



UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL

SISTEMA DE POSGRADO

MAESTRÍA EN FINANZAS Y ECONOMÍA EMPRESARIAL

TÍTULO DEL TRABAJO DE INVESTIGACIÓN:

“Análisis del Proceso de Emisión de Obligaciones como Fuente
Alternativa de Financiamiento para las Empresas Privadas del Sector
Comercial de Guayaquil”

Previa a la obtención del Grado Académico de Magíster en Finanzas y
Economía Empresarial

ELABORADO POR:

Econ. Elena Paola Montiel Jiménez

TUTOR

Econ. Christian Idrovo W., M.B.A.

Guayaquil, a los 28 días del mes de enero año 2016



UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL

SISTEMA DE POSGRADO

CERTIFICACIÓN

Certificamos que el presente trabajo fue realizado en su totalidad por la Economista, Elena Paola Montiel Jiménez, como requerimiento parcial para la obtención del Grado Académico de Magíster en Finanzas y Economía Empresarial

Guayaquil, a los 28 días del mes de enero año 2016

DIRECTOR DE TRABAJO DE INVESTIGACIÓN

Econ. Christian Idrovo W., M.B.A.

REVISORES:

Econ. Felipe Álvarez Ordoñez

Econ. Gonzalo Paredes

DIRECTOR DEL PROGRAMA

Econ. María Teresa Alcívar, PhD.



UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL

SISTEMA DE POSGRADO

DECLARACIÓN DE RESPONSABILIDAD

YO, Elena Paola Montiel Jiménez

DECLARO QUE:

El trabajo de investigación titulado **“Análisis del Proceso de Emisión de Obligaciones como Fuente Alternativa de Financiamiento para las Empresas Privadas del Sector Comercial de Guayaquil”** previa a la obtención del Grado Académico de Magíster, ha sido desarrollada en base a una investigación exhaustiva, respetando derechos intelectuales de terceros conforme las citas que constan al pie de las páginas correspondientes, cuyas fuentes se incorporan en la bibliografía. Consecuentemente este trabajo es de mi total autoría.

En virtud de esta declaración, me responsabilizo del contenido, veracidad y alcance científico del trabajo e investigación del Grado Académico en mención.

Guayaquil, a los 28 días del mes de enero año 2016

EL AUTOR

Elena Paola Montiel Jiménez



UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL

SISTEMA DE POSGRADO

AUTORIZACIÓN

YO, Elena Paola Montiel Jiménez

Autorizo a la Universidad Católica de Santiago de Guayaquil, la publicación en la biblioteca de la institución del trabajo de investigación de Maestría titulado: **“Análisis del Proceso de Emisión de Obligaciones como Fuente Alternativa de Financiamiento para las Empresas Privadas del Sector Comercial de Guayaquil”**, cuyo contenido, ideas y criterios son de mi exclusiva responsabilidad y total autoría.

Guayaquil, a los 28 días del mes de enero año 2016

EL AUTOR

Elena Paola Montiel Jiménez

AGRADECIMIENTO

Agradezco a todos los profesores de la Maestría en Finanzas y Economía Empresarial, promoción II, por los conocimientos y experiencias compartidas durante sus cátedras. Además, agradezco a nuestros queridos compañeros, con quienes creamos una verdadera amistad y de quienes también aprendimos y reforzamos conocimientos en nuestras clases y trabajos.

DEDICATORIA

Dedico esta tesis a Dios que ha iluminado y guiado para poder culminar mi trabajo con éxito; a mi amado esposo Iván Gavilánez y a mis amados hijos Andrea Beatriz e Iván Benjamín que son mi inspiración y fortaleza, a mis padres Orlando Montiel (Q.E.P.D.) y Elena Jiménez por su amor y apoyo incondicional, a mis hermanos Orlando, Sara y Rosario por estar siempre a mi lado en todo momento, a mi suegra Beatriz Real que con su colaboración pude asistir a mis clases de la maestría, y a mis sobrinos Matteo, Kamilah y Josías, a todos ellos gracias por sus bendiciones y por su apoyo constante me motivaron para la culminación de este trabajo que me llevará a cumplir una de mis ansiadas metas, como es la de obtener el título en la Maestría de Finanzas y Economía Empresarial.

ÍNDICE GENERAL

AGRADECIMIENTO	V
DEDICATORIA	VI
ÍNDICE GENERAL	VII
ÍNDICE DE TABLAS	XII
ÍNDICE DE GRÁFICOS	XIII
ÍNDICE DE FIGURAS	XIV
ÍNDICE DE ANEXOS	XV
RESUMEN	XVI
ABSTRACT	XVII
INTRODUCCIÓN	1
CAPÍTULO I	2
1.1 PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA	2
1.2 FORMULACIÓN DEL PROBLEMA	3
1.3 JUSTIFICACIÓN DEL ESTUDIO	3
1.4 OBJETIVOS	4
1.4.1 Objetivo General	4
1.4.2 Objetivos Específicos	4
1.5 DISEÑO METODOLÓGICO	5
1.6 HIPÓTESIS	5
1.7 VARIABLES	6
CAPÍTULO II	7
2.1 MARCO TEÓRICO	7
2.1.1 La Emisión de Obligaciones	7
2.1.1.1 Historia de la Emisión de Obligaciones	7
2.1.1.2 Definición de Emisión de Obligaciones	8

2.1.1.3 Clasificación de la Emisión de Obligaciones.....	9
2.1.1.3.1 Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial	9
2.1.1.3.2 Obligaciones de Largo Plazo	11
2.1.1.3.3 Obligaciones Convertibles en Acciones	12
2.2 MARCO REFERENCIAL.....	13
2.3 MARCO HISTÓRICO.....	14
2.4 MARCO CONCEPTUAL	18
2.4.1 Mercado de Valores	18
2.4.1.1 Concepto de Mercado de Valores.....	18
2.4.1.2 Clasificación del Mercado de Valores	18
2.4.1.2.1 Público	19
2.4.1.2.2 Privada.....	19
2.4.1.2.3 Primario.....	19
2.4.1.2.4 Secundario.....	19
2.4.1.2.5 Bursátil	19
2.4.1.2.6 Extrabursátil	20
2.4.1.3 Entidades de Control del Mercado de Valores.....	20
2.4.1.3.1 Junta de Regulación del Mercado de Valores.....	21
2.4.1.3.2 Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.....	21
2.4.1.3.3 Bolsa de Valores	22
2.4.1.4 Integrantes del Mercado de Valores	22
2.4.1.4.1 Bolsas de Valores	23
2.4.1.4.2 Casa de Valores	23
2.4.1.4.3 Emisores de Valores	25
2.4.1.4.4 Calificadoras de Riesgo	25
2.4.1.4.5 Administradora de Fondos y Fideicomiso	26
2.4.1.4.6 Compañía Custodia de Valores	26
2.4.1.4.7 Inversionistas	27
2.5 MARCO METODOLÓGICO	27

2.5.1 Población y Muestra	27
2.5.2 Técnicas e Instrumentos de Recolección de Datos	27
2.6 MARCO LEGAL	28
2.6.1 Ley de Mercado de Valores	28
2.6.2 Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores	30
2.6.3 Código Orgánico Monetario y Financiero	30
2.6.4 Ley de Compañías	31
2.4.5 Ley Orgánica de Régimen Tributario Interno	31
CAPÍTULO III.....	33
3.1 EL SISTEMA FINANCIERO.....	33
3.1.1 El Sistema Financiero Internacional.....	33
3.1.1.1 El Sistema de Bretton Woods	33
3.1.1.2 El Sistema de Post Bretton Woods	34
3.1.1.3 Integrantes del Sistema Financiero Internacional	34
3.1.2 El Sistema Financiero en el Ecuador	35
3.1.2.1 Estructura del Sistema Financiero Ecuatoriano	35
3.2 LAS EMPRESAS EN EL ECUADOR	37
3.2.1 Empresa: definiciones.....	37
3.2.2 Clasificación de empresas en el Ecuador	37
3.2.2.1 Por la actividad que cumplen	37
3.2.2.2 Por el tamaño.....	38
3.2.2.3 Por el Sector a que pertenecen	39
3.2.2.4 Por la forma de organización del capital	40
3.3 FUENTES DE FINANCIAMIENTO.....	43
3.3.1 Definiciones	43
3.3.1.1 Definición de Financiamiento	43
3.3.1.2 Definición de Fuente de Financiamiento	43
3.3.2 Clasificación de las Fuentes de Financiamiento	43

3.3.2.1 Según el origen.....	44
3.3.2.1.1 Internas.....	44
3.3.2.1.2 Externas.....	44
3.3.2.2 Según el plazo	44
3.3.2.2.1 Corto plazo.....	44
3.3.2.2.1.1 Crédito Comercial	45
3.3.2.2.1.2 Crédito Bancario	45
3.3.2.2.1.3 Líneas de Crédito.....	46
3.3.2.2.1.4 Papeles Comerciales	46
3.3.2.2.1.5 Financiamiento por medio de las Cuentas por Cobrar	47
3.3.2.2.1.6 Financiamiento por medio del inventario.....	47
3.3.2.2.2 Largo plazo	48
3.3.2.2.2.1 Hipoteca.....	48
3.3.2.2.2.2 Acciones	49
3.3.2.2.2.3 Obligaciones	49
3.3.2.2.2.4 Arrendamiento Financiero.....	49
3.3.2.2.2.5 Microcrédito	49
3.3.2.2.3 Según su exigibilidad	50
3.3.2.2.3.1 Propia.....	50
3.3.2.2.3.2 Ajena.....	50
CAPÍTULO IV	51
4.1 EL MERCADO DE VALORES LATINOAMERICANO	51
4.1.1 El Mercado de Valores Chileno.....	52
4.1.2 El Mercado de Valores Colombiano.....	52
4.1.3 El Mercado de Valores Peruano	52
4.2 LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES EN LATINOAMERICA	53
4.2.1 La emisión de obligaciones en Chile.....	54
4.2.2 La emisión de obligaciones en Colombia.....	55

4.2.3 La emisión de obligaciones en Perú	56
CAPÍTULO V	58
5.2 EL PROCESO PARA EMISIÓN DE OBLIGACIONES	58
5.2.1 Proceso para Emisión de Obligaciones de Corto Plazo.....	58
5.2.2 Proceso para Emisión de Obligaciones de Largo Plazo	59
5.2.3 Proceso para Emisión de Obligaciones Convertibles en Acciones	60
5.2.4 Garantías que Respaldan la Emisión de Obligaciones	61
5.2.4.1 Garantía General	62
5.2.4.2 Garantías Específicas	62
5.2.5 Otros Aspectos de la Emisión de Obligaciones	62
5.2.5.1 Impedimentos para Nuevas Emisiones.....	62
5.2.5.2 De la Información y Publicación.....	63
5.2.5.3 De la Negociación de las Obligaciones.....	64
5.2.6 Ventajas y Desventajas de la emisión de obligaciones como fuente de financiamiento.....	64
5.2.7 Empresas del Sector Comercial de Guayaquil que utilizan el Mecanismo de Emisión de Obligaciones	66
5.2.8 Análisis del proceso de la emisión de obligaciones como fuente alternativa de financiamiento para las empresas privadas	69
5.2.8.1 Análisis comparativo entre un financiamiento con emisión de obligaciones versus un préstamo bancario de una empresa del sector comercial de Guayaquil	69
PRESENTACIÓN DE RESULTADOS DE LAS ENCUESTAS.....	74
GLOSARIO.....	81
CONCLUSIONES	83
RECOMENDACIONES.....	84
BIBLIOGRAFÍA	85
ANEXOS.....	a

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1	
Montos de Valores Autorizados de Títulos Valores.....	14
Tabla 2	
Montos de Emisión de Obligaciones por Sector.....	16
Tabla 3	
Montos de Emisión de Obligaciones por Bolsa de Valores.....	17
Tabla 4	
Calificadores de Riesgos en el Registro de Mercado de Valores.....	26
Tabla 5	
Emisores de Obligaciones y Papel Comercial del Sector Comercial de Guayaquil Período 2002-2014.....	68
Tabla 6	
Tabla de Amortización Préstamo Bancario.....	70
Tabla 7	
Tabla de Amortización de la Emisión de Obligaciones	72
Tabla 8	
Tabla de los Costos por Emitir Obligaciones	73

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1	
Montos de Valores Autorizados de Títulos Valores.....	15
Gráfico 2	
Montos de Emisión de Obligaciones por Sector.....	16
Gráfico 3	
Montos de Emisión de Obligaciones por Bolsa de Valores.....	17
Gráfico 4	
Casas de Valores en el Registro de Mercado de Valores	25
Gráfico 5	
Montos Negociados en Renta Fija en el Mercado de Valores Chilenos.....	54
Gráfico 6	
Montos Negociados en Renta Fija en el Mercado de Valores Colombiano.....	55
Gráfico 7	
Montos Negociados en Renta Fija en el Mercado de Valores Peruano.....	57
Gráfico 8	
Sector Comercial de Guayaquil que utiliza el mecanismo de Emisión de Obligaciones	66
Gráfico 9	
Sector de Guayaquil que Emite Obligaciones	67

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1	
Clasificación de las empresas por su tamaño.....	38
Figura 2	
Clasificación de las empresas por el Sector.....	39
Figura 3	
Esquema del Proceso de Emisión de Obligaciones.....	58

ÍNDICE DE ANEXOS

Anexo 1

Contenido de la Circular de Oferta Públicaa

Anexo 2

Contenido del Prospecto de Oferta Públicae

Anexo 3

Inscripción en el Mercado de Valores para el Papel Comercial.....j

Anexo 4

Inscripción en el Mercado de Valores para Emisión de Obligaciones a Largo Plazo.....l

Anexo 5

Inscripción en la Bolsa de Valoresn

Anexo 6

Entrevistaso

RESUMEN

El presente estudio analiza el Proceso de Emisión de Obligaciones como Fuente Alternativa de Financiamiento para las Empresas Privadas del Sector Comercial de Guayaquil, puesto que existen maneras no tradicionales para obtener recursos y financiar sus proyectos, ya sean estos de expansión, reestructuración de deuda a corto plazo o para capital de trabajo. Estos mecanismos actualmente exigen normas de control de su contabilidad, requisito que permite a su vez acceder a este tipo de financiamiento, por lo tanto, muchas empresas encuentran complejo el proceso de la emisión de obligaciones y también en el caso de las empresas familiares no están dispuestas a exponer su información financiera al público en general, de tal manera que deciden obtener flujos de dinero mediante una forma de financiamiento tradicional que es el crédito bancario. Ante esta problemática, se formula como objetivo determinar el proceso de emisión de obligaciones de las empresas privadas del Sector Comercial de Guayaquil, para su efecto se utilizó una metodología de investigación de carácter descriptivo y de campo con una población de 45 empresas privadas de sector comercial. Como resultado del estudio se obtuvo que el 42.22% de las empresas encuestadas opino que 90 días les tomo el proceso de emisión de obligaciones.

PALABRAS CLAVES: Proceso de Emisión de Obligaciones, Fuente Alternativa de Financiamiento, Empresas Privadas, Sector Comercial

ABSTRACT

The following study analyses the Bonds Issuance Process as a Financial Alternative for the Private Entities of the Commercial Sector of Guayaquil, since there is many non-traditional manners to obtain resources and finance its projects, either expansion, debt restructuring in a short time or to generate capital. At this moment these mechanisms demand standards of accounting control, requirement that at the same time allows you for this type of financing, therefore many businesses find complex the bonds issuance process. Also family businesses are not willing to provide with their financial information to the public, in this way they would rather have traditional cash flow through bank credits. This situation generates as an objective to determine the bonds issuance process for the private entities of the commercial sector of Guayaquil, for this effect we use the methodology of a descriptive and field investigation with a population of 45 private entities of the commercial sector. As a result we obtain that 42.2% of the survey respondents said that took them 90 days the bonds issuance process.

KEYWORDS: Bonds issuance process, Financial Alternative, Private Entities, Sector of Guayaquil

INTRODUCCIÓN

Las empresas necesitan financiamiento que les permita cumplir con sus diferentes estrategias planteadas, ya sean estas expandirse a nuevos mercados, aumentar la producción, construir nuevas plantas, reestructurar pasivos a corto plazo o cualquier otra oportunidad que vean en el mercado actual, las cuales tendrán un impacto significativo para el desarrollo de la empresa y sus proyectos.

En el mercado actual las empresas pueden tener acceso a una gama amplia de formas de financiamiento, sean estas tradicionales como el crédito comercial, crédito bancario, financiamiento por medio del inventario entre otras, o las no tradicionales tales como factoring, titularización, emisión de obligaciones, etc. Cuando se refieren a las opciones de financiamiento tradicionales o no tradicionales estas pueden ser vía activos, pasivos (deuda) o patrimonio.

Las empresas para cumplir con sus objetivos de desarrollo requieren captar recursos monetarios a mayores plazos y menores costes financieros que los ofrecidos por el financiamiento tradicional lo cual le permita oxigenar sus estados financieros, por lo que la emisión de obligaciones ofrece estas características, pero para acceder a este mecanismo de financiamiento deben seguir un proceso.

Este proceso comprenden requisitos y exigencias a los que se someten las empresas que quieren financiarse con este tipo de alternativa de obtención de recursos de dinero dentro de los cuales están informes financieros, informes contables, así como información legal de la empresa. Además interviene varios actores en el proceso que son de fundamental importancia en el mercado de valores que es donde se desarrolla esta forma de financiamiento.

Por lo tanto el presente estudio propone analizar el proceso de emisión de obligaciones como una alternativa de financiamiento para las empresas privadas del sector comercial de Guayaquil; el mismo que ayudara a comprender de forma clara y precisa en qué consiste este mecanismo para obtener fondos monetarios.

CAPÍTULO I

1.1 PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

El proceso de emisión de obligaciones, se define como los pasos que deben seguir las empresas para utilizar el mecanismo de la emisión de obligaciones como fuente alternativa de financiamiento, “las obligaciones son alternativas de financiamiento a largo plazo por medio de los cuales captan fondos del público inversionista al cual se le garantiza a cambio, un rendimiento determinado” (Coss Bu, 2005:76). Esta fuente de financiamiento lo pueden usar empresas públicas y privadas de los diferentes sectores de la economía tales como agrícola, construcción, manufacturera, servicios y comercial.

En el año 2013 el porcentaje de empresas europeas que se financiaban con emisión de obligaciones correspondía al 46¹ mientras que la media de las últimas décadas era del 30%. Dentro de las ventajas que tienen las empresas europeas con este tipo de obtener recursos están las tasas de interés muy bajas, además que tienen acceso a plazos más largos de financiamiento, y finalmente que no se exigen tantas condiciones como cuando se obtiene un crédito bancario mientras dure el tiempo del crédito.

Perú forma parte del Mercado Integrado en el año 2013 empresas peruanas se financiaron mediante emisión de obligaciones y papel comercial por un monto de USD 5.900 millones, a costos menores que si hubiesen obtenidos de la forma tradicional.

A marzo del 2014 las empresas del sector comercial de Guayaquil que emiten obligaciones representan el 46.67%, siendo un porcentaje elevado de compañías que apuestan por utilizar este mecanismo de financiamiento no tradicional. El mercado de valores se ha convertido en una opción de captar recursos frescos, a

¹ Botín, E. (12 de octubre de 2013). España y sus empresas captan más de 7.600 millones en una semana. Expansión.com. Recuperado de <http://www.expansion.com/2013/10/12/empresas/1381574769.html>

menores tasas y a plazos más largos. Los principales destino de los recursos captados por los emisores mercantiles son reestructuración de pasivos y para capital de trabajo.

Este mecanismo de financiamiento exige que las empresas se encuentren al día en su contabilidad, informes financieros y documentación la legal para poder acceder al mismo; por este motivo muchas empresas encuentran engorroso el proceso de la emisión de obligaciones, y en el caso de las empresas familiares no están dispuestas a exponer su información financiera al público en general, por lo cual deciden obtener flujos de dinero mediante una forma de financiamiento tradicional que es el crédito bancario.

1.2 FORMULACIÓN DEL PROBLEMA

Con estos antecedentes nos formulamos la siguiente interrogante de investigación:

¿Cuál es el proceso de emisión de obligaciones de las empresas privadas del Sector Comercial de Guayaquil como alternativa de financiamiento?

1.3 JUSTIFICACIÓN DEL ESTUDIO

La presente investigación tiene como objetivo brindar a las empresas privadas del sector comercial de Guayaquil, datos relevantes de una alternativa no tradicional para obtener recursos financieros a través de la emisión de obligaciones, la misma que permite captar recursos en el mercado de valores, para expandirse a nuevos mercados, aumentar la producción, construir nuevas plantas, reestructurar pasivos a corto plazo o cualquier otra oportunidad que vean en el mercado actual.

La emisión de obligaciones es una herramienta de financiamiento empresarial directa que proporciona a las empresas recursos nuevos, posee ventajas

comparativas con relación al financiamiento de la banca comercial como son: menor costo financiero, estructura de financiamiento más flexible, una imagen de la empresa renovada, entre otras.

Dentro del proceso de la emisión de obligaciones intervienen varias instituciones en el mercado de valores tanto de control como de apoyo con la finalidad que el inversionista pueda llevar a cabo la colocación de títulos valores que le permitirán obtener la liquidez necesaria para financiar sus proyectos.

Analizar el proceso de emisión de obligaciones para las empresas privadas ecuatorianas será beneficioso, ya que las empresas que no tienen la suficiente información y conocimiento del proceso de este mecanismo de financiamiento, les permitirán saber de las ventajas y desventajas que les ofrece esta opción y así utilizarlo.

1.4 OBJETIVOS

1.4.1 Objetivo General

- Analizar el Proceso de Emisión de Obligaciones como Fuente Alternativa de Financiamiento para las Empresas Privadas del Sector Comercial de Guayaquil.

1.4.2 Objetivos Específicos

- Identificar los antecedentes generales del Sistema Financiero y sus Integrantes.
- Describir otras fuentes de financiamiento.

- Describir los procedimientos de la emisión de obligaciones como fuente de financiamiento.
- Analizar la emisión de obligaciones como fuente alternativa de financiamiento para las empresas privadas del Sector Comercial de Guayaquil.

1.5 DISEÑO METODOLÓGICO

El presente estudio sobre el Proceso de Emisión de Obligaciones como Fuente Alternativa de Financiamiento para las Empresas Privadas del Sector Comercial de Guayaquil, cuenta con un diseño metodológico de tipo no experimental con un alcance cuantitativo, considerando que todo el levantamiento de información es a través de datos numéricos y no es necesario experimentar para coleccionar los datos. Asimismo, es transversal descriptivo puesto que los datos que se obtendrán serán levantados en un solo tiempo y estará sujeto a la descripción mediante el estudio en campo de las variables identificadas.

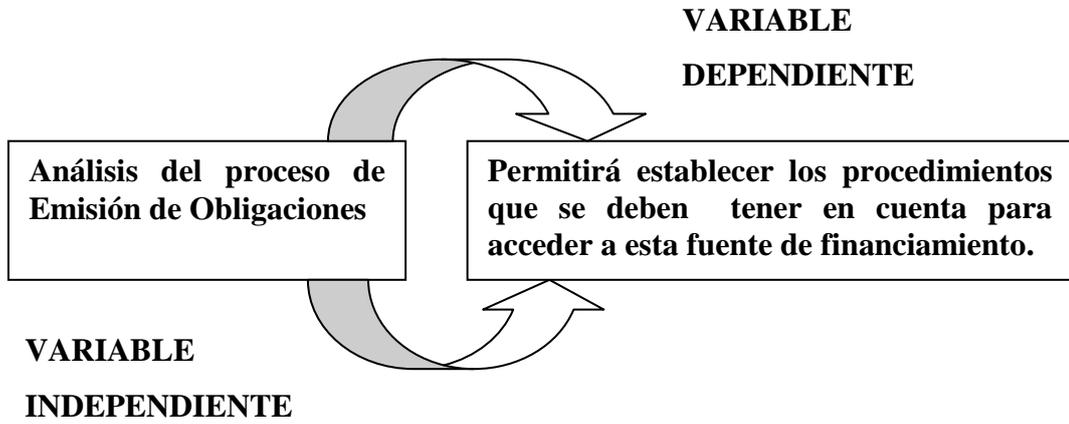
Para el análisis de toda la investigación se utilizarán los métodos de análisis deductivo e inductivo, puesto que el razonamiento juega un papel fundamental en estudios analíticos, a su vez ambos métodos permiten argumentar las conclusiones que se obtendrán al final del estudio.

1.6 HIPÓTESIS

El análisis del proceso de Emisión de Obligaciones para las Empresas Privadas del Sector Comercial de Guayaquil, permitirá establecer los procedimientos que se deben tener en cuenta para acceder a esta fuente de financiamiento.

1.7 VARIABLES

Las variables para la tesis en estudio se detallan a continuación:



CAPÍTULO II

2.1 MARCO TEÓRICO

Dado que el presente estudio se centra en el análisis del proceso de emisión de obligaciones es necesario abordar temas como las fuentes de financiamiento a las que pueden acceder las empresas en el Ecuador dentro de las cuales está la emisión de obligaciones, y además conocer conceptos sobre el mercado de valores que es el ámbito donde se desarrolla este tipo de financiamiento.

“Los principales instrumentos de financiamiento a largo plazo son: los préstamos, los bonos, las acciones preferenciales, las acciones comunes, los arrendamientos financieros y los valores convertibles” (Ketelhöhn, Marín y Montiel, 2004: 95).

2.1.1 La Emisión de Obligaciones

2.1.1.1 Historia de la Emisión de Obligaciones

El mecanismo financiero de mercado de capitales conocido como emisión de obligaciones es utilizado en el Ecuador a finales de la década de los 80'. Consiste en la emisión de títulos valores de deuda, para captar fondos por parte de compañías que necesitan financiar sus operaciones, reestructurar sus pasivos o para invertir en procesos de producción. El primer Reglamento a la Ley de Compañías referente a la emisión de obligaciones se emitió en el año 1987, dentro de un marco normativo más claro se asesoran y colocan las primeras emisiones de estos títulos en el Ecuador; entre los primeros emisores se encuentran: MACOSA, La Internacional, Textiles Nacionales, CONFITECA, Laboratorios LIFE, Pinturas Wesco.

En el Ecuador en 1993 se expide la primera Ley de Mercado de Valores, en la que se incluyen cambios fundamentales que impulsan el mecanismo de emisión de obligaciones, para garantizar la veracidad de la información entregada por los emisores a los inversionistas se establecen normas; las calificaciones al riesgo de las emisiones son realizadas por empresas especializadas y se regula en forma más clara la oferta pública de valores.

La primera emisión de obligaciones, en este marco legal, la realiza en 1993 CORPORACION ECUATORIANA DE ALU MINIO S.A. CEDAL, empresa que durante los próximos 10 años será la que más emisiones realizará en el mercado ecuatoriano, utilizando a este mecanismo como una herramienta fundamental para reducir considerable de su costo financiero y afianzar su imagen de confianza entre los inversionistas.

Los principales inversores de estos valores son especialmente las instituciones financieras y posteriormente los fondos de inversión, las Compañías de Seguros, en menor medida, también participan en su adquisición. En 1997 se constituye en el año que más emisores de obligaciones participan y el de mayor monto de títulos colocado. A partir de 1998, con la eliminación de la exoneración tributaria que beneficiaba a los intereses de las obligaciones, el número y monto de emisiones se reduce notablemente, y en especial a partir de la crisis bancaria de los años 1999 y 2000.

Este sistema de mercado de capitales surge nuevamente en el año 2001 con una emisión de obligaciones de CEDAL que es colocada a un 8,44% de rendimiento en dólares, con quince meses de gracia para pagar el capital, constituyendo un ejemplo para que otras compañías invirtieran al mercado de valores y se beneficien de los resultados obtenidos.

2.1.1.2 Definición de Emisión de Obligaciones

Según la Ley de Mercado de Valores en su artículo 160, define a la emisión de obligaciones como:

Obligaciones son valores de contenido crediticio representativos de deuda a cargo del emisor que podrán ser emitidos por personas jurídicas de derecho público o privado, sucursales de compañías extranjeras domiciliadas en el Ecuador, y por quienes establezca la Junta de Regulación del Mercado de Valores, con los requisitos que también sean establecidos por la misma en cada caso. (Ley de Mercado de Valores, 2014)

2.1.1.3 Clasificación de la Emisión de Obligaciones

La emisión de obligaciones se clasifica de acuerdo a plazo de vencimiento y su convertibilidad:

- Obligaciones de corto plazo o papel comercial
- Obligaciones de largo plazo
- Obligaciones convertibles en acciones

2.1.1.3.1 Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial

Las obligaciones a corto plazo también llamadas papel comercial son títulos valores que se emiten en un plazo inferior a 360 días y por empresas emisoras que están inscritas en el Registro del Mercado de Valores; además con previa autorización de la junta general de accionista a través de programas de emisión de papel comercial revolvente se puede realizar la oferta pública en un plazo de hasta 720 días.

Aunque no se requiere una escritura pública, un contrato de emisión debe firmarse para la oferta pública entre el representante de los obligacionistas y el emisor el mismo que contendrá lo siguiente:

- Información actualizada emisor legal, económica y financiera.
- Monto de la emisión.

- Características y modalidades de la emisión.
- Lugar y fecha de pago del capital y sus intereses.
- Derechos, deberes y responsabilidades de los tenedores del papel comercial.
- Restricciones del emisor y obligaciones adicionales de información.

Una persona jurídica especializada estará a cargo de la defensa de los intereses y derechos que les concierne a los obligacionistas mientras dure la vigencia de la emisión y hasta que se cancele completamente la misma, para cual esta suscribirá un Convenio de Representación con la emisora. Pueden ser representantes de los obligacionistas:

- Las casas de valores inscritas en el Registro del Mercado de Valores.
- Los estudios jurídicos con especialización bursátil, domiciliados en el Ecuador.

Dentro de la emisión de obligaciones a corto plazo existe el Contrato de Underwriting en el cual se pacta que la Casa de Valores se compromete a comprar una emisión o paquetes de valores, garantice la colocación en el mercado o haga los mejores esfuerzos para lograr la colocación. Existen tres formas de contratos y pueden ser²:

- **En firme:** Originalmente toda la emisión o el paquete de valores es adquirido por la Casa de Valores o el consorcio quienes luego por su cuenta y riesgo son los responsables de la venta al público inversionista.
- **Con garantía total o parcial de adquisición:** La casa de valores o el consorcio se compromete a adquirir en un tiempo determinado la totalidad o exclusivamente una parte de la emisión.
- **Del mejor esfuerzo:** La casa de valores o el consorcio tiene un rol de simple intermediaria de la compañía emisora o del tenedor, comprometiéndose a

² http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/manuales-de-inscripcion-de-valores/papel-comercial/110517212004-413c04d70e09492d8e18ffdfaf76d8d8_comoemitirpapelcomercial.pdf

hacer el mejor esfuerzo para colocar la mayor parte posible de la emisión en un determinado plazo.

Para los tipos de contratos de underwriting en firme y garantía total o parcial las casas de valores podrán mantener contratos inclusive tres veces su patrimonio, no así para la clase de contrato del mejor esfuerzo en el cual no habrá ningún límite.

En cuanto al agente pagador este será designado por los emisores de obligaciones pudiendo ser el propio emisor o una institución financiera que esté bajo el control de la Superintendencia de Bancos, si el agente pagador no es el propio emisor entonces se suscribirá un Convenio con el Agente Pagador designado.

Con la finalidad de negociar en el mercado estos valores se elabora una circular de oferta pública ver Anexo 1, esta circular incluye las características de los valores que serán emitidos, además información relevante del emisor, de conformidad con las normas de carácter general que emita la Junta de Regulación del Mercado de Valores, con autorización previa de la Superintendencia de Compañía, Valores y Seguros de dicho prospecto.

2.1.1.3.2 Obligaciones de Largo Plazo³

Las obligaciones también conocidas como bonos, son instrumentos de deuda a largo plazo emitidos por las empresas que participan en el mercado de valores con el objetivo de obtener financiamiento a largo plazo. Al igual que otros tipos de financiamiento a largo plazo, habitualmente los recursos que se obtienen por la colocación de

³ Villareal, J. (2008). Administración Financiera II. Recuperado de <http://www.eumed.net/libros-gratis/2008b/418/Financiamiento%20a%20Largo%20Plazo.htm>

obligaciones son usados por la empresa para invertirlos en proyectos originados en el proceso de presupuestos de capital. (Villareal, 2008: 40)

Dentro los autorizados a emitir obligaciones a largo plazo están:

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

La emisión de obligaciones a largo plazo se lo realizara a través de escritura pública, dicho contrato deberá incluir los derechos las características de la emisión además de las obligaciones del emisor, de los obligacionistas y de las representante de los obligacionistas.

Al igual que en la emisión de obligaciones de corto plazo puede ser representantes de los obligacionistas:

- Las casas de valores inscritas en el Registro del Mercado de Valores.
- Los estudios jurídicos con especialización bursátil, domiciliados en el Ecuador.

En este tipo de emisiones a largo plazo también debe celebrarse un convenio representación, el contrato de underwriting el mismo que es opcional, así como de un prospecto de oferta pública ver Anexo 2.

2.1.1.3.3 Obligaciones Convertibles en Acciones

Las obligaciones convertibles en acciones podrán ser emitidas por las compañías anónimas, a través de esta clase de obligaciones se estipula que el titular o tenedor de estos títulos valores tiene el derecho para que puede solicitar

de forma opcional o que se cancele el valor de las obligaciones de acuerdo a las disposiciones generales por parte del emisor o según lo convenido en la escritura de emisión las convierta en acciones.

A las empresas emisoras de esta clase de obligaciones les implica aumentar el capital mínimo hasta el monto necesario que garantice las posibles conversiones, las mismas que podrán efectuarse en cualquier momento a partir de las suscripción.

De acuerdo con la Ley de Compañías los accionistas poseen el derecho de preferencia para comprar las obligaciones convertibles que se emitan, pero no tendrán opción a reclamar sobre las acciones de no ejercer dicho derecho de preferencia. Además para futuras emisiones los accionistas y los poseedores de obligaciones convertibles correspondiente a emisiones anteriores se les respetara el derecho de preferencia de acuerdo a la proporción correspondiente.

Por otro lado para posteriores emisiones de obligaciones convertibles en acciones se respetará el derecho de preferencia de los accionistas y el derecho de los tenedores de obligaciones convertibles pertenecientes a emisiones anteriores, en la proporción que les corresponda.

2.2 MARCO REFERENCIAL

Según López (2013) en su estudio realizado en el Ecuador, sobre la emisión de obligaciones como estrategia de financiamiento de mediano y largo plazo para reestructuración del pasivo en una corporación del sector, plantea como problema principal la necesidad de financiamiento que requieren las empresas para su normal funcionamiento y con las posibilidades de crecimiento en el mercado, considerando que en Ecuador, el capital es uno de los factores más caros y escasos.

Ante esta problemática, López determinó las alternativas de financiamiento y así mismo se analizaron los procesos, ventajas y desventajas de la emisión de obligaciones en el Ecuador; utilizando los métodos de análisis deductivo e

inductivo, mostrando como resultados las alternativas de financiamiento que proporciona el mercado financiero, haciendo énfasis en la emisión de obligaciones.

En este estudio se concluye que la emisión de obligaciones frente al financiamiento de entidades financieras, brinda mayor flexibilidad al estructurar los pagos y plazos respondiendo a las necesidades del emisor; teniendo en cuenta que es una herramienta que le permite obtener este resultado, con una entidad financiera se dificulta incrementar el plazo de un préstamo, ya que para este fin se debería revisar e incrementar garantías del caso.

2.3 MARCO HISTÓRICO

En el Ecuador existen en el mercado de valores formas de obtener recursos de dinero para financiar a las empresas de todos los sectores tanto títulos de renta fija como de renta variable. Dentro de los títulos de renta fija se tiene a la emisión de obligaciones.

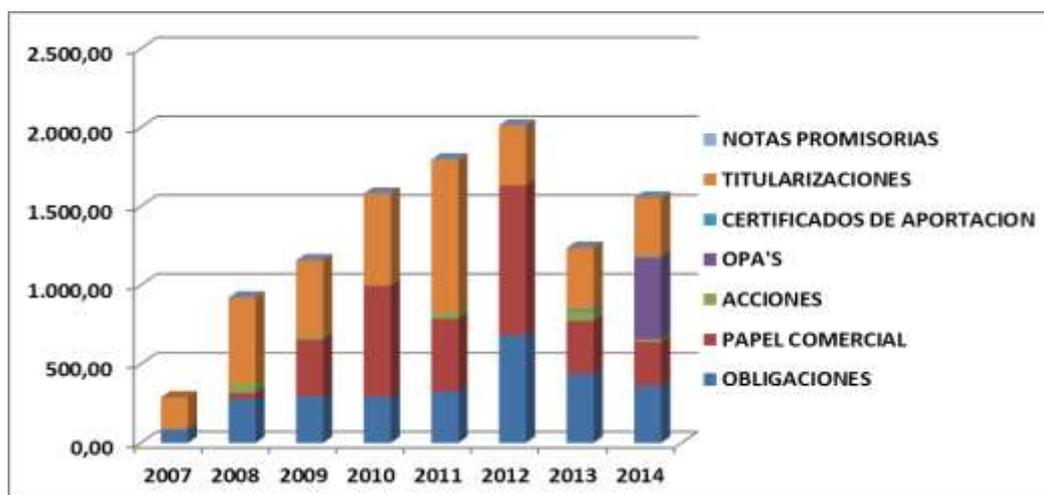
Tabla 1
Montos de Valores Autorizados de Títulos Valores
En Millones de Dólares

TITULOS VALORES	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
OBLIGACIONES	85,00	277,45	296,30	291,70	324,95	681,74	436,85	363,15
PAPEL COMERCIAL	2,00	40,25	359,00	706,00	464,10	950,80	337,70	278,50
ACCIONES	0,37	56,07	16,84	0,15	41,48	2,60	57,64	15,72
OPA'S		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	514,54
CERTIFICADOS DE APORTACION		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	15,00	10,00
TITULARIZACIONES	201,11	548,37	485,4	582,84	962,37	374,05	389,30	372,40
NOTAS PROMISORIAS		0,00	0,00	0,00	4,26	3,96	0,00	0,00
TOTAL	288,48	922,14	1.157,54	1.580,69	1.797,16	2.013,15	1.236,49	1.554,31

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Elaborado por: La autora

Gráfico 1
Montos de Valores Autorizados de Títulos Valores
En Millones de Dólares



Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Elaborado por: La autora

En la tabla 1 y gráfico 1 se detallan valores autorizados de títulos valores entre los períodos 2007-2014 de acuerdo a un análisis bursátil de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros denominado “Breve Análisis de la Evolución del Mercado de Valores durante el año 2012”⁴:

Durante el periodo enero-diciembre del 2012, la Superintendencia de Compañías, a través de las Intendencias de Mercado de Valores de Quito y Guayaquil, autorizó 132 emisiones de valores por un valor total de \$2.013,15 millones. De la comparación de este monto con el autorizado en igual periodo del año 2011, que fue de \$1.797,16 millones, se obtiene un incremento anual del 12%, equivalente a \$216 millones. De las 132 emisiones autorizadas a través de oferta pública, 115 fueron a emisores u originadores del sector mercantil (87,12%) y 16 del financiero (12,12%) y uno del sector público no financiero (0,76%). Es decir que a nivel nacional durante el periodo en análisis se autorizaron, en promedio, 11 emisiones por mes.

⁴ Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. (2012). Breve Análisis de la Evolución del Mercado de Valores durante el año 2012. Recuperado de <http://181.198.3.74/wps/wcm/connect/34aef891-0652-4f4f-93ef-eac286e91fd8/20130304120700.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=34aef891-0652-4f4f-93ef-eac286e91fd8>

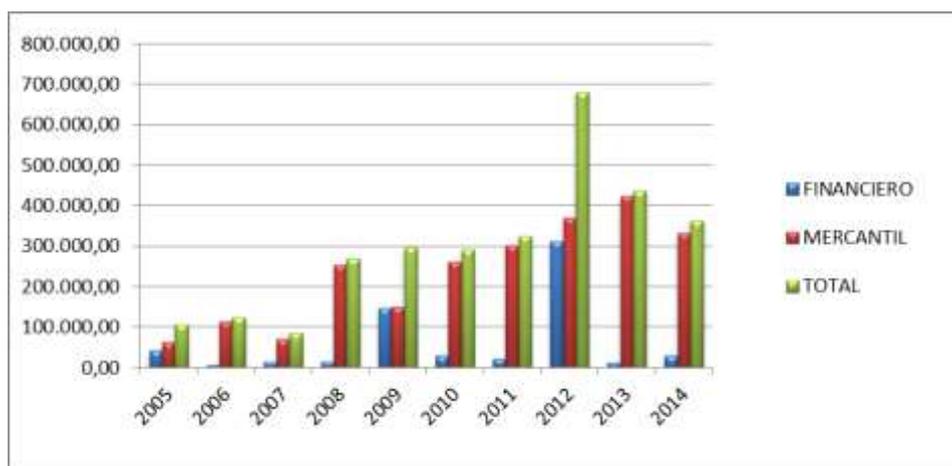
Tabla 2
Montos de Emisión de Obligaciones por Sector
En Miles de Dólares

EMISION DE OBLIGACIONES			
AÑO	SECTOR		TOTAL
	FINANCIERO	MERCANTIL	
2005	44.000,00	63.300,00	107.300,00
2006	8.000,00	115.105,00	123.105,00
2007	15.000,00	70.000,00	85.000,00
2008	16.000,00	253.450,00	269.450,00
2009	146.197,80	150.100,00	296.297,80
2010	29.500,00	262.200,00	291.700,00
2011	21.800,00	303.150,00	324.950,00
2012	312.000,00	369.740,00	681.740,00
2013	13.000,00	423.850,00	436.850,00
2014	30.000,00	333.150,00	363.150,00
TOTAL	635.497,80	2.344.045,00	2.979.542,80

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros
Elaborado por: La autora

En la tabla 2 se detallan los montos de emisión de obligaciones del sector financiero y mercantil de las bolsas de valores de Guayaquil y Quito siendo el mercantil el de mayor participación en este tipo de títulos de renta fija.

Gráfico 2
Montos de Emisión de Obligaciones por Sector



Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros
Elaborado por: La autora

En la gráfico 2 se observa los montos de emisión de obligaciones en dólares realizados por los sectores financiero y mercantil detallados en la tabla 2.

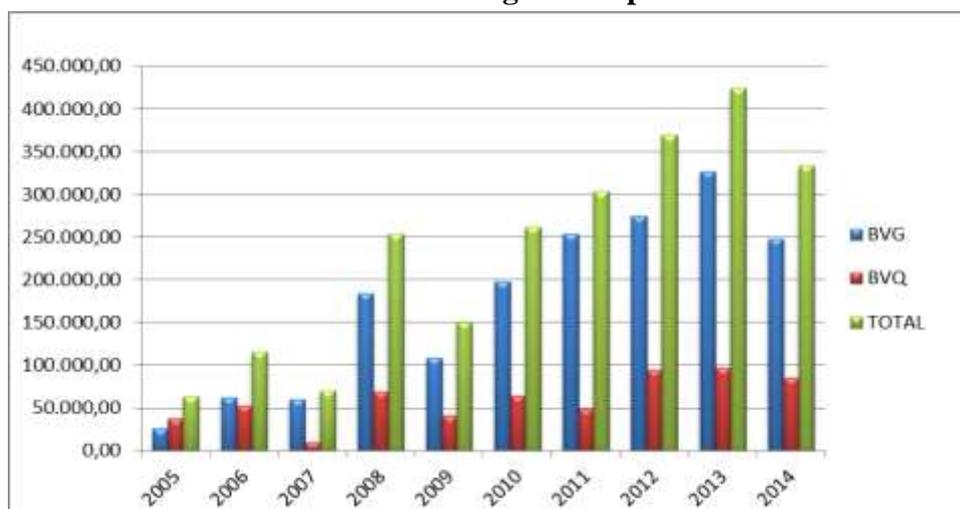
Tabla 3
Montos de Emisión de Obligaciones por Bolsa de Valores
En Miles de Dólares

EMISION DE OBLIGACIONES			
AÑO	BOLSA DE VALORES		TOTAL
	GUAYAQUIL	QUITO	
2005	25.800,00	37.500,00	63.300,00
2006	62.605,00	52.500,00	115.105,00
2007	60.000,00	10.000,00	70.000,00
2008	184.450,00	69.000,00	253.450,00
2009	108.600,00	41.500,00	150.100,00
2010	198.200,00	64.000,00	262.200,00
2011	253.700,00	49.450,00	303.150,00
2012	274.740,00	95.000,00	369.740,00
2013	327.250,00	96.600,00	423.850,00
2014	248.150,00	85.000,00	333.150,00
TOTAL	1.743.495,00	600.550,00	2.344.045,00

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros
Elaborado por: La autora

La mayor participación en emisiones autorizadas en el sector mercantil en el mercado de valores ecuatoriano la tiene la Bolsa de Valores de Guayaquil de acuerdo a la información proyectada en la tabla 3 y gráfico 3. A partir del año se nota una tendencia de crecimiento la cual decrece en el año 2014 en ambas bolsas de valores.

Gráfico 3
Montos de Emisión de Obligaciones por Bolsa de Valores



Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros
Elaborado por: La autora

Dentro de los mayores emisores de obligaciones del sector mercantil durante estos últimos 5 años están a Industrias Ales C.A., Teojama Comercial, Créditos Económicos Credicosa S.A., Corporación Ecuatoriana de Aluminio Cedal S.A., siendo Corporación el Rosado la empresa que mayor monto de emisión realizó en el año 2013 USD 40.000.000.

2.4 MARCO CONCEPTUAL

2.4.1 Mercado de Valores

2.4.1.1 Concepto de Mercado de Valores

El mercado de valores consiste en una parte del sistema financiero, cuyo propósito es la movilización de recursos económicos, a mediano y largo plazo primordialmente, desde los ahorristas hasta las actividades productivas. Esta actividad se la realiza mediante de la compra-venta de papeles o documentos que toman la denominación de títulos-valores.

“Un mercado de valores o mercado financiero se puede definir como un mecanismo que reúne a vendedores y compradores de activos financieros para facilitar las negociaciones” (Gordon, Sharpe y Bailey, 2003: 35).

2.4.1.2 Clasificación del Mercado de Valores

El Mercado de Valores se clasifica de la siguiente manera⁵:

- Público
- Privado
- Primario
- Secundario

⁵ Bolsa de Valores de Quito. (2014). Conozca el mercado de Valores. Recuperado de <http://www.bolsadequito.info/inicio/conozca-el-mercado/el-mercado-de-valores/>

- Bursátil
- Extrabursátil

2.4.1.2.1 Público

Por medio de una casa de valores autorizada se realizan las negociaciones.

2.4.1.2.2 Privada

Las negociaciones son realizadas directamente entre comprador y vendedor, sin que intervenga una casa de valores en el proceso.

2.4.1.2.3 Primario

Con la finalidad de obtener los recursos directamente el emisor realiza la primera venta o colocación de valores.

2.4.1.2.4 Secundario

Son las negociaciones realizadas posteriormente a la primera colocación de valores.

2.4.1.2.5 Bursátil

De acuerdo al artículo 3 de la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil, define al mercado bursátil como⁶:

⁶ Bolsa de Valores de Quito. (2014). Normativa del mercado de Valores. Recuperado de <http://www.bolsadequito.info/uploads/normativa/normativa-del-mercado-de-valores/ley-de->

Es el conformado por ofertas, demandas y negociaciones de valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores, en las bolsas de valores y en el Registro Especial Bursátil (REB), realizadas por los intermediarios de valores autorizados, de acuerdo con lo establecido en la presente Ley. (Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil, 2014)

2.4.1.2.6 Extrabursátil

De acuerdo al artículo 3 de la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil, define al mercado extrabursátil como⁷:

Es el mercado primario que se genera entre la institución financiera y el inversor sin la intervención de un intermediario de valores, con valores genéricos o de un giro ordinario de su negocio, emitidos por instituciones financieras, inscritos en el Registro de Mercado de Valores y en las bolsas de valores. (Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil, 2014)

2.4.1.3 Entidades de Control del Mercado de Valores

- Junta de Regulación del Mercado de Valores
- Superintendencia de Compañías
- Bolsa de Valores

[mercado-de-valores/141024195748-4df8d7eda00bdc4ba0e84cd4b59cbe50_leyMercadoValores.pdf](http://www.bolsadequito.info/uploads/normativa/normativa-del-mercado-de-valores/ley-de-mercado-de-valores/141024195748-4df8d7eda00bdc4ba0e84cd4b59cbe50_leyMercadoValores.pdf)

⁷ Bolsa de Valores de Quito. (2014). Normativa del mercado de Valores. Recuperado de http://www.bolsadequito.info/uploads/normativa/normativa-del-mercado-de-valores/ley-de-mercado-de-valores/141024195748-4df8d7eda00bdc4ba0e84cd4b59cbe50_leyMercadoValores.pdf

2.4.1.3.1 Junta de Regulación del Mercado de Valores⁸

La Junta de Regulación del Mercado de Valores es un organismo de derecho público cuyas funciones son establecer la política pública del mercado de valores y dictar las normas para el funcionamiento y control del mercado de valores con los principios y fines establecidos en la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil.

Estará integrada por tres miembros quienes serán:

1. El ministro encargado de la Política Económica, quien lo presidirá, o su delegado.
2. El ministro encargado de la Política de la Producción, o su delegado.
3. Un delegado del Presidente de la República.

Además de los tres miembros, serán parte de la Junta de Regulación del Mercado de Valores con voz informativa pero sin voto tanto el Superintendente de Bancos y Seguros como el Superintendente del Sistema Financiero Popular y Solidario.

2.4.1.3.2 Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

La Superintendencia de Compañías es la institución que se encarga de controlar a los participantes del mercado y ejecutar la política general del mercado de valores.

Como se cita en artículo 78:

La Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, entre otras atribuciones en materia societaria, ejercerá la vigilancia, auditoría,

⁸ Bolsa de Valores de Quito. (2014). Normativa del mercado de Valores. Recuperado de http://www.bolsadequito.info/uploads/normativa/normativa-del-mercado-de-valores/ley-de-mercado-de-valores/141024195748-4df8d7eda00bdc4ba0e84cd4b59cbe50_leyMercadoValores.pdf

intervención, control y supervisión del mercado de valores, del régimen de seguros y de las personas jurídicas de derecho privado no financieras, para lo cual se regirá por las disposiciones de la Ley de Compañías, Ley de Mercado de Valores, Ley General de Seguros, este Código y las regulaciones que emita la Junta Política y Regulación Monetaria y Financiera. (Código Orgánico Monetario y Financiero, 2014)

2.4.1.3.3 Bolsa de Valores⁹

“La Bolsa de Valores es aquella organización privada que ofrece a sus miembros, en consonancia con los mandatos de sus clientes, las facilidades necesarias para que puedan, entre otras cosas, introducir órdenes, realizar negociaciones de compra venta de acciones, como ser las acciones de sociedades o compañías anónimas, bonos públicos, privados, títulos de participación, certificados y una amplia variedad de instrumentos de inversión”.

2.4.1.4 Integrantes del Mercado de Valores

Los integrantes que conforman el Mercado de Valores tenemos los siguientes:

- Bolsa de Valores
- Casa de Valores
- Emisores de Valores
- Calificadoras de Riesgo
- Administradora de Fondos y Fideicomisos
- Compañía de Custodia de Valores
- Inversionistas

⁹ <http://www.definicionabc.com/economia/bolsa-de-valores.php>

2.4.1.4.1 Bolsas de Valores

El objeto y naturaleza de las Bolsas de Valores como se cita en el artículo 44:

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

Podrán realizar las demás actividades conexas que sean previamente autorizadas por la Junta de Regulación de Mercado de Valores, mediante norma de carácter general. (Ley de Mercado de Valores, 2014).

Dentro de las Bolsas de Valores existentes en el Ecuador tenemos dos:

- Bolsa de Valores de Quito
- Bolsa de Valores de Guayaquil

2.4.1.4.2 Casa de Valores

Las Casas de Valores son compañías anónimas autorizadas y el ente que las controla es la Superintendencia de Compañías tiene a su cargo principalmente la intermediación de valores, presta servicios de asesoría respecto a inversiones, asiste en estructurar emisiones y es además agente colocador de las emisiones en el mercado primario.

➤ Dentro de las algunas facultades de las Casas de Valores están¹⁰:

1. Operar de acuerdo a las instrucciones de sus comitentes en los mercados bursátil y extrabursátil.
2. Realizar operaciones de underwriting con personas jurídicas del sector público, del sector privado y con fondos colectivos.

¹⁰ Bolsa de Valores de Quito. (2014). Normativa del mercado de Valores. Recuperado de http://www.bolsadequito.info/uploads/normativa/normativa-del-mercado-de-valores/ley-de-mercado-de-valores/141024195748-4df8d7eda00bdc4ba0e84cd4b59cbe50_leyMercadoValores.pdf

3. Dar asesoría, información y prestar servicios de consultoría en materia de negociación y estructuración de portafolios de valores, a personas naturales y/o jurídicas del sector privado y a instituciones del sector público, de conformidad con esta la Ley de Mercado de Valores.
4. Administrar portafolios de valores o dineros de terceros para invertirlos en instrumentos del Mercado de Valores de acuerdo con las instrucciones de sus comitentes. Se considera portafolio de terceros a un conjunto de valores administrados para uno o varios comitentes, de acuerdo con los límites que para el efecto determine la Junta de Regulación del Mercado de Valores.
5. Efectuar actividades de estabilización de precios únicamente durante la oferta pública primaria de valores, de acuerdo con las normas de carácter general que expida la Junta de Regulación del Mercado de Valores.

➤ Dentro de las algunas prohibiciones de las Casas de Valores están¹¹:

1. Realizar actividades de intermediación financiera.
2. Recibir por cualquier medio de captaciones del público.
3. Divulgar por cualquier medio, directa o indirectamente información falsa, tendenciosa, imprecisa o privilegiada.
4. Marginarse utilidades en una transacción en la que, habiendo sido intermediario, ha procedido a cobrar su correspondiente comisión.
5. Poner a nombre de la casa de valores los valores de sus comitentes y de los portafolios administrados de terceros, salvo autorización expresa documentada del comitente.

De acuerdo al gráfico 4 se puede notar que las Casas de Valores que corresponden a la ciudad de Guayaquil representan el 38%, frente a un 62% que pertenecen a la ciudad de Quito.

¹¹ Bolsa de Valores de Quito. (2014). Normativa del mercado de Valores. Recuperado de http://www.bolsadequito.info/uploads/normativa/normativa-del-mercado-de-valores/ley-de-mercado-de-valores/141024195748-4df8d7eda00bdc4ba0e84cd4b59cbe50_leyMercadoValores.pdf

Gráfico 4
Casas de Valores en el Registro de Mercado de Valores



Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros
Elaborado por: La autora

2.4.1.4.3 Emisores de Valores

Los emisores de valores son instituciones del sector público, empresas públicas o privadas que financian sus actividades a través de la emisión y colocación de valores, por medio del mercado de valores. Dentro de las ventajas que tienen las empresas que emiten en el mercado de valores están:

- Menor costo en la obtención de recursos.
- Financiamiento con plazos mayores.
- Mejoran su estructura financiera.
- Se capitalizan

2.4.1.4.4 Calificadoras de Riesgo

Las calificadoras de riesgo son las responsables de calificar a los emisores y valores, estas pueden ser sociedades anónimas o de responsabilidad limitada. Cuando estas otorguen una calificación de riesgo, durante el tiempo en que se

encuentren en circulación los valores, estarán obligadas a hacer las revisiones necesarias en la periodicidad que la Junta de Regulación del Mercado Valores lo determine.

En la tabla 4 se detalla las calificadoras de riesgos que existen en el Ecuador con su respectiva localidad.

Tabla 4
Calificadores de Riesgos en el Registro de Mercado de Valores

NOMBRE DE LA CALIFICADORA	LOCALIDAD
SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO LATINOAMERICANA SCRL S.A	Guayaquil
CALIFICADORA DE RIESGOS BANKWATCH RATINGS DEL ECUADOR S.A.	Quito
CALIFICADORA DE RIESGOS PACIFIC CREDIT RATING S.A.	Quito
ECUABILITY S.A. CALIFICADORA DE RIESGO	Quito
MICROFINANZA CALIFICADORA DE RIESGO S.A. MICRORIESG	Quito
CLASS INTERNACIONAL RATING CALIFICADORA DE RIESGOS	Quito
CALIFICADORA DE RIESGOS SUMMARATINGS S.A	Guayaquil

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Elaborado por: La autora

2.4.1.4.5 Administradora de Fondos y Fideicomiso

Las administradoras de fondos y fideicomiso son compañías anónimas que administran negocios fiduciarios y fondos de inversión.

2.4.1.4.6 Compañía Custodia de Valores

La compañía custodia de valores es una compañía anónima cuya función es dar servicios de depósito, conservación, custodia, liquidación y registro de transferencia de los valores, funciona además como cámara de compensación¹².

¹² Bolsa de Valores de Quito. (2014). Conozca el Mercado de Valores. Recuperado de <http://www.bolsadequito.info/inicio/conozca-el-mercado/el-mercado-de-valores/>

2.4.1.4.7 Inversionistas

Inversionista son personas naturales o jurídicas quienes con el objetivo de obtener rentabilidad en función proporcional al riesgo que adquieren compran valores con los recursos económicos que poseen.

2.5 MARCO METODOLÓGICO

2.5.1 Población y Muestra

La población objeto de estudio son 45 empresas privadas del sector comercial de la ciudad de Guayaquil y la muestra es el 100% de la población.

2.5.2 Técnicas e Instrumentos de Recolección de Datos

Para el levantamiento de la información se estableció las diferentes técnicas que se detallan a continuación:

Encuesta: Se define como la recopilación de datos dentro de un tema de opinión específico, mediante el uso de formularios aplicados sobre una muestra de la población. En este estudio la técnica descrita permitirá obtener respuestas confiables y completas a través formularios precisos sobre la problemática identificada en los puntos anteriores. Lo que a su vez permitirá interpretar correctamente los datos para llegar a conclusiones acertadas.

Entrevista: Permite la recopilación de información en forma directa, cara a cara, donde el investigador interroga y obtiene información directamente del entrevistado. (Muñoz, 2011). Esta técnica facilitará obtener la información de primera mano, puesto que se tendrá contacto directo con el entrevistado dentro de las empresas privadas que serán estudiadas.

Considerando la tabla 5 en la cual se detalla los emisores de Obligaciones y Papel Comercial del Sector Comercial de Guayaquil comprendidos en el período 2002-2014, se realizaron encuestas de siete preguntas en las cuales se analiza que fuente de financiamiento utilizan estas empresas, el destino de los recursos obtenidos a través de este mecanismo de financiamiento, así como analizar el proceso de la emisión de obligaciones en tiempo y dificultad.

Además se realizaron dos entrevista que consta de once preguntas a especialistas del tema para que den opiniones acerca del mecanismo de emisión de obligaciones, de esta manera conocer desde puntos de vistas experimentados quienes pueden acceder a este tipo de financiamiento, las ventajas y desventajas, aspectos importantes a tomar en cuenta antes de emitir obligaciones y si recomendarían el uso de este mecanismo.

2.6 MARCO LEGAL

2.6.1 Ley de Mercado de Valores

La emisión de obligaciones esta normado por la Ley de Mercado de Valores, que en el suplemento 1 en el Registro Oficial No. 199 de 28 de mayo de 1993. En dicha Ley se creó el Registro Nacional de Valores a cargo de la Superintendencia de Compañías, cuya finalidad era mantener un registro actualizado de todo ente que tuviera participación en el mercado de valores, y el Consejo Nacional de Valores que estuvo cargo de dictar la política general del mercado de valores y regular el mismo.

La nueva Ley de Mercado de Valores fue publicada en el Registro Oficial No. 367 el 23 de julio de 1998, derogando se esta manera a la Ley anterior. La nueva Ley abordó los aspectos positivos de la primera Ley de Mercado de Valores de 1993 y adicionó nuevos conceptos; de acuerdo a (Vizcaíno, 2006) tenía por objeto “promover un mercado organizado, integrado, eficaz y transparente en el que la

intermediación de valores sea competitiva, ordenada, equitativa y continua como resultado de una información veraz, completa y oportuna”.

En el Registro Oficial No. 249 del 20 de mayo de 2014 se publicó la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil en la cual se conformó la Junta de Regulación del Mercado de Valores eliminando de esta forma del Consejo Nacional de Valores; esta Ley es una reforma a Ley de Mercado de Valores y a la Ley de Compañías que se encuentran vigentes en la actualidad.

La presidenta de la Bolsa de Valores de Quito (BVQ), Mónica Villagómez dijo¹³:

Que según la estructura de la Junta de Regulación, el Estado tendrá regulación, el control y la gestión del negocio, por lo que habría un conflicto de intereses en el que el sector privado no estará en igualdad de condiciones y afectarían los procesos de negociación.

Según el Presidente de la República, Econ. Rafael Correa Delgado, el reglamento creaba un marco adecuado en beneficio del sector productivo del país, a fin de alcanzar el cambio de matriz productiva que permita ir a un desarrollo sostenible con oportunidades, no solo para los inversionistas privados sino también abrir espacios para otros sectores económicos como las micro y pequeñas empresa.

Entre los cambios que afectan directamente a la emisión de obligaciones en el artículo 30 que se refiere a los valores de renta fija y su colocación de acuerdo a la reforma establece: “El emisor debe colocar los valores de renta fija que emita en el mercado bursátil a través de una casa de valores, o un operador autorizado, salvo los casos de excepción previstos en esta Ley” (Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil, 2014).

¹³ Redacción Economía (2014, 20 de marzo). Bolsa de Valores pide veto parcial a la Ley Bursátil. El Telégrafo. Recuperado de <http://www.telegrafo.com.ec/economia/item/bolsa-de-valores-pide-veto-parcial-a-la-ley-bursatil.html>

Antes de la reforma el emisor podía colocar los valores de renta fija en el mercado primario bursátil y extrabursátil, y no solo a través de una casa de valores sino directamente en el mercado primario extrabursátil.

Las casas de valores, calificadoras de riesgos, bolsas de valores, la sociedad proveedora y administradora del sistema único bursátil, los depósitos de compensación y liquidación de valores, las administradoras de fondos y fideicomisos estarán regulas tanto en la creación como el funcionamiento de las mismas por esta Ley.

2.6.2 Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores

Ley expedida con Resolución No. CNV-008-2006 y actualizada según Resolución No. CNV-003-2012, en el cual se establecen la política general del Mercado de Valores y regular su funcionamiento.

2.6.3 Código Orgánico Monetario y Financiero

Mediante Registro Oficial Segundo Suplemento NO. 332 del 12 de septiembre del 2014, se expidió el Código Orgánico Monetario y Financiero cuyo artículo No.2 establece lo siguiente:

“Artículo 2.-Ámbito. Este Código establece el marco de las políticas, regulaciones, supervisión control y rendición de cuentas que rige los sistemas monetario y financiero, así como los regímenes de valores y seguros, el ejercicio de sus actividades y relación con sus usuarios”.

Con este nuevo Código Orgánico, se consolidó toda la regulación monetaria y financiera nacional bajo una misma política y normativa necesaria a fin de tener una gestión transparente e integral por parte de las entidades del sector.

En este código de acuerdo al artículo 13 se crea: “La Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, parte de la Función Ejecutiva, responsable de la formulación de las políticas públicas y la regulación y supervisión monetaria, crediticia, cambiaria, financiera, de seguros y valores” (Código Orgánico Monetario y Financiero, 2014).

Además de las atribuciones de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros con respecto a materia societaria, también se encargara de la vigilancia, auditoria, intervención, control y supervisión del mercado de valores rigiéndose en la Ley de Mercado de Valores, en el Código Orgánico Monetario y Financiero y las regulaciones que emita la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

2.6.4 Ley de Compañías

Mediante Registro Oficial No. 312 del 05 de noviembre de 1999, se expidió la Ley de Compañías cuyo artículo 2 establece que existen cinco especies de compañías, de acuerdo al siguiente detalle a saber:

- La compañía en nombre colectivo
- La compañía en comandita simple y dividida por acciones
- La compañía de responsabilidad limitada
- La compañía de economía mixta
- Estas cinco especies de compañías constituyen personas jurídicas

2.4.5 Ley Orgánica de Régimen Tributario Interno

La Normativa Tributaria en la que se basa las compañías es la Ley Orgánica de Régimen Tributario Interno (L.O.R.T.I). En esta se consideran los siguientes aspectos tributarios que resultan beneficiosos al momento de emitir obligaciones:

- En cuanto a los gastos deducibles para cálculo de impuesto a la renta con lo referente a deducción de gastos por intereses el art.10 inciso 2 de la L.R.T.I. indica:

Los intereses de deudas contraídas con motivo del giro del negocio, así como los gastos efectuados en la constitución, renovación o cancelación de las mismas, que se encuentren debidamente sustentados en comprobantes de venta que cumplan los requisitos establecidos en el reglamento correspondiente. No serán deducibles los intereses en la parte que exceda de las tasas autorizadas por el Directorio del Banco Central del Ecuador, así como tampoco los intereses y costos financieros de los créditos externos no registrados en el Banco Central del Ecuador. (Ley de Régimen Tributario Interno, 2014).

- De acuerdo a la Ley Orgánica de Régimen Tributario artículo 56 inciso número 12 describe que se encuentran gravados con IVA tarifa 0% los servicios bursátiles prestados por las entidades legalmente autorizadas para prestar los mismos como son las Bolsas de Valores y Casa de Valores.

CAPÍTULO III

3.1 EL SISTEMA FINANCIERO

3.1.1 El Sistema Financiero Internacional

El sistema financiero internacional es el conjunto de medios, mercados e instituciones financieras internacionales, que tiene como función canalizar los recursos de quienes quieren prestarlos o invertirlos a quienes requieren financiamiento¹⁴, además es un factor importante para el funcionamiento de la economía mundial. La evolución del sistema financiero internacional se puede dividir en dos periodos, el primero considerado desde 1940 hasta 1971 en el cual funcionaba el Sistema de Bretton Woods y el segundo después de 1971.¹⁵

3.1.1.1 El Sistema de Bretton Woods

El Sistema de Bretton Woods nace a fines de la Segunda Guerra Mundial (1946) con el propósito de limitar la movilidad de capital internacional especulativo para fomentar el comercio sobre bases estables y aplicar una tasa de cambio fija de las monedas nacionales. Durante Sistema de Bretton Woods se crearon dos instituciones el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial. El fracaso del Sistema de Bretton Woods ocurrió en 1971 a pesar que las reservas de Estados Unidos se redujeron enormemente, continuaron aumentando la oferta monetaria; y además que los Países Industrializados se negaron a seguir sosteniendo la paridad dólar-oro, permitiendo flotar sus divisas.

¹⁴ Correa, Eugenia y Girón Alicia (2004). Economía financiera contemporánea. México: UNAM

¹⁵ Levy, Noemí (2001). Cambios institucionales del sector financiero y su efecto en el fondeo de la inversión: México 1960-1994. Recuperado de <http://books.google.com.ec/books?id=gNvebTirM-4C>

3.1.1.2 El Sistema de Post Bretton Woods

Las características principales del periodo pos Sistema Bretton Woods eran:

- No fue creada una entidad financiera internacional que regulara la emisión de los medios de pagos internacionales.
- La emisión de medios de pagos internacionales fue compartida por varios Países industrializados.
- Una efectiva coordinación multinacional para evitar una recesión económica mundial lograron los países industrializados, sin embargo no pudieron detener las inestabilidades financieras y económicas.
- Un sistema de flotación de tasas de cambio surge dada la incapacidad de regular la oferta de medios de pagos internacionales acompañado de altas tasas de interés que propicio el movimiento de capital especulativo y se relego a segundo plano la estabilización de los flujos comerciales.

Se puede hacer una subdivisión de periodos:

- 1971-1975: Políticas recesivas de los países industrializados, además de ruptura y desorden internacional.
- 1976-1981: Se oficializo la desmonetización del oro, incremento la especulación internacional, siguieron las políticas recesivas de los países industrializados y se establecieron las condiciones de las crisis de la deuda de los países en desarrollo.
- 1982-1994: Desregulación financiera, fragilidad económica y globalización financiera.

3.1.1.3 Integrantes del Sistema Financiero Internacional

El Sistema Financiero Internacional está conformado por un conjunto de Organismos Mundiales, Asociaciones Internacionales y Bancos Centrales.

3.1.2 El Sistema Financiero en el Ecuador

De acuerdo al artículo 6 integran el sistema financiero nacional:

Los sistemas monetario y financiero nacional las entidades responsables de la formulación de las políticas, regulación, implementación, supervisión, control y seguridad financiera públicas, privadas y populares y solidarias que ejercen actividades monetarias y financieras.

Los regímenes de valores y seguros las entidades responsables de la formulación de las políticas, regulación, implementación, supervisión y control, además de las entidades públicas y privadas que ejercen operaciones con valores y efectúen actividades de seguros. (Código Orgánico Monetario y Financiero, 2014)

3.1.2.1 Estructura del Sistema Financiero Ecuatoriano

En su artículo 160, menciona que “el sistema financiero ecuatoriano está compuesto por el sector financiero público, el sector financiero privado y el sector financiero popular y solidario” (Código Orgánico Monetario y Financiero, 2014).

Dentro del Sector Financiero Público:

- Bancos
- Corporaciones

Dentro del Sector Financiero Privado:

- Bancos Múltiples y Bancos Especializados
 - Banco múltiple
 - Banco especializado

- De Servicios Financieros
 - Almacenes Generales de Depósito
 - Casas de Cambio
 - Corporaciones de Desarrollo de mercado secundario de hipotecas

- De Servicios Auxiliares del Sistema Financiero
 - Software bancario
 - Transaccionales
 - Transporte de especies monetarias y de valores
 - Redes y cajeros automáticos
 - Servicios de pagos
 - Servicios de cobranzas
 - Servicios contables y computación

Dentro del Sector Financiero Popular y Solidario

- Cooperativas de ahorro y crédito
- Cajas centrales
- Entidades asociativas o solidarias, cajas y bancos comunales y cajas de ahorro
- De Servicios auxiliares del sistema financiero:
 - Software bancario
 - Transaccionales
 - Transporte de especies monetarias y de valores
 - Redes y cajeros automáticos
 - Servicios de pagos
 - Servicios de cobranzas
 - Servicios contables y computación

3.2 LAS EMPRESAS EN EL ECUADOR

3.2.1 Empresa: definiciones

Según el Diccionario de la Real Academia de la Lengua Española¹⁶: La empresa es una unidad de organización dedicada a actividades industriales, mercantiles o de prestación de servicios con fines lucrativos.

Desde el punto de vista económico la empresa es “la organización de los factores de la producción con el fin de obtener una ganancia ilimitada” (Ruiz de Velasco, 2007:27).

3.2.2 Clasificación de empresas en el Ecuador

Las compañías en Ecuador se dividen:

- a. Por la actividad que cumplen
- b. Por el tamaño
- c. Por el sector al que pertenecen
- d. Por la forma organizacional del Capital

3.2.2.1 Por la actividad que cumplen

De acuerdo a la actividad que cumplen las empresas tenemos¹⁷:

➤ Empresa Industrial o Manufactura

Se dedica a la transformación de materias primas en productos manufacturados, productos elaborados o productos terminados para vender a

¹⁶ Real Academia Española. (2014). Diccionario de la lengua española [versión electrónica]. Madrid, España: Real Academia Española, <http://lema.rae.es/drae/?val=empresa>

¹⁷ Sinisterra, Gonzalo (2007). Contabilidad Administrativa. Bogotá: Ecoe Ediciones

los clientes. Además implica procesos de elaboración de productos semi-manufacturados o productos semi-elaborados.

➤ **Empresa Comercial**

Se dedica a la compra y venta de bienes tangibles a los que se les denomina mercancías.

➤ **Empresa de Servicios**

Tiene por objeto la compra o producción de bienes intangibles para satisfacer las necesidades de una población.

3.2.2.2 Por el tamaño

Según el tamaño de la empresa:

Figura 1
Clasificación de las empresas por su tamaño

Tamaño de Empresa	No. de Trabajadores	Nivel de Ventas (dólares)	Volumen de Activos (dólares)
Microempresa	1 - 9	Menor a cien mil	Inferior a cien mil
Pequeña	10 - 49	Entre cien mil y un millón	Entre cien mil y uno y setecientos cincuenta mil
Mediana	50 - 159	Un millón uno y cinco millones	setecientos cincuenta mil uno y cuatro millones
Grande	160 en adelante	Mayor a cinco millones	Superior a cuatro millones

Fuente: Ley Orgánica del Sistema Nacional de Contratación Pública
Elaborado por: La autora

3.2.2.3 Por el Sector a que pertenecen

Las empresas de acuerdo al sector pueden pertenecer:

Figura 2

Clasificación de las empresas por el Sector

Sector	
Privadas	<ul style="list-style-type: none">✓ Empresas que están bajo el control de la Superintendencia de Compañías.✓ Empresas que están bajo el control de la Superintendencia de Bancos.✓ Sociedad con fines de lucro o patrimonio independiente.✓ Sociedades y Organizaciones sin fines de lucro.✓ Misiones y Organismos Internacionales
Públicas	<ul style="list-style-type: none">✓ Del Gobierno Nacional✓ Organismos de Control y Regulación.✓ Organismos Electorales.✓ Organismos de Régimen Seccional Autónomo.✓ Organismos y Entidades creados por la Constitución.

Fuente: Servicio de Rentas Internas

Elaborado por: La autora

3.2.2.4 Por la forma de organización del capital

Existen cinco especies de compañías de comercio¹⁸:

➤ La compañía en nombre colectivo

La sección II de la Ley de Compañías, abarca a la Compañía en Nombre Colectivo desde el artículo 36 al 58, resaltando lo siguiente:

1. Es aquella que se contrae entre dos o más personas naturales que hacen el comercio bajo una misma razón social.
2. Su conformación se realiza mediante contrato celebrado a través de escritura pública.
3. La razón social es la fórmula enunciativa de todos los nombres de los socios, o de algunos de ellos con la adición de las palabras “y compañía”.
4. El capital está compuesto de los aportes que cada uno de los socios entrega o promete entregar.
5. Para su conformación es necesario el pago de por lo menos el 50% del capital suscrito; que es la cantidad que el socio se compromete a aportar a la sociedad.
6. Respecto de las resoluciones que tome la compañía, estas se tomarán por mayoría de votos, a menos que en el contrato social se hubiere adoptado el sistema de unanimidad.
7. El acuerdo de la mayoría obliga a la minoría solo cuando recae sobre actos de simple administración o sobre disposiciones comprendidas dentro del giro del negocio.

➤ La compañía en comandita simple y dividida por acciones

La sección III de la Ley de Compañías, abarca a la Compañía en Comandita Simple y Dividida por Acciones desde el artículo 59 al 73, resaltando lo siguiente:

¹⁸ Ley de Compañías de 1999, 2 C.P.R. § 1 (2014)

1. Es aquella que se contrae entre uno o varios socios solidaria e ilimitadamente, y otro u otros, simples suministradores de fondos.
2. Su conformación se realiza mediante contrato celebrado a través de escritura pública.
3. La razón social será necesariamente, el nombre de uno o varios de los socios solidariamente responsables, al que se agregara las palabras “compañía en comandita”.
4. Los socios comanditarios responde por los actos de la compañía solamente con el capital que pusieron o debieron poner en ella.
5. Salvo pacto contrario, la designación de administradores se hará por mayoría de votos de los socios solidariamente responsables y la designación solo podrá recaer en uno de estos.

➤ **La compañía de responsabilidad limitada**

La sección V de la Ley de Compañías, abarca a la Compañía de Responsabilidad Limitada desde el artículo 92 al 142, resaltando lo siguiente:

1. Es aquella que se contrae entre tres o más personas, que hacen el comercio bajo una razón social.
2. Su conformación se realiza mediante contrato celebrado a través de escritura pública.
3. La razón social o denominación objetiva se le agregara las palabras “Compañía Limitada”.
4. El capital está formado por las aportaciones de los socios y no será inferior al monto fijado por la Superintendencia de Compañías.
5. El capital estará íntegramente suscrito, y pagado por lo menos en el cincuenta por ciento de cada participación.
6. Las resoluciones se tomaran por mayoría absoluta de votos de los socios presentes. Los votos en blanco y las abstenciones se sumaran a la mayoría.

➤ **La compañía anónima**

La sección VI de la Ley de Compañías, abarca a la Compañía Anónima desde el artículo 143 al 300, resaltando lo siguiente:

1. La compañía anónima es una sociedad cuyo capital está dividido en acciones negociables.
2. Se constituirá mediante escritura pública.
3. La denominación de esta compañía deberá contener las palabras “compañía anónima” o “sociedad anónima” o las correspondientes siglas.
4. La compañía podrá establecerse con el capital autorizado que determine la escritura de constitución.
5. Las decisiones de las Juntas Generales serán tomadas por mayoría de votos de capital pagado concurrente a la reunión.

➤ **La compañía de economía mixta**

La sección VIII de la Ley de Compañías, abarca a la Compañía de Economía Mixta desde el artículo 308 al 317, resaltando lo siguiente:

1. El Estado, los consejos provinciales, las municipalidades y las entidades u organismos del sector público podrán participar con el capital privado en el capital y gestión social.
2. Al formarse la compañía se expresará claramente la forma de distribución de utilidades entre el capital privado y el capital público.
3. Los estatutos establecerán la forma de integrar el directorio, en el que deberán estar representados necesariamente tanto los accionistas del sector público como los del sector privado, en proporción al capital aportado por uno y otro;
4. Su conformación se realiza mediante contrato celebrado a través de escritura pública.

3.3 FUENTES DE FINANCIAMIENTO

3.3.1 Definiciones

3.3.1.1 Definición de Financiamiento

El financiamiento es la obtención de recursos que requiere una empresa para un proyecto específico que puede ser adquirir bienes y servicios, pagar proveedores, entre otros. Por medio del financiamiento las empresas pueden sostener una economía estable, planear a futuro y expandirse¹⁹. Estos recursos de pueden ser de fuentes internas o externas, a corto, mediano o largo plazo.

3.3.1.2 Definición de Fuente de Financiamiento

Es la manera de como una entidad puede allegarse de fondos o recursos financieros para llevar a cabo sus metas de crecimiento y progreso.

Según Ketelhöhn, Marín & Montiel (2004, p. 95) los diversos tipos de financiamiento se diferencian en cuanto al vencimiento, prioridad en los pagos, riesgo, tratamiento fiscal, costo y derecho a controlar la dirección de las operaciones de la empresa.

3.3.2 Clasificación de las Fuentes de Financiamiento

Las fuentes de financiamiento para las empresas las podemos clasificar de acuerdo a lo siguiente²⁰:

- Según el origen

¹⁹ Financiamiento.com.mx. (2014). ¿Qué es el financiamiento?. Recuperado de <http://www.financiamiento.com.mx/wp/?p=11>

²⁰Hernández, Francisco. (2012). Fuentes de Financiamiento de la empresa: Fuentes de Financiamiento. Recuperado de https://www.uam.es/personal_pdi/economicas/fphernan/PaperF1.pdf

- Interna
- Externa

- Según el plazo
 - Corto plazo
 - Largo Plazo

- Según su exigibilidad
 - Propia
 - Ajena

3.3.2.1 Según el origen

3.3.2.1.1 Internas

Es aquel financiamiento que se obtiene de los recursos propios de la empresa.

3.3.2.1.2 Externas

Es el financiamiento obtenido por fuentes ajenas a la empresa.

3.3.2.2 Según el plazo

3.3.2.2.1 Corto plazo

Las fuentes de financiamiento a corto plazo se refieren a obligaciones cuyo vencimiento es menor o igual a un año. Dentro de esta clase de financiamiento a corto plazo tenemos:

- Crédito Comercial
- Préstamo Bancario
- Líneas de Crédito
- Papeles Comerciales
- Por medio de las Cuentas por Cobrar
- Por medio del Inventario

3.3.2.2.1.1 Crédito Comercial

El Crédito comercial es una forma común de financiación a corto plazo utilizada por la mayoría de los negocios, especialmente por las compañías pequeñas, ya que los proveedores son por lo general más liberales en otorgamiento de crédito que las instituciones financieras.

Este tipo de crédito a pesar de no tener un interés explícito, sí lo tiene implícito, debido a que la empresa (proveedor) no va a poder utilizar de manera inmediata ese dinero para poder invertir con lo que obtendría un beneficio, sino dentro del plazo de crédito entregado.

El crédito comercial tiene algunas ventajas como financiamiento a corto plazo. Tal vez la más importante sea su disponibilidad. Las cuentas por pagar de la mayoría de las empresas son una forma permanente de crédito. No es necesario solicitar formalmente financiamiento. (Van Horne, 2002: 292)

3.3.2.2.1.2 Crédito Bancario

Son préstamos monetarios otorgados por un banco en un período inferior a un año. La entidad bancaria proporciona este financiamiento a la empresa para cubrir necesidades estacionales, tales como, aumento de inventarios o cuentas por cobrar.

Este tipo de financiamiento se lo considera auto-liquidable, debido a que medida que se efectiviza el inventario y las cuentas por cobrar se obtiene los fondos que se requieren para cancelar el préstamo; el interés cobrado es considerado un gasto.

Estos préstamos pueden ser con garantía o sin garantía, y de acuerdo a su finalidad pueden ser para capital de trabajo, para cubrir desfases entre los ingresos y egresos corrientes de su ciclo de producción y comercialización, para la adquisición de materias primas, etc.

3.3.2.2.1.3 Líneas de Crédito

“La línea de crédito es un convenio informal entre un banco y su cliente en el que se especifica la suma máxima de crédito sin garantías que el banco concederá a las empresas en determinado momento” (Van Horne y Vachowicz, 2002: 295)

Además el uso de este tipo de financiamiento genera intereses sobre el monto que se haya utilizado, así como también de comisiones y seguros asociados.

Este tipo de financiación permite que cuando el cliente no tenga fondos suficientes en su cuenta para pagar algún cheque a cobro, la entidad bancaria utilice de la línea de crédito el dinero necesario para evitar el protesto del cheque a cobrarse.

3.3.2.2.1.4 Papeles Comerciales

“El papel comercial es una forma de financiamiento que consiste en pagarés a corto plazo no asegurados emitidos por empresas con un alto grado de crédito” (Gitman, 2003: 540).

Es de suma importancia señalar que el uso del papel comercial es para financiar necesidades de corto plazo, como es el capital de trabajo, y no para financiar activos de capital a largo plazo.

3.3.2.2.1.5 Financiamiento por medio de las Cuentas por Cobrar

El financiamiento a través de las cuentas por cobrar llamado también factoraje, es un contrato mediante el cual una empresa, ya sea esta comercial, industrial o servicios cede los derechos de sus facturas producto de la venta de bienes o servicios a una empresa que se dedica a las actividades de factoraje por un precio determinado.

“El factoraje es una opción para poner efectivo a disposición de una empresa antes de cobrar las cuentas adeudadas por los clientes” (Longenecker, 2012: 393).

Al obtener mayor liquidez nos permite aprovechar oportunidades de negocios, disminuye costos en áreas de crédito y cobranza, convierte sus ventas a crédito en ventas al contado, entre otros beneficios.

Por otro lado vender las facturas tiene sus desventajas, ya que si un cliente no paga sigues siendo responsable de la deuda, el cobro agresivo por parte de la empresa de factoraje puede alejar al cliente, reduce el margen de beneficio, entre otros.

3.3.2.2.1.6 Financiamiento por medio del inventario

El financiamiento por medio de inventarios es un préstamo por el cual una empresa pone en garantía sus inventarios que en el caso de no poder cumplir con la obligación pactada el acreedor puede hacer uso del mismo.

Este tipo de financiamiento se da cuando se requiere importar y se necesita financiamiento con los proveedores del exterior a través de las cartas de crédito

las cuales para garantizar el crédito piden una prenda en este caso por inventario cuyo valor sea el 140% del monto FOB a financiarse.

3.3.2.2.2 Largo plazo

Al referirnos de fuente de financiamiento a largo plazo se consideran aquellas cuyo vencimiento supere el año.

Tenemos las siguientes formas de financiamiento de largo plazo:

- Hipoteca
- Acciones
- Obligaciones
- Arrendamiento financiero
- Microcréditos

3.3.2.2.2.1 Hipoteca

El financiamiento mediante hipoteca se utiliza para garantizar el pago de un préstamo, el prestamista o acreedor toma una propiedad del deudor.

Para avalar que se cumpla el pago de un crédito o préstamo se constituye la hipoteca la misma que es un derecho real de garantía, que otorga el propietario generalmente de un bien inmueble al titular de la obligación, pero que permanece dicho bien en poder del dueño del bien hipotecado.

En caso de que no cumpla con la obligación en el plazo establecido el acreedor hipotecario puede promover la venta del bien hipotecado para poder cubrir el importe del crédito adeudado.

3.3.2.2.2 Acciones

Es el la participación que tiene el accionistas sobre el patrimonio o capital de la empresa a la cual pertenece.

El nivel de participación es medido a través de las acciones de acuerdo al porcentaje de acciones que le pertenece a cada accionista dentro de la organización, del número de acciones que posea cada accionista le corresponderán dividendos, derechos de los accionistas y derechos preferenciales.

3.3.2.2.3 Obligaciones

Es el mecanismo mediante el cual una empresa privada o sucursal de compañía extranjera domiciliada en el Ecuador o del sector público, inscrita en el mercado de valores emite papeles de deuda a un rendimiento, plazo determinado y los ofrece en el mercado de valores al público en general o a un sector específico.

3.3.2.2.4 Arrendamiento Financiero

El arrendamiento financiero es un contrato por medio del cual se obliga al arrendador a financiar al arrendatario la adquisición de un bien, mueble o inmueble, durante un plazo previamente pactado e irrevocable para ambas partes, que formara parte del activo fijo del arrendatario. (Haime, 2003: 40)

3.3.2.2.5 Microcrédito

Este tipo de crédito sirve para financiar proyectos que ya están en marcha o para mejorar la producción en microempresas; el monto en este tipo de

financiamiento es reducido con tasa de interés y plazos de amortización con condiciones especiales.

3.3.2.2.3 Según su exigibilidad

3.3.2.2.3.1 Propia

Es aquel financiamiento que no hay devolver los fondos recibidos.

3.3.2.2.3.2 Ajena

Es el financiamiento obtenido por fuentes ajenas a la empresa, por lo tanto hay que devolver los fondos recibidos.

CAPÍTULO IV

4.1 EL MERCADO DE VALORES LATINOAMERICANO

Según Hugo Brull en su libro El Mercado de Capitales Globalizado destaca,

La globalización financiera se inicia y cobra gran relevancia en la medida que las economías de los países se interrelacionan cada vez más a través del intercambio de servicios. Los avances tecnológicos en sistemas y comunicación han mostrado ser elementos fundamentales para la integración. En este contexto, la internalización de la intermediación financiera ha sido parte integral del proceso y en la práctica ha abarcado tanto el sector bancario, como los mercados de capitales y deuda, este último conocido como mercado de bonos. Hoy en día se identifica bancos, casas de bolsa y banqueros de inversión de distinta nacionalidad, cuyas operaciones se concentran en el ámbito internacional. Sin lugar a dudas, este es el fenómeno de la organización financiera internacional. (Brull, 2007: 32-33).

Con la finalidad de ampliar sus horizontes en el mercado de valores internacional países como Chile, Colombia, Perú y México firmaron un acuerdo el 30 de mayo de 2011 entre sus Bolsas de Valores, cuyo proceso se inició en el año 2009 con la finalidad de crear un mercado regional denominado Mercado de Integrado Latinoamericano MILA para la negociación de títulos de renta variable.

Para el 2016 MILA planea incorporar a sus mercados la negociación de títulos de renta fija²¹.

²¹ Forbes México (2015, 21 de enero). MILA planea negociar renta fija en 2016> Forbes México. Recuperado de <http://www.forbes.com.mx/mila-planea-negociar-renta-fija-en-2016/>

4.1.1 El Mercado de Valores Chileno

En el mercado de valores chileno el líder y principal centro bursátil es la Bolsa de Comercio de Santiago, fue fundada en 1893 y posee 32 corredores de Bolsas; entre los productos que se negocian están acciones, bonos, money market, derivados y mercados OTC, entre otros.

4.1.2 El Mercado de Valores Colombiano

El mercado de valores colombiano lo componen principalmente emisores de valores, inversionistas, y facilitadores o intermediarios entre emisores e inversionistas. Este mercado está regulado y supervisado por tres entidades: El Congreso de la República, el Gobierno Nacional a través del Ministerio de Hacienda y Crédito Público y la Superintendencia Financiera. Se negocian títulos tanto de renta fija como variable en este mercado de valores.

4.1.3 El Mercado de Valores Peruano

De acuerdo a una guía paso a paso sobre cómo listar valores en el Registro de Valores de la Bolsa de Valores de Lima – BLV dice que en Perú²²:

Se viene experimentando un crecimiento continuo, apoyado en el desarrollo económico como resultado de la actividad productiva, el consumo y la inversión en el país. Así lo demuestran los múltiples casos de éxito de empresas que han emitido valores a través de la Bolsa de Valores Lima - BVL en tiempos recientes, evidenciando un crecimiento relevante y sostenido. Sin embargo, queda mucho por hacer. Muchas empresas que podrían acceder a un financiamiento en mejores condiciones, al emitir, listar y colocar valores en la BVL, aún no lo hacen.

²² Bolsa de Valores de Lima. (2015). Una guía paso a paso sobre cómo listar valores en el Registro de Valores de la Bolsa de Valores de Lima – BLV. Recuperado de <http://www.bvl.com.pe/emision/brochure.pdf>

La Bolsa de Valores de Lima es una empresa privada que tiene como finalidad ayudar en la negociación en rueda de bolsa de los valores inscritos. Las actividades de este mercado están reguladas por la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores – CONASEV. Dos tipos de valores se pueden emitir instrumentos de deuda y de renta variable.

4.2 LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES EN LATINOAMERICA

La necesidad de buscar alternativas de financiamiento distintas a las bancarias ha llevado a países como Chile, Colombia y Perú a optar por la emisión de obligaciones o deuda, llamados también título valores de renta fija.

De acuerdo a una publicación de una entrevista realizada a Julián Benavides realizada por ESAN una institución académica de posgrados en negocios dice lo siguiente²³:

Las empresas pueden financiarse con recursos internos y externos. Los internos corresponden a utilidades retenidas utilizadas para apalancar el crecimiento y significan en principio un esfuerzo de los accionistas existentes para generar valor.

Los recursos externos pueden dividirse entre recursos tipo endeudamiento o emisiones adicionales de acciones. El endeudamiento privado se da cuando se acude a bancos nacionales o extranjeros, o a algún fondo de inversión, para obtener préstamos en moneda local o divisas. El endeudamiento a través de los mercados de valores se realiza a través de una banca de inversión que apoya a la empresa a estructurar una emisión de títulos valores.

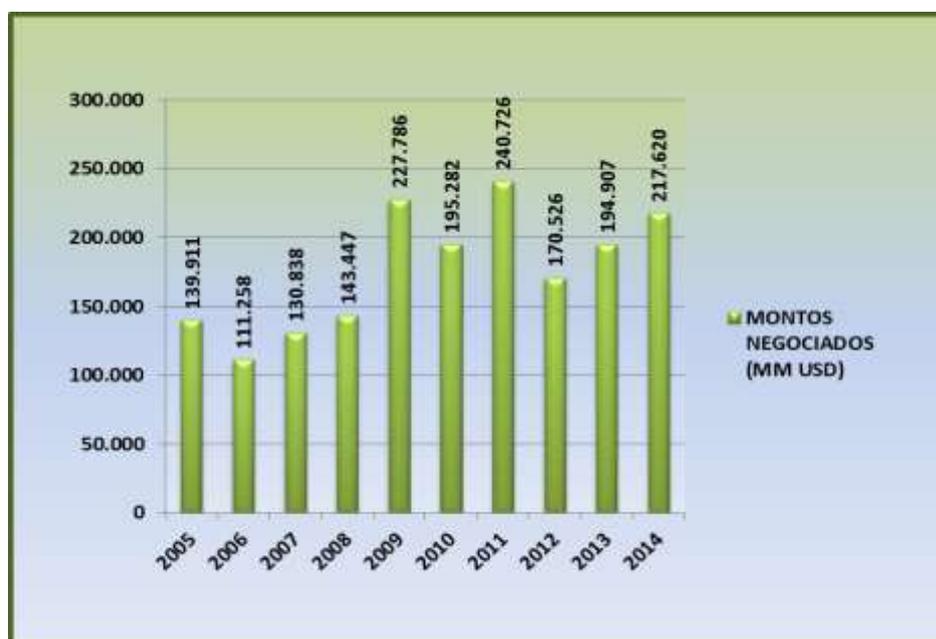
²³ Conexión ESAN (2014, 03 de abril). Opciones de financiamiento empresarial. Conexión ESAN Recuperado de <http://www.esan.edu.pe/conexion/actualidad/2014/04/03/opciones-financiamiento-empresarial/>

4.2.1 La emisión de obligaciones en Chile

Un incremento en el flujo de colocaciones de bonos en el mercado chileno se da a partir de 1998, debido a los mayores niveles de premios por riesgo soberano y la reducción de capitales que sufrieron las economías emergentes por efecto de la crisis asiática. A partir del 2001 los niveles de los flujos de emisión se mantienen altos y tanto el número de emisores como el monto de deuda incrementan constantemente. Uno de los principales objetivos para emitir deuda en el año 2003 de las empresas era la reestructuración de sus pasivos.

En relación al mercado de renta fija en Chile entre el período comprendido del año 2005 al 2014 se puede observar en el gráfico 5 los montos negociados han ido fluctuando siendo el mayor monto negociado en el año 2011 representado un incremento del 23.27% con respecto al año anterior y con un promedio mensual de USD 20.227 y el menor en el año 2006.

Gráfico 5
Montos Negociados en Renta Fija en el Mercado de Valores Chilenos



Fuente: La Bolsa de Comercio de Santiago

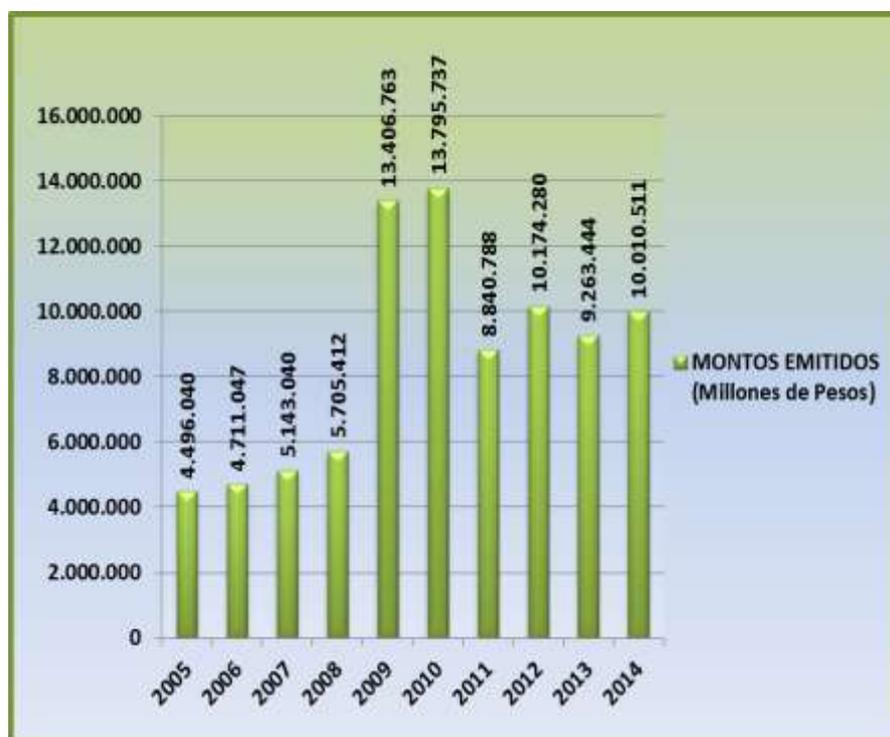
Elaborado por: La autora

4.2.2 La emisión de obligaciones en Colombia

Las empresas en Colombia pueden acceder a una fuente alternativa para financiarse como es el mercado de valores donde pueden captar recursos mediante valores de renta fija tales como deuda pública, los bonos, los papeles comerciales, las aceptaciones bancarias y los de certificados de depósito a término. Por otro lado también pueden obtener recursos a través valores de renta variable como son las acciones, los valores emitidos en desarrollo de procesos de titularización y los derechos representativos de capital de riesgo.

En el gráfico 6 se detallan los montos emitidos en renta fija del mercado colombiano durante el período de años comprendido entre el 2005 y 2014.

Gráfico 6
Montos Emitidos en Renta Fija en el Mercado de Valores Colombiano



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia
Elaborado por: La autora

De acuerdo a una publicación técnica de la Bolsa de Valores de Colombia a cargo de la oficina de Investigación y Análisis “Mercado de Renta Fija Colombiano Evolución y Diagnóstico” en el año 2012 indica²⁴:

La emisión de títulos de deuda privada se dinamizó durante el periodo 2007 – 2010, sin embargo, este fuerte crecimiento no generó una mayor diversidad en los títulos disponibles para negociar en términos de sectores ni calificaciones de riesgo crediticio. En el año 2009, el monto emitido en deuda privada se incrementó significativamente (136%), como consecuencia de los incentivos que encontraron las empresas de financiarse a tasas históricamente bajas. La coyuntura de bajas tasas de interés y los altos niveles de emisión se mantuvieron hasta el 2010. En 2011, el inicio del nuevo ciclo alcista en tasas de interés por parte del Banco de la República desincentivó a los emisores de deuda privada a continuar financiándose a través de la colocación de títulos en el mercado de valores, los programas de emisión no tuvieron continuidad, y en consecuencia las emisiones cayeron 35,89%.

4.2.3 La emisión de obligaciones en Perú

Las alternativas de financiamiento a las que pueden acceder las empresas peruanas en el mercado de valores son instrumentos de renta fija y renta variable. Dentro de los títulos de renta fija pueden ser a largo plazo mayor a un año denominados bonos y los de corto plazo menor a un año llamados papeles comerciales. En cuanto a los títulos de renta variable están las acciones capital y acciones de inversión.

²⁴Bolsa de Valores de Colombia. (2012). Mercado de Renta Fija Colombiano Evolución y Diagnóstico. Recuperado de: http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/IE/Estudio_Diagnostico?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=-8972d57_13cd3361e21_19f40a0a600b&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.tibco.ps.pagesvc.targetPage=1f9a1c33_132040fa022_-78750a0a600b&com.tibco.ps.pagesvc.mode=resource&rp.redirectPage=1f9a1c33_132040fa022_-787e0a0a600b

Como se puede observar en el gráfico 7 el año de mayor monto negociado fue en el 2008 con 1.455,75 millones de dólares con un incremento del 31.3% respecto al año anterior. A partir del año 2009 hasta el 2013 empezaron a bajar los montos operados en lo que respecta a renta fija en el mercado de valores peruano, pero en el año 2014 se aprecia un repunte del 20.50% en relación al año 2013 debido al notable incremento en la demanda de letras del tesoro y bonos corporativos.

Gráfico 7
Montos Negociados en Renta Fija en el Mercado de Valores Peruano



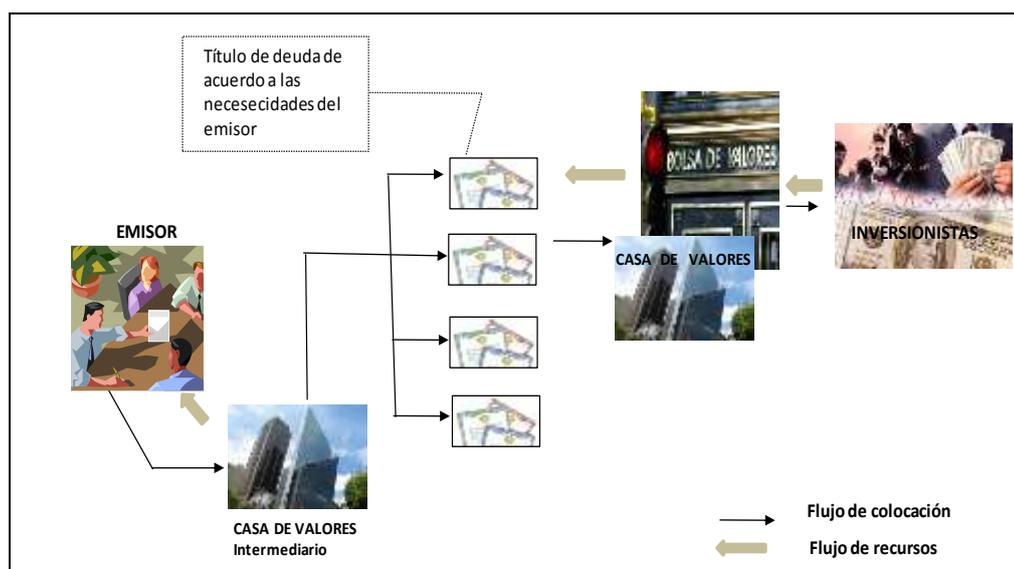
Fuente: Bolsa de Valores de Lima
Elaborado por: La autora

CAPÍTULO V

5.2 EL PROCESO PARA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Véase Figura 2 para observar esquema del Proceso para emitir obligaciones, papel comercial u obligaciones convertibles en acciones, en el cual el emisor a través de la casa de valores coloca los títulos de deuda a los inversionistas mediante otra casa de valores o de las bolsas de valores lo que sería el flujo de colocación y para obtener los recursos monetarios por esas colocaciones de obligaciones se denomina flujo de recursos.

Figura 3
Esquema del Proceso de Emisión de Obligaciones



Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Elaborado por: La autora

5.2.1 Proceso para Emisión de Obligaciones de Corto Plazo

Los pasos a seguir para la emisión de obligaciones de corto plazo son los siguientes²⁵:

²⁵ Bolsa de Valores de Quito. (2014). Como Emitir Papel Comercial. Recuperado de http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/manuales-de-inscripcion-de-valores/papel-comercial/110517212004-413c04d70e09492d8e18ffdfaf76d8d8_comoemitirpapelcomercial.pdf

- Resolución de la Junta General de Accionistas o Socios de la Compañía en la que se aprueban las características generales de la emisión de obligaciones y la constitución de las garantías y resguardos de Ley.
- Contratar asesores financieros y legales para emisión.
- Contratar a una compañía Calificadora de Riesgos para que realice la calificación de la emisión.
- Suscribir el Convenio de Representación de los Obligacionistas, el Contrato de Emisión de Papel Comercial y demás documentos requeridos para la autorización de la emisión de obligaciones.
- Ingresar la documentación a la Superintendencia de Compañías para la aprobación del programa de Papel Comercial en el Registro de Mercado de Valores.
- La Superintendencia de Compañías emite la Resolución mediante la cual aprueba el programa de emisión de papel comercial y el Certificado de Inscripción en el Registro de Mercado de Valores (Ver Anexo 3).
- Solicitud para la aprobación, acompañada los documentos, para la inscripción del emisor y las obligaciones en el Registro de la Bolsa de Valores (Ver Anexo 5).
- El Directorio de la Bolsa de Valores resuelve aprobar la inscripción del Programa de Emisión de Papel Comercial y fija un día para la negociación de los valores.
- Colocación del papel comercial en el mercado.

5.2.2 Proceso para Emisión de Obligaciones de Largo Plazo

Los pasos a seguir para la emisión de obligaciones de largo plazo son los siguientes²⁶:

²⁶ Bolsa de Valores de Quito. (2014). Como Emitir Obligaciones de Largo Plazo. Recuperado de http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/manuales-de-inscripcion-de-valores/obligaciones/110517211450-0a932ed3e83f4deeb9a3b885de1b4717_comoemitirobligaciones.pdf

- Resolución de la Junta General de Accionistas o Socios de la Compañía en la que se aprueban las características generales de la emisión de obligaciones y la constitución de las garantías y resguardos de Ley.
- Contratar asesores financieros y legales para emisión.
- Contratar a una compañía Calificadora de Riesgos para que realice la calificación de la emisión.
- Suscribir el Convenio de Representación de los Obligacionistas, la Escritura que contiene el Contrato de Emisión de Obligaciones y demás documentos requeridos para la autorización de la emisión de obligaciones.
- Ingresar la documentación a la Superintendencia de Compañías para la aprobación e inscripción del emisor y las obligaciones en el Registro de Mercado de Valores.
- La Superintendencia de Compañías emite la Resolución mediante la cual aprueba la emisión de obligaciones y el Certificado de Inscripción en el Registro de Mercado de Valores (Ver Anexo 4).
- Solicitud para la aprobación, acompañada los documentos, para la inscripción del emisor y las obligaciones en el Registro de la Bolsa de Valores (Ver Anexo 5).
- El Directorio de la Bolsa de Valores resuelve aprobar la inscripción de la emisión de obligaciones y fija un día para la negociación de los valores.
- Colocación de las obligaciones en el mercado.

5.2.3 Proceso para Emisión de Obligaciones Convertibles en Acciones

Los pasos a seguir para la emisión de obligaciones convertibles en acciones son los siguientes²⁷:

²⁷Bolsa de Valores de Quito. (2014). Como Emitir Obligaciones Convertibles en Acciones. Recuperado de http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/manuales-de-inscripcion-de-valores/ocas/110517211838-fb3691f9a5914d96a5756e2830a3689a_comoemitirocas.pdf

- Resolución de la Junta General de Accionistas de la Compañía, en la que se aprueban el aumento de capital de la compañía y las características generales de la emisión, que debe determinar los plazos y términos de la conversión.
- Firmar la Escritura de Aumento de Capital de la compañía.
- Contratar asesores financieros y legales para emisión.
- Contratar a una compañía Calificadora de Riesgos para que realice la calificación de la emisión.
- Suscribir el Convenio de Representación de los Obligacionistas, la Escritura que contiene el Contrato de Emisión de Obligaciones y demás documentos requeridos para la autorización de la emisión de obligaciones.
- Ingresar la documentación a la Superintendencia de Compañías para la aprobación e inscripción del emisor y las obligaciones convertibles en acciones en el Registro de Mercado de Valores (Ver Anexo 4).
- Solicitud para la aprobación acompañada los documentos, para la inscripción del emisor y las obligaciones en el Registro de la Bolsa de Valores (Ver Anexo 5).
- El Directorio de la Bolsa de Valores resuelve aprobar la inscripción de la emisión de obligaciones convertibles en acciones y fija un día para la negociación de los valores.
- Colocación de las obligaciones convertibles en acciones en el mercado.

5.2.4 Garantías que Respaldan la Emisión de Obligaciones

Según la Ley de Mercado de Valores en su artículo 62, la emisión de obligaciones puede tener garantías de dos clases:

- Garantía General
- Garantía Específica

Los montos máximo de emisión de obligaciones esta regulados por la Junta de Regulación del Mercado de Valores, y están de acuerdo con el tipo de garantías y determinaran que otra clase de garantías pueden ser admitidas.

5.2.4.1 Garantía General

De acuerdo Art. 162 “por garantía general se entiende la totalidad de los activos no gravados del emisor que no estén afectados por una garantía específica de conformidad con las normas que para el efecto determine la Junta de Regulación del Mercado de Valores” (Ley de Mercado de Valores, 2014).

5.2.4.2 Garantías Específicas

Las garantías específicas se refieren aquellas de carácter real o personal, las mismas que sirven para respaldar obligaciones y que garantizan el pago del capital, de los intereses o de ambos. En el caso de constituir una prenda, hipoteca como garantía la entrega de la cosa empeñada se la hará de acuerdo a las disposiciones del Código de Comercio a favor del representante de los obligacionistas o de quien ellos designen.

Dentro de este tipo de garantía se aceptan la consistente en valores o en obligaciones ejecutivas de terceros distintos del emisor o en flujo de fondos predeterminado o específico, los mismos tendrán que ser depositados en el depósito centralizado de compensación y liquidación; y fideicomisar los mismos al tratarse de flujos de fondos.

5.2.5 Otros Aspectos de la Emisión de Obligaciones

5.2.5.1 Impedimentos para Nuevas Emisiones

En los siguientes casos las compañías y sus subsidiarias no podrán realizar nuevas emisiones de papel comercial u obligaciones a largo plazo, salvo

incumplimientos ocasionados por motivos de fuerza mayor que serán conocidos y resueltos por la Junta de Regulación del Mercado de Valores²⁸:

- Cuando haya incumplido el pago de las obligaciones de una emisión anterior.
- Cuando hubiere colocado las obligaciones en condiciones distintas a las autorizadas.
- Aquellas compañías que se encuentren en los siguientes procesos:
 - Fusión o escisión.
 - Concurso preventivo.
 - Intervención.
 - Disolución.
 - Suspensión de pagos.
 - Programa de regularización.

Mientras dure la vigencia de la emisión las juntas generales de accionistas o de socios de las compañías emisoras, no podrán resolver cambiar su objeto social, ni escindirse, ni fusionarse o transformarse, a menos que cuenten con la autorización expresa de la asamblea de los obligacionistas.

5.2.5.2 De la Información y Publicación

Deberán cumplir con lo siguiente los emisores que mantengan obligaciones en circulación²⁹:

- Informar mensualmente a la Superintendencia de Compañías y a las Bolsas de Valores sobre el cumplimiento de los términos previstos en la escritura de emisión, así como también proporcionar cualquier información financiera

²⁸ Bolsa de Valores de Quito. Normativa. Recuperado de http://www.bolsadequito.info/uploads/normativa/codificaciones/codificacion-de-resoluciones/110204213125-55223e34c8014a3bac444f48c40d7c35_cnv.pdf

²⁹ Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. Normativa. Recuperado de http://www.supercias.gob.ec/bd_supercias/descargas/mv/RESOL_20CNV-010-02.pdf

requerida por los obligacionistas y su representante en lo que tiene que ver con la emisión; y,

- Publicar semestralmente sus balances condensados, con la calificación de riesgo, así como la información financiera que le fuere solicitada para mantener vigente su inscripción en el Registro de Mercado de Valores. La publicación que deberán realizar las instituciones del sistema financiero se sujetaran a la disposición de Bancos y Seguros.

5.2.5.3 De la Negociación de las Obligaciones

Las emisiones de obligaciones que fueren aprobadas en el contexto de la Ley de Mercado de Valores y sus reglamentos, por la Superintendencia de Bancos o de Compañías, según el caso, solo podrán ser negociadas en el mercado bursátil y extrabursátil.

5.2.6 Ventajas y Desventajas de la emisión de obligaciones como fuente de financiamiento

Entre las ventajas que tiene utilizar la emisión de obligaciones podemos enumerar:

- Al utilizar niveles más bajos la tasa activa referencial el costo es menor que con un préstamo bancario.
- Proporciona apalancamiento financiero positivo y mayores utilidades por acción.
- El costo pagado por la tasa de interés sirve de escudo tributario disminuyendo de esta forma la base imponible para el impuesto a la renta.
- Los accionistas actuales no se ven afectados en el control de la empresa, ya que este no disminuye; y los obligacionistas no tienen derecho al voto.

- Permite reestructurar el pasivo a corto plazo, facilitando la planeación del pasivo a largo plazo y ajustando los flujos de efectivo a las necesidades de la compañía.
- Diversifica las fuentes de los recursos en el mercado de valores y no se centra en un solo por lo que disminuye el riesgo.
- El Mercado de Valores está diseñado para que las garantías no sean instrumentadas a través de hipoteca únicamente, las emisiones de obligaciones pueden ser respaldadas por el total de activos libres que posee la compañía, ya sean estos inventarios, cuentas por cobrar, etc.
- Mejora la imagen de la empresa por la transparencia de la información, ya que al participar en una emisión de obligaciones la información se hace pública.
- Las empresas que emiten obligaciones tienen más flexibles las formas de pago de capital más intereses versus al préstamo bancario que los bancos imponen sus plazos de cancelación de deuda.

En cuanto a las desventajas del uso de este mecanismo de financiamiento tenemos:

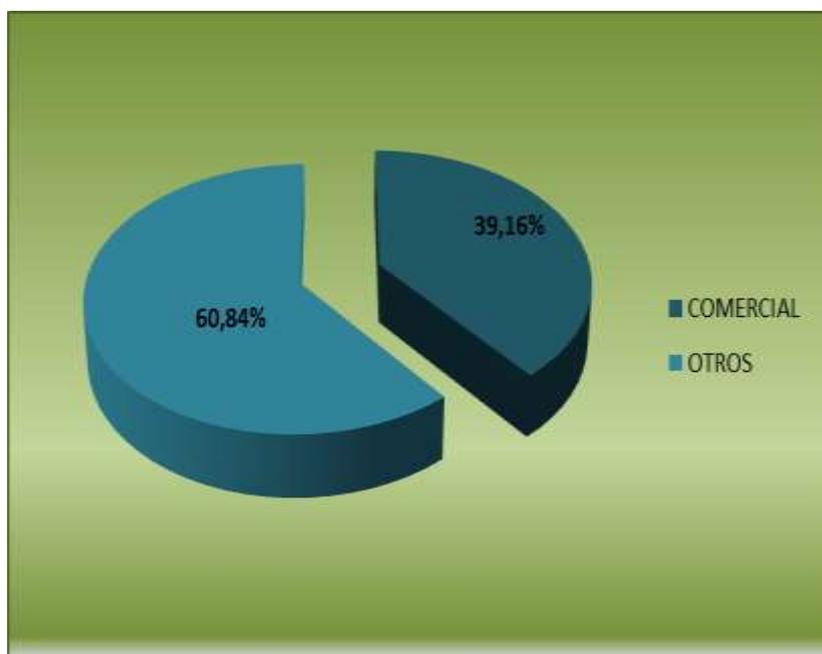
- La empresa tiene que hacer pública su información.
- El proceso del trámite y colocación de los títulos valores es demorado lo que no permite obtener los recursos de manera inmediata.
- El normal desarrollo de la empresa se puede ver afectado debido a que en el contrato de emisión de obligaciones puede contener ciertas clases de restricciones.
- Mayores flujos de efectivo son requeridos para mantener el fondo de amortización.
- La deuda es un gasto fijo lo cual crea un riesgo financiero mayor si varían las utilidades de la compañía.
- La principal desventaja es que cuando llega el plazo del vencimiento no hay flexibilidad como con los bancos que se puede llegar a un acuerdo de cobrar la mora y pagar con retraso, en cambio con los inversionistas esto da una mala imagen y es una alerta que algo está mal con la empresa financieramente.

5.2.7 Empresas del Sector Comercial de Guayaquil que utilizan el Mecanismo de Emisión de Obligaciones

El sector comercial de Guayaquil es de vital importancia en la economía ecuatoriana, y las empresas de este sector para poder crecer necesitan de mecanismos que le ayuden a obtener recursos de dinero, al utilizar este financiamiento no tradicional permite no solo beneficiarse al inversionista, porque adquiere la obligación a una tasa de interés elevado que la pagada por el sector bancario, sino que al mismo tiempo el emisor se beneficia, debido a que capta recursos a una tasa de interés más baja.

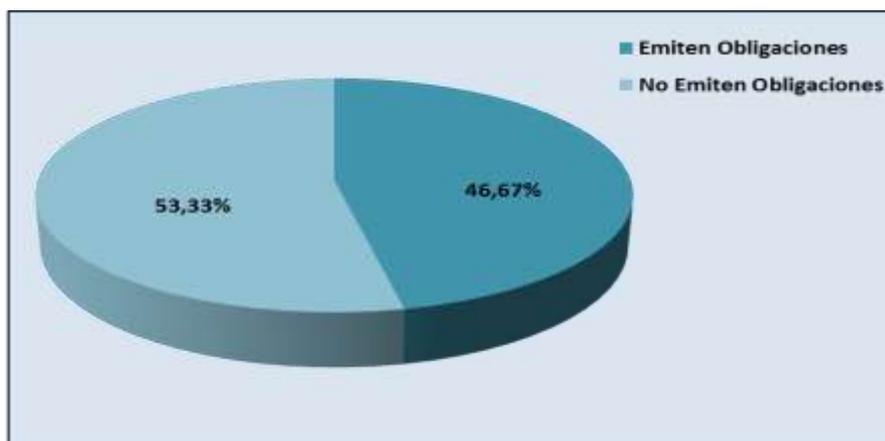
A marzo del 2014 las empresas del sector comercial de Guayaquil que emiten obligaciones representan el 46.67% siendo un porcentaje elevado de compañías que apuestan por utilizar este mecanismo de financiamiento no tradicional. (Ver gráfico 8)

Gráfico 8
Sector Comercial de Guayaquil que utiliza el mecanismo de Emisión de Obligaciones



Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros
Elaborado por: La autora

Gráfico 9
Sector de Guayaquil que Emite Obligaciones



Fuente: Superintendencia de Compañía, Valores y Seguros
Elaborado por: La autora

En cuanto al porcentaje, al mes de marzo del 2014, que representan las empresas que emiten obligaciones del sector comercial frente a otros sectores de la economía Guayaquileña tenemos un 39.16%. (Ver gráfico 9)

El crecimiento del uso de esta herramienta se debe a que a pesar de existir grandes compañías que pueden obtener financiamiento con intereses más bajos que los establecido por el Banco Central, esto no es factible para todas las empresas; por lo que el mercado de valores se ha convertido en una opción de captar recursos frescos, a menores tasas y a plazos más largos.

Los principales destino de los recursos captados por los emisores mercantiles son reestructuración de pasivos y para capital de trabajo.

Entre algunas de las empresas que han utilizado los recursos para infraestructura se puede identificar a Corporación el Rosado, Difare y Colineal, según datos publicados en el diario El Mercurio.

Este mecanismo de financiamiento exige que las empresas se encuentren al día en su contabilidad, informes financieros y documentación la legal para poder acceder al mismo.

Tabla 5
Emisores de Obligaciones y Papel Comercial del Sector Comercial de
Guayaquil Período 2002-2014

EMISORES U ORIGINADORES	OBLIGACIONES	PAPEL COMERCIAL	TOTAL
ALMACENES BOYACA S.A.	3		3
ALMACENES DE PRATI S.A.		1	1
ANGLO AUTOMOTRIZ SOCIEDAD ANONIMA (ANAUTO)	7		7
ANGLO ECUATORIANA DE GUAYAQUIL C.A.	1		1
AUTO IMPORTADORA GALARZA S.A.	2		2
CARTIMEX S.A.	3	1	4
CETIVEHICULOS S.A.	4		4
CIA IMPORTADORA REGALADO S.A. (COMIRSA)	1		1
COMPAÑÍA AZUCARERA VALDEZ S.A	1	1	3
CONCERROAZUL S.A.	3		3
CORPORACION EL ROSADO S.A.	3		3
CREDITOS ECONOMICOS CREDICOSA S. A.	2		2
DELCORP S.A.	5		5
DISTRIBUIDORA FARMACEUTICA ECUATORIANA 'DIFARE' S.A.	4	1	5
DISTRIBUIDORA IMPORTADORA DIPOR S.A.	1	1	2
DITECA S.A.	1		1
ECUAIMCO S.A.		1	1
ECUATORIANA DE GRANOS S.A. ECUAGRAN	2	1	3
ELECTRONICA SIGLO XXI ELECTROSIGLO S.A.	4		4
ESLIVE S.A.	3		3
FECORSA INDUSTRIAL Y COMERCIAL S.A.	1		1
FORMAS Y ACCESORIOS FORMAC S. A.	2		2
FUNDAMETZ S.A.	1		1
GALAUTO GRUPO AUTOMOTRIZ GALARZA HERMANOS S.A.	1		1
GISIS S.A.	3		3
GRIFINE S.A.	2		2
GRUPO IMAR S.A. GRUPIMARSA	1		1
IMPORTADORA INDUSTRIAL AGRICOLA DEL MONTE S.A. INMONTE	1		1
INDUAUTO S.A.	2		2
INDUSUR INDUSTRIAL DEL SUR S.A.	2		2
INTACO ECUADOR S.A.	1		1
JAROMA S.A.	2		2
L HENRIQUES & CIA S.A.	1	1	2
LA GANGA R.C.A. S.A.	2		2
MAQUINAS Y SUMINISTROS MAQSUM CIA. LTDA.	1		1
NEDERAGRO S.A.	2		2
PICA PLASTICOS INDUSTRIALES C.A.	1		1
QUIMPAC S.A.	1		1
QUIMPAC ECUADOR S.A. QUIMPACSA	1		1
RYC S.A.	2		2
SOLVESA ECUADOR S.A.	1		1
SUMESA S.A.	2		2
SURFER S.A.	1	1	2
TIENDAS INDUSTRIALES ASOCIADAS (TIA) S.A.	5		5
VEPAMIL S.A.	1		1

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros
Elaborado por: La autora

Entre los emisores de este tipo de valores se pueden detallar en la tabla 5, además se indica el total de veces que han realizado emisión de obligaciones, emisiones de obligaciones convertibles en acciones (OCA) y papel comercial. Con respecto a OCA se puede observar que ninguna empresa del sector comercial de Guayaquil ha emitido en esta clase obligaciones

5.2.8 Análisis del proceso de la emisión de obligaciones como fuente alternativa de financiamiento para las empresas privadas

Se analiza el ahorro financiero entre obtener recursos de la manera tradicional como es un préstamo otorgado por una entidad financiera, y el financiamiento a través de la herramienta emisión de obligaciones.

5.2.8.1 Análisis comparativo entre un financiamiento con emisión de obligaciones versus un préstamo bancario de una empresa del sector comercial de Guayaquil

En este punto se compara un financiamiento entre un préstamo bancario y una emisión de obligaciones.

a. *Financiamiento a través de un Préstamo Bancario*

Para el préstamo bancario la entidad financiera pide una garantía del 140% del valor a prestar, además requiere información trimestralmente de los Estados Financieros de la compañía.

Para este escenario tenemos la siguiente información:

Datos del Préstamo Bancario

Entidad Financiera Otorga el Préstamo: Banco de la Producción S.A.
Tipo de Producto: Crédito Comercial Corporativo
Monto del Préstamo: 3.500.000,00
Moneda: Dólares Americanos
Plazo en Días: 1440
Tipo de Amortización: Dividendos Fijos
Tasa de Interés: 8.95%
Pago de Capital e Intereses: Mensual
Fecha de otorgamiento: 01/11/14
Fecha de vencimiento: 11/10/18

Tabla 6
Amortización Préstamo Bancario
En dólares de los Estados Unidos de América

Plazo	Días	Fecha de Vencimiento	Tasa de Interés	Cuota Total	Interés	Amortización del Principal	Capital Reducido
0		01/11/2014					3,500,000.00
1	30	01/12/2014	8.95%	87,014.58	26,104.17	60,910.41	3,439,089.59
2	60	31/12/2014	8.95%	87,014.58	25,649.88	61,364.70	3,377,724.89
3	90	30/01/2015	8.95%	87,014.58	25,192.20	61,822.38	3,315,902.51
4	120	01/03/2015	8.95%	87,014.58	24,731.11	62,283.47	3,253,619.04
5	150	31/03/2015	8.95%	87,014.58	24,266.58	62,748.00	3,190,871.04
6	180	30/04/2015	8.95%	87,014.58	23,798.58	63,216.00	3,127,655.05
7	210	30/05/2015	8.95%	87,014.58	23,327.09	63,687.48	3,063,967.56
8	240	29/06/2015	8.95%	87,014.58	22,852.09	64,162.48	2,999,805.08
9	270	29/07/2015	8.95%	87,014.58	22,373.55	64,641.03	2,935,164.05
10	300	28/08/2015	8.95%	87,014.58	21,891.43	65,123.14	2,870,040.91
11	330	27/09/2015	8.95%	87,014.58	21,405.72	65,608.85	2,804,432.05
12	360	27/10/2015	8.95%	87,014.58	20,916.39	66,098.19	2,738,333.86
13	390	26/11/2015	8.95%	87,014.58	20,423.41	66,591.17	2,671,742.70
14	420	26/12/2015	8.95%	87,014.58	19,926.75	67,087.83	2,604,654.87
15	450	25/01/2016	8.95%	87,014.58	19,426.38	67,588.19	2,537,066.68
16	480	24/02/2016	8.95%	87,014.58	18,922.29	68,092.29	2,468,974.39
17	510	25/03/2016	8.95%	87,014.58	18,414.43	68,600.14	2,400,374.25
18	540	24/04/2016	8.95%	87,014.58	17,902.79	69,111.78	2,331,262.46
19	570	24/05/2016	8.95%	87,014.58	17,387.33	69,627.24	2,261,635.22
20	600	23/06/2016	8.95%	87,014.58	16,868.03	70,146.55	2,191,488.67
21	630	23/07/2016	8.95%	87,014.58	16,344.85	70,669.72	2,120,818.95
22	660	22/08/2016	8.95%	87,014.58	15,817.77	71,196.80	2,049,622.15
23	690	21/09/2016	8.95%	87,014.58	15,286.77	71,727.81	1,977,894.34
24	720	21/10/2016	8.95%	87,014.58	14,751.80	72,262.78	1,905,631.55
25	750	20/11/2016	8.95%	87,014.58	14,212.84	72,801.74	1,832,829.81
26	780	20/12/2016	8.95%	87,014.58	13,669.86	73,344.72	1,759,485.09
27	810	19/01/2017	8.95%	87,014.58	13,122.83	73,891.75	1,685,593.34
28	840	18/02/2017	8.95%	87,014.58	12,571.72	74,442.86	1,611,150.49
29	870	20/03/2017	8.95%	87,014.58	12,016.50	74,998.08	1,536,152.41
30	900	19/04/2017	8.95%	87,014.58	11,457.14	75,557.44	1,460,594.97
31	930	19/05/2017	8.95%	87,014.58	10,893.60	76,120.97	1,384,474.00
32	960	18/06/2017	8.95%	87,014.58	10,325.87	76,688.71	1,307,785.29
33	990	18/07/2017	8.95%	87,014.58	9,753.90	77,260.68	1,230,524.61
34	1020	17/08/2017	8.95%	87,014.58	9,177.66	77,836.91	1,152,687.70
35	1050	16/09/2017	8.95%	87,014.58	8,597.13	78,417.45	1,074,270.25
36	1080	16/10/2017	8.95%	87,014.58	8,012.27	79,002.31	995,267.94
37	1110	15/11/2017	8.95%	87,014.58	7,423.04	79,591.54	915,676.40
38	1140	15/12/2017	8.95%	87,014.58	6,829.42	80,185.16	835,491.25
39	1170	14/01/2018	8.95%	87,014.58	6,231.37	80,783.20	754,708.04
40	1200	13/02/2018	8.95%	87,014.58	5,628.86	81,385.71	673,322.33
41	1230	15/03/2018	8.95%	87,014.58	5,021.86	81,992.71	591,329.62
42	1260	14/04/2018	8.95%	87,014.58	4,410.33	82,604.24	508,725.38
43	1290	14/05/2018	8.95%	87,014.58	3,794.24	83,220.33	425,505.04
44	1320	13/06/2018	8.95%	87,014.58	3,173.56	83,841.02	341,664.03
45	1350	13/07/2018	8.95%	87,014.58	2,548.24	84,466.33	257,197.69
46	1380	12/08/2018	8.95%	87,014.58	1,918.27	85,096.31	172,101.38
47	1410	11/09/2018	8.95%	87,014.58	1,283.59	85,730.99	86,370.40
48	1440	11/10/2018	8.95%	87,014.58	644.18	86,370.40	0.00

Totales	4,176,699.65	676,699.65	3,500,000.00
----------------	---------------------	-------------------	---------------------

Capital:	\$ 3,500,000.00
Intereses:	\$ 676,699.65
Contribución SOLCA	\$ 17,500.00
Total Préstamo	\$ 4,194,199.65

Se puede observar que a la tasa de interés del 8.95% otorgada por la entidad bancaria, los intereses asciende a USD 676.699,65 más el monto del capital USD 3.500.000,00 más la Contribución a Solca el total de recursos a devolver al banco es de USD 4.194.199,65.

b. Financiamiento mediante Emisión de Obligaciones

Para el mecanismo de Emisión de Obligaciones la información para captar los recursos financieros son:

La empresa “GM-Solution S.A.” dedicada al comercio al por mayor maquinaria, equipo de oficina, computadoras, accesorios y repuestos, con un patrimonio valorado en USD 3.250.000,00 tiene el proyecto de construcción de una bodega y sustituir pasivos a corto plazo para lo cual requiere captar recursos por USD 3.500.000,00.

Características de la emisión

- i. Fecha del acta de junta general de accionistas o socios que resolvió aprobar la emisión.**

17 de julio del 2014

- ii. Monto y plazo de la emisión.**

USD 3.500.000,00 a 1440 días

- iii. Unidad monetaria en que se representa la emisión.**

Dólares de los Estados Unidos de América

- iv. Número y valor nominal de la obligaciones**

1000 Títulos a USD 3.500,00 cada uno

- v. Forma del Instrumento**

- Las obligaciones al portador
- vi. Tasa de interés o rendimiento**
- Tasa de 8.00% fija durante toda la emisión
- vii. Forma de amortización y plazos tanto para el pago de las obligaciones como para el de los intereses.**
- Trimestral para ambos casos
- viii. Agente Pagador**
- A través del DECEVALE S.A.
- ix. Tipo de Garantía**
- Garantía General
- x. Emisiones convertibles en acciones**
- No
- xi. Representante de los Obligacionistas.**
- “Compañía ABGM S.A.”

Tabla 7
Amortización de la Emisión de Obligaciones
En dólares de los Estados Unidos de América

MES	EMISIÓN	INTERESES (7,75%)	AMORTIZACIÓN CAPITAL	PAGO PAPELES	SALDO
nov/14	3,500,000			-	3,500,000
feb/15		67,813	218,750	286,563	3,281,250
may/15		63,574	218,750	282,324	3,062,500
ago/15		59,336	218,750	278,086	2,843,750
nov/15		55,098	218,750	273,848	2,625,000
feb/16		50,859	218,750	269,609	2,406,250
may/16		46,621	218,750	265,371	2,187,500
ago/16		42,383	218,750	261,133	1,968,750
nov/16		38,145	218,750	256,895	1,750,000
feb/17		33,906	218,750	252,656	1,531,250
may/17		29,668	218,750	248,418	1,312,500
ago/17		25,430	218,750	244,180	1,093,750
nov/17		21,191	218,750	239,941	875,000
feb/18		16,953	218,750	235,703	656,250
may/18		12,715	218,750	231,465	437,500
ago/18		8,477	218,750	227,227	218,750
nov/18		4,238	218,750	222,988	-

Totales	576,406	3,500,000	4,076,406
----------------	----------------	------------------	------------------

Los costos de la emisión fueron otorgados por PLUSBURSÁTIL Casa de Valores.

Tabla 8
Costos por Emitir Obligaciones

Rubro	%/ Emisión	Costo
Calificación de Riesgos	0.51%	18,000.00
Estructuración financiera	0.34%	12,000.00
Colocación Casa de valores	1.00%	35,000.00
Piso de Bolsa	0.09%	3,150.00
Representante Obligacionistas	0.23%	8,000.00
Inscripción y mantenimiento RMV y Bolsa	0.10%	3,500.00
Impresión de títulos, prospecto publicación	0.02%	800.00
Decevale	0.06%	2,157.64
Notarías	0.01%	500.00
Encargo fiduciario	0.36%	12,500.00
Total Costos de la Emisión	2.73%	95,607.64

El monto total a devolver por recursos captado es de USD 4.172.013.89

Capital	\$ 3,500,000.00
Intereses	\$ 576,406.25
Costos de Emisión	\$ 95,607.64
Total Emisión	\$ 4,172,013.89

c. Comparación entre ambos tipos de financiamiento

Total Préstamo Bancario	\$ 4,194,199.65
Total Emisión de Obligaciones	\$ 4,172,013.89
Ahorro por Uso del Mecanismo Emisión de Obligaciones	\$ 22,185.76

Utilizando el mecanismo de financiamiento de Emisión de Obligaciones se obtiene un ahorro en costos financieros de USD 22.185,76.

PRESENTACIÓN DE RESULTADOS DE LAS ENCUESTAS

Pregunta No. 1

¿Qué fuente de financiamiento utiliza la empresa para desarrollar sus actividades dentro del mercado comercial?

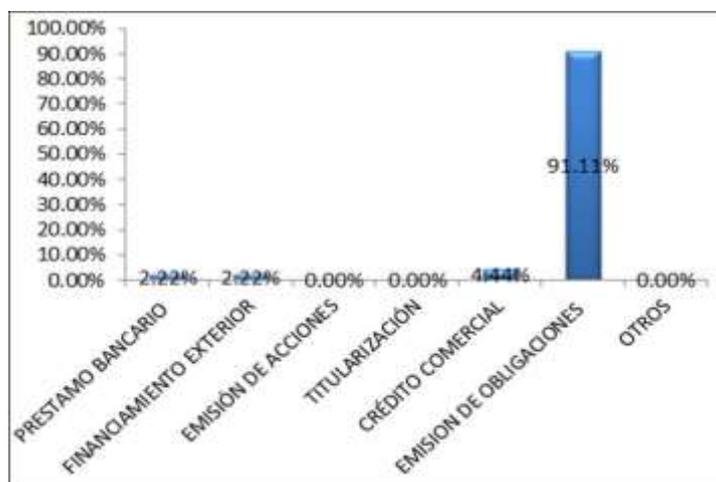
Tabla 1 Distribución según fuente de financiamiento

<i>FUENTE DE FINANCIAMIENTO</i>	<i>f</i>	<i>%</i>
PRESTAMO BANCARIO	1	2,22
FINANCIAMIENTO EXTERIOR	1	2,22
EMISIÓN DE ACCIONES	0	0
TITULARIZACIÓN	0	0
CRÉDITO COMERCIAL	2	4,44
EMISION DE OBLIGACIONES	41	91,11
OTROS	0	0
TOTAL	45	100

Fuente: Encuesta

Elaborado por: La autora

ILUSTRACIÓN 1 Distribución porcentual según fuente de financiamiento



Fuente: Encuesta

Elaborado por: La autora

Análisis e interpretación

Mediante los resultados obtenidos se demuestra que las empresas encuestadas en un 91.11% prefieren financiarse mediante la emisión de obligaciones con respecto a otras alternativas como el crédito comercial 4.44% el préstamo bancario 2.22%, y el financiamiento del exterior 2.22%.

Pregunta No. 2

¿Qué razón uso como motivo para financiarse mediante la emisión de obligaciones?

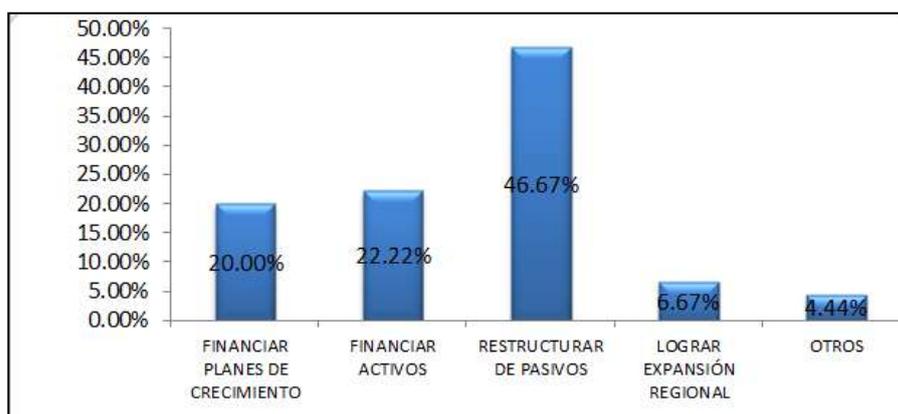
Tabla 2 Distribución según motivo de financiarse

<i>MOTIVO PARA FINANCIARSE</i>	<i>f</i>	<i>%</i>
FINANCIAR PLANES DE CRECIMIENTO	9	20.00
FINANCIAR ACTIVOS	10	22.22
RESTRUCTURACIÓN DE PASIVOS	21	46.67
LOGRAR EXPANSIÓN REGIONAL	3	6.67
OTROS	2	4.44
TOTAL	45	100,0

Fuente: Encuesta

Elaborado por: La autora

ILUSTRACIÓN 2 Distribución porcentual según motivo de financiarse



Fuente: Encuesta

Elaborado por: La autora

Análisis e interpretación

De acuerdo a los resultados obtenidos de las empresas encuestas el 46.67% indico que el motivo de financiarse es para reestructuración de pasivos a corto plazo, el 22.22% para financiar activos, el 20% para financiar planes de expansión, el 6.67% para expansión regional y un 4.44% para otros fines.

Pregunta No. 3

¿Estaría de acuerdo en utilizar nuevamente la emisión de obligaciones como fuente alternativa de financiamiento?

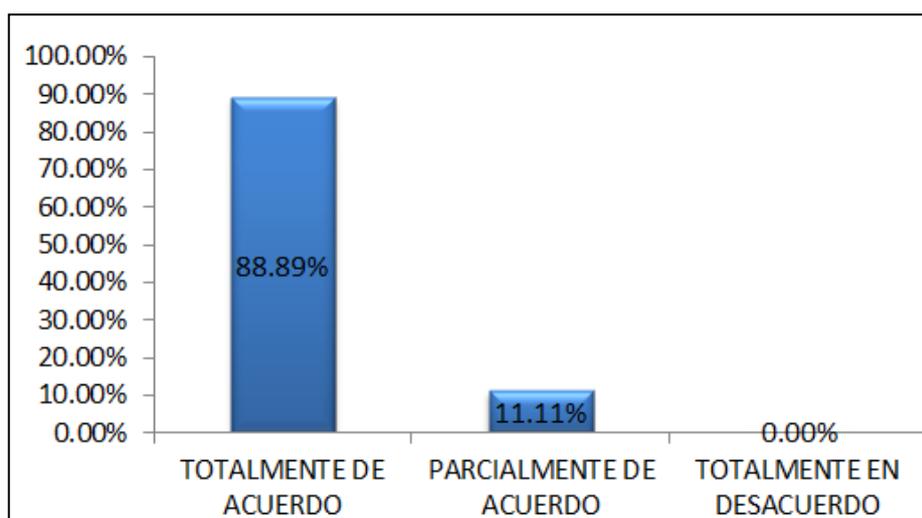
Tabla 3 Distribución porcentual según el uso de la emisión de obligaciones

UTILIZAR NUEVAMENTE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES	f	%
TOTALMENTE DE ACUERDO	40	88,9
PARCIALMENTE DE ACUERDO	5	11,1
TOTALMENTE EN DESACUERDO	0	0,0
TOTAL	45	100,0

Fuente: Encuesta

Elaborado por: La autora

ILUSTRACIÓN 3 Distribución porcentual según el uso de la emisión de obligaciones



Fuente: Encuesta

Elaborado por: La autora

Análisis e interpretación

De los resultados obtenidos de las empresas encuestadas el 88.89% opinan estar de acuerdo en volver a obtener los recursos monetarios necesarios con esta alternativa de financiamiento como es la emisión de obligaciones.

Pregunta No. 4

¿Cuánto tiempo les tomo el proceso de emisión de obligaciones?

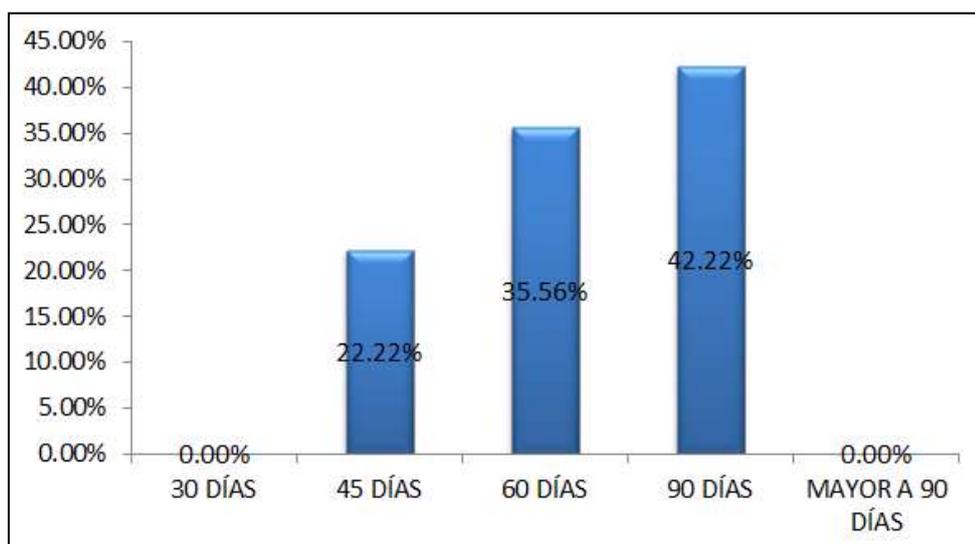
Tabla 4 Distribución según el tiempo de emisión

TIEMPO DE EMISIÓN	F	%
30 DÍAS	0	0
45 DÍAS	10	22.22
60 DÍAS	16	35.56
90 DÍAS	19	42.22
MAYOR A 90 DÍAS	0	0,0
TOTAL	45	100,0

Fuente: Encuesta

Elaborado por: La autora

ILUSTRACIÓN 4 Distribución porcentual según el tiempo de emisión



Fuente: Encuesta

Elaborado por: La autora

Análisis e interpretación

Con los resultados obtenidos se determinó que el plazo más largo que ha durado el proceso de emisión de obligaciones ha sido de 90 días de acuerdo a la opinión del 42.22% de las empresas encuestas seguida por 22.2% de las empresas les ha tomado 60 días y un 22.22% de ellas 45 días.

Pregunta No. 5

¿Cuál fue la mayor dificultad durante el proceso de emisión de obligaciones?

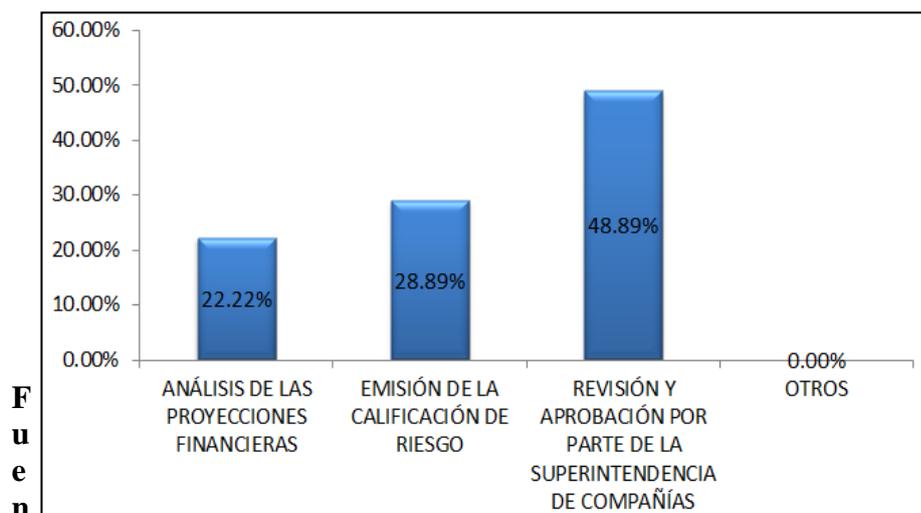
Tabla 5 Distribución según mayor dificultad durante el proceso

MAYOR DIFICULTAD DURANTE EL PROCESO	F	%
ANÁLISIS DE LAS PROYECCIONES FINANCIERAS	10	22,2
EMISIÓN DE LA CALIFICACIÓN DE RIESGO	13	28,9
REVISIÓN Y APROBACIÓN POR PARTE DE LA SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS	22	48,9
OTROS	0	0,0
TOTAL	45	100,0

Fuente: Encuesta

Elaborado por: La autora

ILUSTRACIÓN 5 Distribución porcentual según mayor dificultad durante el proceso



Fuente: Encuesta

Elaborado por: La autora

Análisis e interpretación

La mayor dificultad para las empresas encuestadas de acuerdo a los resultados que se obtuvieron el 48.89% considero que la revisión y aprobación por parte de la Superintendencia de Compañías frente a un 28.89% opinaron que la emisión de la calificación de riesgo y un 2.22% el análisis de las proyecciones financieras.

Pregunta No. 6

En su experiencia ¿Qué alternativa de financiamiento tiene mayor costo financiero para la empresa?

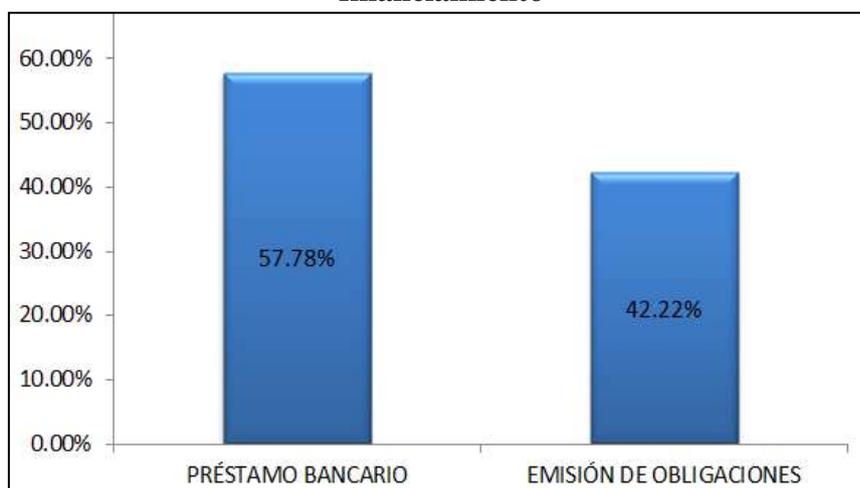
Tabla 6 Distribución según alternativa de financiamiento

ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO	f	%
PRÉSTAMO BANCARIO	26	57.78
EMISIÓN DE OBLIGACIONES	19	42.22
TOTAL	45	100,0

Fuente: Encuesta

Elaborado por: La autora

ILUSTRACIÓN 6 Distribución porcentual según alternativa de financiamiento



Fuente: Encuesta

Elaborado por: La autora

Análisis e interpretación

De acuerdo a los resultados obtenidos de las empresas encuestadas el 42.22% consideran que la emisión de obligaciones tiene mayor costo financiero versus al 57.78% de las empresas opinaron que el préstamo bancario.

Pregunta No. 7

¿Cuánto tiempo se demoró en obtener los recursos monetarios?

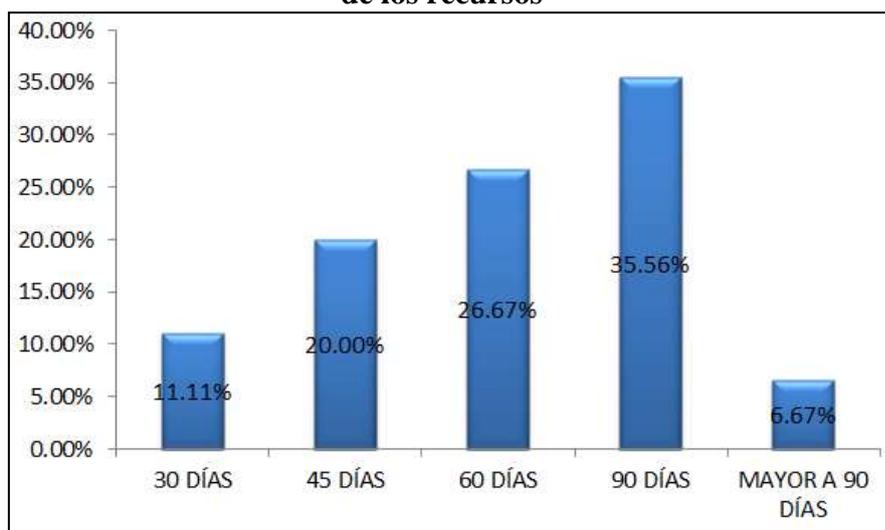
Tabla 7 Distribución según tiempo de obtención de los recursos

TIEMPO DE OBTENCIÓN DE LOS RECURSOS	f	%
30 DÍAS	5	11.11
45 DÍAS	9	20.00
60 DÍAS	12	26.67
90 DÍAS	16	35.56
MAYOR A 90 DÍAS	3	6.67
TOTAL	45	100,0

Fuente: Encuesta

Elaborado por: La autora

ILUSTRACIÓN 7 Distribución porcentual según tiempo de obtención de los recursos



Fuente: Encuesta

Elaborado por: La autora

Análisis e interpretación

Según los resultados obtenidos el 35.56% de las empresas encuestas recibió los recursos monetarios en 90 días, el 26.67% en 60 días, el 20% en 45 días, el 11.11% 30 días y en el plazo mayor de 90 días 6.67% de las empresas encuestadas recibieron los recursos monetarios.

GLOSARIO

- **Activo Financiero**³⁰: Es cualquier activo que sea: dinero en efectivo, un instrumento de patrimonio de otra empresa, o suponga un derecho contractual a recibir efectivo u otro activo financiero, o intercambiar activos o pasivos financieros con terceros en condiciones potencialmente favorables.
- **Banca de Inversión**: Es aquella actividad especializada orientada a la búsqueda de opciones de inversión y financiamiento a través del mercado de valores, efectuada por entes dedicados especialmente a esta actividad.
- **Capital de Trabajo**: Exceso del activo circulante sobre el pasivo circulante, con el que las sociedades desarrollan sus actividades corrientes. Es decir, parte del activo circulante financiado con recursos permanentes.
- **Mercado de capitales**: Conjunto de los mercados donde se negocian activos financieros a medio y largo plazo.
- **Mercado de dinero**: Mercado donde se negocian activos financieros a corto plazo, de elevada liquidez y alta seguridad, que pueden considerarse sustitutos de dinero. Es un complemento del mercado de capitales. Es sinónimo de “mercado monetario”.
- **Obligación**: Título de crédito de renta fija, a medio o largo plazo por el que el obligacionista recibe un interés semestral o anual, emitido por una sociedad o por el Estado, que representa una parte alícuota de una deuda, cuya finalidad es obtener recursos ajenos para la financiación de dicha sociedad o de las actividades del Estado.
- **Obligacionista**: Tenedor de obligaciones.
- **Oferta Pública**³¹: Se entiende por oferta pública de valores la dirigida al público en general o a ciertos sectores, o a grupos específicos de éste.
- **Prospecto**: Es el documento que contiene las características concretas de los valores a ser emitidos y, en general los datos e información relevantes,

³⁰ <http://www.eumed.net/librosgratis/2010d/767/ACTIVOS%20FINANCIEROS.htm>

³¹ <http://www.eumed.net/cursecon/dic/glos-inver.htm>

respecto del emisor, de acuerdo con las normas de carácter general que al respecto expida la Junta de Regulación del Mercado de Valores.

- **Reestructuración de Pasivos:** Modificación de las condiciones pactadas en un préstamo o crédito de manera favorable para el deudor, ya sea por sus problemas para hacerles frente o por la modificación de las condiciones de mercado.
- **Sistema Financiero:** Conjunto de normativas, instrumentos, personas y entidades que hacen labores de mediación en los mercados de dinero y mercados de capitales de un país.
- **Título Valor:** Título de propiedad o representativo de un crédito u obligación que es negociable y fungible, por lo que puede cotizar en la Bolsa de Valores.

CONCLUSIONES

Las empresas del sector comercial de Guayaquil cuentan con varias alternativas para poder fondearse las mismas que fueron expuestas en el trabajo de estudio, dentro de las cuales está la emisión de obligaciones que se desarrollan en el mercado de valores y como se pudo observar hay tres clases a corto plazo, a largo plazo y convertibles en acciones siendo esta última no muy utilizada en el sector.

Se pudo evidenciar que para acceder a esta fuente de financiamiento como la emisión de obligaciones el proceso es similar en las tres clases de emisión existentes salvo que en la emisión de obligaciones convertibles en acciones se requiere un aumento de capital por parte de la empresa emisora. De acuerdo a la encuesta realizada a empresas del sector se determinó que el 42.22% de estas les tomó 90 días el proceso de emisión.

En la comparación realizada en el caso práctico entre obtener recursos monetarios mediante un préstamo bancario y una emisión de obligaciones se pudo demostrar que al emitir obligaciones se obtuvo un ahorro de USD 22.185,76, ya que la tasa de interés aplicada es menor que la tasa de interés activa a la que presta la entidad bancaria.

Cuando las empresas optan por financiarse a través de emitir obligaciones e ingresan al proceso para poder acceder al mismo, este proceso exige que las empresas tenga información financiera, tributario y legal al día lo que conlleva a que las empresas proyecten una excelente imagen por la transparencia de la información.

RECOMENDACIONES

- Realizar campañas de difusión acerca del proceso de emisión de obligaciones, para que las empresas que no usan este mecanismo para captar recursos puedan acceder al mismo y beneficiarse de las múltiples ventajas que ofrece el mercado de valores.
- Actualizar la información que se encuentran en las páginas web de las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil, con más estudios técnicos acerca del mercado de valores.
- Reducir los trámites en el proceso de emisión de obligaciones para que las empresas se animen a formar parte de este mecanismo de financiamiento alternativo.
- Se recomienda para futuras tesis realizar un plan para reducir los tiempos que toman los trámites en el proceso de emitir obligaciones, y de esta manera mejorar esta alternativa de financiamiento para las empresas.

BIBLIOGRAFÍA

Libros

Correa, E. y Girón A. (2004). Economía financiera Contemporánea. México (México): UNAM

Coss Bu, R. (2005). Análisis y evaluación de proyectos de inversión. México (México): Limusa

Fernández, S. y Rodríguez, A. (2007). La Práctica de Finanzas de Empresa. Madrid (España): Delta Publicaciones.

Gordon, A., Sharpe, W. y Bailey J. (2003). Fundamentos de Inversiones. Madrid (España): Pearson Educación

González, M. y García, I. (2010). Aplicación Práctica del PCG/2008. Recuperado de <http://www.eumed.net/librosgratis/2010d/767/ACTIVOS%20FINANCIEROS.htm>

Haime, L. (2003). El Arrendamiento Financiero sus repercusiones fiscales y financieras. México (México): Editorial ISEF

Hernández, Francisco. (2012). Fuentes de Financiamiento de la empresa: Fuentes de Financiamiento. Recuperado de https://www.uam.es/personal_pdi/economicas/fphernan/PaperF1.pdf

Ketelhohn, W., Marín, N. & Montiel, E. (2004). Inversiones. Análisis de inversiones estratégicas. Bogotá (Colombia): Editorial Norma.

Lawrence, G. (2003). Principios de administración financiera. México (México): Pearson Educación

Levy, N. (2001). Cambios institucionales del sector financiero y su efecto en el fondeo de la inversión: México 1960-1994. Recuperado de <http://books.google.com.ec/books?id=gNvebTlrM-4C>

Longenecker, J. (2012). Administración de Pequeñas Empresas. México (México): Cengage Learning Editores

Ruíz de Velasco, A. (2007). Manual del Derecho Mercantil. Recuperado de <https://books.google.com.ec/books?id=FUrtlh4Vo-EC&pg=PA27&dq=la+organizaci%C3%B3n+de+los+factores+de+la+producci%C3%B3n+con+el+fin+de+obtener+una+ganancia+ilimitada&hl=es-419&sa=X&ved=0CBsQ6AEwAGoVChMIIncn0rcmxyAIVi7geCh3ebwfv#v=onepage&q=la%20organizaci%C3%B3n%20de%20los%20factores%20de%20la%20producci%C3%B3n%20con%20el%20fin%20de%20obtener%20una%20ganancia%20ilimitada&f=false>

Sinisterra, G. (2007). Contabilidad Administrativa. Bogotá (Colombia): Ecoe Ediciones.

Van Horne, J. y Vachowicz, J. (2002). Fundamentos de Administración Financiera. México (México): Prentice Hall.

Velasco, A. (2007). Manual de Derecho Mercantil. Madrid (España): Universidad Pontificia Comillas

Villareal, J. (2008). Administración Financiera II. Recuperado de <http://www.eumed.net/libros-gratis/2008b/418/Financiamiento%20a%20Largo%20Plazo.htm>

Publicaciones

La Cámara de Comercio de Guayaquil. La Revista de la Cámara. La Bolsa Inyecta Dinamismo a las empresas. (Diciembre de 2011).

El Mercurio. Emisión de Obligaciones, herramienta para conseguir liquidez. (27 de enero de 2011).

Tesis

López Zambrano, Jeniffer. (2013). La emisión de obligaciones como una estrategia de financiamiento de mediano y largo plazo para reestructuración del Pasivo, análisis práctico de su ejecución en Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL. (Tesis de Pregrado inédita). Escuela Politécnica Nacional.

Narváez Valenzuela, Johny (2004). La emisión de obligaciones como una alternativa de financiamiento a largo plazo para las empresas. (Tesis de Maestría inédita). Universidad Andina Simón Bolívar

Web

Banco Central de Chile. <http://www.bcentral.cl/publicaciones/politicas/>

Banco Central de Chile. Estructura de financiamiento de las empresas que utilizan fuentes de mercado en Chile. Recuperado de: http://www.bcentral.cl/publicaciones/recuadros/pdf/ief/2005/2005Sem1_Art_estructura.pdf

Bolsa de Valores de Colombia. Mercado de Renta Fija Colombiano Evolución y Diagnóstico. Recuperado de: http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/IE/Estudio_Diagnostico?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=-8972d57_13cd3361e21_19f40a0a600b&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.tibco.ps.pagesvc.targetPage=1f9a1c33_132040fa022_-78750a0a600b&com.tibco.ps.pagesvc.mode=resource&rp.redirectPage=1f9a1c33_132040fa022_-787e0a0a600b

Bolsa de Valores de Guayaquil. <http://www.mundobvg.com/>

Bolsa de Valores de Lima. Una guía paso a paso sobre cómo listar valores en el Registro de Valores de la Bolsa de Valores de Lima – BLV. Recuperado de <http://www.bvl.com.pe/emision/brochure.pdf>

Bolsa de Valores de Quito. Como Emitir Obligaciones a Largo Plazo. Recuperado de: http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/manuales-de-inscripcion-de-valores/obligaciones/110517211450-0a932ed3e83f4deeb9a3b885de1b4717_comoemitirobligaciones.pdf

Bolsa de Valores de Quito. Como Emitir Obligaciones convertibles en acciones. Recuperado de: http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/manuales-de-inscripcion-de-valores/ocas/110517211838-fb3691f9a5914d96a5756e2830a3689a_comoemitirocas.pdf

Bolsa de Valores de Quito. Como Emitir Papel Comercial. Recuperado de: http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/manuales-de-inscripcion-de-valores/papel-comercial/110517212004-413c04d70e09492d8e18ffdfaf76d8d8_comoemitirpapelcomercial.pdf

Bolsa de Valores de Quito. Conozca el Mercado de Valores. Recuperado de <http://www.bolsadequito.info/inicio/conozca-el-mercado/el-mercado-de-valores/>

Bolsa de Valores de Quito. Normativa. Recuperado de http://www.bolsadequito.info/uploads/normativa/codificaciones/codificacion-de-resoluciones/110204213125-55223e34c8014a3bac444f48c40d7c35_cnv.pdf

Conexión ESAN (2014, abril 03). Opciones de financiamiento empresarial. Conexión ESAN Recuperado de <http://www.esan.edu.pe/conexion/actualidad/2014/04/03/opciones-financiamiento-empresarial/>

El Telégrafo.com.ec (2014, Marzo 14). Asamblea aprueba ley que regula el mercado bursátil. Recuperado de El Telégrafo.com.ec Economía: <http://www.telegrafo.com.ec/economia/item/asamblea-aprueba-ley-que-regula-el-mercado-bursatil.htm>

El Telégrafo.com.ec (2014, Marzo 20). Asamblea aprueba ley que regula el mercado bursátil. Recuperado de El Telégrafo.com.ec Economía: <http://www.telegrafo.com.ec/economia/item/bolsa-de-valores-pide-veto-parcial-a-la-ley-bursatil.html>

Enciclopedia Virtual Eumed. Recuperado de <http://www.eumed.net/cursecon/dic/glos-inver.htm>

Expansión.com (2013, Octubre 12). España y sus empresas captan más de 7.600 millones en una semana. Recuperado de Expansion.com Empresas: <http://www.expansion.com/2013/10/12/empresas/1381574769.html>

Expansión.com (2014, Diciembre 14). Así se financian las empresas más allá de la banca. Recuperado de Expansion.com Mercados: <http://www.expansion.com/2014/12/08/mercados/1418065998.html>

Diccionario ABC. Recuperado de <http://www.definicionabc.com/economia/bolsa-de-valores.php>

Financiamiento.com.mx. (2014). ¿Qué es el financiamiento?. Recuperado de <http://www.financiamiento.com.mx/wp/?p=11>

Forbes México (2015, 21 de enero). MILA planea negociar renta fija en 2016> Forbes México. Recuperado de <http://www.forbes.com.mx/mila-planea-negociar-renta-fija-en-2016/>

Real Academia Española. (2014). Diccionario de la lengua española [versión electrónica]. Madrid, España: Real Academia Española, <http://lema.rae.es/drae/?val=empresa>

Redacción Economía (2014, marzo 20). Bolsa de Valores pide veto parcial a la Ley Bursátil. El Telégrafo. Recuperado de <http://www.telegrafo.com.ec/economia/item/bolsa-de-valores-pide-veto-parcial-a-la-ley-bursatil.html>

Superintendencia de Compañías, Valores y seguros <http://www.supercias.gob.ec/portal/>

Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. Normativa. Recuperado de http://www.supercias.gob.ec/bd_supercias/descargas/mv/RESOL_20CNV-010-02.pdf

Leyes

Codificación de las Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

Código Orgánico Monetario y Financiero

Ley de Compañías.

Ley de Mercado de Valores.

Ley para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil

Ley de Régimen Tributario Interno.

ANEXOS

Anexo 1

Contenido de la Circular de Oferta Pública³²

La circular de oferta pública debe ser aprobado por la Superintendencia de Compañías contendrá la siguiente información:

✓ **Portada.**

- Título: "CIRCULAR DE OFERTA PUBLICA DE PAPEL COMERCIAL", debidamente destacado.
- Razón social o nombre comercial del emisor.
- 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 que aprueba la emisión de obligaciones, de ser el caso.
- Razón social de la calificadora y las categorías de calificación de riesgo del programa y del garante si es que se trata de un aval o fianza.
- Nombre y firma del estructurador o asesor, cuando sea del caso; y,
- Cláusula de exclusión, según lo establece el artículo 15 de la Ley de Mercado de Valores.

✓ **Información General**

- Fecha de constitución, plazo de duración, actividad principal, domicilio principal de la compañía, dirección, número de teléfono, número de fax, página web de la oficina principal y de sus sucursales, de ser el caso.
- Capital suscrito, pagado y autorizado de ser el caso.
- Indicadores o resguardos al que se obliga el emisor.
- Gastos de la emisión: Un estado razonablemente detallado de las categorías más importantes de gastos incurridos en conexión con la

³² http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/manuales-de-inscripcion-de-valores/papel-comercial/110517212004-413c04d70e09492d8e18ffdfaf76d8d8_comoemitirpapelcomercial.pdf

emisión y distribución de los valores negociables a ser cotizados u ofrecidos, tales como pagos a la casa de valores, a las personas que hubieren efectuado la estructuración, calificadora de riesgo, representante de obligacionistas, impuestos, inscripción (Superintendencia de Compañías, Bolsa de Valores y cualquiera otra entidad), publicidad y colocación. Estos datos deben indicarse a manera de montos totales y porcentaje del total de la emisión. Cuando alguna partida de gastos no sea conocida, la misma podrá ser estimada e identificada como tal.

✓ **Características del programa**

- Cupo autorizado y unidad monetaria.
- Plazo del programa.
- Descripción del sistema de colocación y modalidad de contrato de underwriting, con indicación del underwriter, de ser el caso.
- Indicación del agente pagador, modalidad y lugar de pago.
- Nombre del representante de los obligacionistas.
- Detalle de los activos libres de todo gravamen con su respectivo valor, si la emisión está amparada solamente con garantía general; si es con garantía específica, características de la misma.
- Sistema de sorteos y rescates anticipados, en caso de haberlos.

✓ **Características de la Emisión**

- Monto de la emisión.
- Tasa de interés y forma de reajuste, de ser el caso.
- Plazo de la emisión.
- Indicación de ser desmaterializada o no.
- Indicación de ser a la orden o al portador.
- Indicación del número de serie, el monto de cada serie, el valor nominal de cada valor y el número de títulos a emitirse en cada serie, en el caso de estar representada por títulos.
- Sistema de amortización para el pago del capital e intereses.

- Sistema de sorteos y rescates anticipados, en caso de haberlos.
- Destino de los recursos a captar.
- Indicación del nombre del representante de los obligacionistas con la dirección, número de teléfono, número de fax, dirección de correo electrónico.

✓ **Información Económico – Financiera del Emisor**

- Los estados financieros del emisor con el dictamen de un auditor externo independiente, correspondientes a los tres últimos ejercicios económicos. En el caso de emisores de reciente constitución, deberán entregar la información antes mencionada, de uno o dos ejercicios económicos según corresponda.
- Estado de situación a la fecha del cierre del mes anterior, y de resultados, por el período comprendido entre el 1 de enero y la fecha de cierre del mes inmediato anterior a la presentación del trámite.
- 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.
- Estados de resultados y flujos de efectivo trimestrales proyectados, al menos, para el plazo de la vigencia del programa.
- Indicadores que deberán ser calculados, en base a los estados financieros históricos presentados para efectos del trámite:
 - Capital de trabajo.
 - Liquidez.
 - Prueba ácida.
 - Deuda total sobre activo total.
 - Deuda total sobre patrimonio.
 - Deuda total sobre ventas.
 - Utilidad por acción.
 - Utilidad neta sobre el activo total.

- Utilidad neta sobre el patrimonio.
- Utilidad neta sobre ventas.
- Extracto de la calificación de riesgo.
- Declaración juramentada del representante legal de la compañía emisora, en la que conste que la información contenida en la circular de oferta pública es fidedigna, real y completa; y que será penal y civilmente responsable por cualquier falsedad u omisión contenida en ella.

Anexo 2

Contenido del Prospecto de Oferta Pública³³

El prospecto de oferta pública contendrá la siguiente información:

✓ **Portada.**

- Título: " PROSPECTO DE OFERTA PUBLICA", debidamente destacado.
- Razón social, y en caso de existir el nombre comercial del emisor, del estructurador, del colocador y de los promotores.
- 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 que aprueba la emisión de obligaciones, de ser el caso.
- Cláusula de exclusión, según lo establece el artículo 15 de la Ley de Mercado de Valores.

✓ **Información General del Emisor**

- Razón social, y en caso de existir el nombre comercial del emisor.
- Número del R.U.C.
- 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.

³³http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/manuales-de-inscripcion-de-valores/obligaciones/110517211450-0a932ed3e83f4deeb9a3b885de1b4717_comoemitirobligaciones.pdf

- 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.
- Gastos de la emisión: Un estado razonablemente detallado de las categorías más importantes de gastos incurridos en conexión con la emisión y distribución de los valores negociables a ser cotizados u ofrecidos, tales como pagos a la casa de valores, a las personas que hubieren efectuado la estructuración, calificadora de riesgo, representante de obligacionistas, inscripción (Superintendencia de Compañías, Bolsa de Valores y cualquiera otra entidad) y publicidad. Estos datos deben indicarse a manera de montos totales y porcentaje del total de la emisión. Cuando alguna partida de gastos no sea conocida, la misma podrá ser estimada e identificada como tal.

✓ **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.

✓ **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.
- 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.

✓ **Información Económico – 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.
- 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.

Anexo 3

Inscripción en el Mercado de Valores para el Papel Comercial³⁴

Para la inscripción en el mercado de Valores de papel comercial se toma en consideración lo siguiente:

- Solicitud suscrita por el representante legal requiriendo la aprobación de la emisión, del contenido de la circular de oferta, autorización de oferta pública de inscripción de los valores y del emisor, cuando este no se encuentre inscrito.

A la solicitud se deberá adjuntar certificados conferidos por el Registrador de la Propiedad o por el Registrador Mercantil, según corresponda, de los cuales se desprenda que sobre los activos de la compañía no pesa algún tipo de gravamen, limitación al dominio, prohibición de enajenar, prenda industrial y prenda especial de comercio. Para aquellos activos que por su naturaleza no es posible presentar los certificados antes referidos, se deberá presentar una declaración juramentada del representante legal, otorgada ante Notario Público, que determine los activos libres de gravamen, limitación al dominio, prohibición de enajenar y/o prenda comercial ordinaria, con el compromiso de reposición y mantenimiento. Los certificados o la declaración juramentada según el caso, serán en relación exclusiva al monto a ser autorizado para emisiones de obligaciones de corto plazo amparadas con garantía general. En el caso de las instituciones sometidas al control de la Superintendencia de Bancos, se deberá presentar una declaración juramentada del representante legal, otorgada ante Notario Público, de que la entidad emisora cuenta con activos suficientes libres de gravámenes, prendas o limitaciones que sirvan de garantía general del monto de papel comercial a emitirse.

- Circular de la oferta pública.
- Aprobación de la emisión por parte de la Superintendencia de Bancos, a través de su máxima autoridad, en el caso de instituciones del sistema financiero, para lo cual esta entidad efectuará el análisis de orden técnico en el ámbito

³⁴ http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/manuales-de-inscripcion-de-valores/papel-comercial/110517212004-413c04d70e09492d8e18ffdfaf76d8d8_comoemitirpapelcomercial.pdf

financiero y de riesgos, y determinará su capacidad financiera, a fin de resguardar el cumplimiento de sus obligaciones con los depositantes, inversionistas y otros acreedores, entre los que se cuentan aquellos que efectuaron sus inversiones en el mercado de valores. Sin perjuicio de lo establecido por la Ley de Mercado de Valores, los análisis realizados por la Superintendencia de Bancos, determinarán la fijación del cupo de emisión de los emisores del sistema financiero el cual no podrá exceder el monto máximo de emisión de obligaciones con garantía general previsto en esta codificación.

- Copia certificada del acta de junta general de accionistas o de socios que resuelve la emisión y sus características.
- Estudio de la calificación de riesgo
- Nombramiento del representante legal del emisor, inscrito en el Registro Mercantil en el caso de instituciones financieras.
- Copia certificada del contrato entre el agente pagador y el emisor, en caso de ser diferentes; y nombramiento del representante legal del agente pagador.
- Convenio de representación de los obligacionistas.
- Formato del correspondiente título o copia del convenio de desmaterialización, firmado con un depósito centralizado de compensación y liquidación de valores.
- Ficha registral.
- Certificado de veracidad de la información antes requerida.
- Copia del facsímile del valor, cuando no se trate de emisiones desmaterializadas.

Anexo 4

Inscripción en el Mercado de Valores para Emisión de Obligaciones a Largo Plazo³⁵

Obtenida la autorización de la junta general de accionistas o de socios, la compañía emisora procederá a otorgar la escritura pública de emisión correspondiente, la que contendrá, además de lo previsto en la Ley de Mercado de Valores, la aceptación por parte del representante de los obligacionistas de los términos de la escritura de emisión, para lo cual previamente deberá haberse suscrito el convenio de representación de los obligacionistas.

Se deberán incorporar como documentos habilitantes de la escritura pública, al menos, lo siguiente:

- Copia certificada del acta de la junta general de accionistas o de socios, que resuelve la emisión de obligaciones y las características de la emisión.
- Nombramiento del representante legal del emisor.
- Convenio de representación, con el nombramiento del representante legal de la persona jurídica designada para actuar como representante de los obligacionistas.
- Contrato suscrito con el agente pagador y nombramiento del representante legal del agente pagador, cuando se trate de una persona jurídica diferente del emisor.

Con la escritura pública de emisión el representante legal de la compañía o su apoderado, según el caso, presentará una solicitud a la Superintendencia de Compañías, en la que requerirá lo siguiente:

- Aprobación de la emisión, para las sociedades sujetas al control de la Superintendencia de Compañías.
- Aprobación del contenido del prospecto de oferta pública.
- Autorización de oferta pública.

³⁵http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/manuales-de-inscripcion-de-valores/obligaciones/110517211450-0a932ed3e83f4deeb9a3b885de1b4717_comoemitirobligaciones.pdf

- Inscripción de los valores en el Registro del Mercado de Valores.
- Inscripción del emisor, cuando éste no se halle inscrito.

A la solicitud deberá adjuntar:

- 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 desprenda 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. En el caso de las instituciones sometidas al control de la Superintendencia de Bancos, declaración juramentada del representante legal otorgada ante Notario Público, de que la entidad emisora cuenta con activos suficientes libres de gravámenes, prendas o limitaciones que sirvan de garantía general del monto de obligaciones a emitirse.
- Copia del facsímile del valor.
- Resolución de aprobación de la emisión por parte de la Superintendencia de Bancos, en el caso de Instituciones del Sistema Financiero, para lo cual esta entidad efectuará el análisis de orden técnico en el ámbito financiero y de riesgos, y determinará su capacidad financiera, a fin de resguardar el cumplimiento de sus obligaciones con los depositantes, inversionistas y otros acreedores, entre los que se cuentan aquellos que efectuaron sus inversiones en el mercado de valores. Sin perjuicio de lo establecido por la Ley de Mercado de Valores, los análisis realizados por la Superintendencia de Bancos, determinarán la fijación del cupo de emisión de los emisores del sistema financiero el cual no podrá exceder el monto máximo de emisión de obligaciones con garantía general previsto en esta Codificación.
- Ficha registral, del valor y del emisor, de ser el caso.

Anexo 5

Inscripción en la Bolsa de Valores³⁶

Para la inscripción de papel comercial y de las 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 pública o del prospecto informativo, y del certificado de inscripción de la oferta pública, emitidos por la Superintendencia de Compañías;
- Una copia del prospecto de oferta pública o del prospecto informativo, 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; y,
- 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 1 al 14 del mes; y,
- Los estados financieros del emisor proyectados durante la vigencia de la emisión.

³⁶ http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/manuales-de-inscripcion-de-valores/papel-comercial/110517212004-413c04d70e09492d8e18ffdfaf76d8d8_comoemitirpapelcomercial.pdf

Anexo 6

Entrevistas

Entrevista No. 1

Ec. Luis Caballero – PLUSBURSÁTIL Casa de Valores

1. ¿Qué tipo de empresas optan por financiarse mediante la emisión de obligaciones?

Las empresas que optan fin son empresas medianas y grandes de todos los sectores de la economía sean agrícolas, comerciales, manufactura, entre otras.

2. A Su criterio ¿Quiénes son los principales inversionistas de emisión de obligaciones?

Los principales inversionistas son empresas privadas como fondos de inversión y empresas del sector público principalmente el BIESS, CFN; no son personales naturales, ya que la emisión de obligaciones es a largo plazo y por los pagos de capital más intereses periódicos que estas realizan no les resultan atractivo ellos prefieren inversiones de corto plazo.

3. Desde su punto de vista ¿Cuáles son las ventajas de emitir obligaciones con respecto a las otras alternativas de financiamiento?

Dentro de las principales ventajas:

- Diversifica las fuentes de los recursos en el mercado de valores y no se centra en un solo por lo que disminuye el riesgo.
- El Mercado de Valores está diseñado para que las garantías no sean instrumentadas a través de hipoteca únicamente, las emisión de obligaciones puede ser respalda por el total de activos libres que posee la compañía, ya sean estos inventarios, cuentas por cobrar, etc.
- Mejora la imagen de la empresa por la transparencia de la información, ya que al participar en una emisión de obligaciones la información se hace pública.

- Las empresas que emiten obligaciones tienen más flexible las formas de pago de capital más intereses versus al préstamo bancario que los bancos imponen sus plazos de cancelación de deuda.

4. Desde su punto de vista ¿Cuál es la principal desventajas de emitir obligaciones?

La principal desventaja es que cuando llega el plazo del vencimiento no ha flexibilidad como con los bancos que se puede llegar a un acuerdo de cobrar la mora y pagar con retraso, en cambio con los inversionistas esto da una mala imagen y es una alerta que algo está mal con la empresa financieramente.

5. ¿Cuál es el motivo primordial de deserción del proceso de emisión de obligaciones?

Realmente es muy raro que una empresa abandone un proceso, ya que el dejarlo implicaría pérdida de todo lo que ha pagado. Pero puede ser que la Casa de Valores le sugiera abandonarlo, debido a que no ha aceptado las recomendaciones necesarias para el proceso.

6. A su criterio ¿Qué aspectos importantes deberían tomar en consideración las empresas antes de decidir emitir obligaciones?

Entre los aspectos que debería tomar en consideración:

- Los indicadores financieros por lo menos los mínimos.
- La empresa debe tener Prácticas de Buen Gobierno Corporativo, las funciones bien definidas mientras menos concentración de una persona es mejor, separar a los accionistas de la administración de la empresa.
- La empresa debe tener la información ordenada y en un sistema adecuado.

7. ¿Cuál es el monto mínimo recomendable para que emitir obligaciones sea eficiente?

El monto mínimo va a depender de cada empresa y es relativo va a depender a lo que se enfrenta. Pero un punto de equilibrio sería que la empresa USD 2.000.000,00.

8. ¿Cuánto es el tiempo promedio en que el emisor recibe los fondos producto de la venta de los títulos valores?

En algunos casos puede ser que en una semana, pero un promedio de tiempo de 3 meses que recibe los fondos paulatinamente.

9. ¿Cuál es participación de las Casas de Valores en la comercialización de los Títulos Valores?

Las Casas de Valores se encargan de la estructuración financiera y comercialización de los Títulos Valores, ya que la misma comisiona por la venta de estos.

10. ¿Cuándo una empresa realiza una segunda emisión de obligaciones el proceso es el mismo que la primera vez?

Si una empresa decide realizar una segunda emisión es un nuevo proceso independiente como si se tratara de la primera vez, la ventaja es que ya tiene experiencia con el primer proceso de emisión.

11. ¿Usted que les recomendaría a las empresas que buscan financiamiento a largo plazo?

Les recomendaría que analicen la posibilidad de emitir obligaciones si requieren financiamiento a largo plazo lo natural es mirar al mercado de valores. El mercado de valores puede tener una solución para las empresas que buscan financiamiento a largo plazo.

Entrevista No. 2

Ing. Ma. Verónica Silva Galarza - Kapital One Casa de Valores

1. ¿Qué tipo de empresas optan por financiarse mediante la emisión de obligaciones?

Empresas que son medianas o grandes porque el plazo hace que pueda organizar el flujo de pago.

2. A Su criterio ¿Quiénes son los principales inversionistas de emisión de obligaciones?

El BIESS, CFN, fondos de inversión, compañía de seguros y bancos.

3. Desde su punto de vista ¿Cuáles son las ventajas de emitir obligaciones con respecto a las otras alternativas de financiamiento?

La principal ventaja que tiene para el emisor es que le permite armar su flujo de pago con una tasa menor a la activa y para el inversionista que puede tener una tasa más alta que la pasiva.

4. Desde su punto de vista ¿Cuál es la principal desventajas de emitir obligaciones?

No tiene desventajas, pero si deber ser realizado con mucho profesionalismo la proyección de flujo de pagos para que cuando tenga que realizar los pagos no se vean atrasos y dar una mala imagen al mercado.

5. ¿Cuál es el motivo primordial de deserción del proceso de emisión de obligaciones?

En muchos casos es por la documentación legal y/o financiera que deben presentar a los entes de control para aprobación y que de pronto no alcanzan a reunir a tiempo. También se debe a cambios en las decisiones de los directivos.

6. A su criterio ¿Qué aspectos importantes deberían tomar en consideración las empresas antes de decidir emitir obligaciones?

Lo más importante es que la compañía pertenezca al sector productivo y que los recursos sean utilizados para ampliación no para capital de trabajo que no define en que se emplea.

7. ¿Cuál es el monto mínimo recomendable para que emitir obligaciones sea eficiente?

Sería recomendable un monto de USD 2.000.000,00.

8. ¿Cuánto es el tiempo promedio en que el emisor recibe los fondos producto de la venta de los títulos valores?

Su colocación en promedio de 6 a 12 meses.

9. ¿Cuál es participación de las Casas de Valores en la comercialización de los Títulos Valores?

Las Casas de Valores ayudamos en el proceso de inscripción y luego en conseguir compradores para la emisión.

10. ¿Cuándo una empresa realiza una segunda emisión de obligaciones el proceso es el mismo que la primera vez?

Si es el mismo proceso.

11. ¿Usted que les recomendaría a las empresas que buscan financiamiento a largo plazo?

Por supuesto porque esto permite a las empresas que puedan tener una holgura con sus acreedores y que proyecten al mercado la estabilidad de la compañía.



DECLARACIÓN Y AUTORIZACIÓN

Yo, Montiel Jiménez Elena Paola, con C.C: # 0920023348 autor(a) del trabajo de titulación: *Análisis del Proceso de Emisión de Obligaciones como Fuente Alternativa de Financiamiento para las Empresas Privadas del Sector Comercial de Guayaquil* previo a la obtención del grado de **MASTER EN FINANZAS Y ECONOMIA EMPRESARIAL** 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 graduación 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 graduación, con el propósito de generar un repositorio que democratice la información, respetando las políticas de propiedad intelectual vigentes.

Guayaquil, 28 de enero de 2016

f. 
Nombre: Montiel Jiménez Elena Paola
C.C: 0920023348



REPOSITORIO NACIONAL EN CIENCIA Y TECNOLOGÍA

FICHA DE REGISTRO DE TESIS/TRABAJO DE GRADUACIÓN

TÍTULO Y SUBTÍTULO:	Análisis del Proceso de Emisión de Obligaciones como Fuente Alternativa de Financiamiento para las Empresas Privadas del Sector Comercial de Guayaquil		
AUTOR(ES) (apellidos/nombres):	Montiel Jiménez, Elena Paola		
REVISOR(ES)/TUTOR(ES) (apellidos/nombres):	Idrovo, Christian		
INSTITUCIÓN:	Universidad Católica de Santiago de Guayaquil		
UNIDAD/FACULTAD:	Sistema de Posgrado		
MAESTRÍA/ESPECIALIDAD:	Maestría en Finanzas y Economía Empresarial		
GRADO OBTENIDO:	Master en Finanzas y Economía Empresarial		
FECHA DE PUBLICACIÓN:	28 de enero de 2016	No. DE PÁGINAS:	126
ÁREAS TEMÁTICAS:	Finanzas		
PALABRAS CLAVES/ KEYWORDS:	Proceso de Emisión de Obligaciones, Fuente Alternativa de Financiamiento, Empresas Privadas, Sector Comercial		
RESUMEN/ABSTRACT (150-250 palabras):			
<p>El presente estudio analiza el Proceso de Emisión de Obligaciones como Fuente Alternativa de Financiamiento para las Empresas Privadas del Sector Comercial de Guayaquil, puesto que existen maneras no tradicionales para obtener recursos y financiar sus proyectos, ya sean estos de expansión, reestructuración de deuda a corto plazo o para capital de trabajo. Estos mecanismos actualmente exigen normas de control de su contabilidad, requisito que permite a su vez acceder a este tipo de financiamiento, por lo tanto, muchas empresas encuentran complejo el proceso de la emisión de obligaciones y también en el caso de las empresas familiares no están dispuestas a exponer su información financiera al público en general, de tal manera que deciden obtener flujos de dinero mediante una forma de financiamiento tradicional que es el crédito bancario. Ante esta problemática, se formula como objetivo determinar el proceso de emisión de obligaciones de las empresas privadas del Sector Comercial de Guayaquil, para su efecto se utilizó una metodología de investigación de carácter descriptivo y de campo con una población de 45 empresas privadas de sector comercial. Como resultado del estudio se obtuvo que el 42.22% de las empresas encuestadas opino que 90 días les tomo el proceso de emisión de obligaciones.</p>			
ADJUNTO PDF:	<input checked="" type="checkbox"/> SI	<input type="checkbox"/> NO	
CONTACTO CON AUTOR/ES:	Teléfono: +593-4-2971402/ 0993294318	E-mail: elenamontiel_10@hotmail.com	
CONTACTO CON LA INSTITUCIÓN:	Nombre: Alcívar Avilés, María Teresa		
	Teléfono: +593-4-2206950 ext. 5068		
	E-mail: maria.alcivar10@cu.ucsg.edu.ec		



**Presidencia
de la República
del Ecuador**



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



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

SECCIÓN PARA USO DE BIBLIOTECA

Nº. DE REGISTRO (en base a datos):	
Nº. DE CLASIFICACIÓN:	
DIRECCIÓN URL (tesis en la web):	