



**UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL
SISTEMA DE POSGRADO
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS
XI PROMOCIÓN**

TEMA:

Alternativas no tradicionales de apalancamiento financiero para el sector empresarial en el mercado Guayaquileño

AUTORES:

**Pezo López, Néstor Leonardo
Sarmiento Candel, Jennifer Monserrat**

**Previa a la obtención del título de
Magister en Administración de Empresas**

TUTOR:

Intriago López, Ricardo

**Guayaquil, Ecuador
2013**



**UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL
SISTEMA DE POSGRADO
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS**

CERTIFICACIÓN

Certificamos que el presente trabajo fue realizado en su totalidad por el Ingeniero Comercial Néstor Leonardo Pezo López y la Ingeniera Comercial Jennifer Monserrat Sarmiento Candel, como requerimiento parcial para la obtención del Grado Académico de **Magister en Administración de Empresas**.

DIRECTOR DE TESIS

Ricardo Intriago López

REVISOR(ES)

Eco. Laura Zambrano Chumo

Ing. Diomedes Rodríguez Villacis

DIRECTOR DEL PROGRAMA/CARRERA

Eco. María del Carmen Lapo M.

Guayaquil, a los 20 días del mes de Agosto del año 2013



**UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL
SISTEMA DE POSGRADO
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS**

DECLARACIÓN DE RESPONSABILIDAD

Nosotros, **Néstor Leonardo Pezo López y,
Jennifer Monserrat Sarmiento Candel**

DECLARAMOS QUE:

La Tesis **Alternativas de apalancamiento financiero para el sector empresarial no tradicionales para el mercado Guayaquileño**, previa a la obtención del **Grado Académico de Magister en Administración de Empresas**, 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 nuestra total autoría.

En virtud de esta declaración, nos responsabilizamos del contenido, veracidad y alcance científico de la tesis del Grado Académico en mención.

Guayaquil, a los 20 días del mes de Agosto del año 2013

LOS AUTORES

Néstor Leonardo Pezo López

Jennifer Monserrat Sarmiento Candel



**UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL
SISTEMA DE POSGRADO
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS**

AUTORIZACIÓN

Nosotros, **Néstor Leonardo Pezo López y,
Jennifer Monserrat Sarmiento Candel**

Autorizamos a la Universidad Católica de Santiago de Guayaquil, la **publicación** en la biblioteca de la institución de la **Tesis de Magister en Administración de Empresas**, titulada: **Alternativas de apalancamiento financiero para el sector empresarial no tradicionales para el mercado Guayaquileño**, cuyo contenido, ideas y criterios son de nuestra exclusiva responsabilidad y total autoría.

Guayaquil, a los 20 días del mes de Agosto del año 2013

LOS AUTORES

Néstor Leonardo Pezo López

Jennifer Monserrat Sarmiento Candel

AGRADECIMIENTO

Agradezco a Dios por permitirme presentar este trabajo de investigación, a mi esposa por el apoyo y comprensión, a mis padres por inculcarme siempre la importancia de la preparación académica, al Ing. Ricardo Intriago por su tiempo y consejos y agradezco a Jennifer por todo su aporte a este trabajo, ya que ambos dimos nuestro mayor esfuerzo para culminarlo.

Néstor Pezo

Agradezco a mis padres, Nelson y Ketty, por sus consejos, sus valores, por la motivación constante que me ha permitido ser una persona de bien, a mi amado esposo Héctor, que con su paciencia y empuje me ha ayudado a continuar con mi preparación académica, a Leonardo por su valioso aporte en la culminación de la tesis, al Ing. Ricardo Intriago por haber creído en nosotros, motivándonos y orientándonos en la ejecución de éste trabajo, pero por sobre todo agradezco a Dios y a la Virgen María por habernos bendecido y guiado siempre por el camino correcto, pero más que nada, por su infinito amor.

Jennifer Sarmiento

DEDICATORIA

Este trabajo de investigación lo dedico a mi esposa, a nuestro hijo Diego, a mis hermanos y a mis padres en especial a mi mamá Angela López Díaz quien siempre ha sido mi mayor ejemplo de constancia, dedicación y honestidad, “por ti mi esfuerzo”

Néstor Pezo

Este trabajo de investigación se lo dedico a mi esposo, mis padres, hermanos y en especial a mis sobrinos, para que continúen con sus estudios y sean personas de bien.

Jennifer Sarmiento

Índice

Índice.....	iii
INTRODUCCIÓN	1
CAPITULO 1.....	6
1. FINANCIAMIENTO EMPRESARIAL.....	6
1.1. Marco Teórico.....	6
1.2. Marco Conceptual.....	8
1.3. Desarrollo de los mercados de valores en Colombia, Perú y Ecuador.....	13
CAPITULO 2.....	23
2. EMPRESAS Y FINANCIAMIENTO EN LA CIUDAD DE GUAYAQUIL.....	23
2.1. Antecedentes.....	23
2.2. Alternativas de corto plazo “FACTORING”	24
2.3. Alternativas de mediano y largo plazo en el mercado de valores	33
2.4. Alternativas no tradicionales de acuerdo al perfil de las empresas	52
CAPITULO 3.....	55
3. INVESTIGACIÓN DE MERCADO.....	55
3.1. Problema	55
3.2. Tipo de Investigación	55
3.3. Definición de la muestra	55
3.4. Diseño de la entrevista.-.....	56
3.5. Perfil de las empresas	57
3.6. Análisis de las respuestas.....	72
CAPITULO 4.....	75
4. COSTOS FINANCIEROS	75
4.1. Costos financieros Alternativas Tradicionales.....	75

4.2.	Costos financieros Alternativas No Tradicionales.....	77
4.3.	Conclusión análisis de costos.....	80
CAPITULO 5.....		82
5.	DISEÑO DE CAMPAÑA INFORMATIVA	82
5.1.	Objetivo.....	82
5.2.	Costos.....	82
5.3.	Campaña.....	83
CONCLUSIONES.....		86
Bibliografía.....		88
ANEXOS		90
Anexo 1		90
Anexo 2		91
Anexo 3		96
Anexo 4		103
Anexo 5		129

INDICE DE TABLAS

<i>Tabla 1.3.1 Comparativo Regional</i>	21
<i>Tabla 2.3.1 Comparativo Ventajas y Desventajas REVNI</i>	34
<i>Tabla 2.3.2 Comparativo Ventajas y Desventajas Emisión de Obligaciones</i>	42
<i>Tabla 2.3.3 Comparativo Ventajas y Desventajas Titularización</i>	46
<i>Tabla 2.3.4 Comparativo Ventajas y Desventajas Emisión de Acciones</i>	50
<i>Tabla 2.4 Alternativas recomendadas según el perfil de las empresas</i>	53
<i>Tabla 2.5 Análisis FODA de alternativas tradicionales y no tradicionales de apalancamiento financiero</i>	54
<i>Tabla 4.1.1 Crédito capital de trabajo hasta \$200.000 a 12 meses plazo.</i>	75
<i>Tabla 4.1.2 Crédito capital de trabajo hasta \$500.000 a 12 meses plazo.</i>	76
<i>Tabla 4.1.3 Crédito capital de trabajo hasta \$1,500.000 a 60 meses plazo.</i>	76
<i>Tabla 4.2.1 Factoring</i>	77
<i>Tabla 4.2.2 Emisión de obligaciones y Papel comercial</i>	78
<i>Tabla 4.2.3 Titularización</i>	79
<i>Tabla 4.3.1 Comparativo de Costos</i>	80
<i>Tabla 5.2.1 Costos difusión</i>	83

INDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1 Variación interanual volumen de crédito	3
Gráfico 2 Pirámide de Maslow	8
Grafico 3: Crecimiento de la rentabilidad de la empresa	11
Grafico 4: Comparativo estructuras de empresas con opción de crédito y con opción de factoring.....	25
Grafico 5: Distribución por sector clientes de factoraje.....	27
Gráfico 6 Proceso REVNI	37
Gráfico 7 Proceso emisión de obligaciones y papel comercial	44
Gráfico 8 Proceso Titularización	48

RESUMEN (ABSTRACT)

Este trabajo de investigación fue desarrollado con el fin de demostrar la accesibilidad que tienen las diferentes empresas a alternativas de apalancamiento financiero no tradicionales, que les permitirán obtener la liquidez suficiente para apoyar el crecimiento de la empresa.

Este tipo de financiamiento requiere contar con la confianza de los inversionistas sean estos públicos ó privados y se da por el respaldo patrimonial, la trayectoria de la empresa, la calificación de riesgo emitida por una empresa avalada por los organismos de control.

La seguridad que brinda tanto a los inversionistas como a los emisores de documentos a negociar es una ventaja que permite a estas alternativas crecer a paso firme, también apoyados por la rentabilidad que genera para ambas partes.

This research was developed to demonstrate the accessibility that have different companies to non-traditional alternative of leverage enabling them to obtain sufficient liquidity to support the growth of the company.

This type of financing required the confidence of investors public or private, and is given by the capital backing, the history of the company, the risk rating issued by a company approved by the agencies of control.

The security provided by both investors and issuers of documents for negotiation is an advantage that allows these alternatives grow steadily, supported also by the yield generated for both parts.

Palabras Claves: Accesibilidad, liquidez, confianza, respaldo, rentabilidad y seguridad.

INTRODUCCIÓN

Tradicionalmente en el mercado Ecuatoriano las empresas han buscado opciones de apalancamiento tradicionales en la banca, siempre al presentarse alguna necesidad acudían a estas instituciones, con la finalidad de apalancar su operación para que sus empresas y negocios prosperen.

Tenían necesidades de corto y largo plazo, sin conocer que en el mercado ecuatoriano existen alternativas no tradicionales como el factoring y el mercado de valores puesto que en el país son utilizados muy poco por las empresas. Hasta hace pocos años el mercado de valores no había alcanzado los niveles de madurez con los que cuenta actualmente en el país, y no había personas que quisieran hacer algo diferente para obtener apalancamiento financiero.

El sector empresarial en el mercado ecuatoriano se ve afectado por los costos elevados que tienen los intermediarios financieros, cancelando tasas de intereses altas que van desde el 8,37 % hasta el 11,27% lo cual repercute directamente en los balances de las empresas. ¹

Muchas veces cuando se está al frente de una empresa o del departamento financiero, se tiene que tomar la mejor decisión en cuanto al financiamiento, para minimizar los costos y maximizar las utilidades del negocio y de sus accionistas, siendo este último el principal objetivo de una empresa.

A la fecha hay empresas dedicadas a la compra de documentos (factoring) las bolsas de valores de Quito y Guayaquil han evolucionado de manera favorable lo que ha permitido que el mercado de valores se desarrolle a un ritmo

¹ (Banco Central del Ecuador, 2012)

acelerado. Actualmente el gobierno está impulsando estas alternativas de apalancamiento, y está desarrollando nuevas leyes que regulen el mercado de valores.

Es por esta razón que por medio de este trabajo se quiere orientar a las personas que toman decisiones financieras a direccionar su gestión a las alternativas de apalancamiento financiero no tradicionales, que les permitan obtener liquidez inmediata a través de las siguientes opciones de financiamiento:

- Alternativas de apalancamiento a corto plazo: por medio del Factoring que es la compra de facturas o documentos negociables con una tasa de descuento.
- Alternativas de apalancamiento a largo plazo: Mercado de Valores, siendo un segmento del mercado financiero que permite la movilización de recursos desde los ahorristas hacia las actividades productivas mediante la compra-venta de títulos-valores, dichas transacciones son realizadas a través de las Bolsas de valores de Quito y de Guayaquil.

Se han desarrollado Casas de Valores que se dedican a la intermediación de títulos valores, algunas mantienen alianzas estratégicas con instituciones financieras, en donde comparten su portafolio de clientes, ofertando productos tradicionales por el lado de los bancos y no tradicionales por medio de la casa de valores. Las casas de valores se encargan de estructurar los documentos a negociarse en la bolsa.

Estas alternativas de apalancamiento no tradicionales les permitirán tener dentro de sus opciones un abanico de posibilidades al momento de tomar las

mejores decisiones de financiamiento para su empresa, permiten la reducción de costos en sus transacciones, liquidez y que además no tengan la obligación de colateralizarlas con sus activos (siempre que su nivel de riesgos lo permita), ocasionando incremento en sus gastos.

Adicional a lo expuesto en los párrafos anteriores se debe resaltar que según cifras del BCE el financiamiento tradicional ha experimentado una desaceleración en la entrega de créditos los que significo una reducción del 6% frente al año anterior; algunos de los factores que contribuyeron a esto, fueron la aplicación de diferentes leyes que afectaron el direccionamiento de las instituciones financieras, incluso esto se preveía dada la desaceleración de la economía desde inicio del segundo semestre del año².

A continuación se presenta un cuadro donde se puede apreciar el decrecimiento al cierre del año 2012.

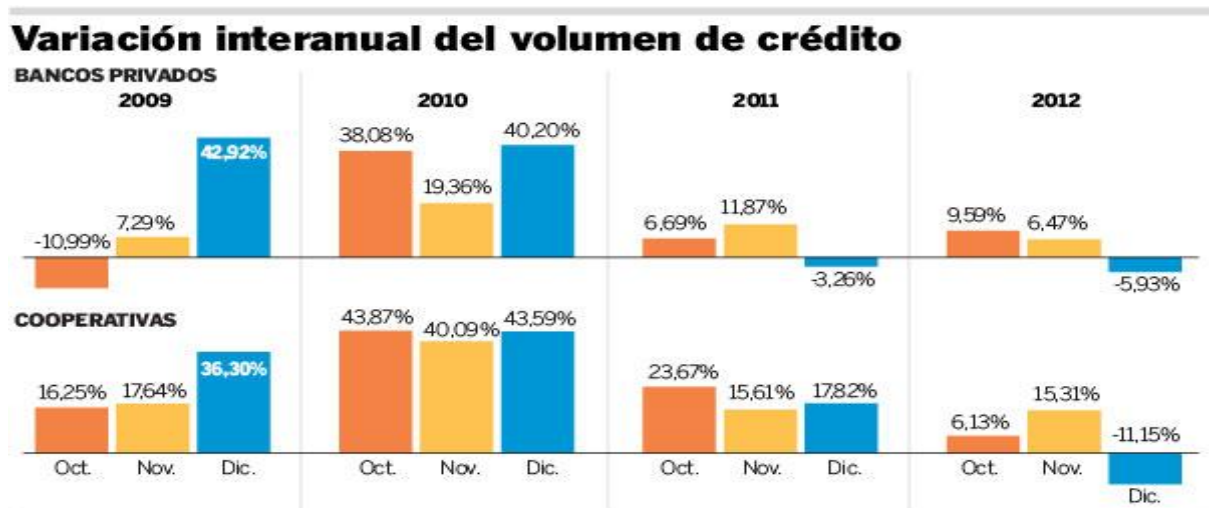


Gráfico 1 Variación interanual volumen de crédito
Fuente: Banco Central del Ecuador; Autor: El Universo

² (El Universo, 2013)

Así como la banca sufrió una desaceleración, las negociaciones en bolsa cayeron un 26% en el 2012 según Rodolfo Kronfle, esto se debió a que todavía existe un desconocimiento del público sobre los beneficios que representa invertir en el mercado de valores, a esto se le suma la falta de incentivos tributarios para las empresas emisoras.³

Es por esto que se ha pensado en realizar este estudio, para dar a conocer estas alternativas que ayudarán al crecimiento y fortalecimiento de las empresas ecuatorianas, generando mayores fuentes de trabajo y un país competitivo. Estamos seguros que el presente trabajo será un aporte para seleccionar la mejor alternativa de apalancamiento para su empresa y de esta manera maximizar las utilidades de las mismas.

³ (Zumba, 2013)

Descripción de la propuesta

Establecer y difundir alternativas de apalancamiento financiero no tradicionales a través de emisión de obligaciones y factoring para mejorar la rentabilidad de las grandes y medianas empresas del mercado ecuatoriano.

Objetivos de la propuesta

- Analizar la oferta de financiamiento a corto y largo plazo que se ofrece en el mercado guayaquileño.
- Determinar los costos de los productos ofertados en el sistema tradicional versus el sistema no tradicional
- Establecer estrategias de apalancamiento idóneo según los tipos de empresas.

CAPITULO 1

1. FINANCIAMIENTO EMPRESARIAL

1.1. Marco Teórico

1.1.1 *La demanda del dinero*

⁴Milton Friedman fue un monetarista, propuso resolver los problemas de inflación limitando el crecimiento de la oferta monetaria a una tasa constante y moderada. Economista empírico, era especialista en estadística y econometría. Defensor del libre mercado, fue el más conocido líder de la Escuela de Chicago debido, en parte, a que sus escritos son muy fáciles de leer por el hombre de la calle. Se opuso al keynesianismo en el momento de máximo apogeo de éste, en los años cincuenta y sesenta.

Su explicación de la demanda de dinero (1956) es bastante más elegante, completa y contrastable que muchas anteriores. Para Friedman, la demanda de dinero es función de la proporción entre la riqueza humana y no humana, el tipo de interés nominal, la inflación esperada, el nivel de precios real, la función de preferencia del dinero ante otros bienes y, naturalmente, de la renta.

1.1.2 *El Estado como regulador de la economía*

⁵John M. Keynes, nos dice que las decisiones de ahorro las toman unos individuos en función de sus ingresos mientras que las decisiones de inversión las toman los empresarios en función de sus expectativas. No hay ninguna razón por la que ahorro e inversión deban coincidir. Cuando las expectativas de

⁴ (Eumed.net)

⁵ (Eumed.net)

los empresarios son favorables, grandes volúmenes de inversión provocan una fase expansiva. Cuando las expectativas son desfavorables la contracción de la demanda puede provocar una depresión. El Estado puede impedir la caída de la demanda aumentando sus propios gastos.

1.1.3 ***Las necesidades de Maslow***

⁶Abraham Maslow, Según Maslow, las necesidades del ser humano están jerarquizadas y escalonadas de forma tal que cuando quedan cubiertas las necesidades de un orden es cuando se empiezan a sentir las necesidades del orden superior.

El escalón básico de Maslow es el de las necesidades fisiológicas, hambre y sed. Cuando el ser humano tiene ya cubiertas estas necesidades empieza a preocuparse por la seguridad de que las va a seguir teniendo cubiertas en el futuro y por la seguridad frente a cualquier daño. Una vez que el individuo se siente físicamente seguro, empieza a buscar la aceptación social; quiere identificarse y compartir las aficiones de un grupo social y quiere que este grupo lo acepte como miembro. Cuando el individuo está integrado en grupos sociales empieza a sentir la necesidad de obtener prestigio, éxito, alabanza de los demás. Finalmente, los individuos que tienen cubiertos todos estos escalones, llegan a la culminación y desean sentir que están dando de sí todo lo que pueden, desean crear. A continuación presentamos una gráfica sobre la teoría de Maslow.

⁶ (Eumed.net)

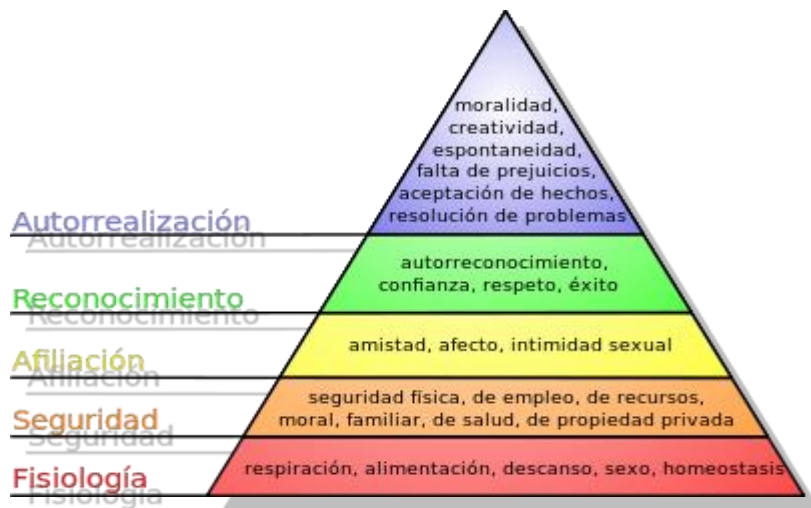


Gráfico 2 Pirámide de Maslow

Fuente Motivación y personalidad⁷

1.2. Marco Conceptual

Para definir el apalancamiento financiero, se debe tener claro la importancia de la administración financiera dentro de la operación de una empresa.

La correcta administración financiera ayudará a que las empresas proporcionen productos a precios más bajos, pagando una remuneración justa a los empleados y maximizando los rendimientos de sus accionistas.

La administración financiera se ha visto afectada por cambios importantes como la inflación y sus efectos sobre la tasa de interés, la oferta de las instituciones financieras, los avances tecnológicos y el crecimiento de los mercados globales y las operaciones de negocios. Los administradores financieros son responsables de obtener y utilizar los fondos de tal manera que se maximicen la

⁷ (Maslow, 1991)

riqueza de los accionistas, lo que quiere decir maximizar el precio de las acciones de la empresa.

Los administradores financieros deben entender el ambiente y los mercados en los cuales operan las empresas, donde estas obtienen los fondos, donde se negocian los valores y en donde se establecen los precios de las acciones, así como las instituciones que operan en estos mercados.

⁸Los mercados financieros son el ámbito en el que las personas y organizaciones que necesitan dinero en préstamo, se contactan con aquellas que tienen sobrantes de fondos, en términos generales se refiere al mecanismo no a un lugar físico. Entre los mercados financieros se destacan los mercados de dinero, de capitales, primarios y secundarios.

Mercados de dinero, en donde se solicitan fondos en préstamo o son prestados durante periodos cortos generalmente un año o menos.

Mercados de capital, aquí se negocian las deudas a largo plazo y las acciones corporativas, generalmente a más de un año.

Mercados primarios, aquí se obtienen capitales frescos, de primera mano como ejemplo LG decide vender acciones esta venta entre LG y los inversionistas se realiza en un mercado primario.

⁸ (James Van Horne, 2010)

Mercados secundarios, también llamado mercado de acciones, aquí los inversionistas negocian los valores y otros activos financieros con otros inversionistas.

Los mercados de acciones se dividen en dos tipos básicos, uno formal como lo son las bolsas de valores organizadas y otro menos formal como es el mercado de ventas sobre el mostrador.

Las bolsas de valores, son entidades físicas tangibles, cada una con su propio edificio, con miembros designados y con un gobierno corporativo. Sus miembros tienen asientos en la bolsa lo que les da derecho a realizar operaciones en la bolsa. Estas entidades facilitan las comunicaciones entre los compradores y los vendedores, es decir operan como mercados de subasta.

El mercado de ventas sobre el mostrador es una organización intangible que consiste en una red de corredores y de negociantes (NASD), distribuidos alrededor de todo el mundo, conectados electrónicamente por medio de teléfonos y computadoras que se encarga de hacer posibles las negociaciones con valores no inscritos en las bolsas de valores organizadas.

En términos de los números de emisiones, la mayoría de las acciones se negocian sobre el mostrador. Una vez expuestos los conceptos financieros se puede decir que el apalancamiento financiero surge como resultado del hecho de que existen costos fijos, que están relacionados a la manera en que se financie la empresa.

Apalancar quiere decir apoyarse y tradicionalmente nos apoyamos en una institución financiera es decir un préstamo, para cubrir necesidades de capital de trabajo y poder generar rentabilidad para la empresa, como se representa en la gráfica 3.



Grafico 3: Crecimiento de la rentabilidad de la empresa
Fuente M&L Inversiones y Representaciones ⁹

1.2.1 ***Alternativas de apalancamiento financiero.***

Existen dos alternativas de apalancamiento financiero los tradicionales y los no tradicionales, ambas pueden ser a corto y largo plazo.

1.2.2 ***Apalancamiento tradicional***

Tradicional porque es este tipo de apalancamiento el que buscan la mayoría de las empresas en el Ecuador, y consiste en los diferentes productos de crédito

⁹ (Lupaca, 2009)

que ofrecen las instituciones financieras como créditos para capital de trabajo, créditos para compra de activos tangibles entre otros en donde los costos financieros para alternativas a corto plazo varían de acuerdo al tipo de producto con plazos desde 3 meses hasta 12 meses y las alternativas a largo plazo van desde el 8.95% al 11.23% con plazos de 2 a 5 años¹⁰.

Para acceder a este tipo de créditos se debe presentar información financiera a los bancos para que determinen la capacidad de pago de la empresa, pero a la vez se debe contar con garantías reales que brinden una cobertura mínima del 140%, y esto es lo que muchas veces complica el apalancamiento tradicional.

1.2.3 ***Apalancamiento no tradicional***

Se lo denomina no tradicional por algunos factores como:

- Poca difusión en nuestro país
- Costumbrismo ejecutivo
- Desconocimiento del proceso y los costos
- Por desconfianza de mostrar su información financiera al público

En el corto plazo se puede contar con el apoyo de empresas dedicadas a la compra de facturas, como producto se lo conoce como Factoring.

En el largo plazo las empresas se pueden apalancar en el Mercado de Valores, a través de las bolsas de Valores de Quito y Guayaquil, y pueden utilizar los siguientes productos:

¹⁰ (Banco Central del Ecuador, 2012)

<u>Producto</u>	<u>En los balances se refleja como</u>
• Emisión de Obligaciones	▪ Deuda
• Emisión de acciones	▪ Patrimonio
• Titularización de Flujos Futuros	▪ Activos

1.3. **Desarrollo de los mercados de valores en Colombia, Perú y Ecuador.**

1.3.1 ***Mercado de Valores en Colombia.-***

¹¹En Colombia, el mercado de valores desde sus inicios ha tenido varias transformaciones, lo que ha beneficiado el intercambio de información, permitiendo la integración de las empresas colombianas a este mercado. Con las Bolsas de Bogotá, Medellín y Occidente, las empresas colombianas comenzaron a integrarse beneficiando a la economía nacional. Sin embargo, esta diferencia regional produjo problemas de información, lo que generó oportunidades de arbitraje.

Por lo anterior, se pensó en la unificación de estas tres bolsas, lo que dio origen a la Bolsa de Valores de Colombia. Dado los nuevos retos para el mercado nacional, tras la unificación de las bolsas, se implementaron sistemas transaccionales que facilitan el intercambio de información y permiten una mejor interacción en las transacciones que se llevan a cabo. En términos de mercado mundial y teniendo en cuenta la coyuntura económica, la Bolsa de Valores de Colombia está en proceso de unificación con la Bolsa de Valores de Lima y la Bolsa de Comercio de Santiago, lo que permitirá una expansión en los

¹¹ (Ministerio de Hacienda y crédito Público, 2008)

mercados existentes para los tres países y permitirá una diversificación en términos de riesgos asociado.

El mercado de valores hace parte del denominado mercado de capitales, que constituye el medio a través del cual una economía asigna y distribuye los recursos, riesgos e información relacionada de manera que el ahorro se transfiera hacia la inversión. No obstante, no incluye el mercado crediticio, a pesar de que los dos orienten sus esfuerzos a mediano y largo plazo.

El origen del mercado de valores en Colombia se da a finales del Siglo XVI e inicios del Siglo XVII cuando varias compañías decidieron emitir acciones como medio para obtener recursos financieros.

Posteriormente, a comienzos del siglo XX algunos sectores comenzaron un proceso de industrialización y se presentó el auge del sector cafetero permitiendo mayor movimiento de capitales, y con ello la necesidad de establecer un escenario de negociación.

En 1928, un grupo de empresas deciden organizarse en una bolsa de valores para facilitar las actividades de transacción y la transparencia de las operaciones. Es así como, el Banco de Colombia, Nacional de Chocolates y Banco de Bogotá, entre otras compañías, dan origen a la Bolsa de Bogotá con un capital inicial de COP\$20.000. La primera rueda de negociación de la Bolsa de Bogotá se llevó a cabo el 2 de abril de 1929. Los primeros años de la Bolsa de Valores de Bogotá no fueron fáciles por cuanto coincidieron con la crisis

financiera de 1929; sin embargo, el mercado de valores colombiano fue respondiendo a las nuevas necesidades de las compañías colombianas.

En enero de 1961 nace la Bolsa de Medellín con un capital inicial de COP\$522.000 proveniente de la Asociación de corredores de Medellín. Su inicio fue favorable ya que se dio en una época de marcada expansión demográfica, crecimiento del sector exportador y de la industria colombiana en general. Dos décadas más tarde, en 1983 se crea la Bolsa de Occidente que comienza a adquirir importancia y maneja volúmenes importantes.

Con el paso del tiempo, se evidenció que los tres escenarios de negociación manejaban precios diferentes respecto a los mismos activos generando oportunidades de arbitraje, además la creación de gremios empresariales y un aumento generalizado de la violencia y el narcotráfico en el país, afectaron negativamente el dinamismo del mercado de capitales colombiano; en especial, la función de canalizar ahorro del público hacia la inversión. Adicionalmente existía fragmentación en el mercado, débil presencia institucional, concentración de ingresos en ciertos gremios y posible competencia entre las bolsas de Bogotá, Medellín y de Occidente.

Por lo tanto, se buscó la manera de seguir canalizando recursos a través de la reducción de costos y generación de confianza entre los inversionistas; sin embargo, comienza a pensarse en la fusión de las 3 bolsas en una que permitiera un desempeño transparente del mercado de valores colombiano.

El 3 de Julio del año 2001 se integraron las 3 Bolsas existentes en Colombia, la Bolsa de Bogotá, Medellín y Occidente). La integración permitió la existencia de la actual Bolsa de Valores de Colombia (BVC), que con el paso de los años le ha otorgado profundidad, transparencia y dinamismo al mercado de activos financieros colombiano.

La BVC es una entidad financiera privada, vigilada por la Superintendencia Financiera de Colombia y adscrita al Ministerio de Hacienda y Crédito Público que actúa como intermediario entre demandantes y oferentes de activos tanto de renta variable como de renta fija. Su principal función es canalizar los recursos del público hacia las empresas colombianas que requieren capital.

La BVC ha negociado en títulos de renta variable y renta fija, repos de acciones y OPCF's un monto de USD\$966 Billones en lo recorrido del año (octubre 2010), en el 2009 el volumen que alcanzó la BVC fue aproximadamente de USD\$1.19 Billones (Con TRM 12 Octubre 2010). A diario se negocian alrededor de USD\$3,9 Billones, el volumen de operaciones es aproximado a 10,8 Billones en un día. Del volumen total transado, la mayor composición esta en el mercado de renta fija, el mercado accionario no representa gran parte de la bolsa porque ni siquiera el 10% de las grandes compañías cotizan en Bolsa, la proporción ha venido en aumento los últimos años.

La proporción en acciones es aproximadamente 2.43%, en repos se concentra el 1.05%; en el mercado de renta fija se concentra una parte alta del mercado entre RF Transaccional (39.6%) y RF Registro (54.8%), y el mercado de OPCF's es el más amplio en cuanto instrumentos derivados se refiere, aproximadamente 1,22% y los demás derivados un 0,9%.

La regulación y supervisión del mercado, está a cargo fundamentalmente de tres entidades, sin perjuicio de las funciones de regulación del Banco de la República específicamente encaminadas a mantener el poder adquisitivo de la moneda y que puedan incidir en el mercado de valores:

1. Congreso de la República que expide la ley marco del mercado de valores
2. Gobierno Nacional, a través del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, que expide regulaciones que concretan las normas generales de la ley marco de valores.
3. Superintendencia Financiera, que expide instrucciones sobre el cumplimiento de las normas emitidas por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

1.3.2 ***Mercado de Valores en Perú.-***

¹²El mercado de valores peruano mostró un comportamiento mixto durante diciembre 2009. Las colocaciones de valores disminuyeron respecto al mes anterior, mientras que el monto negociado en la Rueda de Bolsa se incrementó y los principales índices bursátiles de la Bolsa de Valores de Lima (BVL) presentaron rendimientos positivos. Por su parte, la industria de fondos mutuos presentó un crecimiento tanto en el patrimonio administrado como en el número de partícipes.

El sector privado obtuvo financiamiento en el mercado público de valores por US\$ 1 235.7 millones a diciembre de 2010, monto inferior en 27.8% respecto al mismo período del año anterior. Los principales demandantes de los títulos

¹² (Vigil, 2010)

colocados, al cierre del presente año, fueron los fondos mutuos con una participación de 27.6%, seguidas de las administradoras privadas de fondos de pensiones (AFP) con 24.4% y las compañías de seguros con 15.1%.

De otro lado, al cierre de diciembre del año 2010 se inscribieron valores correspondientes a 85 emisiones de títulos por oferta pública primaria (OPP) en el Registro Público del Mercado de Valores (RPMV), por un total de US\$ 4053.4 millones, monto inferior en 42.5% con relación a similar período del año anterior.

Respecto al mercado bursátil, el Índice General de la Bolsa de Valores de Lima (IGBVL) registró una ganancia de 65.0% en el período enero – diciembre del presente año. Asimismo, el monto negociado con instrumentos de renta variable en operaciones al contado ascendió a S/. 14,154.7 millones; mientras que el valor de la capitalización bursátil se incrementó en 49.9%, cerrando en US\$ 160 867.4 millones.

Al cierre de año, la industria de fondos mutuos reporta un aumento de 14.9% en el patrimonio administrado (US\$ 721.3 millones), así como un avance de 13.4% en el número de inversionistas (32 987 partícipes).

Finalmente, a fines de diciembre, la posición en moneda nacional representó 48.2% del total de la cartera administrada por los fondos mutuos, porcentaje mayor al presentado en noviembre.

1.3.3 ***Mercado de Valores en Ecuador.-***

¹³La formalización del mercado de valores ecuatoriano, tuvo sus inicios en 1970. Este, surgió como consecuencia del establecimiento de las primeras bolsas de valores en las ciudades de Quito y Guayaquil en 1969, a través de una disposición del entonces presidente José María Velasco Ibarra. En este sentido, el mercado de valores comprende aquel espacio económico donde se reúnen oferentes (emisores) y demandantes (inversionistas) de valores.

A su vez, el mercado de valores cumple la función de captar recursos financieros a través de la compra y venta de instrumentos financieros, con el objetivo de financiar capital de trabajo de manera directa y a costos reducidos.

En Ecuador, las principales instituciones encargadas de regular el mercado de valores son: El Consejo Nacional de Valores y la Superintendencia de Compañías. De acuerdo a la Ley de Mercado de Valores, El Consejo Nacional de Valores constituye el órgano rector y encargado de establecer la política general del mercado de valores. Mientras que la Superintendencia de Compañías, es la encargada de ejecutar las políticas dispuestas por el Consejo Nacional de Valores y regular las actividades llevadas a cabo dentro del mercado de valores.

Adicionalmente se tiene al registro de mercado de valores, el cual forma parte de la Superintendencia de compañías como el organismo encargado de registrar la información pública de los participantes del mercado.

¹³ (Clavijo, 2010)

Por otro lado, se tiene a la bolsa de valores como el espacio físico donde acuden los distintos actores del mercado a realizar sus transacciones de compra o venta de valores. Este proceso de negociación de valores, se realiza a través de intermediarios (casa de valores) las cuales son las encargadas de vender títulos valores emitidos por sus clientes (emisores) o comprar títulos valores por encargo de los inversionistas. Actualmente, en Ecuador existen dos bolsas de valores: Bolsa de Valores de Guayaquil (BVG) y Bolsa de Valores de Quito (BVQ). Dentro de las cuales constan registradas al año 2009 un total de 34 casas de valores (21 en Quito y 13 en Guayaquil).

En cuanto a los tipos de títulos de valores estos pueden ser de renta fija o variable. Los títulos de renta fija, son aquellos documentos a través de los cuales el inversionista percibe una cantidad conocida en cada período u otorga el derecho a percibir un interés fijo (Bonos, Certificado de depósito, entre otros). Mientras, que los títulos de renta variable son aquellos que incluyen un derecho de propiedad sobre el patrimonio de una empresa, el cual generará un flujo de dinero incierto que dependerá del desempeño de la empresa y los beneficios que esta obtenga (acciones). De acuerdo a cifras oficiales al 2009, las transacciones bursátiles de títulos valores fue de USD 6,426 millones a nivel nacional (USD 5,070 millones renta fija y USD 1,355 millones renta variable) con una participación del 27% sector público y 73% sector privado.

Finalmente, dentro de los problemas que pueden afectar al mercado de valores figuran: los problemas coyunturales (inestabilidad política, jurídica o volatilidad de mercados internacionales) y los estructurales (regulación del mercado, incentivos tributarios, productos financieros). De esta manera, se ve que a pesar de los problemas coyunturales en el último año, el país obtuvo un

incremento de sus transacciones bursátiles en un 20% (USD 1273 millones), pasando de USD 5,153 millones en el 2008 a USD 6,426 millones en el 2009⁵. No obstante, problemas como la reducción de incentivos tributarios resultado de la última reforma a la ley de régimen tributario y el constante incremento de la carga tributaria a los distintos sectores de la economía, podrían mermar el desarrollo del mercado de valores.

Como se puede observar en las líneas anteriores en lo que respecta al mercado de valores nuestro país está atrasado en comparación a nuestros vecinos del norte y del sur, nuestro mercado a penas movió en el año 2012 \$3,749 millones de dólares frente al mercado colombiano que movió en ese mismo periodo \$39,488 millones de dólares y el mercado peruano \$7,616 millones de dólares.

Tabla 1.3.1 Comparativo Regional

	Ecuador	Perú	Colombia
Volumen de negociación en bolsa al año 2012 en \$ en miles de dólares	\$3.749	\$7.616	\$39.488
Número de empresas insertas en la bolsa	395	284	232
Porcentaje del volumen negociado al año / PIB	49%	75%	448%

Fuente Bolsa de valores de Colombia, Bolsa de Valores de Guayaquil y Bolsa de Valores de Lima BVL.

Es notable que nuestro país esté encaminado al desarrollo de apalancamiento no tradicional a través de la Bolsa de Valores, pero en relación a países referentes como Colombia y Perú que manejan economías muy similares nosotros estamos en la fase de crecimiento, mientras ellos se encuentran en la etapa de madurez.

Pero justamente el fin de este trabajo es impulsar el apalancamiento a través de formas no tradicionales, emitiendo documentos que puedan negociarse en el mercado de valores, o negociando documentos a través del factoring para necesidades de liquidez a corta plazo.

La contracción que ha tenido el sistema financiero tradicional al tener que ajustar sus operaciones de acuerdo a las nuevas regulaciones estipuladas por los organismos de control, va a impulsar el financiamiento no tradicional por esta razón es de vital importancia que nuestro trabajo de investigación aclare las dudas que los directores y las personas que toman decisiones financieras puedan tener sobre este tema tan poco difundido.

CAPITULO 2

2. EMPRESAS Y FINANCIAMIENTO EN LA CIUDAD DE GUAYAQUIL

2.1. Antecedentes

En muchas ocasiones cuando las empresas requieren liquidez a corto plazo no cuentan con las garantías necesarias, para solicitar una operación tradicional de crédito y la liquidez necesaria para atender las diferentes obligaciones, lo que comienza a generar problemas en las actividades cotidianas del negocio, obligando a los gerentes financieros a buscar financiamiento a largo plazo haciendo encarecer sus diferentes productos.

Las empresas deben entender que su negocio es producir, comercializar, ó dar servicios a sus clientes, pero que el apalancamiento de estos debe ser atendido por instituciones financieras pues son estas quienes manejan el know how del negocio, y es que hoy en día es una práctica común que las empresas del sector comercial facturen para cobrar en un mes o más, mientras la mercadería se despacha y se necesitan recursos para pagar salarios y proveedores.

La desaceleración de la economía ha significado una reducción importante en los créditos otorgados por la banca, las políticas actuales. El potencial de las facturas no pasa desapercibido por las autoridades y es por esta razón que la Superintendencia de compañías en su resolución del 20 de noviembre del 2009 concedió un carácter negociable a las facturas comerciales, mientras que la Ley de seguridad financiera, expedida en diciembre del mismo año las convirtió en títulos para que puedan negociarse a través del mercado de valores.

En Ecuador apenas se encuentra explotado el 1.5% del mercado potencial de factoring se estima que puede llegar tener un crecimiento del 14 al 19 por ciento. En Guayaquil eso significaría que 250 empresas utilicen los servicios de factoring ya que según el último censo realizado se registra 1669 empresas en esta gran ciudad.¹⁴

2.2. Alternativas de corto plazo “FACTORING”

¹⁵El Factoring es una herramienta financiera que permite a las empresas obtener recursos líquidos a corto plazo recurriendo a la venta de sus propios activos corrientes, es decir sus cuentas por cobrar como son sus facturas y documentos de embarque por cobrar.

Esos activos los venden con un factor de descuento a una compañía que hace factoring, ó a una institución financiera que brinde este tipo de servicios. Esta alternativa de apalancamiento no tradicional está dirigida no solo a los grandes comerciantes sino a la mediana y pequeña empresa.

En el factoring usted usa los cupos de crédito de su cliente para apalancarse, no los suyas. Un préstamo bancario se basa en sus activos y en su habilidad de pagar dicho préstamo, al realizar una operación de factoring no se produce ningún pasivo. Como se puede observar en el gráfico 4

¹⁴ (INEC Instituto Nacional de Estadísticas Y Censos, 2012)

¹⁵ (Factor Logros de Ecuador, 2013)

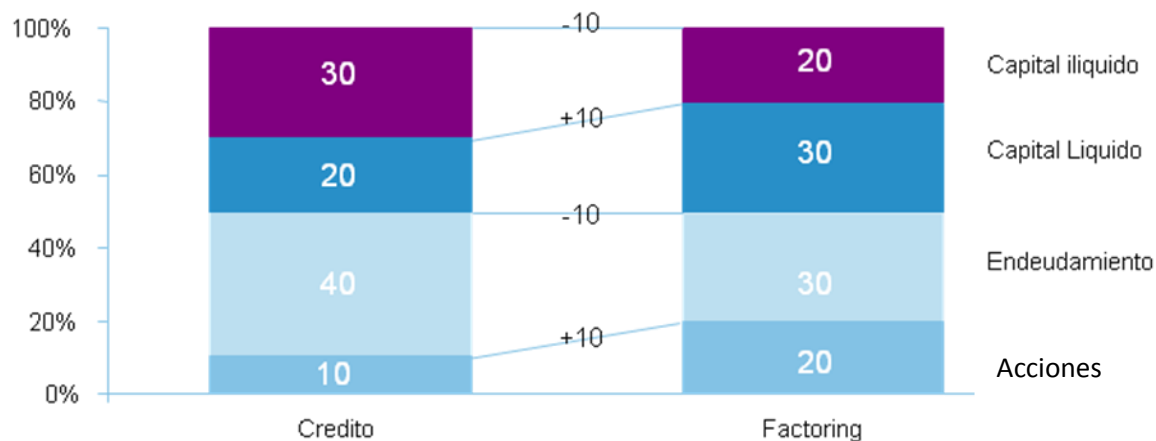


Gráfico 4: Comparativo estructuras de empresas con opción de crédito y con opción de factoring

Fuente: Factor Logros de Ecuador

Los beneficios por utilizar este tipo de financiamiento son:

No produce endeudamiento: Las operaciones de factoring no producen endeudamiento pues consisten en la venta de un activo corriente (cuentas por cobrar). En consecuencia, al no ser representativa de deuda, no se informará en el sistema bancario y financiero, por ende no llena su acceso a créditos.

Cobranza: La empresa de factoring se encarga de la cobranza de los documentos a fecha, facilitando la puntualidad y recuperabilidad de los documentos. Se transfiere el riesgo de pago a cambio del descuento.

Disminución de Costos: Al encargar la cobranza a la empresa de factoring, se eliminan los riesgos de administración y mantención de documentos en cartera y además, se reducen gastos al no perder tiempo cobrando los documentos que le adeudan, pudiendo dedicarse exclusivamente a su actividad.

Apoyo Administrativo: Otorga una orientación a quienes utilizan este apalancamiento al informar sobre la calidad de los documentos por cobrar.

Liquidez: Inmediata y de libre disponibilidad.

Además las empresas cuentan con algunas ventajas al utilizar el Factoring como:

- Descuentos por pronto pago con sus proveedores.
- Ahorro de tiempo y dinero en la gestión de cobranza de las facturas.
- Permite incrementar la disponibilidad de recursos a medida que se aumentan las ventas.
- Ampliación de los términos de venta.
- Liquidez inmediata sin hipotecar sus bienes y sin generar pasivos.
- Obtener flujo de caja sin necesidad de anticipo por parte de sus clientes.
- Permite reservar las líneas de crédito bancarios para proyectos de largo plazo.
- Permite planificar mejor el flujo de caja de la empresa.
- Convierte sus ventas a plazo en ventas al contado.
- Mejora sus indicadores financieros.
- Reduce la dependencia del apalancamiento tradicional.

Pero también se debe resaltar las desventajas del producto:

- La cesión de los documentos negociados para el cobro respectivo, que se refieran a operaciones relativas de productos perecederos, la empresa de factoring está en la autoridad de aceptar o no esas cuentas, por lo que quedarían excluidos para la operación del factoring.
- La empresa usuaria se sujetará al criterio de la sociedad de factoring, porque solo adquirirá las cuentas por cobrar, resultantes de una selección minuciosa para la aplicación del factoring, por lo que dependerá de la calidad de las mismas, es decir, de sus plazos, montos, la posibilidad de recuperación y la evolución de solvencia de sus compradores.

- Los documentos ya vencidos o enrolados en algún juicio legal, pueden elevar los costos administrativos y generar retrasos en la gestión, por lo que significaría una debilidad financiera para acceder al beneficio del Factoring para el desarrollo de negocios futuros.

Hay que remarcar que cada proceso de compra de facturas es único, y las ventajas y desventajas solamente se podrían evaluar a través de las condiciones específicas que se establezcan en cada contrato.

Al momento las empresas que están utilizando este tipo de apalancamiento no tradicional están distribuidas en los segmentos de mercado detallados en el gráfico 5.

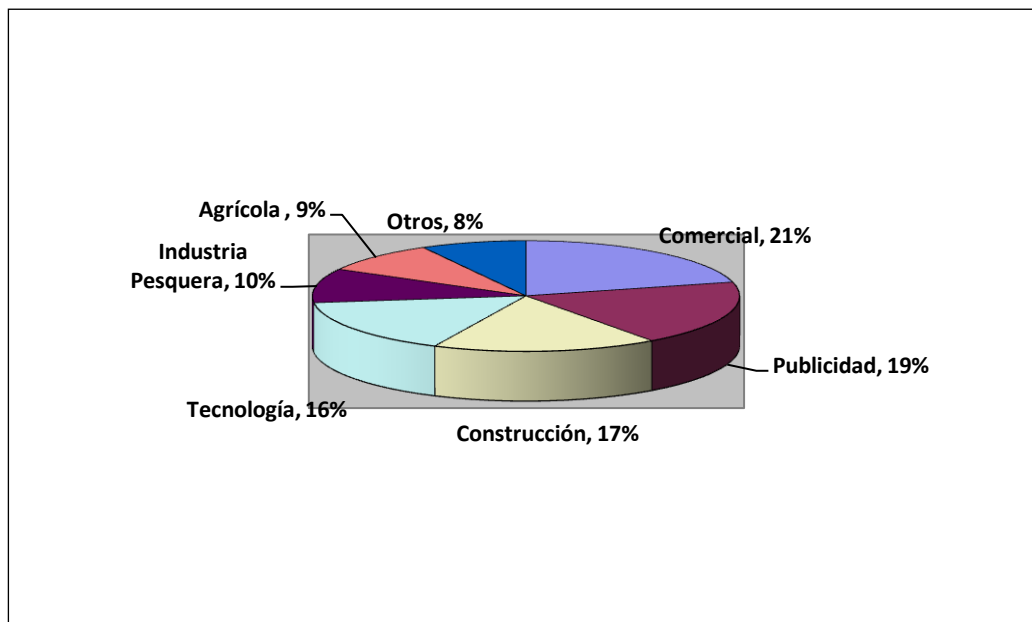


Gráfico 5: Distribución por sector clientes de factoraje

Fuente: Ecuadescuentos

2.2.1 *Análisis del costo financiero*

El costo financiero en esta alternativa de financiamiento, muchas veces no es analizado con detenimiento ya que visto como descuento puede considerarse bajo al manejar descuentos entre el 2.5% al 3.5%; más gastos de administración, que convertidos a tasa de interés anual se convierte en un costo entre el 30% al 40%.¹⁶

Pero a pesar del alto costo, la principal razón por la que este tipo de financiamiento estén en auge, es que las empresas al no contar con el acceso a las alternativas de financiamiento tradicionales, deben optar por asumir estos costos elevados para no afectar la liquidez y por ende las obligaciones con proveedores y empleados.

Por esta razón es importante que las personas encargadas de tomar las decisiones financieras dentro de la empresa analicen el costo beneficio de esta alternativa no tradicional.

2.2.2 *Participantes en el contrato de Factoring*

Entre los agentes que intervienen en el contrato de Factoring están:

- El deudor: Quien contrae la deuda con el cliente, producto del traspaso de dominio de la venta de bienes y/o servicios, para ser manejada por la empresa de Factoring.

¹⁶ (Fossati, 2012)

- El Cliente o Factorado: La empresa que recibe los servicios de la empresa de factoring, a cambio de la cesación de derechos de los documentos que serán objeto de cobro.
- La empresa de Factoring: Quien a cambio de quedarse con las cuentas, le gestiona la cobranza y anticipa al cliente un monto (si lo estipulare el contrato) sujeto a una tasa de descuento, para posteriormente liquidar lo pendiente en los plazos ya establecidos.

2.2.3 Tipos de Factoring.-

¹⁷En el mercado local se puede encontrar muchas modalidades por las que se puede celebrar un contrato de Factoring:

.2.2.3.1 Según su contenido.-

Dependiendo de que haya o no financiación.

- a) Factoring “Con Financiación”.-Conocido también como “Factoring a la vista o Credit Cash”, es sin duda la modalidad más atractiva, ya que la empresa usuaria podrá beneficiarse del servicio de liquidez anticipada de forma inmediata.
- b) Factoring “Sin Financiación”.- En esta modalidad llamada también “Factoring al vencimiento o Maturity”. En esta modalidad el importe de los créditos no se anticipan, sino que la cancelación de las cuentas a la cedente se hará a medida que se vencen los plazos, se liquidan y los deudores abonan a la firma el pago respectivo.

¹⁷ (Alex, 1997)

.2.2.3.2 **De Acuerdo al Destino de las Ventas.-**

De este tipo de clasificación se tienen las siguientes modalidades.

- a) Factoring Nacional o “Domestic Factoring”. - Conocido como Factoring Interno, se ejecuta cuando el Factorado (titular de los créditos comerciales pedidos), la empresa factora y deudores residen en un mismo domicilio legal y operan sus sedes administrativas dentro de un mismo país.
- b) Factoring Internacional o “Internacional Factoring”.- Toma este nombre porque las partes contratantes, tanto el Cliente Factorado, como la Empresa de factoring y Deudores residen en países distintos.

.2.2.3.3 **Según la Asunción del Riesgo.-**

En este caso el factoring podrá ser “con recurso” y “sin recurso”.

- a) Factoring “Con Recurso”.- También llamado “Factoring impropio”, este convenio incluye una variedad de beneficios, excepto la asunción del riesgo crediticio de parte de intermediarios financieros, en esta modalidad es el factorado quien soporta el riesgo de hacer frente a la liquidación de los plazos.
- b) Factoring “Sin Recurso”. Conocido además como “Factoring propio o Factoring completo” ya que éste acuerdo general, involucra la satisfacción de un sinnúmero de necesidades orientadas al bienestar de los clientes que lo aplican. En esta modalidad, el factor garantiza el riesgo de las cuentas.

.2.2.3.4 **En Función del Momento del Pago.-**

Según este criterio el Factoring podrá ser:

- a) Factoring con Pago al Cobro.- Opera simplemente en los ciclos y plazos de tiempo que se estima se hará la cobrabilidad de las deudas, es decir la compañía de Factoring paga al cliente una vez que ha cobrado a los compradores.
- b) Factoring con Pago al Vencimiento.- Se establece una fecha límite, es decir, la compañía de Factoring paga al cliente en un tiempo máximo fijado con la posibilidad de efectuarse un cambio en la fecha de pago pactada si ésta fuese anterior a la citada fecha límite.
- c) Factoring con Pago a una Fecha Previamente Establecida.- Se da cuando la compañía de Factoring paga al cliente en la fecha anticipada acordada, con independencia de que se haya o no efectuado el cobro a los compradores.

2.2.4 Regulación de contratos modernos en el Ecuador.

¹⁸Los lineamientos reguladores de contratos modernos en el Ecuador pasan desapercibidos debido a la falta de información jurídica en el país, quizás este aspecto afecta más que una posible carencia de leyes ya que en el Ecuador existían definiciones acerca del Factoring y de las capacidades para celebrarlo. Y es que se hace referencia al término en sentido pasado, ya que las disposiciones expedidas en el Registro Oficial # 196 de Mayo 25 de 1993 fueron derogadas por la Superintendencia de Bancos y Seguros, además existe un

¹⁸ (Alex, 1997)

Régimen Comercial Ecuatoriano donde se reconoce la operación de Factoring que no consta en el Registro Oficial para su aplicación legal.

2.2.5 Empresas que se dedican al Factoring.

En Guayaquil existen 3 empresas que se dedican a la compra de Facturas con una administración transparente y con el apoyo de grupos internacionales, a continuación se detalla sus nombres y contactos:

- LOGROS.- Se encuentran ubicados en el edificio World Trade Center Torre B piso 8, oficina 802. Persona de contacto Richard Hall correo electrónico rhall@logros.ec.
- ECUADESCUENTOS.- Se encuentran ubicados en el edificio World Trade Center Torre B piso 6, oficina 607. Persona de contacto Luigi Fossati.
- GESTOMATIC.- Sus oficinas se encuentran ubicadas en 9 de Octubre 100 y malecón en el edificio la Previsora piso 21, oficina 2107. Persona de contacto Sonia Rodríguez Oliveros correo electrónico sro@gestomatic.com.

Algunas instituciones financieras se han dado cuenta que este tipo de financiamiento está siendo muy solicitado por las empresas y genera una cartera con mayor seguridad al tener una fuente de repago sustentable.

A continuación se detalla el nombre de algunas instituciones que ofrecen este servicio.

- BANCO DE GUAYAQUIL
- BANCO PROMERICA
- BANCO DE MACHALA

2.3. Alternativas de mediano y largo plazo en el mercado de valores

Las empresas requieren financiamiento a largo plazo para el desarrollo de sus proyectos, pero en muchas ocasiones encuentran dificultades al solicitar la ayuda de instituciones financieras, es por esta razón que los gerentes generales o financieros, deben conocer que en el mercado de valores existen opciones de financiamiento a través del pasivo, activo y patrimonio que solucionarán las necesidades de las empresas.

A largo plazo se puede encontrar algunos tipos de apalancamiento como Emisión de Obligaciones, Papel comercial, Titularización, Emisión de acciones y Revni; a continuación se va a explicar en detalle cada una de estas alternativas.

2.3.1 **REVNI**

El registro especial de valores no inscritos es un alternativa de financiamiento a mediano plazo para micro, pequeñas y medianas empresas que buscan opciones de financiamiento a costos competitivos y con exigencias de garantías más acorde a la realidad económica de cada empresa.

Dentro del mercado de la bolsa de valores de Guayaquil se está impulsando este tipo de financiamiento cuyo proceso es mucho más ágil que una emisión de obligaciones.

.2.3.1.1 **Ventajas**

Las ventajas que tiene esta alternativa son:

- Paga una menor tasa de interés frente a las alternativas tradicionales.
- Proceso más corto que emisiones de obligaciones o papel comercial.
- Genera oportunidad para nuevas emisiones si el mercado percibe un buen récord de pago.
- Plazo hasta 180 días por dos ocasiones seguidas cada 3 años.
- Garantía general (patrimonio de la empresa) o específica (prenda o hipoteca) esta última se aplica cuando el patrimonio de la empresa no cubre el valor de la emisión.
- Trabajo con Dinero de Terceros.

.2.3.1.2 Desventajas

La desventaja que tiene esta alternativa es que después de cierto límite su capacidad de endeudamiento será limitada y no podrá generar más pasivos.

Tabla 2.3.1 Comparativo Ventajas y Desventajas REVNI

REVNI	Ventajas	Desventajas
Empresa	<ul style="list-style-type: none"> • Costo • Proceso corto • Reputación • Plazos • Garantías 	<ul style="list-style-type: none"> • Relación directa con el endeudamiento de la empresa
Inversionista	<ul style="list-style-type: none"> • Rentabilidad 	<ul style="list-style-type: none"> • Alto riesgo

Fuente: entrevistas, elaborado por los autores

.2.3.1.3 Proceso

¹⁹El proceso establecido por la bolsa de valores según su normativa vigente es el siguiente:

- Solicitud para adherirse al mecanismo, suscrita por el emisor de los documentos.
- Certificado de existencia legal del emisor.
- Capital pagado mínimo, e índices financieros óptimos de acuerdo a lo fijado por el directorio de las bolsas de valores.
- Estados financieros auditados de los tres últimos años.
- Nómina de directores y administradores.
- Descripción de la empresa, sus principales actividades y perspectivas futuras.

El directorio de las bolsas de valores o el comité designado por éstas para el efecto, autorizará la anotación en el REVNI de este tipo de valores y ordenará, al siguiente día bursátil que el solicitante publique por una sola vez en un diario de amplia circulación del domicilio del emisor, la aceptación de dicha bolsa para que las acciones no inscritas en el Registro del Mercado de Valores se coticen ocasional o periódicamente.

La anotación de los documentos no inscritos en el Registro del Mercado de Valores tiene una vigencia de ciento ochenta días calendario. Al menos con cinco días anteriores al vencimiento de este plazo, el emisor podrá solicitar por una sola vez a la bolsa de valores una prórroga por un plazo máximo de

¹⁹ (Bolsa de Valores de Guayaquil)

ciento ochenta días, la que podrá ser concedida siempre que no haya variado substancialmente su situación legal, económica y financiera.

Las bolsas de valores automáticamente procederán a cancelar la anotación de los valores del REVNI una vez vencido el plazo de vigencia, y en el caso de que exista la voluntad del emisor, podrá solicitar su inscripción y la de los valores, previo al cumplimiento de los requisitos legales y reglamentarios pertinentes.

El emisor que hubiere solicitado la anotación de acciones en el REVNI, será responsable ante la bolsa de proporcionarle la información ocasional que ésta le requiera.

La casa de valores que requiera utilizar este mecanismo de rueda especial de subasta de acciones de sociedades no inscritas, en el Registro del Mercado de Valores que realice el sector privado, deberá informar a las bolsas de valores del país, sea a través del sistema electrónico o de comunicación escrita, con cuarenta y ocho horas de anticipación a la realización de la misma, su voluntad de participar en ésta.

Las bolsas de valores del país, el mismo día de recibido el aviso, notificarán mediante comunicación escrita dirigida a sus miembros y a la Superintendencia de Compañías que se va a efectuar la subasta.

El aviso de subasta deberá contener los siguientes datos:

- Denominación de la casa de valores.
- Razón social o denominación y domicilio del emisor.
- Número de documentos que se vayan a ofertar.
- Valor nominal de cada acción.
- Clase y serie.
- Condiciones: especificar lote, de ser el caso.

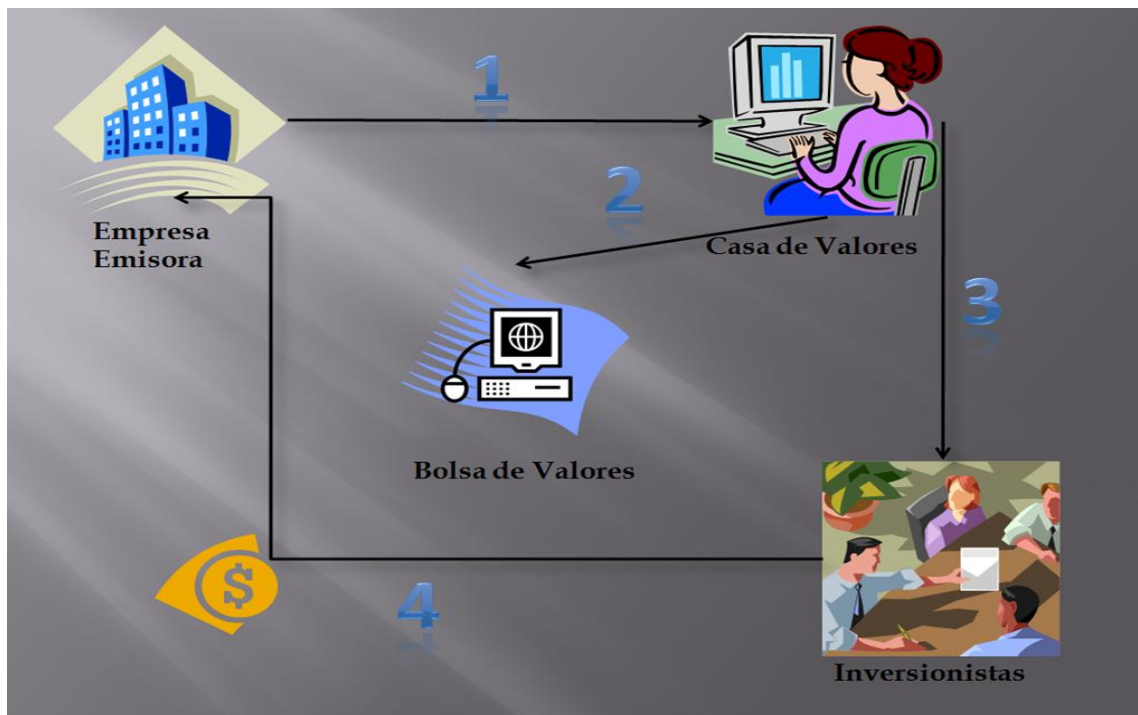


Gráfico 6 Proceso REVNI

Fuente: Elaborado por los autores

En el Anexo 3 de este trabajo de investigación se incluye la normativa vigente completa sobre el REVNI.

²⁰Esta alternativa de financiamiento está siendo impulsada por la Bolsa de Valores a través de un programa formativo y de difusión destinado a las MiPymes para promover las ventajas del producto “MiPymeBursátil” que se basa en el mecanismo del Registro Especial de Valores no Inscritos (Revni) mediante el cual se ha adaptado la dinámica bursátil a la realidad de las medianas, pequeñas y microempresas del país, así como también a emprendimientos.

Al detectarse que el financiamiento para las pequeñas y medianas empresas es uno de los problemas más apremiantes para su desarrollo, se impulsó nuevas maneras de aprovechar las ventajas del mercado bursátil para empresas constituidas y de tamaño más pequeño así como los emprendimientos prontos a estrenarse.

Conseguir recursos acordes al flujo propio de cada negocio es posible en el mercado de valores a través de ese mecanismo. “MiPymeBursátil” ha sido especialmente diseñado para pequeñas y medianas empresas que requieren financiamiento acorde a su realidad.

Así, las exigencias se adecuan a las características de las MiPymes sin descuidar procedimientos básicos que permitan incluir a jugadores serios en el mercado de valores. Si bien no se pide a los emisores que utilizan “MiPymeBursátil” una calificación de riesgo, por el costo que ella implica, sí

²⁰ (Bolsa de Valores de Quito)

se solicita información legal y económica, auditada, pormenorizada y actualizada, que permita comprender el riesgo de los valores a anotarse.

Para lograr la anotación de los valores de una MiPyme en bolsa, aunque no deben inscribirse en la Superintendencia de Compañía, tienen que cumplir con varios requisitos que demuestren la confiabilidad de los valores que se pondrán en el ruedo bursátil.

También significa un ahorro de tiempo y dinero pues la inscripción se la hace directamente en la bolsa y no tiene costo. “MiPymeBursátil” es un mecanismo más liviano, pero no por eso menos formal e informado. Con él se busca que las pequeñas y medianas empresas logren beneficiarse de las ventajas de participar en el mercado de valores: tasas más convenientes plazos más largos y condiciones de pagos establecidas por el cliente.

Durante los años 2010 y 2011 esta alternativa tuvo una buena acogida, y esto se soporta en el monto de los documentos negociados en bolsa en el 2010 el valor fue de \$ 41'500.540 y en el 2011 \$50'315.652. Al cierre del 2012 el monto de negociación disminuyó notablemente a \$10'225.555. El plazo promedio de emisión ha llegado hasta 560 días.²¹

Las negociaciones de acuerdo al tipo de actividad de las empresas representan un 63% para el sector comercial y 37% para el sector de servicios. Sumando un total de 162 empresas con 274 registros al cierre del 2012.

²¹ (Bolsa de Valores de Quito) (Bolsa de Valores de Guayaquil)

2.3.2 ***Emisión de Obligaciones***

La emisión de obligaciones al igual que el papel comercial consiste en alternativas de financiamiento a través del pasivo de la empresa, la diferencia entre ambos radica en el plazo. El papel comercial es utilizado a corto plazo y la emisión a largo plazo.

Ambos son títulos de crédito emitidos por empresas que buscan captar recursos para financiar las actividades. Se venden a través de una oferta pública, deben contar con una calificación de riesgo avalada por una empresa autorizada por la Superintendencia de Compañías.

Según establece la ley emitida por el Consejo Nacional de Valores que regula la emisión de obligaciones: Toda emisión está respaldada por garantía general y además podrá contar con garantía específica. Cuando se trate de una garantía general la empresa emisora no podrá adoptar decisiones que disminuyan su patrimonio; y cuando se trate de garantías específicas no podrá disminuir el valor de las mismas hasta haber redimido las obligaciones.

Dentro del mercado de bolsa de valores de Guayaquil se encuentran inscritas cerca de 278 emisiones valoradas en \$2.883 millones de dólares americanos desde el año 2004 hasta el cierre del 2012²²; incluyendo empresas de diferentes sectores como Banco Bolivariano, Promerica, Banco de Loja, Pichincha, Diners Club, Almacenes Boyacá, Corporación El Rosado, Almacenes TIA, Sumesa, Pronaca, Agripac, Delcorp, Talme, Novacero, Dipac, entre otras.

²² (Bolsa de Valores de Quito) (Bolsa de Valores de Guayaquil)

.2.3.2.1 **Ventajas**

Las ventajas que tiene esta alternativa son:

- Paga una menor tasa de interés.
- Permite adaptar el endeudamiento a la capacidad de pago futura de la empresa, ya que el capital se amortiza de acuerdo a las características de la emisión.
- Genera oportunidad para nuevas emisiones si el mercado percibe un buen récord de pago, o puede derivar en crédito de fuentes internacionales.
- Plazo entre 2 a 5 años.
- Garantía general (patrimonio de la empresa) o específica (prenda o hipoteca) esta última se aplica cuando el patrimonio de la empresa no cubre el valor de la emisión.
- Trabajo con dinero de terceros.
- Existen algunas alternativas y formas para escoger.

.2.3.2.2 **Desventajas**

La desventaja que tiene esta alternativa al igual que en la alternativa anterior después de cierto límite su capacidad de endeudamiento será limitada y no podrá generar más pasivos.

Tabla 2.3.2 Comparativo Ventajas y Desventajas Emisión de Obligaciones

Emisión de Oblig.	Ventajas	Desventajas
Empresa	<ul style="list-style-type: none"> • Costo • Personalización • Reputación • Plazos • Garantías 	<ul style="list-style-type: none"> • Relación directa con el endeudamiento de la empresa
Inversionista	<ul style="list-style-type: none"> • Rentabilidad • Seguridad 	<ul style="list-style-type: none"> • Poder de decisión

Fuente: entrevistas, elaborado por los autores

.2.3.2.3 **Proceso**

Preparación de la Emisión.- En este paso se debe buscar la asesoría de una Casa de Valores que son instituciones que cumplen la intermediación entre la bolsa de valores, las empresas, y los inversionistas. Entre las casas de valores más reconocidas del medio encontramos a Accival, Advfinsa, Ventura, entre otras. Luego con la asesoría de la Casa de Valores, deben obtener una calificación de riesgo, emitida por una compañía avalada por la Súper de Compañías.

A la par deben contratar un representante de los obligacionistas cuyas funciones son las de representar a los inversionistas ante la empresa emisora, verificar el establecimiento de las garantías, pagos, convocar y presidir las juntas de obligacionistas y en caso de llegar a ser necesario iniciar las acciones necesarias ante el emisor y al agente pagador. También se debe contratar un agente pagador que son los servicios que presta una entidad financiera.

Se deben emitir los prospectos de oferta pública, que es la propuesta dirigida al público en general, o a sectores específicos de éste, de acuerdo a las normas de carácter general que para el efecto dicte el Consejo Nacional de Valores, con el propósito de negociar valores en el mercado. Este prospecto contiene información de la empresa sobre su actividad y estados financieros y detalla las condiciones de la emisión.

- **Inscripción en Registro de Mercado de Valores.**- La Superintendencia de Compañías procederá a la inscripción correspondiente en el Registro del Mercado de Valores, una vez que los emisores le hayan proporcionado, la información completa, veraz y suficiente sobre su situación financiera y jurídica de conformidad con las normas que expida el Consejo Nacional de Valores. En este paso se entrega el prospecto de oferta pública a la Súper Intendencia de Compañías acompañando la información requerida, luego de la revisión y aprobación se publica en un medio impreso la oferta pública y se paga la cuota de inscripción.
- **Inscripción en Bolsa de Valores.**- En este paso se entrega el prospecto aprobado por la SC, luego de la revisión y aprobación se paga la cuota de inscripción.

- **Colocación de Títulos.**- En este paso se procede a la venta de los documentos y de los valores recaudados, se pagan las comisiones de la casa de valores y de la bolsa de valores.

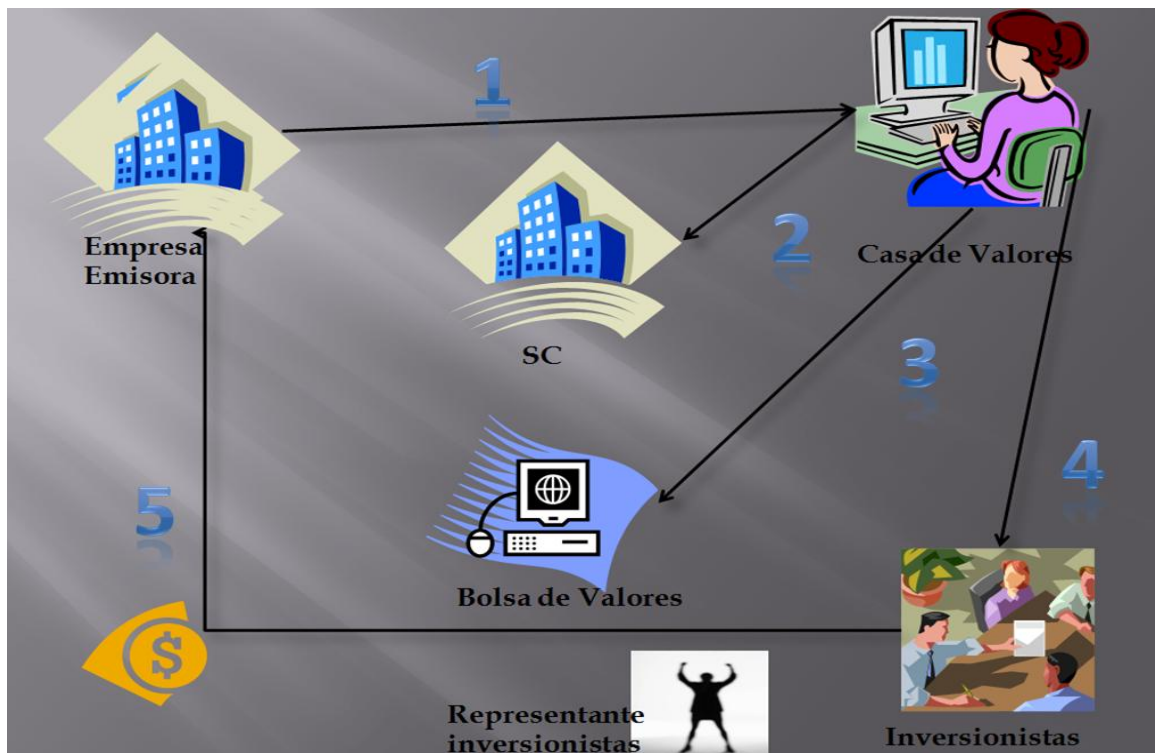


Gráfico 7 Proceso emisión de obligaciones y papel comercial

Fuente: Elaborado por los autores

2.3.3 Titularización

La titularización es una opción de financiamiento en base a los activos de la empresa como cartera, facturas, inventario, activos fijos, flujos futuros entre otros. Es el proceso mediante el cual se transforman activos de poca, lenta o nula rotación, pero que pueden generar flujos futuros, en liquidez a través de la emisión de valores susceptibles a ser colocados y negociados en el mercado

bursátil. También es considerada una forma de desintermediación financiera. No compite con créditos bancarios; son emitidos con cargo a un patrimonio autónomo.

El patrimonio autónomo consiste en el conjunto de derechos y obligaciones transferidos en propiedad al Fideicomiso y es inembargable. El Fideicomiso constituye un mecanismo basado en la confianza mediante el cual el o los constituyentes, transfieren la administración de uno o más bienes o derechos al Fiduciario para cumplir con una finalidad específica a favor del mismo constituyente o de un tercero llamado Beneficiario y la finalidad del Fideicomiso es lo que se establezca en el contrato lo cual debe ser lícito y factible.

Dentro del mercado de bolsa de valores de Guayaquil se encuentran inscritas cerca de 146 titularizaciones valoradas en \$3.222 millones de dólares americanos desde el año 2004 hasta el cierre del 2012, incluyendo empresas de diferentes sectores como Banco Amazonas, Banco Promerica, Banco Pichincha, Artefacta, Comandato, De Prati, Quifatex, Nestle, Agripac, Delcorp, Novacero, entre otras empresas.

.2.3.3.1 **Ventajas**

Las ventajas que tiene esta alternativa son:

- Liquidez se logra sin crear ni aumentar pasivos.
- Mejora la estructura del balance ya que hace líquidos activos ilíquidos.
- Financiamiento sin afectar líneas de crédito.
- Diversifica fuentes de fondeo.
- Transfiere riesgo a los inversionistas.
- Tasa inferior a la activa del sistema financiera.

.2.3.3.2 Desventajas

Las desventajas que tiene esta alternativa son:

- Requisitos de garantías muy exigentes para el originador.
- Proceso puede tomar hasta 6 meses.

Tabla 2.3.3 Comparativo Ventajas y Desventajas Titularización

Titularización	Ventajas	Desventajas
Empresa	<ul style="list-style-type: none">• No endeudamiento• Mejora estructura• No afecta cupos de crédito• Costos	<ul style="list-style-type: none">• Garantías muy exigentes.• Tiempo
Inversionista	<ul style="list-style-type: none">• Rentabilidad• Seguridad	<ul style="list-style-type: none">• Riesgo

Fuente: Entrevistas, elaborado por los autores

.2.3.3.3 Proceso

Para comenzar se debe conocer quienes intervienen en el proceso de una Titularización.

- **Originador.**- Consiste en una o más personas naturales o jurídicas, de derecho público o privado, nacionales o extranjeras, propietarios de activos o derecho sobre flujos susceptibles de ser titularizados.
- **Agente de Manejo o Titularizadora.**- Será una sociedad administradora fiduciaria, debidamente autorizada, que tenga a su cargo además de las funciones consagradas en el contrato de fideicomiso mercantil, las funciones asignadas en la Ley.
- **Agente Colocador.**-Es la persona jurídica, debidamente autorizada por Ley, encargada de colocar los valores objeto de oferta pública, entre los inversionistas.
- **Inversionistas.**- Son quienes asumen el riesgo de la inversión adquiriendo los títulos de valor.
- **Comité de Vigilancia.**- Estará compuesto cuando menos por tres miembros, elegidos por los tenedores de títulos, no relacionados con el Fiduciario y sus empresas vinculadas.

El propietario del activo transfiere los derechos sobre el mismo al Fideicomiso luego el proceso es idéntico a la emisión de obligaciones.



Gráfico 8 Proceso Titularización

Fuente: Elaborado por los autores

2.3.4 **Emisión de Acciones**

²³Una acción es un título que representa una parte o cuota del capital social de una sociedad anónima. Confiere a su titular legítimo la condición de accionista, dependiendo el tipo de acción concede a su titular derecho a voto.

Un accionista es propietario de un porcentaje de una sociedad de acuerdo a la cantidad de acciones que posee. Las acciones se pueden negociar en las bolsas de valores.

²³(Bolsa de Valores de Guayaquil)

Podrán realizar oferta pública primaria de acciones las siguientes compañías:

- Las sociedades anónimas y de economía mixta que se funden mediante constitución sucesiva o suscripción pública de acciones.
- Las sociedades anónimas y de economía mixta existentes que realicen aumentos de capital por suscripción pública.

Para acceder a este tipo de apalancamiento la empresa debe contar con:

- Resolución del órgano administrativo competente.

La Junta General de Accionistas, según el caso, resolverá sobre el aumento de capital de la compañía o la inscripción de las acciones y del correspondiente prospecto informativo.

Una vez que la compañía cuenta con una trayectoria reconocida en el mercado, puede emitir acciones y acceder a un mayor volumen de financiamiento. Se pueden emitir dos tipos de acciones preferentes y ordinarias. Pueden darse por aporte de compañías capitalistas, de propietarios actuales o por nuevos inversionistas.

La emisión de acciones es empleada por empresas de trayectoria comprobada y que cuentan con rendimientos interesantes para los accionistas, por lo general este recurso es utilizado por empresas grandes, como Holcim, Supermercados La Favorita, Pronaca, entre otros.

.2.3.4.1 **Ventajas**

Las ventajas que tiene esta alternativa son:

- Incrementa el Patrimonio de la empresa.
- No paga intereses sobre los recursos captados.
- Genera oportunidad de contar con capital fresco e incluso los inversionistas pueden o no participar de las decisiones de la empresa.
- No existe plazo para cancelar fondos.
- No requiere garantías.
- Existen algunas alternativas y formas para escoger.

.2.3.4.2 **Desventajas**

Las desventajas que tiene esta alternativa son:

- Inversionistas deberán vender acciones para recuperar inversión.
- Rentabilidad directamente relacionada con la utilidad de la empresa

Tabla 2.3.4 Comparativo Ventajas y Desventajas Emisión de Acciones

Emisión Acciones	Ventajas	Desventajas
Empresa	<ul style="list-style-type: none">• Mejora patrimonio• No genera costos financieros• Recursos nuevos• Sin plazo definido• Sin garantías	<ul style="list-style-type: none">• Apertura de información financiera
Inversionista	<ul style="list-style-type: none">• Ahorro de largo plazo	<ul style="list-style-type: none">• Recuperación de fondos• Rentabilidad

Fuente: Elaborado por los autores

.2.3.4.3 **Proceso**

Se puede realizar oferta pública primaria de acciones para los siguientes 2 casos:

- Constitución de compañías anónimas a través de la suscripción pública de acciones.
- Aumentos de capital a través de la suscripción pública de acciones.

Se debe contar con la **resolución del organismo administrativo** competente, la junta general de accionistas, según el caso resolverá sobre el aumento de capital de la compañía y el respectivo prospecto informativo.

Contratos que se deben realizar, luego con la ayuda de un asesor legal se elabora la escritura de aumento de capital. Como un paso opcional se puede suscribir un contrato con una casa de valores denominado **Underwriting** el cual puede incluir cualquiera de las siguientes modalidades:

- **En firme**, en este modelo la casa de valores adquiere el total del paquete de acciones para venderlas bajo su cuenta y riesgo.
- **Con Garantía total o parcial de adquisición**, aquí se asume el compromiso de adquirir en un determinado tiempo la totalidad o parte de la emisión.
- **Del mejor esfuerzo**, la casa de valores actúa como intermediaria comprometiendo a dar su mejor esfuerzo para colocar la totalidad de la emisión.

Luego se elabora el prospecto de oferta pública, para esta alternativa de financiamiento no es necesario contar con una calificación de riesgo y esto debe estar estipulado en el prospecto.

Inscripción.- Con toda esta información se procede a inscribir la emisión de acciones en el registro del mercado de valores y una vez autorizado por este se procede a realizar la inscripción en la bolsa de valores. Estos procesos se realizan con la ayuda de un operador de valores.

Colocación de Acciones.- En este paso se procede a la venta de las acciones a través de la bolsa de valores.

El crecimiento durante los últimos años ha sido constante es así que la capitalización bursátil en el año 2010 fue de \$5´144.256, en el 2011 creció en un 12% alcanzando un monto de \$5´778.988, y en el 2012 el crecimiento fue del 1.25% llegando a \$\$5´850.971²⁴.

2.4. Alternativas no tradicionales de acuerdo al perfil de las empresas

A continuación se presenta una tabla donde se sugiere cual alternativa sería la más adecuada de acuerdo al perfil de cada empresa.

²⁴ (Bolsa de Valores de Guayaquil) (Bolsa de Valores de Quito)

Tabla 2.4 Alternativas recomendadas según el perfil de las empresas

	Pymes	Empresas Grandes	Corporaciones
Revni	X	X	X
Emisión de Obligaciones		X	X
Papel Comercial		X	X
Titularización			X
Emisión de Acciones		X	X

Fuente: Elaborado por los autores

Como se observa en la tabla 2.4, a las Pymes se les recomienda solo el Revni en virtud de los costos que generan las otras alternativas.

Las empresas grandes y las corporaciones manejan un portafolio mucho más completo de opciones dada su formalidad y su capacidad económica. Salvo la titularización que no se recomienda a las empresas grandes por el tiempo que toma el proceso y el exceso en cobertura de las garantías.

A continuación se desarrolla un análisis FODA sobre las alternativas tradicionales y no tradicionales de apalancamiento financiero partiendo de la información expuesta en el contenido de este capítulo.

Tabla 2.5 Análisis FODA de alternativas tradicionales y no tradicionales de apalancamiento financiero

FODA ALTERNATIVAS NO TRADICIONALES	
FORTALEZAS	OPORTUNIDADES
Mejora estructura financiera de la empresa. Transparencia en las negociaciones.	Incentivo del gobierno para optar por alternativas no tradicionales. Variedad de ofertas de estructuradores.
DEBILIDADES	AMENAZAS
No todas las empresas están abiertas a presentar estados financieros al público. Costos elevados para las PYMES.	Cambio de regulaciones vigentes. Creación de impuestos adicionales que se generen en el proceso de estructuración.

FODA ALTERNATIVAS TRADICIONALES	
FORTALEZAS	OPORTUNIDADES
Costos regulados por el BCE. Requisitos estandarizados.	Requerimientos constantes de diferentes tipos de financiamiento. Variedad de Instituciones financieras.
DEBILIDADES	AMENAZAS
Garantías requeridas. Tiempo de respuesta.	Cambio de regulaciones vigentes. Creación de impuestos adicionales que se generen en el proceso de estructuración.

CAPITULO 3

3. INVESTIGACIÓN DE MERCADO

3.1. Problema

El desconocimiento de alternativas de apalancamiento financiero, con este trabajo de investigación, se desea establecer y difundir alternativas de apalancamiento financiero no tradicionales a través de emisión de obligaciones y factoring para mejorar la rentabilidad de las grandes y medianas empresas del mercado guayaquileño.

3.2. Tipo de Investigación

Esta investigación es cualitativa de nivel descriptivo²⁵ puesto que se revisará cuál es el actual conocimiento de alternativas de apalancamiento y se lo hará desde una óptica independiente.

3.3. Definición de la muestra

La muestra que utilizaremos para el desarrollarlo de esta tesis será un proceso investigativo, ya que a través de la investigación se podrán conocer diversas alternativas de apalancamiento, y después será descriptivo ya que se realizará una recolección de datos de diversas fuentes que ya brinden estos servicios, pueden ser alternativas que permitan a las empresas utilizar estos servicios sin necesidad de poner en riesgo su patrimonio.

²⁵ (Dario Parra, 2006)

La investigación que se realizará será exploratoria partiendo de datos históricos y será no experimental, se recolectarán datos en un solo momento de tiempo.

Para este proyecto se tomarán datos primarios: entrevistas a Gerentes de empresas que ya utilicen alternativas de apalancamiento no tradicionales, informaciones en bolsa de valores y empresas de factoring, datos secundarios como libros de finanzas, artículos de internet y leyes actuales.

3.4. Diseño de la entrevista.-

La entrevista contará con 10 preguntas de fácil comprensión para obtener la mayor cantidad de respuestas útiles posibles.

Las entrevistas se realizarán en las oficinas de los candidatos para brindar mayor comodidad y soltura de los participantes.

3.4.1 *Objetivo de la entrevista*

El objetivo de la entrevista es conocer los puntos de vista de las personas que brindan o utilizan este tipo de alternativas de apalancamiento financiero no tradicionales, consideramos que la entrevista nos ayudará a tener una visión más amplia, lo que nos permitirá medir y evaluar la idoneidad de este tipo de financiamientos.

Un segundo propósito es identificar qué tipo de empresas son las que encajan hoy en día para la contratación de este tipo de apalancamientos, según su nivel de ventas e información financiera.

La entrevista que realizaremos nos permitirá comparar los puntos fuertes y débiles de la actual ley de mercado de valores, y demostrar que tipo de empresas son las que les beneficiaría realizar estas negociaciones.

El objetivo principal de esta entrevista es justificar este trabajo de investigación para dar a conocer las alternativas no tradicionales de apalancamiento financiero.

3.5. Perfil de las empresas

3.5.1 *Obtención de información primaria*

Nuestro estudio está dirigido a ejecutivos de la ciudad de Guayaquil que tengan o no conocimiento del sistema bursátil, y que realizan o no sus transacciones a través de la Bolsa de Valores de Guayaquil, nuestro estudio está enfocado a empresas de la ciudad de Guayaquil.

A continuación narraremos los diferentes puntos de vista de cada uno de ellos:

Entrevista: Federico Francisco Bocca Ruiz.

Desarrollo de la Entrevista:

1. *¿Cuáles considera usted que son las opciones de financiamiento más utilizadas en el mercado de valores?*

Los más utilizados son los papeles comerciales, Renta fija (bonos) y Títulos valores (titularizaciones).

2. *¿Qué cantidad de empresas en el Ecuador usted considera que utilizan este tipo de Opciones de Financiamiento?*

Muy pocas, alrededor de 50 empresas.

3. *A su criterio, ¿Qué tan viables son estas opciones de financiamiento?*

En mi concepto son muy viables.

4. *A su criterio, ¿Cuál sería el motivo del por qué las empresas no suelen cotizarse en la bolsa de valores?*

Por su tamaño, Estructura y Cultura en nuestro país.

5. *¿Usted recomendaría a la empresas optar por estas alternativas de financiamiento?, ¿Por qué?*

Sí, porque pueden conseguir mejores condiciones de financiamiento en tasa y plazo.

6. *¿Usted cree que el hermetismo de las empresas familiares sea un impedimento para manejar estas alternativas de financiamiento no tradicionales?*

Sí.

7. *El Gobierno tiene intenciones de apoyar este tipo de financiamiento para las Pymes, ¿Usted cree que ésta intención se concrete a corto o a largo plazo?*

Sí, alta probabilidad en que a corto plazo se concreten.

8. *¿Usted recomendaría a las empresas Pymes cotizarse en la Bolsa de Valores?*

No, los costos son muy elevados.

9. *Que acogida usted estima que tenga la propuesta del gobierno en las empresas Pymes?*

Positiva.

10. *¿Usted cree que el mercado de valores se ha explotado en su totalidad en el país?*

No.

11. *Recomendaciones.*

Debería haber mayor inversión en capacitaciones a los gestores financieros

Entrevista José Rafael Silva León:

Desarrollo de la Entrevista:

1. *¿Cuáles considera usted que son las opciones de financiamiento más utilizadas en el mercado de valores?*

Emisión de obligaciones y titularizaciones.

2. *¿Qué cantidad de empresas en el Ecuador usted considera que utilizan este tipo de Opciones de Financiamiento?*

Entre 80 y 100 empresas.

3. *A su criterio, ¿Qué tan viables son estas opciones de financiamiento?*

Muy viables.

4. *A su criterio, ¿Cuál sería el motivo del por qué las empresas no suelen cotizarse en la bolsa de valores?*

Por los mínimos, pero elementales requisitos de calificación.

5. *¿Usted recomendaría a la empresas optar por estas alternativas de financiamiento?, ¿Por qué?*

Sí recomendaría, por las seguridad y los costos.

6. *¿Usted cree que el hermetismo de las empresas familiares sea un impedimento para manejar estas alternativas de financiamiento no tradicionales?*

Sí.

7. *El Gobierno tiene intenciones de apoyar este tipo de financiamiento para las Pymes, ¿Usted cree que ésta intención se concrete a corto o a largo plazo?*

Sí, a corto plazo.

8. *¿Usted recomendaría a las empresas Pymes cotizarse en la Bolsa de Valores?*

Sí.

9. *Que acogida usted estima que tenga la propuesta del gobierno en las empresas Pymes?*

Buena en la medida que los entes financieros y gubernamentales adquieran el papel fiduciario emitido por las pymes.

10. *¿Usted cree que el mercado de valores se ha explotado en su totalidad en el país?*

No, por un tema que la ley de mercado de valores no es bien difundida

Es un tema de educación por un lado y por otro de darle el acceso que tendría la pyme a ir a un estructurador, a buscar una calificadora de riesgos, los costos del estructurador son altos y muchas veces el papel comercial tiene un vencimiento de 90 o de 180 días, al pasar ese tiempo no se ha logrado vender todas las emisiones y les toca pagar sin haber logrado cumplir el propósito por el cual se las constituyó.

11. *Recomendaciones.*

Que los entes gubernamentales apoyen en la compra de este tipo de papel comercial, así como apoyan a la obra pública, tipo refinería, tipo eléctrica.

Entrevista Arturo Rafael Bejarano Ycaza.

Desarrollo de la Entrevista:

1. *¿Cuáles considera usted que son las opciones de financiamiento más utilizadas en el mercado de valores?*

Las negociaciones de acciones en menor cuantía.

Entre los montos más significativos se tiene las emisiones de obligaciones a largo plazo y el papel comercial a corto plazo, titularizaciones.

2. *¿Qué cantidad de empresas en el Ecuador usted considera que utilizan este tipo de Opciones de Financiamiento?*

De acuerdo al último dato existen 350 empresas inscritas, de las cuales 35 están inscritas en acciones y la diferencia en títulos de renta fija.

3. *A su criterio, ¿Qué tan viables son estas opciones de financiamiento?*

Sí son muy viables, por su agilidad, rapidez y comodidad, el tiempo que se tarda entre la emisión y la venta está entre 3 y 4 meses.

Es mucho más fácil vender el concepto a una Pyme, por imagen el hecho de tener inversores y no acreedores, se prefiere tener inversionista lo que da imagen, solidez y transparencia

Conseguir plazo de 4 a 5 años con una buena tasa de un 7,75% o un 9% dependiendo de la calificación de riesgos.

4. *A su criterio, ¿Cuál sería el motivo del por qué las empresas no suelen cotizarse en la bolsa de valores?*

Por desconocimiento, no es una herramienta muy difundida en lo social.

Temor de tener que entregar información al SRI, a la Bolsa y por ende al público.

No les gusta comprometer su patrimonio, ni compartir sus utilidades.

Tener otros accionistas criticando sus decisiones.

5. *¿Usted recomendaría a la empresas optar por estas alternativas de financiamiento?, ¿Por qué?*

Sí, porque son títulos ejecutivos al igual que un pagaré.

6. *¿Usted cree que el hermetismo de las empresas familiares sea un impedimento para manejar estas alternativas de financiamiento no tradicionales?*

Sí, definitivamente debido a que no quieren transparentar la información de la empresa.

7. *El Gobierno tiene intenciones de apoyar este tipo de financiamiento para las Pymes, ¿Usted cree que ésta intención se concrete a corto o a largo plazo?*

Al momento no hay nada en concreto, No le han dado prioridad, ya que falta un reglamento para que se pueda hacer operativo.

8. *¿Usted recomendaría a las empresas Pymes cotizarse en la Bolsa de Valores?*

Sí.

9. *Que acogida usted estima que tenga la propuesta del gobierno en las empresas Pymes?*

Buena, siempre y cuando exista apoyo por parte de las Instituciones públicas, para que realicen mayor compra de papeles.

En la actualidad el IESS está invirtiendo muy poco para la capacidad que tiene.

Debe de haber ahorro a largo plazo para que exista financiamiento a largo plazo.

10. *¿Usted cree que el mercado de valores se ha explotado en su totalidad en el país?*

No, ya que no hay suficiente masa para diversificar el riesgo.

11. *Recomendaciones.*

Se necesita incentivar el ahorro en mediano y largo plazo, ya sea a través de cuentas de inversión como Génesis.

Necesitamos mayores inversionistas privados en el mercado.

El mercado está dependiente de la inversión del sector público.

Entrevista María Alexandra Echeverría Vera

Desarrollo de la Entrevista:

1. *¿Cuáles considera usted que son las opciones de financiamiento más utilizadas en el mercado de valores?*

Emisión de obligaciones a corto y largo plazo.

El papel comercial es muy costoso.

2. *¿Qué cantidad de empresas en el Ecuador usted considera que utilizan este tipo de Opciones de Financiamiento?*

No son más de 50 empresas.

3. *A su criterio, ¿Qué tan viables son estas opciones de financiamiento?*

Son muy rápidas, lo mejor que puede haber, la banca es media ingrata, el mercado de valores es fiel, no hay cambios en las condiciones.

4. *A su criterio, ¿Cuál sería el motivo del por qué las empresas no suelen cotizarse en la bolsa de valores?*

Por los requisitos que hay que presentar, para cotizarse en bolsa tiene que haber transparencia en información, mucha formalidad en el manejo de las empresas, la banca no tiene muchas exigencias.

5. *¿Usted recomendaría a la empresas optar por estas alternativas de financiamiento?, ¿Por qué?*

Sí al 100%, ya que da mayor fidelidad, no hay cambio en las reglas del juego, ya que no pueden ser modificadas.

6. *¿Usted cree que el hermetismo de las empresas familiares sea un impedimento para manejar estas alternativas de financiamiento no tradicionales?*

Sí, pero ya en menor proporción, ya que en éstos últimos 7 años las condiciones del mercado han sido cambiadas, los entes reguladores como el SRI y el IESS están obligando a las empresas a tener mayor formalidad y transparencia en su información.

7. *El Gobierno tiene intenciones de apoyar este tipo de financiamiento para las Pymes, ¿Usted cree que ésta intención se concrete a corto o a largo plazo?*

Aun no se concreta nada, esto lo he venido escuchando desde hace 2 años, pero aún no se ha visto algo en concreto.

8. *¿Usted recomendaría a las empresas Pymes cotizarse en la Bolsa de Valores?*

Es una excelente opción, pero se deberían manejar costos más bajos para una pyme.

9. *Que acogida usted estima que tenga la propuesta del gobierno en las empresas Pymes?*

La acogida puede ser muy buena, pero habría que revisar la viabilidad y su que exista mayor apoyo por parte del BIESS.

10. *¿Usted cree que el mercado de valores se ha explotado en su totalidad en el país?*

No hay estamos verdes, no tenemos desarrollada la cultura.

11. *Recomendaciones.*

Mayor apoyo por parte del BIESS

Entrevista Patricio Córdoba

Desarrollo de la Entrevista:

1. *¿Cuáles considera usted que son las opciones de financiamiento más utilizadas en el mercado de valores?*

Titularizaciones de flujo y Emisión de Obligaciones.

2. *¿Qué cantidad de empresas en el Ecuador usted considera que utilizan este tipo de Opciones de Financiamiento?*

Alrededor de 300 a 350 empresas.

3. *A su criterio, ¿Qué tan viables son estas opciones de financiamiento?*

Sí la empresa es formal y mantiene su información de forma transparente existe una agilidad en el proceso.

4. *A su criterio, ¿Cuál sería el motivo del por qué las empresas no suelen cotizarse en la bolsa de valores?*

Por desconocimiento, y otros por tener como top of mind que estas opciones son aplicables únicamente para grandes corporaciones.

5. *¿Usted recomendaría a la empresas optar por estas alternativas de financiamiento?, ¿Por qué?*

Mi recomendación sería que las empresas utilicen las opciones de financiamiento a largo plazo a partir de 1.5 millones, por los costos que se manejan.

6. *¿Usted cree que el hermetismo de las empresas familiares sea un impedimento para manejar estas alternativas de financiamiento no tradicionales?*

No dadas las actuales exigencias de transparencia por parte de los entes de control del estado, para que las empresas se manejen a través de un gobierno corporativo sean empresas grandes ó medianas

7. *El Gobierno tiene intenciones de apoyar este tipo de financiamiento para las Pymes, ¿Usted cree que ésta intención se concrete a corto o a largo plazo?*

Es complicado puesto que los costos fijos de implementación y la informalidad serán un obstáculo difícil de superar.

8. *¿Usted recomendaría a las empresas Pymes cotizarse en la Bolsa de Valores?*

No.

9. *Que acogida usted estima que tenga la propuesta del gobierno en las empresas Pymes?*

Para inversionistas privados es indispensable conocer la calificación de riesgo y formalidad, por esta razón este tipo de inversión debe impulsarse por instituciones del estado.

10. *¿Usted cree que el mercado de valores se ha explotado en su totalidad en el país?*

No, en la actualidad el mercado es incipiente.

11. *Recomendaciones.*

Mayor apoyo por parte de instituciones públicas.

Entrevista Cecilia Sambrano Cedeño

Desarrollo de la Entrevista:

1. *¿Cuáles considera usted que son las opciones de financiamiento más utilizadas en el mercado de valores?*

Factoring, emisión de obligaciones y papel comercial.

2. *¿Qué cantidad de empresas en el Ecuador usted considera que utilizan este tipo de Opciones de Financiamiento?*

Muy pocas porcentualmente el 2%.

3. *A su criterio, ¿Qué tan viables son estas opciones de financiamiento?*

El trámite es muy demorado lo que obliga a buscar financiamiento a través de los bancos, desistiendo en algunos casos de la obligación.

4. *A su criterio, ¿Cuál sería el motivo del por qué las empresas no suelen cotizarse en la bolsa de valores?*

Confidencialidad, temor a abrir su información.

5. *¿Usted recomendaría a la empresas optar por estas alternativas de financiamiento?, ¿Por qué?*

Sí porque obtiene financiamiento a más largo plazo a un costo manejable.

6. *¿Usted cree que el hermetismo de las empresas familiares sea un impedimento para manejar estas alternativas de financiamiento no tradicionales?*

Sí.

7. *El Gobierno tiene intenciones de apoyar este tipo de financiamiento para las Pymes, ¿Usted cree que ésta intención se concrete a corto o a largo plazo?*

No lo veo concretado en el corto plazo.

8. *¿Usted recomendaría a las empresas Pymes cotizarse en la Bolsa de Valores?*

Sí es una fuente de financiamiento, además ayudaría a organizarse mejor a las empresas.

9. *Que acogida usted estima que tenga la propuesta del gobierno en las empresas Pymes?*

Al inicio existirá temor, con el tiempo lo aceptarán más.

10. *¿Usted cree que el mercado de valores se ha explotado en su totalidad en el país?*

Ni el 10 %, pero se está desarrollando.

11. Recomendaciones.

Explicar en detalle lo que involucra a las empresas la emisión de obligaciones, tratar de hacer los procesos más ágiles y poco complicados y promover su utilización en visitas uno a uno y buscando nichos.

Entrevista Carlos Valarezo Guzmán:

Desarrollo de la Entrevista:

1. *¿Cuáles considera usted que son las opciones de financiamiento más utilizadas en el mercado de valores?*

Emisión de Obligaciones.

2. *¿Qué cantidad de empresas en el Ecuador usted considera que utilizan este tipo de Opciones de Financiamiento?*

Pocas.

3. *A su criterio, ¿Qué tan viables son estas opciones de financiamiento?*

Son opciones útiles cuando el financiamiento bancario se encuentra condicionado ó escaso.

4. *A su criterio, ¿Cuál sería el motivo del por qué las empresas no suelen cotizarse en la bolsa de valores?*

Poca difusión y costumbre

5. *¿Usted recomendaría a la empresas optar por estas alternativas de financiamiento?, ¿Por qué?*

Sí, por el apoyo que genera para el crecimiento de la empresa y por la seguridad que brinda.

6. *¿Usted cree que el hermetismo de las empresas familiares sea un impedimento para manejar estas alternativas de financiamiento no tradicionales?*

No.

7. *El Gobierno tiene intenciones de apoyar este tipo de financiamiento para las Pymes, ¿Usted cree que ésta intención se concrete a corto o a largo plazo?*

A largo plazo, luego de una extensa difusión y de que las Pymes se sientan seguras utilizando estas alternativas de apalancamiento.

8. *¿Usted recomendaría a las empresas Pymes cotizarse en la Bolsa de Valores?*

No.

9. *Que acogida usted estima que tenga la propuesta del gobierno en las empresas Pymes?*

Positiva, ya que genera oportunidades de crecimiento.

10. *¿Usted cree que el mercado de valores se ha explotado en su totalidad en el país?*

No.

11. *Recomendaciones.*

Mayor difusión, de los beneficios, procesos y costos que representan la utilización de estas alternativas de apalancamiento.

Entrevista Mariana Celi de Molina:

Desarrollo de la Entrevista:

1. *¿Cuáles considera usted que son las opciones de financiamiento más utilizadas en el mercado de valores?*

No conoce opciones de financiamiento a través del mercado de valores.

2. *¿Qué cantidad de empresas en el Ecuador usted considera que utilizan este tipo de Opciones de Financiamiento?*

Muy Pocas.

3. *A su criterio, ¿Qué tan viables son estas opciones de financiamiento?*

No responde.

4. *A su criterio, ¿Cuál sería el motivo del por qué las empresas no suelen cotizarse en la bolsa de valores?*

Por el poco conocimiento de estas alternativas de apalancamiento.

5. *¿Usted recomendaría a la empresas optar por estas alternativas de financiamiento?, ¿Por qué?*

No responde.

6. *¿Usted cree que el hermetismo de las empresas familiares sea un impedimento para manejar estas alternativas de financiamiento no tradicionales?*

Con el tiempo no, por exigencia de los organismos de control por parte del estado.

7. *El Gobierno tiene intenciones de apoyar este tipo de financiamiento para las Pymes, ¿Usted cree que ésta intención se concrete a corto o a largo plazo?*

Sí, a largo plazo.

8. *¿Usted recomendaría a las empresas Pymes cotizarse en la Bolsa de Valores?*

No responde.

9. *Que acogida usted estima que tenga la propuesta del gobierno en las empresas Pymes?*

Tendría una gran acogida a largo plazo.

10. *¿Usted cree que el mercado de valores se ha explotado en su totalidad en el país?*

No.

11. *Recomendaciones.*

Mi recomendación es que el gobierno impulse una mayor difusión.

Entrevista Jaime del Hierro:

Desarrollo de la Entrevista:

1. *¿Cuáles considera usted que son las opciones de financiamiento más utilizadas en el mercado de valores?*

Revni, titularización y emisión de obligaciones.

2. *¿Qué cantidad de empresas en el Ecuador usted considera que utilizan este tipo de Opciones de Financiamiento?*

Algo más de 250 empresas.

3. *A su criterio, ¿Qué tan viables son estas opciones de financiamiento?*

Son buenas opciones, que permiten el desarrollo de las empresas.

4. *A su criterio, ¿Cuál sería el motivo del por qué las empresas no suelen cotizarse en la bolsa de valores?*

Por el desconocimiento de los procesos que encierran estas alternativas.

5. *¿Usted recomendaría a la empresas optar por estas alternativas de financiamiento?, ¿Por qué?*

Sí, por la seguridad que brinda a los emisores y a los inversionistas.

6. *¿Usted cree que el hermetismo de las empresas familiares sea un impedimento para manejar estas alternativas de financiamiento no tradicionales?*

No, ya que en el corto plazo deben adoptar las políticas de transparencia impulsadas por los organismos de control.

7. *El Gobierno tiene intenciones de apoyar este tipo de financiamiento para las Pymes, ¿Usted cree que ésta intención se concrete a corto o a largo plazo?*

A largo plazo.

8. *¿Usted recomendaría a las empresas Pymes cotizarse en la Bolsa de Valores?*

No.

9. *Que acogida usted estima que tenga la propuesta del gobierno en las empresas Pymes?*

Al principio serán pocas las empresas PYMES interesadas por la falta de difusión.

10. *¿Usted cree que el mercado de valores se ha explotado en su totalidad en el país?*

No, pero está en crecimiento.

11. *Recomendaciones.*

Mayor comunicación de estas alternativas y de los proyectos en esta línea por parte del gobierno.

3.6. **Análisis de las respuestas**

Con relación a las entrevistas realizadas se puede determinar que en el Ecuador, lo más utilizado son las emisiones de obligaciones y las titularizaciones.

Aún no se ha explotado en su totalidad este tipo de negociaciones, ya que en la bolsa de valores hay inscritas 350 empresas²⁶, de las cuales 50 empresas son las que realizan en mayor cuantía emisiones de obligaciones a corto y largo plazo.

Indicaron que consideran que financieramente este tipo de negociaciones son muy viables, por su agilidad, rapidez y comodidad, el tiempo que se tarda entre la emisión y la colocación de una emisión de obligaciones va desde 3 a 4 meses, además indicaron que ley del

²⁶ (Bolsa de Valores de Guayaquil)

mercado de valores es invariable, lo cual es un beneficio ya que brinda mayor seguridad al realizar una negociación.

El principal motivo por el cual las empresas no suelen cotizarse en la bolsa de valores es debido a los requisitos que para muchas empresas pueden ser excesivos, y por no querer mostrar su información abiertamente, otro motivo es por desconocimiento y uno muy importante es porque nos les gusta comprometer su patrimonio, ni compartir sus utilidades.

De las personas entrevistadas la mayoría indicaron que si recomendarían a las empresas realizar este tipo de apalancamientos financieros, y la principal razón fue por seguridad en la negociación.

Se considera que en la actualidad aún existe hermetismo en las empresas familiares para dar a conocer al público su información financiera, pero esto ya se está dando en menor proporción debido a que los entes reguladores están obligando a mantener transparencia en la información que presentan a organismos como el SRI, Superintendencia de Compañías e IESS, entre otros.

En cuanto al apoyo del gobierno en incentivar a las pymes para que realicen sus negociaciones en la bolsa de valores, es algo que se está empujando para que dé sus frutos, pero en el largo plazo, ya que aún no hay propuestas claras y las condiciones no se han adaptado para que los inversionistas perciban como una buena opción el comprar documentos de una pyme, lo cual hace que la pequeña empresa no tenga mayor rentabilidad al querer obtener un financiamiento a menor costo.

Nuestros entrevistados nos indicaron que si recomendarían que las pymes realicen este tipo de negociaciones, ya que es una excelente opción de financiamiento, pero para que esto sea posible, también indicaron que sería bueno que el sector público sea quienes inviertan en las pequeñas y medianas empresas, ya que ésta propuesta para que sea acogida por el empresario se necesitaría de apoyo por parte del gobierno, a fin de que se incentive este tipo de inversión, tener mayor aporte por parte del BIESS.

Si bien es cierto, en nuestro país ya se están realizando negociaciones bursátiles, pero aun no se ha explotado en su totalidad este tipo de negociaciones, nos faltan inversionistas para que apuesten en nuestras empresas, por lo cual se requiere mayor conocimiento en general.

Como recomendaciones para que estas negociaciones sean realizadas en mayor proporción nos indicaron lo siguiente:

- Mayor inversión en capacitaciones
- Mayor apoyo por parte de los entes gubernamentales
- Que se incentive el ahorro a mediano y largo plazo, ya que necesitamos mayores inversionistas privados, el mercado está dependiente del sector público.
- Mayor apoyo por parte del BIESS.

CAPITULO 4

4. COSTOS FINANCIEROS

4.1. Costos financieros Alternativas Tradicionales

Los costos de las alternativas tradicionales están regulados por la tasa de interés que es establecida por el Banco Central del Ecuador.

Estas tasas oscilan del 11.23% para pequeñas y medianas empresas cuyo riesgo con la institución no superé los \$200M; cuando este riesgo este entre los \$200M y el \$1MM la tasa máxima autorizada por el BCE será del 9.76% y cuando el riesgo superé el millón de dólares la tasa será del 8.96%.²⁷

Las tasas de interés se han estabilizado y todas las instituciones financieras ofrecen los mismos costos financieros para las alternativas tradicionales.

A continuación revisaremos tres tablas de amortización simulando operaciones aplicando los costos arriba detallados.

Tabla 4.1.1 Crédito capital de trabajo hasta \$200.000 a 12 meses plazo.

Valor del crédito	\$ 200.000,00
Interés anual	11,230%
Período del préstamo en años	1
Pago mensual	\$ 17.697,80
Número de pagos	12
Carga financiera	\$ 12.373,55
Costo total del préstamo	\$ 212.373,55

Fuente: Elaborado por los autores

²⁷ (Banco Central del Ecuador, 2012)

Como se puede observar en la tabla 4.1.1 la carga financiera por un crédito de \$200M es \$12.373,55 a 12 meses plazo; a este costo se debe sumar los valores implícitos en la constitución de una garantía real como avalúos, escrituras. Si el pago se efectúa a 30 días el costo financiera será de \$1.871,67.

Tabla 4.1.2 Crédito capital de trabajo hasta \$500.000 a 12 meses plazo.

Valor del crédito	\$ 500.000,00
Interés anual	9,760%
Período del préstamo en años	1
Pago mensual	\$ 43.902,15
Número de pagos	12
Carga financiera	\$ 26.825,83
Costo total del préstamo	\$ 526.825,83

Fuente: Elaborado por los autores

En la tabla 4.1.2, donde se analiza la carga financiera por un financiamiento de \$500M, se encuentra que el costo es de \$26.825,83 a 12 meses plazo; como en el caso anterior se debe adicionar los costos implícitos en la constitución de garantías.

Tabla 4.1.3 Crédito capital de trabajo hasta \$1,500.000 a 60 meses plazo.

Valor del crédito	\$ 1.500.000,00
Interés anual	8,950%
Período del préstamo en años	5
Pago mensual	\$ 31.101,15
Número de pagos	60
Carga financiera	\$ 366.068,74
Costo total del préstamo	\$ 1.866.068,74

Fuente: Elaborado por los autores

En la tabla 4.1.3, donde se analiza la carga financiera por un financiamiento de \$1.500.000, se encuentra que el costo es de \$366.068,74 a 60 meses plazo; como en el caso anterior se debe adicionar los costos implícitos en la constitución de garantías.

4.2. Costos financieros Alternativas No Tradicionales

Los costos de las alternativas no tradicionales varían de acuerdo al tipo de documento que se negocie y al monto y plazo que se emita, las mismas incluyen costos fijos dentro de cada una; a continuación revisaremos los costos según las diferentes alternativas que presentamos en este trabajo.

En La tabla 4.2.1 el valor de las facturas por negociar es de \$200.000, (A) el total recibido al finalizar la liquidación luego de la cobranza es de \$194.866,67 (B); lo que representa un descuento del 2,57% sobre el valor negociado este costo parecería ser bajo a simple vista pero; pero al llevarlo a una tasa de interés anual se convierte en una opción muy costosa llegando al 30%.

Tabla 4.2.1 Factoring

Costo Factoring		
Valor de Facturas		\$200.000,00 A
Anticipo	80%	\$160.000,00
Gastos Adm y Cob	1,50%	\$ 3.000,00
Desembolso al otorgar Óp.		\$117.750,00
Crédito a 30 días	30	
Cobranza		\$200.000,00
Pago Reserva		\$ 40.000,00
Tasa financiamiento	16%	
Descuento		\$ 2.133,33
Liquidación a la cobranza		\$ 37.866,67
Carga Financiera		\$ 5.133,33
Total recibido		\$194.866,67 B

Fuente: Elaborado por los autores

Tabla 4.2.2 Emisión de obligaciones y Papel comercial

COSTO EMISIÓN DE OBLIGACIONES								
EMPRESA XYZ	MONTO A EMITIR:	\$ 1.500.000,00	RENDIMIENTO :	7.5%	Monto a recibir:	1.500.000		
	PLAZO EN AÑOS:	5 años			Carga financiera:	374.250		
Costos y Gastos a Incurrir (USD)								
Costos y Gastos a Incurrir (USD)	% Sobre Emisión	Plazo en Años						Actores
		0	1	2	3	4	5	
Estructuración Financiera	0,83%	12.500	-	-	-	-	-	CASA DE VALORES
Colocación	0,15%	2.250	-	-	-	-	-	CASA DE VALORES
Estructuración Legal	0,40%	6.000	-	-	-	-	-	CASA DE VALORES
Representación de Obligacionistas	0,23%	3.500	-	-	-	-	-	CapitalLex S.A.
Agenet de Manejo (Fideicomiso)	0,00%	-	-	-	-	-	-	No es Necesario
Calificadora de Riesgos	0,47%	7.000	6.000	6.000	7.000	7.000	7.000	PCR
Costos Legales (Notarías, escritura)	0,23%	3.500	-	-	-	-	-	Varios
Comisiones de venta Bolsa de	0,09%	1.350	-	-	-	-	-	BOLSA DE VALORES
Generación de Prospectos	0,10%	1.500	-	-	-	-	-	CASA DE VALORES
Inscripción en el R.M.V.(**)	0,05%	750	-	-	-	-	-	Super de Cías.
Mantenimiento de la inscripción	0,00%	-	750	750	750	750	750	Super de Cías.
Desmaterialización de Valores	0,05%	750	-	-	-	-	-	BCE - DCV
Publicaciones en prensa	0,02%	350	-	-	-	-	-	DIARIO
Total Costos Estimados en Dólares		39.450	6.750	6.750	7.750	7.750	7.750	36.750
Ingreso por venta de la Emisión		1.500.000	-	-	-	-	-	Totales
Pago de k		-	300.000	300.000	300.000	300.000	300.000	1.500.000
Pago de i		-	112.500	90.000	67.500	45.000	22.500	337.500
Flujo Neto		1.460.550	-419.250	-396.750	-375.250	-352.750	-330.250	

Fuente: Entrevistas, elaborado por los autores

Como se observa en la Tabla 4.2.2 la emisión de obligaciones maneja un costo financiero que puede oscilar entre el 7% y 8,5%; menor que las alternativas tradicionales. Existen costos relacionados a la emisión como los de estructuración financiera, colocación, calificadora de riesgos, mismos que incrementan el costo total de la captación en aproximadamente 10,5 %.

La modalidad de los pagos de capital y la tasa de interés son fijadas por el emisor, pudiendo manejar estas variables de acuerdo al flujo de la empresa en nuestro ejemplo hemos establecido un pago anual de capital de \$300M.

En este tipo de apalancamiento no necesitamos la intervención de un Fideicomiso lo que disminuye el costo total.

Tabla 4.2.3 Titularización

COSTO DE TITULARIZACION								
EMPRESA XYZ	MONTO A EMITIR:	\$ 1.500.000,00	TASA :	8,50%	Pago anual Cap.	300000		
	PLAZO EN AÑOS:	5			Carga financiera	467.250		
Costos y Gastos a Incurrir (USD)								
Costos y Gastos a Incurrir (USD)	% Sobre Emisión	Plazo en Años						Actores
		0	1	2	3	4	5	
Estructuración Financiera	1,33%	20.000	-	-	-	-	-	CASA DE VALORES
Colocación	0,15%	2.250	-	-	-	-	-	CASA DE VALORES
Estructuración Legal	0,53%	8.000	-	-	-	-	-	CASA DE VALORES
Representación de Obligación	0,00%	-	-	-	-	-	-	No es Necesario
Agenet de Manejo (Fideicom)	0,33%	5.000	9.600	9.600	9.600	9.600	9.600	Varios
Calificadora de Riesgos	0,47%	7.000	6.000	6.000	7.000	7.000	7.000	PCR
Costos Legales (Notarías, esc)	0,23%	3.500	-	-	-	-	-	Varios
Comisiones de venta Bolsa	0,09%	1.350	-	-	-	-	-	BOLSA DE VALORES
Generación de Prospectos y	0,10%	1.500	-	-	-	-	-	CASA DE VALORES
Inscripción en el R.M.V.(**)	0,05%	750	-	-	-	-	-	Super de Cías.
Mantenimiento de la inscrip	0,25%	-	750	750	750	750	750	Super de Cías.
Desmaterialización de	0,05%	750	-	-	-	-	-	BCE - DCV
Publicaciones en prensa	0,02%	350	-	-	-	-	-	DIARIO
Total Costos Estimados en Dólares		50.450	16.350	16.350	17.350	17.350	17.350	84.750
Ingreso por venta de la Emisión		1.500.000	-	-	-	-	-	
Pago de k		-	300.000	300.000	300.000	300.000	300.000	1.500.000
Pago de i		-	127.500	102.000	76.500	51.000	25.500	382.500
Flujo Neto		1.449.550	-443.850	-418.350	-393.850	-368.350	-342.850	

Fuente: Entrevistas, elaborado por los autores

En la Tabla 4.2.3 se demuestra que la titularización maneja un costo financiero similar a la emisión de obligaciones que oscila entre el 7% y 8,5%; como se explico en el capítulo anterior encierra costos fijos para el originador de los documentos, mismos que incrementan el costo total de la captación en aproximadamente el 11,65 %.

La modalidad de los pagos de capital y la tasa de interés son fijadas por el emisor, pudiendo manejar estas variables de acuerdo al flujo de la empresa en nuestro ejemplo hemos establecido un pago anual de capital de \$300M.

En este tipo de apalancamiento se necesita la intervención de un Fideicomiso quien administrará la recaudación de los flujos futuros fuentes de repago de esta alternativa.

4.3. Conclusión análisis de costos.

Tabla 4.3.1 Comparativo de Costos

	Financiamiento Bancario	Factoring	Revni	Emisión de Obligaciones	Titularización	Acciones
\$ 200.000,00	\$ 1.871,67 *	\$ 5.133,33	\$1,666,67			
\$ 500.000,00	\$26.824,83 *		\$26,101,07			
\$ 1'500.000,00	\$366.068,74 *			\$ 374.250	\$467.250	

*No se consideran los costos adicionales por constitución de garantías.

Fuente: Elaborado por los autores

Como se puede observar en los cuadros expuestos en las páginas anteriores, el costo financiero en las alternativas no tradicionales a largo plazo son menores que el costo financiero a través de la formas tradicionales que encontramos en las instituciones financieras.

En este punto es que debe intervenir el análisis de costo beneficio por parte de las personas que toman las decisiones financieras dentro de la empresa.

Las opciones de financiamiento a través de titularización pueden adelantar flujos futuros, sin afectar nuestros pasivos, al igual que un factoring, con la diferencia que este último maneja un carga financiera mucho más pesada que las otras opciones expuestas.

Una emisión de acciones es mucho menos costosa pero los accionistas vigentes corren riesgo de perder el poder de decisión el abrir las puertas de la empresa a cualquier inversionista que cuente con el capital suficiente para comprar acciones.

Para la emisión de obligaciones debe contar con un patrimonio suficiente que cubra el valor por emitir y sus costos se ven compensados con el beneficio de no requerir garantías reales para la instrumentación de dicha alternativa.

Es por estas razones que se recomienda que los directores ó gerentes financieros tengan muy presentes los costos que manejan estas alternativas.

CAPITULO 5

5. DISEÑO DE CAMPAÑA INFORMATIVA

Con el fin de difundir las diferentes alternativas no tradicionales de apalancamiento financiero se diseñará una campaña informativa para presentarla a las empresas que mantienen actividades comerciales en Guayaquil, se solicitará el apoyo de: Bolsa de Valores de Guayaquil, Cámara de Comercio de Guayaquil y Casas de valores.

5.1. Objetivo

- Diseñar una campaña de información para poner en conocimiento de las empresas radicadas en Guayaquil las alternativas no tradicionales de apalancamiento financiero, en un plazo de 12 meses, con un alcance del 50% de las empresas existentes en el mercado guayaquileño.

Se solicitará el apoyo de las entidades que participan en los diferentes procesos de las alternativas no tradicionales como la Bolsa de valores de Guayaquil, las Casas de valores que están registradas y autorizadas para operar en esta ciudad y adicional a estas entidades se participará del proyecto a la Cámara de Comercio de Guayaquil, Cámara de Industrias y prensa de la localidad.

5.2. Costos

Se planteará que los costos que genere esta propuesta sean cubiertos por las entidades de apoyo para que estas campañas de información sean totalmente gratuitas para los interesados.

Adjunto cuadro con detalle de costos estimados:

Tabla 5.2.1 Costos difusión

Detalle	Costo
Diseño e Impresión de Brochures (1700)	\$2.000
Alquiler auditorium	\$250
Refrigerios	\$2600
Audio y Video	\$150
Total	\$5.000

Fuente: Proveedores Varios

5.3. Campaña

La campaña se centrará en exposiciones sobre los procesos, costos y participantes de las diferentes alternativas no tradicionales a los gerentes, jefes financieros y público en general que esté interesado en conocer estas valiosas herramientas de apalancamiento.

Para dar a conocer al público en general y como parte de nuestro compromiso de impulsar la Cultura Bursátil a nivel empresarial, se realizarán cursos y seminarios dirigidos a ejecutivos de empresas y al público en general.

Los expositores serán ejecutivos de la Bolsa de Valores de Guayaquil, empezaremos con la “Introducción al Mercado de Valores y Juego Bursátil” con la finalidad de difundir los beneficios que ofrece el Mercado de Valores como

alternativa de inversión y financiamiento para los ecuatorianos, de manera que se constituyan en entes dinamizadores de la economía.

Para incentivar a los asistentes, recibirán: Material de apoyo, y certificado de asistencia

Beneficios del programa:

- Conocimientos básicos del mercado de valores y su funcionamiento.
- Conocimiento de las herramientas que permiten la toma de decisiones en el mercado de valores.
- Manejo de conceptos bursátiles.

Estructura del Programa:

- El rol del mercado de valores en el desarrollo nacional.
- Participantes del mercado de valores: Bolsas de Valores, Casas de Valores, Administradoras de Fondos, Emisores, Calificadoras de Riesgo, etc.
- Títulos Valores que se negocian en la bolsa de valores; análisis de inversión.
- Mecanismos y reglamentos de negociación de las bolsas de valores.

Objetivos:

- Crear un ambiente bursátil “ficticio” donde los participantes experimenten con la negociación de títulos valores en la rueda de piso de la Bolsa de Valores de Guayaquil.
- Crear en los asistentes una cultura bursátil.
- Dar a conocer las normas, instrumentos y mecanismos para negociar en las bolsas de valores.

La campaña durará una semana con dos charlas diarias en horarios de 10 am a 12pm y de 3pm a 5pm, para que esta manera los interesados puedan organizar su agenda.

Previo al inicio de la campaña se informará mediante la prensa local los objetivos y los temas que se tratarán dentro de la misma para despertar el interés de las personas.

Luego de 6 meses de concluida la campaña se evaluará el alcance obtenido mediante los reportes de entidades participantes de la bolsa de valores de Guayaquil.

CONCLUSIONES

Como se pudo constatar en el mercado guayaquileño contamos con diferentes opciones de apalancamiento financiero como el que otorgan las instituciones financieras y el que se puede instrumentar con la ayuda de casas de valores o soportados en nuestra facturación, pero sobre estas 2 últimas opciones hay una resistencia por el desconocimiento.

Cotizarse a través de los mercados bursátiles aporta prestigio a la empresa, ya que es sinónimo que la empresa mantiene una sólida estructura financiera y una desarrollada disciplina en la organización, debiendo mantener durante todo el proceso de revisión políticas y procedimientos adecuados para presentar información financiera actualizada. Esto puede tornarse molesto para ejecutivos de empresas y en mayor proporción de las pequeñas y medianas empresas que no están acostumbrados a presentar sus informes financieros regularmente, lo que podría ocasionar que desistan de continuar en el proceso.

Es por esto que en nuestro país son pocas las empresas que se cotizan en bolsa. Existen alrededor de 395 empresas inscritas (de un total de 183.000 empresas que mantienen actividades en el país), siendo en su mayoría grandes corporaciones; y a pesar de que en la actualidad el gobierno central quiere impulsar las alternativas no tradicionales, no se tiene muy arraigada la costumbre de invertir en bolsa de valores, por lo cual el apoyo que se requiere para realizar este tipo de negociaciones y de atraer nuevos inversionistas privados es un desafío que tendrán que correr las empresas, ya sean grandes, medianas o pequeñas. Es por eso que se requiere un mayor apoyo por parte de las Instituciones del Sector Público.

Para pequeñas y medianas empresas las opciones de emisión de documentos, titularización son alternativas que no van a poder aplicarse ya que conllevan costos fijos que incrementan el costo financiero y el costo beneficio no va a favor de la empresa.

Una muy buena alternativa para apalancamiento a corto plazo es el factoring ya que el costo beneficio de esta opción es la más acertada, incluso algunas instituciones financieras están desarrollando estos productos.

Aunque el tiempo de ejecución varía de acuerdo al tipo de producto a emitir, el plazo de una emisión de obligaciones puede llevar de 3 a 4 meses, mientras que el Factoring de 2 a 5 días. Los directores deben analizar la relación costo beneficio, de todas las alternativas expuestas en este trabajo, ya que manejan un portafolio diversificado de fuentes de fondeo, es una buena práctica para que la empresa tenga éxitos financieros.

Es por esta razón que se recomienda que se maneje una diversificación del apalancamiento financiero que manejan los directores financieros, ya que deben apuntalar que sus ingresos a través de financiamiento provengan de diversas fuentes como Bancos, Bolsa de Valores e Inversionistas. Con esta fórmula conseguirán optimizar la estructura de fondeo dentro de sus empresas.

Bibliografía

1. Bolsa de Valores de Lima BVL. (s.f.). *Bolsa de Valores de Lima BVL informe Bursatil* . Recuperado el 10 de 03 de 2013, de www.bvl.com.pe/mercservicios.html
2. Alex, B. M. (1997). *Contratos Modernos Empresariales*. Editora Fecaf.
3. Banco Central del Ecuador. (10 de 11 de 2012). *Banco Central del Ecuador*. Recuperado el 10 de 11 de 2012, de www.bce.fin.ec
4. Bolsa de Valores de Colombia. (s.f.). *Bolsa de Valores de Colombia Comportamiento de los Mercados Financieros*. Recuperado el 10 de 03 de 2013, de Bolsa de Valores de Colombia Comportamiento de los Mercados Financieros: http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/historicoInfBursatiles?com.tibco.p.s.pagesvc.renderParams.sub76930762_11df8ad6f89_-77357f000001=rp.docURI%3Dpof%253A%252Fcom.tibco.psx.model.cp.DocumentFolde r%252F5d9e2b27_11de9ed172b_-3bff7f000001%26rp.curren
5. Bolsa de Valores de Guayaquil. (s.f.). *Bolsa de Valores de Guayaquil*. Recuperado el 26 de Diciembre de 2012, de <http://www.mundobvg.com/legal/normativas.asp>
6. Bolsa de Valores de Quito. (s.f.). *Bolsa de Valores de Quito*. Recuperado el 26 de Diciembre de 2012, de BVQ: <http://www.intrabvq.com/mipymeursatil/>
7. Clavijo, A. J. (2010). *Fundación Ecuador Libre*. Recuperado el 15 de 06 de 2012, de http://www.ecuadorlibre.com/index.php?option=com_content&view=article&id=415:cap-no163-qel-mercado-de-valores-ecuatorianoq&catid=3:capsula-de-entorno-economico&Itemid=12
8. Cordoba, P. (12 de 12 de 2012). M. (I. L. López, Entrevistador)
9. Dario Parra, I. D. (2006). *Método y conocimiento: metodología de la investigación : investigación*. Colombia: Universidad Eafit.
10. El Universo. (17 de 01 de 2013). Cayó la entrega de créditos en banca y en cooperativas. *El Universo* , pág. 6.
11. Eumed.net. (s.f.). *Eumed.net*. Recuperado el 05 de 02 de 2013, de Eumed.net: <http://www.eumed.net/cursecon/economistas>
12. Factor Logros de Ecuador. (04 de 01 de 2013). *Logros Factoring*. Recuperado el 04 de 01 de 2013, de Logros Factoring: <http://www.logros.ec/index.htm>

13. Finanzas e Inversión. (17 de 11 de 2010). *Finanzas e Inversión*. Recuperado el 15 de 06 de 2012, de <http://www.wharton.universia.net/index.cfm?fa=viewArticle&ID=1979>
14. Fossati, L. (17 de 12 de 2012). Ing. (I. L. Pezo, Entrevistador)
15. INEC Instituto Nacional de Estadísticas Y Censos. (2012). *Instituto Nacional de Estadísticas Y Censos*. Recuperado el 12 de 01 de 2013, de Instituto Nacional de Estadísticas Y Censos: http://www.inec.gob.ec/estadisticas/?option=com_content&view=article&id=320&TB_iframe=true&height=512&width=1242
16. James Van Horne, J. M. (2010). *Fundamentos de administración financiera*. México: Pearson Educación.
17. Logros. *Factoring* . Logros, Guayaquil.
18. Lupaca, M. M. (14 de 11 de 2009). *M&L Inversiones y Representaciones*. Recuperado el 15 de 03 de 2012, de M&L Inversiones y Representaciones: http://mlinvyrep.blogspot.com/2009_11_01_archive.html
19. Maslow, A. (1991). *Motivación y Personalidad*. Madrid: Ediciones Diaz de Santos.
20. Ministerio de Hacienda y crédito Público;. (2008). *IRC*. Recuperado el 15 de 06 de 2012, de http://www.irc.gov.co/irc/es/mercadovalorescolombiano/Mercado%20en%20Colombia%20Ene11_0.pdf
21. Vigil, Q. J. (06 de 2010). *Monografias.com*. Recuperado el 15 de 06 de 2012, de <http://www.monografias.com/trabajos82/mercado-valores-peruano/mercado-valores-peruano2.shtml>
22. Zumba, D. V. (22 de 04 de 2013). Las negociaciones en bolsas cayeron un 26% en el 2012. *Expreso* , pág. 6.

ANEXOS

Anexo 1

Cuestionario para entrevistas realizadas

- ¿Cuáles considera usted que son las opciones de financiamiento más utilizadas?
- ¿Qué cantidad de empresas en el Ecuador usted considera que utilizan este tipo de opciones de financiamiento?
- A su criterio ¿Qué tan viables son estas opciones de financiamiento?
- A su criterio ¿Cuál sería el motivo del por qué las empresas no suelen cotizarse en la bolsa de valores?
- Usted recomendaría a las empresas optar por estas alternativas de apalancamiento financiero
- ¿Usted cree que el hermetismo de las empresas familiares sea un impedimento para manejar estas alternativas de financiamiento no tradicionales?
- El gobierno tiene intenciones de apoyar este tipo de financiamiento para las pymes, ¿usted cree que esta intención se concrete a corto o largo plazo?
- ¿Usted recomendaría a las empresas pymes cotizarse en la bolsa de valores, entiéndase empresas con un nivel de ventas hasta \$1MM?
- ¿Qué acogida usted estima que tenga la propuesta del gobierno en las empresas pymes?

- ¿Usted cree que el mercado de valores se ha explotado en su totalidad en el país?
- Recomendaciones.

Anexo 2

Perfiles de los entrevistados

Perfil Federico Francisco Bocca Ruiz.

Economista con mención en Gestión Empresarial y especialización en el sector Público de la Escuela Superior Politécnica del litoral, Guayaquil - Agosto 1998
 Magister en Economía con especialización en Macroeconomía Aplicada de la Pontificia Universidad Católica de Chile, Santiago de Chile Agosto de 1998 – Noviembre 2000

Executive Master in Business Administración (EMBA) del IDE, Escuela de Dirección de Empresas, Guayaquil Octubre 2003 – Marzo 2005

Philosophical Doctor in Finance A.B. Freeman School, Tulane University 2006 – 2011, 4to año.

En el campo laboral se ha desempeñado como:

Asistente de investigaciones, Instituto de Desarrollo Empresarial (IDE), Guayaquil- Ecuador, Marzo 1998.

Ayudante del Seminario del Programa Interamericano de Macroeconomía Aplicada, Pontificia Universidad Católica de Chile- Banco Interamericano de Desarrollo (BID), Santiago- Chile , Marzo 2000.

Asesor Financiero del Rector de la Escuela Superior Politécnica del Litoral, (Proyecto sobre la Titularización de Árboles de Madera Dura Tropical, Abril 2001 – Octubre 2001.

Profesor del Seminario de Graduación de la Universidad Católica Santiago de Guayaquil, Octubre 2001- Diciembre 2001.

Elaboración de caso de estudio sobre la Economía Ecuatoriana al Instituto de Desarrollo Empresarial (IDE), Febrero 2002.

Profesor contratado Universidad Federico Santa María, (Economía Ecuatoriana), Octubre – Diciembre 2002.

Investigador Asociado al Centro de Investigaciones Económicas de la ESPOL, Presente.

Profesor con nombramiento del Instituto de Ciencias Humanísticas y Económicas de la Escuela Superior Politécnica del Litoral, (Macroeconomía I, Macroeconomía II, Finanzas Internacionales, Gestión del Riesgo Financiero, Finanzas II e Ingeniería Financiera), Presente.

Vicepresidente Financiero de la Escuela Superior Politécnica del Litoral. Presente.

Vicepresidente de Riesgos Summaratings S.A. Calificadora de Riesgos, Presente.

Entrevista José Rafael Silva León:

I.D.E. MBA, Executive Master on Business Administration 2003 – 2005

Universidad Laica Vicente Rocafuerte de Guayaquil ECONOMÍA, CIENCIAS ECONÓMICAS 1984 – 1990

En el campo laboral se ha desempeñado como:

Presidente Summaratings S.A. Calificadora de Riesgos, Presente.

Profesor Invitado.- HUMANE ESCUELA DE NEGOCIOS enero de 2010 – Presente (3 años 3 meses)

PRESIDENTE DEL DIRECTORIO CONSULCRÉDITO SOCIEDAD FINANCIERA S.A. junio de 2010 – diciembre de 2010 (7 meses)

Director FUNDACIÓN D-MIRO, MISIÓN ALIANZA DE NORUEGA septiembre de 2005 – enero de 2010 (4 años 5 meses)

Director SEGUROS PORVENIR S.A. enero de 2008 – septiembre de 2009 (1 año 9 meses)

Asesor del Presidente del Directorio CORPORACIÓN FINANCIERA NACIONAL
diciembre de 2006 – enero de 2007 (2 meses)

Perfil Arturo Rafael Bejarano Ycaza.

Economista, Universidad Católica Santiago de Guayaquil, Guayaquil 1987-1993
Programa de Gestión de Mercado de valores, Escuela Superior Politécnica del
Litoral 1994

Diplomado de Alta Gerencia en Finanzas y Mercado de Valores,

Título de 4to nivel, Universidad del Pacífico 2008 – 2009

Valoración de Empresas y Mercado de Valores, IDE Programa IN-HOUSE
2010 – 2011

En la actualidad es Socio Presidente de Bejarano y Bejarano, BBS S.A.,
empresa que se dedica a realizar asesoría financiera, son estructuradores
bursátiles.

Fue Director General de la Bolsa de Valores de Guayaquil, desde abril del 2007,
hasta diciembre del 2011, siendo sus principales funciones de:

Vigilar la aplicación de las regulaciones del mercado de valores entre los
miembros de la BVG.

Promocionar el desarrollo y fortalecimiento del mercado de valores
propendiendo a la apertura de capitales y la canalización del ahorro interno y
externo a los sectores productivos.

Monitorear la organización y situación administrativa y financiera, gestión y
operaciones de los entes participantes del mercado de valores.

Fomentar la realización de negocios en el mercado de valores, salvaguardando
los intereses de los inversionistas.

Proporcionar asesoría técnica en materia de mercado.

Promover la generación de normas de autorregulación para sus miembros.

Participar como expositor en seminarios y eventos, con el objetivo de difundir las bondades y herramientas que ofrece el mercado de valores, tanto para los ahorristas como para los empresarios.

Desde enero del 2006 hasta abril del 2007, ocupó el cargo de Intendente de Mercado de Valores de Guayaquil, con jurisdicción en las provincias de: Guayas, Manabí, Los Ríos, El Oro, Azuay, Bolívar, Cañar, Zamora, Galápagos y Loja.

Perfil María Alexandra Echeverría Vera

Universidad Laica Vicente Rocafuerte de Guayaquil, Periodismo y Relaciones Públicas (1987 –1990).

En el campo laboral se ha desempeñado como:

Gerente General de Activa Valores (Actual)

Gerente General Ventura Casa de Valores Vencasa S.A.

Gerente Nacional de Corretaje Stanford Group Casa de Valores S.A.

Directora de Ferias y Misiones Comerciales CORPEI

Perfil Patricio Córdoba

Gerente de Mercados Financieros en Banco Promerica Ecuador (Actual)

Gerente General en Acciones y Valores Casa de Valores S.A. ACCIVAL

Gerente de Tesorería en Banco Promerica

Gerente de Control Financiero en Banco MM Jaramillo Arteaga

IDE Business School

Executive Master in Business Administration, Administración de Negocios

2009 – 2011

Escuela de Negocios EOI - Madrid y Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas

Master Europeo en marketing y Dirección Comercial, Marketing/Marketing Management, General

2005 – 2006

Universidad Nacional de General Sarmiento

Magister en Economía y Desarrollo Industrial: Especialidad Pymes, Economía

2000 – 2001

Pontificia Universidad Católica del Ecuador

Economista, Relaciones Económicas Internacionales

1990 – 1996

Perfil Cecilia Sambrano Cedeño

Sub-Gerente de Banca Empresarial Banco Promerica Ecuador (Actual)

CFN Sub Directora Banca Primer Piso

Banco Pichincha Gerente Comercial

Gerente Regional Fondos Pichincha

Universidad Estatal Santiago de Guayaquil

Economista.

Perfil Carlos Valarezo Guzmán:

Gerente General Laboratorios Carvagu S.A.

Comercializa la medicina natural bajo el nombre comercial de Natures Garden ya tienen experiencia manejando alternativas no tradicionales.

Perfil Mariana Celi de Molina:

Gerente General Dimetalsa

Empresa comercializadora de muebles metálicos no tiene experiencia manejando alternativas de financiamiento diferentes a las tradicionales.

Perfil Jaime del Hierro:

Gerente General Lotepec

Anexo 3

Reglamento REVNI RV Sector Privado

Capítulo I

Bolsas de Valores

Sección III

Sistemas de Negociación

III. RUEDA ESPECIAL DE SUBASTA DE ACCIONES DE SOCIEDADES NO INSCRITAS EN EL REGISTRO DEL MERCADO DE VALORES QUE REALICE EL SECTOR PRIVADO.

Art. 40.- Mecanismo de negociación.- Se establece en las bolsas de valores del país, el mecanismo para la negociación en rueda especial de subasta de acciones para las sociedades no inscritas en el Registro del Mercado de Valores que realice el sector privado y que se coticen ocasional o periódicamente en las bolsas de valores del país.

En esta rueda especial de subasta podrán participar las casas de valores miembros de las bolsas de valores del país, debidamente autorizadas, a través de sus operadores de valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores.

Este proceso podrá ser realizado tanto en el piso de rueda, así como a través del sistema electrónico destinado para el efecto.

Art. 41.- Fecha y hora.- La rueda especial de subasta de acciones de sociedades no inscritas en el Registro del Mercado de Valores se llevará a cabo en los días y horarios que establezca el directorio de las bolsas de valores, los mismos que deberán ser notificados al mercado y a la Superintendencia de Compañías, mediante comunicación escrita o a través del sistema electrónico.

Art. 42.- Registro especial de acciones no inscritas.- Las bolsas de valores mantendrán un registro especial para valores no inscritos (REVNI), en el que se anotarán las acciones de sociedades del sector privado no inscritas en el Registro del Mercado de Valores, previa la presentación de los siguientes requisitos:

1. Solicitud para adherirse al mecanismo, suscrita por el emisor de las acciones.
2. Certificado de existencia legal del emisor.
3. Capital pagado mínimo e índices financieros fijados por el directorio de las bolsas de valores.
4. Estados financieros auditados de los tres últimos años.
5. Nómina de directores y administradores.
6. Descripción de la empresa, sus principales actividades y perspectivas futuras.

Art. 43.- Trámite y publicidad de la anotación.- El directorio de las bolsas de valores o el comité designado por éstas para el efecto, autorizará la anotación en el REVNI de este tipo de valores y ordenará, al día bursátil siguiente, que el solicitante publique por una sola vez en un diario de amplia circulación del domicilio del emisor, la aceptación de dicha bolsa para que las acciones no inscritas en el Registro del Mercado de Valores se coticen ocasional o periódicamente, con sujeción a lo previsto en el artículo 34 de la Ley de Mercado de Valores y en este capítulo.

En dicha publicación deberá constar por lo menos la razón social del emisor, el monto de acciones anotadas, su valor nominal, clase de acción, serie, vigencia de la anotación y fecha de inicio de la negociación; publicación cuya copia será remitida a conocimiento de la bolsa de valores.

Adicionalmente las bolsas de valores deberán comunicar a sus miembros y a la Superintendencia de Compañías, mediante comunicación escrita, la anotación de los valores, dentro de los siguientes tres días hábiles posteriores a la fecha de la recepción de la publicación antes referida.

La anotación de acciones no inscritas en el REVNI está exenta del pago de cuotas y tarifas de inscripción institucional y de mantenimiento anual, previstas en las regulaciones de las bolsas de valores del país.

Art. 44.- Vigencia de la anotación.- La anotación de las acciones no inscritas en el Registro del Mercado de Valores tiene una vigencia de ciento ochenta días calendario. Al menos con cinco días anteriores al vencimiento de este plazo, el emisor podrá solicitar por una sola vez a la bolsa de valores una prórroga por un plazo máximo de ciento ochenta días, la que podrá ser concedida siempre que no haya variado substancialmente su situación legal, económica y financiera.

Será potestad de la bolsa cancelar la anotación de las acciones en el REVNI, cuando el emisor dejare de acreditar cierto nivel de solvencia y crecimiento potencial, que determine el deterioro de las condiciones iniciales del mismo que afecten al valor.

Las bolsas de valores automáticamente procederán a cancelar la anotación de los valores del REVNI una vez vencido el plazo de vigencia; y en el caso de que exista la voluntad del emisor, podrá solicitar su inscripción y la de los valores, previo el cumplimiento de los requisitos legales y reglamentarios pertinentes.

Art. 45.- Obligaciones por la anotación.- El emisor que hubiere solicitado la anotación de acciones en el REVNI, será responsable ante la bolsa de proporcionarle la información ocasional que ésta le requiera, la misma que versará sobre los requisitos previstos en el artículo que hace referencia al registro especial de acciones no inscritas de este capítulo.

Art. 46.- Aviso de negociación.- Además de la publicidad requerida en el artículo que hace referencia a la publicidad de la anotación de este capítulo, las bolsas de valores pondrán en conocimiento de sus miembros y de la Superintendencia de Compañías, mediante comunicación escrita o a través del sistema electrónico, al menos con cuarenta y ocho horas de anticipación al día de la rueda especial de subasta, el listado de las acciones que se cotizarán, según lo previsto en los siguientes artículos.

Art. 47.- Aviso de subasta.- La casa de valores que requiera utilizar este mecanismo de rueda especial de subasta de acciones de sociedades no inscritas en el Registro del Mercado de Valores que realice el sector privado, deberá informar a las bolsas de valores del país, sea a través del sistema electrónico o de comunicación escrita, con cuarenta y ocho horas de anticipación a la realización de la misma, su voluntad de participar en ésta. Las bolsas de valores del país, el mismo día de recibido el aviso, notificarán

mediante comunicación escrita dirigida a sus miembros y a la Superintendencia de Compañías que se va a efectuar la subasta.

Si el aviso de subasta, dado a la bolsa por comunicación escrita o medios electrónicos, fuera recibido con posterioridad a las 14h00, se entenderá como que fue presentado al día bursátil siguiente, día en el que se procederá con la notificación al mercado y a la Superintendencia de Compañías.

Art. 48.- Contenido del aviso de subasta.- El aviso de subasta deberá contener los siguientes datos:

1. Denominación de la casa de valores.
2. Razón social o denominación y domicilio del emisor.
3. Número de acciones que se vayan a ofertar.
4. Valor nominal de cada acción.
5. Clase y serie.
6. Condiciones: especificar lote, dividendos, de ser el caso.
7. Fecha valor.
8. Fecha de negociación.
9. Forma de pago.

Art. 49.- Procedimiento de posturas manuales.- El mecanismo de rueda especial de subasta a través de procesos manuales, se divide en cinco fases:

1. Presentación de posturas de oferta.- La casa de valores que envió a la bolsa de valores el aviso de subasta, a través de su operador de valores, presentará su postura en sobre cerrado, en el que indique el precio de reserva.

2. Presentación de posturas de demanda.- Las posturas de demanda deberán ser entregadas en sobre sellado, al director de rueda, durante los primeros quince minutos de la misma.

Tales posturas deben utilizar el formato y medio requeridos por la bolsa de valores.

El director de rueda llenará y entregará al operador de valores, un formulario de "documentos recibidos por rueda especial de subasta", en el que constará la fecha y hora de recepción de la postura, y el nombre de la casa de valores.

Una vez entregados los sobres, queda expresamente prohibido su retiro o la modificación de las posturas.

3. Calificación de posturas.- Para calificar las posturas, en rueda especial de subasta para acciones de sociedades no inscritas en el Registro del Mercado de Valores que realice el sector privado, el director de rueda observará el siguiente procedimiento:

- 3.1. Anunciará a todos los presentes la existencia y el número de las posturas de demanda que han sido oficialmente recibidas en la bolsa. En caso de no haberlas, se declarará desierta la rueda especial de subasta.

- 3.2. El director de rueda hará público inmediatamente, el precio de reserva, base o mínimo.

- 3.3. El director de rueda procesará las posturas de demanda presentadas y dispondrá su ordenamiento, tomando en consideración el precio de éstas, es decir de mayor a menor.

4. Difusión de posturas.- Una vez receptadas las posturas de demanda, la bolsa de valores difundirá todas las posturas presentadas, durante los diez minutos posteriores a tal recepción.

5. Adjudicación.- Durante esta etapa, la bolsa de valores asignará la operación, en base a quien hubiere presentado el mejor precio. Para la adjudicación de las operaciones, se procederá de la siguiente forma:

5.1. Las posturas serán adjudicadas inmediatamente en función del mejor precio.

5.2. En caso de que varias posturas se igualen, se procederá a asignarlas en función del orden cronológico de recepción.

Art. 50.- Procedimiento de posturas electrónicas.- Para este tipo de subasta se cumplirán con las siguientes fases:

1. Ingreso del aviso.- Es el registro de las condiciones básicas de oferta, con el objeto de comunicar al mercado los valores que van a ofertar.

El operador autorizado de la casa de valores que desee utilizar este mecanismo, ingresará el aviso con las condiciones y tiempo de anticipación señalados en los artículos que hacen referencia al aviso de negociación y al aviso de subasta de este capítulo.

2. Ingreso de la oferta.- Este ingreso permite convertir el aviso de oferta en una postura en firme. El operador de valores que represente a la casa de valores oferente, ingresará sus posturas indicando el precio de referencia.

3. Inscripción.- La inscripción permite a los participantes del mercado, registrar la intencionalidad de compra de un valor subastado.

4. Subasta.- En esta etapa los usuarios registrarán sus demandas.

5. Adjudicación.- El sistema realizará, en función de las demandas ingresadas, el proceso de adjudicación, siempre en función al mejor precio.

En el evento de existir igualdad de precios, se adjudicará además en función al orden cronológico de ingreso.

Art. 51.- Compensación y liquidación.- El proceso de compensación y liquidación de valores se ajustará a las normas vigentes para el efecto y a las condiciones específicas, que determine el oferente que hubiere solicitado la rueda especial de subasta para acciones no inscritas.

Si se presentare algún desacuerdo en el cumplimiento de la operación, las diferencias se resolverán a través de la bolsa de valores de la localidad en la que se registró el cierre de la operación.

Art. 52.- Comisiones de bolsa.- El directorio de la bolsa de valores fijará las comisiones de bolsa para las operaciones en el mecanismo de rueda especial de subasta de acciones de sociedades no inscritas en el Registro del Mercado de Valores, que realice el sector privado. Las comisiones o cualquier modificación a éstas serán notificadas al mercado y a la Superintendencia de Compañías, mediante comunicación escrita, con por lo menos cinco días hábiles de anticipación a la fecha en la cual entrarán en vigencia.

Art. 53.- Publicidad.- Las bolsas de valores, a través de sus boletines, difundirán al mercado las ofertas, demandas y transacciones efectuadas.

Anexo 4

Ley de Mercado de Valores

TITULO XVI

DE LA TITULARIZACION

Art. 138.- De la titularización.- Es el proceso mediante el cual se emiten valores susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil, emitidos con cargo a un patrimonio autónomo.

Los valores que se emitan como consecuencia de procesos de titularización constituyen valores en los términos de la presente Ley.

No se podrán promocionar o realizar ofertas públicas de derechos fiduciarios sin haber cumplido previamente los requisitos establecidos por esta Ley para los procesos de titularización.

Art. 139.- Partes esenciales.- Las partes esenciales que deben intervenir en un proceso de titularización son las siguientes:

Originador consiste en una o más personas naturales o jurídicas, de derecho público o privado, públicas, privadas o mixtas, de derecho privado con finalidad social o pública, nacional o extranjera, o entidades dotadas de personalidad jurídica, propietarios de activos o derechos sobre flujos susceptibles de ser titularizados.

Agente de Manejo será una sociedad administradora de fondos y fideicomisos que tenga a su cargo, además de las funciones consagradas en el contrato de fideicomiso mercantil, las siguientes:

- a) Obtener las autorizaciones que se requieran para procesos de titularización en los cuales los valores a emitirse vayan a ser colocados mediante oferta pública, conforme con las disposiciones de la presente Ley;
- b) Recibir del originador y en representación del patrimonio de propósito exclusivo, los activos a ser titularizados;
- c) Emitir valores respaldados con el patrimonio de propósito exclusivo;
- d) Colocar los valores emitidos, mediante oferta pública, conforme con las disposiciones de la presente Ley;
- e) Administrar los activos integrados en el patrimonio de propósito exclusivo, tendiendo a la obtención de los flujos futuros, sea de fondos, sea de derechos de contenido económico; y,
- f) Distribuir entre los inversionistas los resultados obtenidos.

Las funciones señaladas en los literales a), b) y c) son indelegables. La delegación de las funciones restantes deberá indicarse expresamente en el contrato de fideicomiso mercantil. El agente de manejo será siempre responsable de todas las actuaciones de terceros que desempeñen las funciones así delegadas.

En todo caso, la responsabilidad del agente de manejo alcanza únicamente a la buena administración del proceso de titularización, por lo que no responderá por los resultados obtenidos, a menos que dicho proceso arroje pérdidas causadas por dolo o culpa leve en las actuaciones del agente de manejo, declaradas como tales en sentencia ejecutoriada, en cuyo caso responderá por dolo o hasta por culpa leve.

Patrimonio de propósito exclusivo, que siempre será el emisor, es un patrimonio independiente integrado inicialmente por los activos transferidos por el originador y, posteriormente por los activos, pasivos y contingentes que resulten o se integren como consecuencia del desarrollo del respectivo proceso de titularización. Dicho patrimonio de propósito exclusivo podrá instrumentarse bajo la figura de un fondo colectivo de inversión o de un fideicomiso mercantil, administrado por una sociedad administradora de fondos y fideicomisos.

Inversionistas, son aquellos que adquieren e invierten en valores emitidos como consecuencia de procesos de titularización.

Comité de Vigilancia, estará compuesto por lo menos por tres miembros, elegidos por los tenedores de títulos, no relacionados al agente de manejo. No podrán ser elegidos como miembros del mencionado comité los tenedores de títulos que pertenezcan a empresas vinculadas al agente de manejo.

Art. 140.- Mecanismos para titularizar.- Los procesos de titularización podrán llevarse a cabo a través de los mecanismos de fondos colectivos de inversión o de fideicomisos mercantiles.

Cualquiera sea el mecanismo que se utilice para titularizar, el agente de manejo podrá fijar un punto de equilibrio financiero, cuyas características deberán constar en el Reglamento de Gestión, que de alcanzarse, determinará el inicio del proceso de titularización correspondiente.

Art. 141.- Del patrimonio independiente o autónomo.- Cualquiera sea el patrimonio de propósito exclusivo que se utilice para desarrollar un proceso de titularización, los activos o derechos sobre flujos transferidos por el originador integrarán un patrimonio independiente, que contará con su propio balance, distinto de los patrimonios individuales del originador, del agente de manejo o de los inversionistas.

Los activos que integren el patrimonio de propósito exclusivo no pueden ser embargados ni sujetos de ninguna medida precautelatoria o preventiva por los acreedores del originador, del agente de manejo o de los inversionistas. Los acreedores de los inversionistas podrán perseguir los derechos y beneficios que a éstos les corresponda respecto de los valores en los que hayan invertido.

El patrimonio de propósito exclusivo respalda la respectiva emisión de valores, por lo que los inversionistas sólo podrán perseguir el reconocimiento y cumplimiento de la prestación de sus derechos en los activos del patrimonio de propósito exclusivo, mas no en los activos propios del agente de manejo.

Art. 142.- Procesos de titularización con participación del Estado o de entidades del sector público.- El Estado y las entidades del sector público podrán participar como originadores o inversionistas dentro de procesos de titularización, en cuyo caso se sujetarán al reglamento especial que para el efecto expedirá el C.N.V., además de las disposiciones contenidas en la presente Ley en lo que fuere pertinente.

Art. 143.- Activos susceptibles de titularizar.- Podrán desarrollarse procesos de titularización a partir de los activos, que existen o se espera que existan, que

conlleven la expectativa de generar flujos futuros determinables, sea de fondos, sea de derechos de contenido económico, respecto a los cuales su titular pueda disponer libremente. Adicionalmente, no podrá pesar sobre tales activos ninguna clase de gravámenes, limitaciones al dominio, prohibiciones de enajenar, condiciones suspensivas o resolutorias ni deberá estar pendiente de pago, impuesto, tasa o contribución alguna.

Constituyen activos susceptibles de titularización los siguientes:

- a) Valores representativos de deuda pública;
- b) Valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores;
- c) Cartera de crédito;
- d) Activos y proyectos inmobiliarios; y,
- e) Activos o proyectos susceptibles de generar flujos futuros determinables con base en estadísticas de los últimos tres años o en proyecciones de por lo menos tres años consecutivos, según corresponda.

No obstante lo anterior, la Superintendencia de Compañías, previa norma expedida por el C.N.V., podrá autorizar la estructuración de procesos con bienes o activos diferentes de los anteriormente señalados.

Art. 144.- De la transferencia de dominio.- La transferencia de dominio de activos desde el originador hacia el patrimonio de propósito exclusivo podrá efectuarse a título oneroso o a título de fideicomiso mercantil, según los términos y condiciones de cada proceso de titularización. Cuando la transferencia recaiga sobre bienes inmuebles, se cumplirá con las solemnidades previstas en las leyes correspondientes.

A menos que el proceso de titularización se haya estructurado en fraude de terceros, lo cual deberá ser declarado por juez competente en sentencia

ejecutoriada, no podrá declararse total o parcialmente, la nulidad, simulación o ineficacia de la transferencia de dominio de activos, cuando ello devenga en imposibilidad o dificultad de generar el flujo futuro proyectado y, por ende derive en perjuicio para los inversionistas, sin perjuicio de las acciones penales o civiles a que hubiere lugar.

Ni el originador, ni el agente de manejo podrán solicitar la rescisión de la transferencia de inmueble por lesión enorme.

Art. 145.- Del cumplimiento del proceso de titularización.- Los bienes titularizados se encontrarán afectos exclusivamente al cumplimiento del objeto del proceso de titularización.

Art. 146.- Del traspaso del activo y las garantías.- En la transferencia de dominio de los activos hacia el patrimonio de propósito exclusivo, importa tanto el traspaso del activo como de las garantías que le accedieren, a menos que originador y agente de manejo establezcan expresamente y por escrito lo contrario, situación que deberá ser revelada por el agente de manejo a los inversionistas.

Art. 147.- Valores que pueden emitirse.- Los valores que se emitan como consecuencia de procesos de titularización pueden ser de tres tipos:

a) Valores de contenido crediticio: Por los cuales los inversionistas adquieren el derecho a percibir la restitución del capital invertido más el rendimiento financiero correspondiente, con los recursos provenientes del fideicomiso mercantil y según los términos y condiciones de los valores emitidos. Los activos que integran el patrimonio de propósito exclusivo respaldan el pasivo adquirido con los inversionistas, correspondiendo al agente de manejo adoptar las medidas necesarias para obtener el recaudo de los flujos requeridos para la atención oportuna de las obligaciones contenidas en los valores emitidos;

b) Valores de participación: Por los cuales los inversionistas adquieren una alícuota en el patrimonio de propósito exclusivo, a prorrata de su inversión, con lo cual participa de los resultados, sea utilidades, sea pérdidas, que arroje dicho patrimonio respecto del proceso de titularización; y,

c) Valores mixtos: Por los cuales los inversionistas adquieren valores que combinan las características de valores de contenido crediticio y valores de participación, según los términos y condiciones de cada proceso de titularización.

Un mismo patrimonio de propósito exclusivo podrá respaldar la emisión de distintos tipos de valores. Cada tipo determinado de valor podrá estar integrado por varias series. Los valores correspondientes a cada tipo o serie, de existir, deberán reconocer iguales derechos a los inversionistas, pudiendo establecer diferencias en los derechos asignados a las distintas series.

Cualquiera sea el tipo de valores emitidos, de producirse situaciones que impidan la generación proyectada del flujo futuro de fondos o de derechos de contenido económico y, una vez agotados los recursos del patrimonio de propósito exclusivo, los inversionistas deberán asumir las eventuales pérdidas que se produzcan como consecuencia de tales situaciones.

El monto máximo de emisión de cualquier proceso de titularización será determinado mediante norma de carácter general por el C.N.V.

Cualquiera sea el tipo de valores emitidos, éstos podrán ser redimidos anticipadamente, en forma total por parte del agente de manejo, en los casos expresamente contemplados en el reglamento de gestión del respectivo proceso de titularización cuando éste prevea la posibilidad de que por circunstancias económicas o financieras se ponga en riesgo la generación proyectada del flujo futuro de fondos o de derechos de contenido económico

Sin embargo, en caso de que el proceso de titularización arroje pérdidas causadas por dolo o culpa leve en las actuaciones del agente de manejo, declarados como tales por juez competente en sentencia ejecutoriada, los inversionistas, podrán ejercer las acciones estipuladas en las disposiciones legales pertinentes con el objeto de obtener las indemnizaciones que hubiere lugar.

En el evento de que el proceso de titularización arroje total o parcialmente utilidades y, éstas no hayan sido oportunamente pagadas a los inversionistas, los valores adquiridos constituirán títulos ejecutivos contentivos de obligaciones ejecutivas en contra del patrimonio de propósito exclusivo.

Art. 148.- De la naturaleza de los valores emitidos.- Los valores que se emitan como consecuencia de procesos de titularización, pueden ser nominativos o a la orden. Los valores de contenido crediticio o valores mixtos podrán tener cupones que reconozcan un rendimiento financiero fijo o variable, pudiendo tales cupones ser nominativos o a la orden, según corresponda a las características de los valores a los cuales se adhieren. La negociación secundaria de estos valores se registrará por las disposiciones contenidas en el Art. 204 del Código de Comercio.

En el contrato de fiducia se deberá contemplar el procedimiento a seguir en el caso que los inversionistas no ejercieren sus derechos dentro de los seis meses posteriores a la fecha en la que haya nacido para el agente de manejo la última obligación de pagar los flujos de fondos o de transferir los derechos de contenido económico.

Los valores que se emitan como consecuencia del proceso de titularización podrán estar representados por títulos o por anotaciones en cuenta. Cuando se emitan títulos, estos podrán representar uno o más valores.

Art. 149.- De la periodicidad de la información.- El C.N.V., dictará las normas de carácter general respecto del contenido y periodicidad de la información que el agente de manejo deberá poner a disposición de la Superintendencia de Compañías y de los inversionistas.

Art. 150.- De los mecanismos de garantía.- Atendiendo las características propias de cada proceso de titularización, el agente de manejo o el originador de ser el caso, deberá constituir al menos uno de los mecanismos de garantía señalados a continuación:

Subordinación de la emisión.- Implica que el originador o terceros debidamente informados, suscriban una porción de los valores emitidos. A dicha porción se imputarán hasta agotarla, los siniestros o faltantes de activos, mientras que a la porción colocada entre el público se cancelarán prioritariamente los intereses y el capital.

Sobrecolateralización.- Consiste en que el monto de los activos fideicomitados o entregados al fiduciario, exceda al valor de los valores emitidos en forma tal que cubra el índice de siniestralidad, a la porción excedente se imputarán los siniestros o faltantes de activos. El C.N.V., mediante norma de carácter general fijará los parámetros para la determinación del índice de siniestralidad.

Exceso de flujo de fondos.- Consiste en que el flujo de fondos generado por los activos titularizados sea superior a los derechos reconocidos en los valores emitidos, a fin de que ese diferencial se lo destine a un depósito de garantía, de tal manera que de producirse desviaciones o distorsiones en el flujo, el agente de manejo proceda a liquidar total o parcialmente el depósito, según corresponda, a fin de obtener los recursos necesarios y con ellos cumplir con los derechos reconocidos en favor de los inversionistas.

Sustitución de activos.- Consiste en sustituir los activos que han producido desviaciones o distorsiones en el flujo, a fin de incorporar al patrimonio de

propósito exclusivo, en lugar de los activos que han producido dichas desviaciones o distorsiones, otros activos de iguales o mejores características.

Los activos sustitutos serán provistos por el originador, debiéndosele transferir a cambio, los activos sustituidos.

Contratos de apertura de crédito.- A través de los cuales se disponga, por cuenta del originador y a favor del patrimonio de propósito exclusivo, de líneas de crédito para atender necesidades de liquidez de dicho patrimonio, las cuales deberán ser atendidas por una institución del sistema financiero a solicitud del agente de manejo, quien en representación del patrimonio de propósito exclusivo tomará la decisión de reconstituir el flujo con base en el crédito.

Garantía o aval.- Consiste en garantías generales o específicas constituidas por el originador o por terceros, quienes se comprometen a cumplir total o parcialmente con los derechos reconocidos en favor de los inversionistas.

Garantía bancaria o póliza de seguro.- Consisten en la contratación de garantías bancarias o pólizas de seguros, las cuales serán ejecutadas por el agente de manejo en caso de producirse el siniestro garantizado o asegurado y, con ello cumplir total o parcialmente con los derechos reconocidos en favor de los inversionistas.

Fideicomiso de garantía.- Consiste en la constitución de patrimonios independientes que tengan por objeto garantizar el cumplimiento de los derechos reconocidos a favor de los inversionistas.

Art. 151.- Calificación de riesgo para los valores emitidos por un proceso de titularización.- Todos los valores que se emitan como consecuencia de procesos de titularización, deberán contar al menos con una calificación emitida por una de las calificadoras de riesgo legalmente establecidas y autorizadas para tal efecto.

Cuando se emita la calificación de riesgo, ésta deberá indicar los factores que se tuvieron en cuenta para otorgarla y adicionalmente deberá referirse a la legalidad y forma de transferencia de los activos al patrimonio autónomo. En ningún caso la calificación de riesgos considerará la solvencia del originador o del agente de manejo o de cualquier tercero.

Art. 152.- Del Comité de Vigilancia y del Agente Pagador.- Será atribución del Comité de Vigilancia comprobar que el agente de manejo cumpla en relación al respectivo patrimonio lo dispuesto en esta Ley, normas complementarias y su reglamento interno, pudiendo convocar a asamblea extraordinaria de tenedores cuando lo considere necesario.

Las compañías fiduciarias que actúen como agentes de manejo en procesos de titularización, designarán un agente pagador, el mismo que podrá ser la propia fiduciaria o una institución financiera sujeta al control de la Superintendencia de Bancos y Seguros. El agente pagador no podrá formar parte del Comité de Vigilancia.

El Comité de Vigilancia deberá informar a la asamblea de tenedores, sobre su labor y las conclusiones obtenidas. Sin perjuicio de ello, cuando en su labor detecte el incumplimiento de las normas que rigen al fideicomiso mercantil, deberá ponerlos en conocimiento de la Superintendencia de Compañías, de acuerdo a las normas que para el efecto dicte el C.N.V.

Art. 153.- De los procesos de titularización de cartera.- Además del cumplimiento de las normas generales antes enunciadas, el agente de manejo de valores resultantes de procesos de titularización de cartera, cumplirá con las normas especiales contenidas a continuación:

a) Establecer matemática, estadística o actuarialmente los flujos futuros que se proyecta sean generados por la cartera a titularizar;

- b) Emitir valores hasta por el monto que fije el C.N.V., del valor de mercado de la cartera, siguiendo al efecto las normas de carácter general que determine el referido organismo;
- c) Determinar el índice de siniestralidad en la generación de flujos proyectados de la cartera a titularizar, siguiendo para el efecto, las normas de carácter general que determine el C.N.V.;
- d) Constituir al menos uno de los mecanismos de garantía de los previstos en esta Ley, en los porcentajes de cobertura que mediante normas de carácter general determine el C.N.V.;
- e) Contar con una certificación del representante legal del constituyente de que la cartera no se encuentra pignorada ni que sobre ella pesa gravamen alguno;
- f) Determinar el punto de equilibrio para iniciar el proceso de titularización cuyas características deberán constar en el reglamento de gestión; y,
- g) Las demás que mediante norma de carácter general determine el C.N.V.

Art. 154.- De los procesos de titularización de inmuebles.- La titularización de inmuebles consiste en la transferencia de un activo inmobiliario con el propósito de efectuar su transformación en valores mobiliarios.

El activo inmobiliario objeto de la titularización deberá estar libre de gravámenes, limitaciones de dominio, prohibiciones de enajenar o condiciones resolutorias y no tener pendiente de pago los impuestos, tasas y contribuciones.

El patrimonio de propósito exclusivo así constituido puede emitir valores de participación, de contenido crediticio o mixto.

Además del cumplimiento de las normas generales antes enunciadas, la titularización de inmuebles deberá someterse a las normas especiales contenidas a continuación:

- a) Establecer matemática, estadística o actuarialmente los flujos futuros que se proyectan sean generados por el inmueble a titularizar;
- b) Emitir valores hasta por el monto que fije el C.N.V.;
- c) Determinar el índice de desviación en la generación de los flujos proyectados siguiendo al efecto las normas de carácter general que determine el C.N.V.;
- d) Constituir al menos un mecanismo de garantía de los previstos en esta Ley, en los porcentajes de cobertura que mediante normas de carácter general determine el C.N.V.;
- e) Obtener una póliza de seguro contra todo riesgo sobre el inmueble, hasta tres meses posteriores al vencimiento del plazo de los valores producto de la titularización, o al prepago de los valores, en los términos establecidos en esta Ley;
- f) Obtener una certificación del registro de la propiedad correspondiente, de que sobre los inmuebles objeto de titularización, no pesa ningún gravamen durante la vigencia del contrato de fiducia mercantil;
- g) Contar con dos avalúos actualizados, los cuales deberán ser efectuados por peritos independientes del originador y del agente de manejo, de reconocida trayectoria en el ramo. Dichos avalúos deberán haber sido practicados dentro de los seis meses anteriores a la fecha de iniciación del trámite de autorización de la titularización; y,
- h) Las demás que mediante norma de carácter general determine el C.N.V.

Art. 155.- De los procesos de titularización de proyectos inmobiliarios.- La titularización de proyectos inmobiliarios consiste en la emisión de títulos mixtos o de participación que incorporen derechos alícuotas o porcentuales sobre un patrimonio de propósito exclusivo constituido con un bien inmueble, los diseños,

estudios técnicos y de pre factibilidad económica, programación de obra y presupuestos necesarios para desarrollar un proyecto inmobiliario objeto de titularización.

El patrimonio de propósito exclusivo también puede constituirse con sumas de dinero destinadas a la adquisición del lote o a la ejecución del proyecto.

El activo inmobiliario, sobre el cual se desarrollará el proyecto objeto de la titularización deberá estar libre de gravámenes, limitaciones de dominio, prohibiciones de enajenar o condiciones resolutorias y no tener pendiente de pago los impuestos, tasas y contribuciones.

El inversionista es partícipe del proyecto en su conjunto, obteniendo una rentabilidad derivada de la valoración del inmueble, de la enajenación de unidades de construcción o, en general, del beneficio obtenido en el desarrollo del proyecto.

Además del cumplimiento de las normas generales antes enunciadas, la titularización de proyectos inmobiliarios deberá someterse a las normas especiales contenidas a continuación:

- a) Emitir solamente valores de participación o valores mixtos;
- b) Establecer matemática, estadística o actuarialmente los flujos futuros que se proyectan sean generados por el proyecto inmobiliario objeto de titularización;
- c) Emitir valores hasta por el monto que fije el C.N.V.;
- d) Determinar el índice de desviación en la generación de los flujos proyectados siguiendo al efecto las normas de carácter general que determine el C.N.V.;
- e) Constituir al menos uno de los mecanismos de garantía de los previstos en esta Ley;

- f) Contar con dos avalúos actualizados realizados por empresas de reconocida experiencia en la materia, del bien inmueble sobre el cual se desarrollará el proyecto inmobiliario, los cuales deberán haberse practicado dentro de los seis meses anteriores a la fecha de iniciación del proceso de titularización;
- g) Obtener un certificado del registro de la propiedad correspondiente, en el que conste que sobre el terreno no pesa ningún gravamen;
- h) Presentar un estudio técnico económico del proyecto;
- i) Presentar un estudio de factibilidad del proyecto;
- j) Presentar la programación de la obra;
- k) Presentar el presupuesto de la obra;
- l) Obtener una certificación de los constructores que acrediten experiencia en proyectos similares;
- m) El constructor deberá constituir y mantener en favor del patrimonio autónomo garantías bancarias o pólizas de seguros de fiel cumplimiento del contrato y de buen uso de los anticipos y de los fondos recibidos;
- n) Que la obra cuente con un fiscalizador de amplia trayectoria;
- o) Determinar el punto de equilibrio para iniciar la ejecución del proyecto cuyas características deberán constar en el reglamento de gestión;
- p) Obtener una póliza de seguro contra todo riesgo sobre el inmueble, hasta tres meses posteriores al vencimiento del plazo de los valores productos de la titularización, o al prepago de los valores, en los términos establecidos en esta Ley; y,
- q) Las demás que mediante norma de carácter general determine el C.N.V. La titularización de proyectos inmobiliarios podrá efectuarse por la totalidad o por

un segmento del respectivo proyecto hasta por el monto que fije el C.N.V., para el segmento correspondiente.

Art. 156.- De los procesos de titularización de flujos de fondos en general.- Cuando la titularización corresponda a flujos de fondos en general, el fiduciario cumplirá con las normas especiales contenidas a continuación:

- a) Establecer matemática, estadística o actuarialmente los flujos futuros que se proyecta sean generados por los activos o proyectos objeto de titularización;
- b) Emitir valores hasta por el monto que fije el C.N.V.;
- c) Determinar el índice de desviación de flujos;
- d) Constituir al menos uno de los mecanismos de garantía previstos en esta Ley, de modo tal que cubra el índice de desviación de flujos en el porcentaje que determine el C.N.V., calculado de conformidad con las normas de carácter general que el referido organismo determine;
- e) De ser aplicable, contar con dos avalúos practicados, sobre los activos objeto de titularización realizados por empresas de reconocida experiencia en la materia, los cuales deberán haberse realizado dentro de los seis meses anteriores a la fecha de iniciación del proceso de titularización;
- f) Obtener un certificado del registro de la propiedad correspondiente, en el que conste que sobre los activos no pesa ningún gravamen;
- g) Presentar estudios económicos y técnicos sobre la generación de los flujos futuros proyectados y el estudio de factibilidad correspondiente, según las características propias de los activos o proyectos;
- h) Determinar el punto de equilibrio para iniciar el proceso de titularización, cuyas características deberán constar en el reglamento de gestión; e,

i) Las demás que mediante norma de carácter general determine el C.N.V.

La emisión de estos títulos con cargo a flujos en general podrá efectuarse por la totalidad o por un segmento del respectivo flujo; en este último caso, dicha emisión podrá hacerse hasta por el monto que fije el C.N.V., para el segmento correspondiente.

Art. 157.- Del prospecto de oferta pública.- El agente de manejo deberá someter a aprobación de la Superintendencia de Compañías el prospecto de oferta pública de los valores a emitirse como consecuencia de un proceso de titularización.

En el prospecto de oferta pública se hará constar información que le permita al inversionista formarse una idea cabal sobre los términos y condiciones de los valores en los cuales invertirá.

El C.N.V., determinará mediante norma de carácter general el contenido de dicho prospecto.

Art. 158.- Reglamento de gestión de cada proceso de titularización.- El reglamento de gestión de cada proceso de titularización contendrá las normas que han de regirlos, debiendo al menos contener las siguientes normas:

- a) Régimen aplicable para la obtención de los recursos y/o flujos futuros;
- b) Destino de los remanentes de los recursos y/o flujos futuros, de existir;
- c) Casos en los cuales procede la redención anticipada de los valores emitidos;
- d) Características y forma de determinar el punto de equilibrio para iniciar la ejecución del proyecto; y,
- e) Los demás requisitos que establezca mediante norma de carácter general el C.N.V.

Art. 159.- Tratamiento tributario aplicable a procesos de titularización.- En los procesos de titularización se aplicará el siguiente tratamiento tributario:

a) Las transferencias de dominio de activos, cualquiera fuere su naturaleza, realizadas con el propósito de desarrollar procesos de titularización, están exentas de todo tipo de impuestos, tasas y contribuciones, así como de impuestos indirectos previstos en las leyes que gravan las transferencias de bienes.

Las transferencias de dominio de bienes inmuebles realizadas con el propósito antes enunciado, están exentas y no sujetas al pago de los impuestos de alcabalas, registro e inscripción y de los correspondientes adicionales a tales impuestos, así como del impuesto a las utilidades en la compraventa de predios urbanos y plusvalía de los mismos. Cuando no se haya alcanzado el punto de equilibrio prefijado para la colocación de valores emitidos como consecuencia de procesos de titularización y, el agente de manejo proceda con la restitución del dominio de los bienes inmuebles al originador, dicha restitución gozará también de las exenciones anteriormente establecidas.

Las transferencias de dominio de bienes muebles realizadas con el propósito enunciado en este artículo, están exentas y no sujetas al pago de Impuesto al Valor Agregado u otros impuestos indirectos. Igual exención se aplicará en el caso de la restitución del dominio de tales bienes muebles al originador; y,

b) Los ingresos que perciba el patrimonio de propósito exclusivo están sujetos a tributación en él, de conformidad con la naturaleza propia de tales rentas y el régimen tributario ordinario aplicables a ella.

TITULO XVII

EMISION DE OBLIGACIONES

Art. 160.- Del alcance y características.- Obligaciones son los valores emitidos por las compañías anónimas, de responsabilidad limitada, sucursales de compañías extranjeras domiciliadas en el Ecuador u organismos seccionales que reconocen o crean una deuda a cargo de la emisora.

Las obligaciones podrán estar representadas en títulos o en cuentas en un depósito centralizado de compensación y liquidación de valores. Tanto los títulos como los certificados de las cuentas tendrán las características de ejecutivos y su contenido se sujetará a las disposiciones que para el efecto dictará el C.N.V.

La emisión de valores consistentes en obligaciones podrá ser de largo o corto plazo. En este último caso se tratará de papeles comerciales. Se entenderá que son obligaciones de largo plazo, cuando éste sea superior a trescientos sesenta días contados desde su emisión hasta su vencimiento.

Art. 161.- Requisito de calificación de riesgo.- Toda emisión de obligaciones requerirá de calificación de riesgo, efectuada por compañías calificadoras de riesgo inscritas en el Registro del Mercado de Valores. Durante el tiempo de vigencia de la emisión, el emisor deberá mantener la calificación actualizada de conformidad con las normas que para el efecto expida el C.N.V.

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

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

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

Admítase como garantía específica, la consistente en valores o en obligaciones ejecutivas de terceros distintos del emisor o en flujo de fondos predeterminado o específico. En estos casos, los valores deberán depositarse en el depósito centralizado de compensación y liquidación; y, de consistir en flujos de fondos fideicomisar los mismos.

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

El C.N.V., regulará los montos máximos de emisión de obligaciones en relación con el tipo de garantías y determinará qué otro tipo de garantías pueden ser aceptadas.

Art. 163.- De la disposición, sustitución o cancelación de garantías.- Sin perjuicio de lo que estipule respecto de la cancelación o sustitución de las garantías que se hayan establecido en la escritura pública de emisión, la emisora podrá previa autorización del representante de los obligacionistas, disponer de las garantías otorgadas, en proporción a la redención que fuere haciendo de las obligaciones emitidas, igualmente podrá sustituir o cambiar las garantías constituidas, las mismas que constarán en escritura pública, con la aceptación del representante de los obligacionistas y de la Superintendencia de Compañías.

La disposición parcial, la sustitución de garantías deberán inscribirse en el Registro del Mercado de Valores y en los demás registros públicos.

Demostrado ante la Superintendencia de Compañías el pago de la totalidad de obligaciones de una emisión, aquella autorizará el levantamiento de la garantía real que la respalde, si la hubiere.

Las citaciones y modificaciones relacionadas a disposición, sustitución o cancelación de garantías que deban practicarse respecto de los acreedores hipotecarios o prendarios, se entenderán cumplidas al ponerse en conocimiento del representante de los obligacionistas.

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

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

- a) Nombre y domicilio del emisor, fecha de la escritura de constitución de la compañía emisora y fecha de inscripción en el Registro Mercantil, donde se inscribió;
- b) Términos y condiciones de la emisión, monto, unidad monetaria en que ésta se exprese, rendimiento, plazo, garantías, sistemas de amortización, sistemas de sorteos y rescates, lugar y fecha de pago, series de los títulos, destino detallado y descriptivo de los fondos a captar;
- c) Indicación de la garantía específica de la obligación y su constitución, si la hubiere;

- d) En caso de estar representada en títulos, la indicación de ser a la orden o al portador;
- e) Procedimientos de rescates anticipados, los que sólo podrán efectuarse por sorteos u otros mecanismos que garanticen un tratamiento equitativo para todos los tenedores de obligaciones;
- f) Limitaciones del endeudamiento a que se sujetará la compañía emisora;
- g) Obligaciones adicionales, limitaciones y prohibiciones a que se sujetará el emisor mientras esté vigente la emisión, en defensa de los intereses de los tenedores de obligaciones, particularmente respecto a las informaciones que deben proporcionarles en este período; al establecimiento de otros resguardos en favor de los obligacionistas; al mantenimiento, sustitución o renovación de activos o garantías; facultades de fiscalización otorgadas a estos acreedores y a sus representantes;
- h) Objeto de la emisión de obligaciones;
- i) Procedimiento de elección, reemplazo, remoción, derechos, deberes y, responsabilidades de los representantes de los tenedores de obligaciones y normas relativas al funcionamiento de las asambleas de los obligacionistas;
- j) Indicación del representante de obligacionistas y determinación de su remuneración;
- k) Indicación del agente pagador y del lugar de pago de la obligación y, determinación de su remuneración;
- l) El trámite de solución de controversias que, en caso de ser judicial será en la vía verbal sumaria. Si, por el contrario, se ha estipulado la solución arbitral, deberá constar la correspondiente cláusula compromisoria conforme a la Ley de Arbitraje y Mediación; y,

m) Contrato de underwriting, si lo hubiere.

Como documentos habilitantes de la escritura de emisión se incluirán todos aquellos que determine el C.N.V.

La Superintendencia de Compañías y la Superintendencia de Bancos y Seguros aprobarán la emisión de obligaciones de las entidades sujetas a su respectivo control. Será atribución exclusiva de la Superintendencia de Compañías la aprobación del contenido del prospecto de oferta pública de la emisión de obligaciones, incluso cuando dicha emisión hubiere sido aprobada por la Superintendencia de Bancos y Seguros.

Las sucursales de compañías extranjeras domiciliadas en el país, incluyendo a las instituciones financieras podrán emitir obligaciones, bajo las siguientes condiciones:

1. Estas emisiones de obligaciones podrán estar amparadas únicamente con garantía específica para asegurar el pago del capital e intereses;
2. El plazo de redención de la emisión no debe exceder al de domiciliación de la sucursal emisora;
3. La información que debe difundirse en el prospecto para la oferta pública debe incluir además de aquella solicitada a las compañías nacionales en lo que fuera aplicable, aquella que tenga relación con la casa matriz y su apoderado en el Ecuador;
4. El apoderado de la sucursal deberá estar domiciliado en el Ecuador, con la finalidad de atender cualquier requerimiento o notificación que deba ser dirigido a la matriz;
5. El apoderado debe responder solidariamente por el incumplimiento de lo dispuesto en las disposiciones de esta Ley y sus normas complementarias; y,

6. Las demás condiciones que mediante norma de carácter general determine el C.N.V.

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

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

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

El representante de obligacionistas no podrá mantener ningún tipo de vínculo con la emisora, el asesor, agente pagador, garante, ni compañías relacionadas por gestión, propiedad o administración del emisor. Actuará por el bien y defensa de los obligacionistas, respondiendo hasta por culpa leve, para lo cual podrá imponer condiciones al emisor, solicitar la conformación de un fondo de amortización, demandar a la emisora, solicitar a los jueces competentes la subasta de la propiedad prendada u otros actos contemplados en la ley.

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

Las relaciones entre los obligacionistas y su representante se regirán por las normas de esta Ley y por las que expida el C.N.V., procurando su especialización en la materia. Los honorarios de este representante correrán a cargo de la emisora.

Art. 166.- De la información que debe requerir el representante de obligacionistas.- El representante de los obligacionistas podrá solicitar del emisor los informes que sean necesarios para una adecuada protección de los intereses de sus representados.

Por otra parte, el emisor estará obligado a entregar a dicha representante la información pública que proporciona a la Superintendencia de Compañías, en la misma forma y periodicidad. También la compañía emisora deberá informarle de toda situación que implique el incumplimiento de las condiciones del contrato de emisión, tan pronto como ello ocurra.

Art. 167.- De las obligaciones del representante de obligacionistas.- Serán obligaciones especiales de los representantes de los obligacionistas las siguientes:

- a) Verificar el cumplimiento por parte del emisor, de las cláusulas, términos y demás obligaciones contraídas en el contrato de emisión;
- b) Informar respecto del cumplimiento de cláusulas y obligaciones por parte del emisor a los obligacionistas y a la Superintendencia de Compañías, con la periodicidad que ésta señale;
- c) Verificar periódicamente el uso de los fondos declarados por el emisor, en la forma y conforme a lo establecido en el contrato de emisión;
- d) Velar por el pago equitativo y oportuno a todos los obligacionistas, de los correspondientes intereses, amortizaciones y reajustes de las obligaciones

sorteadas o vencidas, pudiendo actuar como agente pagador en caso de haberlo convenido con la compañía emisora;

e) Acordar con el emisor las reformas específicas al contrato de emisión que hubiera autorizado la junta de obligacionistas;

f) Elaborar el informe de gestión para ponerlo a consideración de la asamblea de obligacionistas; y,

g) Ejercer las demás funciones y atribuciones que establezca el contrato de emisión.

Las Compañías emisoras inscritas en el Registro del Mercado de Valores podrán emitir obligaciones de corto plazo con garantía general, también denominado papel comercial con plazo inferior a trescientos sesenta días. La inscripción deberá efectuarse con sujeción a las disposiciones de esta Ley y a las que establezca el C.N.V., mediante normas de aplicación general.

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

La oferta pública de este tipo de obligaciones no requerirá de escritura pública. El representante legal de la empresa emisora deberá incluir en la circular una certificación juramentada de la veracidad de la información divulgada en la circular.

Para la colocación de estos valores se deberá contar con una calificación de riesgo, realizada por compañías calificadoras de riesgo inscritas en el Registro del Mercado de Valores.

Anexo 5

Reglamento de Mercado de valores

TITULO IV

DE LA OFERTA PÚBLICA

Art. 11.- Concepto y alcance.- Oferta pública de valores es la propuesta dirigida al público en general, o a sectores específicos de éste, de acuerdo a las normas de carácter general que para el efecto dicte el C.N.V., con el propósito de negociar valores en el mercado. Tal oferta puede ser primaria o secundaria.

Oferta pública primaria de valores, es la que se efectúa con el objeto de negociar, por primera vez, en el mercado, valores emitidos para tal fin. Oferta pública secundaria de valores, es la que se efectúa con el objeto de negociar en el mercado, aquellos valores emitidos y colocados previamente.

Art. 12.- De los requisitos.- Para poder efectuar una oferta pública de valores, previamente se deberá cumplir con los siguientes requisitos:

1. Tener la calificación de riesgo para aquellos valores representativos de deuda o provenientes de procesos de titularización, de conformidad al criterio de calificación establecido en esta Ley. Únicamente se exceptúa de esta calificación a los valores emitidos, avalados o garantizados por el Banco Central del Ecuador o el Ministerio de Economía y Finanzas, así como las acciones de compañías o sociedades anónimas, salvo que por disposición fundamentada lo disponga el C.N.V. para este último caso;

2. Encontrarse inscrito en el Registro del Mercado de Valores tanto el emisor como los valores a ser emitidos por éste; y,

3. Haber puesto en circulación un prospecto o circular de oferta pública que deberá ser aprobado por la Superintendencia de Compañías.

La Superintendencia de Compañías procederá a la inscripción correspondiente en el Registro del Mercado de Valores, una vez que los emisores le hayan proporcionado, la información completa, veraz y suficiente sobre su situación financiera y jurídica de conformidad con las normas que expida el C.N.V.

Art. 13.- Del prospecto.- El prospecto es el documento que contiene las características concretas de los valores a ser emitidos y, en general, los datos e información relevantes respecto del emisor, de acuerdo con las normas de carácter general que al respecto expida el C.N.V. Este prospecto deberá ser aprobado por la Superintendencia de Compañías.

Art. 14.- De la responsabilidad sobre la información.- Los representantes legales de los emisores declararán bajo juramento que la información contenida en el prospecto o circular de oferta pública es fidedigna, real y completa y serán penal y civilmente responsables, por cualquier falsedad u omisión contenida en ellas.

Art. 15.- De la exclusión de responsabilidad de la Superintendencia de Compañías.- En todo prospecto de oferta pública deberá hacerse mención expresa de que su aprobación no implica de parte de la Superintendencia de Compañías ni de los miembros del C.N.V., recomendación alguna para la suscripción o adquisición de valores, ni pronunciamiento en sentido alguno sobre su precio, la solvencia de la entidad emisora, el riesgo o rentabilidad de la emisión.

Art. 16.- Exenciones a los requisitos de oferta pública.- El C.N.V. mediante resolución fundamentada podrá eximir del cumplimiento de alguno de los requisitos de oferta pública de valores si se tratara únicamente de procesos de desinversión del Estado, cuando el monto a negociarse no sobrepase del 1% del capital pagado del emisor.

Los emisores que se encuentren en proceso de liquidación no podrán hacer oferta pública de valores, excepto si se tratare de propias acciones, de acuerdo con las normas generales que expida el C.N.V.

Art. 17.- Suspensión o cancelación de oferta pública.- La Superintendencia de Compañías, mediante resolución fundamentada, podrá suspender o cancelar una oferta pública, cuando se presenten indicios de que en las negociaciones, objeto de la oferta, se ha procedido en forma fraudulenta o si la información proporcionada no cumple los requisitos de esta Ley, es insuficiente o no refleja adecuadamente la situación económica, financiera y legal del emisor. De igual manera podrá disponer la cancelación en los casos previstos en los artículos 22 y 23 de esta Ley.

La suspensión será hasta por treinta días. Transcurrido dicho plazo si subsisten los hechos o circunstancias mencionados en el inciso anterior, la Superintendencia de Compañías podrá cancelar la inscripción del respectivo valor en el Registro del Mercado de Valores. Si se presume fraude o falsedad en la información proporcionada, se cancelará la inscripción del emisor, sin perjuicio de las acciones y sanciones a que hubiere lugar.

TITULO V

DEL REGISTRO DEL MERCADO DE VALORES

Art. 18.- Del alcance y contenido.- Créase dentro de la Superintendencia de Compañías el Registro del Mercado de Valores en el cual se inscribirá la

información pública respecto de los emisores, los valores y las demás instituciones reguladas por esta Ley.

La inscripción en el Registro del Mercado de Valores, constituye requisito previo para participar en los mercados bursátil y extrabursátil.

En el Registro del Mercado de Valores deberán inscribirse:

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

12. Las calificadoras de riesgo, su comité de calificación, su reglamento interno y, procedimiento técnico de calificación;

13. Las compañías de auditoría externa que participen en el mercado de valores; y,

14. Los demás entes, valores o entidades que determine el C.N.V.

Art. 19.- De la responsabilidad.- La inscripción en el Registro del Mercado de Valores no implica certificación, ni responsabilidad alguna por parte de la Superintendencia de Compañías respecto de la solvencia de las personas naturales o jurídicas inscritas, ni del precio, bondad o negociabilidad del valor o de la entidad inscrita, en su caso. La información presentada al Registro del Mercado de Valores es de exclusiva responsabilidad de quien la presenta y solicita el registro. Toda publicidad, propaganda o difusión por cualquier medio, realizada por emisores, intermediarios de valores y otras instituciones reguladas por esta Ley, deberán mencionar obligatoriamente esta salvedad. La inscripción obliga a los registrados a difundir la información de acuerdo con las normas que para el efecto expedirá el C.N.V.

Art. 20.- De la inscripción en el Registro del Mercado de Valores.- Para la inscripción de un emisor y sus valores, se requerirá previamente de calificación de riesgo, excepto en los casos previstos en esta Ley. No se admitirá la inscripción de un emisor que no esté acompañada de la inscripción de un valor específico o de por lo menos uno del giro ordinario de su negocio.

El C.N.V., regulará la inscripción y su mantenimiento, a fin de lograr que la información derivada de la inscripción y su mantenimiento permita al público identificar con precisión el valor o participante registrado y sus características.

La Superintendencia de Compañías procederá a la inscripción correspondiente en el Registro del Mercado de Valores en cuanto las entidades sujetas a su

supervisión y control le hayan proporcionado información completa, veraz y suficiente sobre su situación jurídica, económica y financiera y hayan satisfecho, cuando correspondiere, los demás requisitos que establezca esta Ley y las normas de aplicación general que se expidan. La inscripción obliga a los registrados a difundir esta información en forma continua y al cumplimiento permanente de las exigencias correspondientes.

Todos los documentos e informaciones existentes en el Registro del Mercado de Valores estarán a disposición del público, excepto aquellos que el C.N.V. los califique como reservados.

La revisión del cumplimiento de los requisitos previos a la inscripción deberá ser hecha en el término de quince días. De existir observaciones, la Superintendencia de Compañías lo suspenderá hasta que se hubiere atendido tales observaciones.

La Superintendencia procederá a la inscripción correspondiente en el Registro del Mercado de Valores, una vez que hayan cumplido con los requisitos que para el efecto expida el C.N.V.

Art. 21.- De la inscripción de valores del sector público.- La inscripción de valores emitidos por el Estado y las entidades del sector público, en ejercicio de las facultades concedidas por sus propias leyes, será automática y de carácter general, bastando para el efecto el sustento legal que autorice cada emisión y una descripción de las características esenciales de dichos valores.

Art. 22.- De la suspensión de la inscripción.- La Superintendencia podrá suspender mediante resolución fundamentada la inscripción de los participantes o valores sujetos a inscripción en el Registro del Mercado de Valores cuando:

1. Por causas supervinientes a un participante, valor, acto o contrato, objeto de registro, se le imposibilitare temporalmente cumplir la función que le corresponde;
2. Dejare de cumplir con uno o varios de los requisitos para la inscripción;
3. A juicio del C.N.V. así lo requiera la protección de los derechos o intereses de los inversionistas, de terceros o del público en general; y,
4. Por causa de incumplimiento de esta Ley, sus normas complementarias y de autorregulación y demás normas que expida el C.N.V.

Art. 23.- De la cancelación de la inscripción.- La cancelación de la inscripción de un participante o un valor en el Registro del Mercado de Valores podrá ser:

1. Voluntaria: cuando la solicitare el emisor de conformidad con las normas que expida el C.N.V.; o,
2. De oficio: cuando por resolución fundamentada de la Superintendencia de Compañías se determine como una de las causales que:
 - a) La inscripción fue obtenida no ajustándose a los requisitos o procedimientos establecidos en esta Ley;
 - b) Existen causas supervinientes a un participante, valor, acto o contrato, objeto de registro, que le imposibilitare definitivamente la función que le corresponde cumplir;
 - c) Con ocasión de su oferta en el mercado y durante la vigencia de la emisión, el emisor entregare a la Superintendencia de Compañías y a las bolsas de valores o difundiere al público en general, información o antecedentes incompletos o confusos;
 - d) El valor no mantenga los requisitos que hicieron posible su inscripción;

- e) Se hubieren extinguido los derechos conferidos por el valor; y,
- f) Se hubiere incumplido reiteradamente disposiciones de esta Ley, sus normas complementarias y de autorregulación, que fueren objeto de sanciones administrativas.

En los casos de los literales a) y c), la cancelación da derecho a quienes resultaren afectados, para que puedan solicitar al emisor indemnización por los daños y perjuicios causados.

Esta responsabilidad es independiente de las sanciones administrativas o penales a que hubiere lugar.

TITULO X

EMISION DE OBLIGACIONES

Art. 26.- DE LA EMISION DE OBLIGACIONES

Conforme lo estipula la Ley de Mercado de Valores, se podrá reconocer o crear deudas a cargo del emisor. Las emisiones se clasificarán en obligaciones si su plazo excede de trescientos sesenta días; y, en papel comercial si el plazo es de uno a trescientos cincuenta y nueve días.

Art. 27.- DE LA GARANTIA

El C.N.V. reglamentará la forma de determinar el monto y la garantía que las emisiones de obligaciones deben observar, considerando al menos las siguientes disposiciones:

- a) Toda emisión está respaldada por garantía general y además podrá contar con garantía específica;

b) Mientras esté vigente la emisión de obligaciones con garantía general, el emisor no podrá adoptar resoluciones que disminuyan su patrimonio neto en un porcentaje más allá del monto no redimido de su total de obligaciones vigentes; y,

c) Mientras esté vigente la emisión de obligaciones con garantía específica, el emisor deberá adoptar todas las acciones necesarias para mantener el valor de las garantías, hasta que las obligaciones hayan sido redimidas.