\$ 16,0
Gastos de Viaje	\$ 1.650,6	\$ 1.690,5	\$ 1.670,6	\$ 1.680,5	\$ 1.675,5	\$ 1.675,5
Seguros y Reaseguros	\$ 1.029,2	\$ 1.054,0	\$ 1.041,6	\$ 1.047,8	\$ 1.044,7	\$ 1.044,7
Arendamientos Operativos	\$ 3.631,3	\$ 3.719,0	\$ 3.675,2	\$ 3.697,1	\$ 3.686,2	\$ 3.686,2
Depreciación	\$ 2.420,9	\$ 2.479,3	\$ 2.450,1	\$ 2.464,7	\$ 2.457,4	\$ 2.457,4
Comisiones	\$ 11.677,8	\$ 11.959,9	\$ 11.818,8	\$ 11.889,4	\$ 11.854,1	\$ 11.854,1
Operaciones de Regalías	\$ 482,4	\$ 494,0	\$ 488,2	\$ 491,1	\$ 489,7	\$ 489,7
Servicios Públicos	\$ 2.460,4	\$ 2.519,8	\$ 2.490,1	\$ 2.504,9	\$ 2.497,5	\$ 2.497,5
Impuestos, Contribuciones y Otros	\$ 735,6	\$ 753,4	\$ 744,5	\$ 749,0	\$ 746,8	\$ 746,8
Gastos Financieros	\$ 2.405,0	\$ 1.885,0	\$ 1.365,0	\$ 845,0	\$ 325,0	\$ 325,0
Instalación, Organización y Similares	\$ 428,2	\$ 438,5	\$ 433,4	\$ 436,0	\$ 434,7	\$ 434,7
Pago por Otros Servicios	\$ 5.620,9	\$ 5.756,7	\$ 5.688,8	\$ 5.722,7	\$ 5.705,8	\$ 5.705,8
Pago por Otros Bienes	\$ 470,4	\$ 481,7	\$ 476,1	\$ 478,9	\$ 477,5	\$ 477,5
Otros	\$ 10.582,9	\$ 10.838,6	\$ 10.710,8	\$ 10.774,7	\$ 10.742,7	\$ 10.742,7
Flujo Antes de Participación Trabajadores	\$ 6.902,6	\$ 7.647,5	\$ 8.055,0	\$ 8.631,3	\$ 9.123,1	\$ 9.123,1
(-) Participación Utilidades	\$ 1.035,4	\$ 1.147,1	\$ 1.208,3	\$ 1.294,7	\$ 1.368,5	\$ 1.368,5
Flujo después de Participación de Trabajadores	\$ 5.867,2	\$ 6.500,3	\$ 6.846,8	\$ 7.336,6	\$ 7.754,7	\$ 7.754,7
(-) Participación Utilidades	\$ 1.290,8	\$ 1.430,1	\$ 1.506,3	\$ 1.614,0	\$ 1.706,0	\$ 1.706,0
Flujo después de Impuestos	\$ 4.576,4	\$ 5.070,3	\$ 5.340,5	\$ 5.722,5	\$ 6.048,6	\$ 6.048,6
(+) Depreciaciones:	\$ 2.420,9	\$ 2.479,3	\$ 2.450,1	\$ 2.464,7	\$ 2.457,4	\$ 2.457,4
(-) Pago de Capital	\$ 6.500,0	\$ 6.500,0	\$ 6.500,0	\$ 6.500,0	\$ 6.500,0	\$ 6.500,0
Flujo de Caja Neto	\$ 32.500,00	\$ 497,3	\$ 1.049,6	\$ 1.290,6	\$ 1.687,2	\$ 2.006,1

Apéndice M. Proyección del Flujo de Caja con Crédito

Flujo de Caja Proyectado	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ingresos Anuales		\$ 424.460,6	\$ 434.714,1	\$ 429.587,3	\$ 432.150,7	\$ 430.869,0
Ventas		\$ 424.460,6	\$ 434.714,1	\$ 429.587,3	\$ 432.150,7	\$ 430.869,0
Costos		\$ 339.196,9	\$ 347.390,8	\$ 343.293,9	\$ 345.342,3	\$ 344.318,1
Costo de Ventas		\$ 339.196,9	\$ 347.390,8	\$ 343.293,9	\$ 345.342,3	\$ 344.318,1
Gastos		\$ 79.394,1	\$ 80.626,3	\$ 79.035,8	\$ 78.742,4	\$ 77.673,0
Sueldos		\$ 20.286,8	\$ 20.776,9	\$ 20.531,8	\$ 20.654,4	\$ 20.593,1
Beneficios Sociales, Indemnizaciones y Otras Remuneraciones		\$ 3.048,5	\$ 3.122,1	\$ 3.085,3	\$ 3.103,7	\$ 3.094,5
Aporte a la Seguridad Social		\$ 3.797,9	\$ 3.889,7	\$ 3.843,8	\$ 3.866,7	\$ 3.855,3
Honorarios Profesionales y Dietas		\$ 2.459,1	\$ 2.518,5	\$ 2.488,8	\$ 2.503,6	\$ 2.496,2
Transporte		\$ 125,9	\$ 128,9	\$ 127,4	\$ 128,1	\$ 127,8
Mantenimiento y Reparaciones		\$ 2.451,4	\$ 2.510,6	\$ 2.481,0	\$ 2.495,8	\$ 2.488,4
Combustibles y Lubricantes		\$ 1.151,4	\$ 1.179,2	\$ 1.165,3	\$ 1.172,3	\$ 1.168,8
Suministros, Materiales y Repuestos		\$ 1.414,6	\$ 1.448,7	\$ 1.431,7	\$ 1.440,2	\$ 1.435,9
Provisiones		\$ 14,2	\$ 14,6	\$ 14,4	\$ 14,5	\$ 14,4
Pérdidas		\$ 15,8	\$ 16,2	\$ 16,0	\$ 16,1	\$ 16,0
Gastos de Viaje		\$ 1.650,6	\$ 1.690,5	\$ 1.670,6	\$ 1.680,5	\$ 1.675,5
Seguros y Reaseguros		\$ 1.029,2	\$ 1.054,0	\$ 1.041,6	\$ 1.047,8	\$ 1.044,7
Arrendamientos Operativos		\$ 3.631,3	\$ 3.719,0	\$ 3.675,2	\$ 3.697,1	\$ 3.686,2
Depreciación		\$ 2.420,9	\$ 2.479,3	\$ 2.450,1	\$ 2.464,7	\$ 2.457,4
Comisiones		\$ 11.677,8	\$ 11.959,9	\$ 11.818,8	\$ 11.889,4	\$ 11.854,1
Operaciones de Regalías		\$ 482,4	\$ 494,0	\$ 488,2	\$ 491,1	\$ 489,7
Servicios Públicos		\$ 2.460,4	\$ 2.519,8	\$ 2.490,1	\$ 2.504,9	\$ 2.497,5
Impuestos, Contribuciones y Otros		\$ 735,6	\$ 753,4	\$ 744,5	\$ 749,0	\$ 746,8
Gastos Financieros		\$ 3.438,1	\$ 2.835,5	\$ 2.162,3	\$ 1.410,3	\$ 570,2
Instalación, Organización y Similares		\$ 428,2	\$ 438,5	\$ 433,4	\$ 436,0	\$ 434,7
Pago por Otros Servicios		\$ 5.620,9	\$ 5.756,7	\$ 5.688,8	\$ 5.722,7	\$ 5.705,8
Pago por Otros Bienes		\$ 470,4	\$ 481,7	\$ 476,1	\$ 478,9	\$ 477,5
Otros		\$ 10.582,9	\$ 10.838,6	\$ 10.710,8	\$ 10.774,7	\$ 10.742,7
Flujo Antes de Participación Trabajadores		\$ 5.869,5	\$ 6.697,0	\$ 7.257,7	\$ 8.066,0	\$ 8.877,9
(-) Participación Utilidades		\$ 880,4	\$ 1.004,5	\$ 1.088,7	\$ 1.209,9	\$ 1.331,7
Flujo después de Participación de Trabajadores		\$ 4.989,1	\$ 5.692,4	\$ 6.169,1	\$ 6.856,1	\$ 7.546,3
(-) Impuesto a la Renta 22%		\$ 1.097,6	\$ 1.252,3	\$ 1.357,2	\$ 1.508,3	\$ 1.660,2
Flujo después de Impuestos		\$ 3.891,5	\$ 4.440,1	\$ 4.811,9	\$ 5.347,7	\$ 5.886,1
(+) Depreciaciones:		\$ 2.420,9	\$ 2.479,3	\$ 2.450,1	\$ 2.464,7	\$ 2.457,4
(-) Pago de Capital		\$ 5.145,2	\$ 5.747,8	\$ 6.421,0	\$ 7.173,0	\$ 8.013,1
Flujo de Caja Neto	\$ 32.500,00	\$ 1.167,2	\$ 1.171,6	\$ 841,0	\$ 639,5	\$ 330,4



**Presidencia
de la República
del Ecuador**



**Plan Nacional
de Ciencia, Tecnología,
Innovación y Saberes**



SENESCYT
Secretaría Nacional de Educación Superior,
Ciencia, Tecnología e Innovación

DECLARACIÓN Y AUTORIZACIÓN

Nosotros, **Balladares Pazmiño, Christian Aarón**, con C.C: # 0925759342 y **Villegas Espinales, Marcela Nicole** con C.C: # 0940233901 autores del trabajo de titulación: **Valoración financiera de una microempresa ecuatoriana y elaboración de una guía para su inserción en el Mercado Bursátil Nacional**, previo a la obtención del título de **Ingeniería en Comercio y Finanzas Internacionales Bilingüe** en la Universidad Católica de Santiago de Guayaquil.

1.- Declaro tener pleno conocimiento de la obligación que tienen las instituciones de educación superior, de conformidad con el Artículo 144 de la Ley Orgánica de Educación Superior, de entregar a la SENESCYT en formato digital una copia del referido trabajo de titulación para que sea integrado al Sistema Nacional de Información de la Educación Superior del Ecuador para su difusión pública respetando los derechos de autor.

2.- Autorizo a la SENESCYT a tener una copia del referido trabajo de titulación, con el propósito de generar un repositorio que democratice la información, respetando las políticas de propiedad intelectual vigentes.

Guayaquil, **9 de septiembre del 2019**

f. _____

Balladares Pazmiño, Christian Aarón

C.C: 0925759342

f. _____

Villegas Espinales, Marcela Nicole

C.C: # 0940233901



REPOSITORIO NACIONAL EN CIENCIA Y TECNOLOGÍA			
FICHA DE REGISTRO DE TESIS/TRABAJO DE TITULACIÓN			
TEMA:	Valoración financiera de una microempresa ecuatoriana y elaboración de una guía para su inserción en el Mercado Bursátil Nacional.		
AUTORES	Balladares Pazmiño, Christian Aarón y Villegas Espinales, Marcela Nicole		
REVISOR/TUTOR	Ec. Coello Cazar, David, MAE / Ing. Garzón Jiménez, Luis Renato, Mgs.		
INSTITUCIÓN:	Universidad Católica de Santiago de Guayaquil		
FACULTAD:	Facultad de Especialidades Empresariales		
CARRERA:	Comercio y Finanzas Internacionales		
TÍTULO OBTENIDO:	Ingeniero/a en Comercio y Finanzas Internacionales Bilingüe		
FECHA DE PUBLICACIÓN:	09 de septiembre del 2019	No. DE PÁGINAS:	101
ÁREAS TEMÁTICAS:	Finanzas, Empresa, Mercadeo, Economía		
PALABRAS CLAVE/ KEYWORDS:	Valoración Financiera, Mercado Bursátil, Obligaciones, Banca Pública y Privada, PRISVALAND S.A.		
RESUMEN:	<p>El presente trabajo de titulación tiene como principal objetivo realizar la valoración financiera de PRISVALAND S.A., una microempresa ecuatoriana radicada en la ciudad de Guayaquil, con el propósito de luego insertarla en el Mercado de Valores Nacional para lo cual, se elabora una guía estandarizada de la emisión de obligaciones a largo plazo según el contexto bajo el cual las pequeñas y medianas empresas del país desarrollan sus actividades.</p> <p>Basándose en un alcance descriptivo-exploratorio con enfoque mixto, el estudio logra puntualizar las principales problemáticas a la que se enfrentan las PYMES como la informalidad y la renuencia a la transparencia de información por parte de los empresarios, la consolidación del Sistema Financiero Nacional como fuente de financiamiento tradicional y la escasa cultura bursátil del público en general que, ligados estrechamente a los fundamentos teóricos de la investigación, brindan sustento a los resultados de la misma.</p> <p>Finalmente, se concluye gracias a un análisis comparativo entre el financiamiento a través de crédito y la emisión de obligaciones que la segunda opción representa costos menores y mayores beneficios del apalancamiento para empresas como PRISVALAND S.A., por lo cual debería ser considerada como un camino rentable para el financiamiento de las organizaciones.</p>		
ADJUNTO PDF:	<input checked="" type="checkbox"/> SI	<input type="checkbox"/> NO	
CONTACTO CON AUTOR/ES:	Teléfono: +593-990738224 +593-978751664	E-mail: aaronballadares2@gmail.com marcela_villegas@outlook.com	
CONTACTO CON LA INSTITUCIÓN	Nombre: Econ. Guim Bustos, Paola Elizabeth, Mgs.		
	Teléfono: PBX: 043804600 o call center: 2222024, 2222025 ext. 5021, 5129		
	E-mail: paola.guim@cu.ucsg.edu.ec		
SECCIÓN PARA USO DE BIBLIOTECA			
Nº. DE REGISTRO (en base a datos):			
Nº. DE CLASIFICACIÓN:			
DIRECCIÓN URL (tesis en la web):			