



# **Universidad del Azuay**

**Facultad de Ciencias de la Administración.**

**Escuela de Economía.**

**“Emisión y Negociación de Obligaciones y Papel Comercial como Alternativa de  
Financiamiento en el Mercado de Valores Ecuatoriano para PyMES”.**

**Trabajo de graduación previo a la obtención del título de  
Economista, Mención Economía Empresarial.**

**Autores: Aguirre Ortega Isaac Felipe.**

**García Neira Pedro Manuel.**

**Director: Proaño Rivera Washington Bladimir MBA.**

**Cuenca, Ecuador**

**2016**



## **DEDICATORIA**

Quiero dedicar el presente trabajo a mis padres; Luis Alejandro García Vázquez y Emma Soledad Neira Carrión, pilares fundamentales de mi vida que con amor han sabido llevarme siempre a través del camino del bien, velando por mi felicidad y brindándome su apoyo incondicional en cada una de las metas de mi vida. Dedicó este trabajo igualmente a toda mi familia, hermanos, hermanas, sobrinos, sobrinas, cuñados, cuñadas y todas las personas que conforman mi núcleo familiar, sin su apoyo y cariño nada de esto sería posibles

**Pedro Manuel García Neira.**

Dedico este trabajo principalmente a mis padres Flavio Nicolás Aguirre Feijoo y Lupe Cecilia Ortega Gutiérrez, que me guiaron paso a paso a seguir el camino correcto, inculcándome enseñanzas y valores muy útiles que servirán durante el resto de mi vida profesional para realizar mi trabajo llevados de la mano en temas de ética y transparencia, a mis hermanos al enseñarme su experiencia ya lograda, a mi sobrina que me motivo a realizar el presente trabajo, a mis abuelitos siempre brindándome cariño y a mi cuñado que de igual forma siempre me apoya en realizar todas las metas que me propongo.

**Isaac Felipe Aguirre Ortega.**



## **AGRADECIMIENTOS**

En primer lugar, queremos agradecer a nuestros padres Emma Soledad Neira Carrión, Cecilia Ortega Gutiérrez, Flavio Aguirre Feijoó y Luis Alejandro García Vázquez gracias a los cuales ha sido posible nuestra travesía a lo largo de este periodo tan importante en nuestras vidas, son ellos los que nos han encaminado y brindado el soporte necesario para poder llegar a cumplir nuestras metas. Agradecemos también al resto de nuestras familias siempre presentes en nuestras vidas con su apoyo incondicional.

En segundo lugar, es muy importante para nosotros agradecer a todos y cada uno de los maestros que formaron parte de nuestro camino a lo largo de nuestra formación académica, a ellos les debemos el conocimiento aquí plasmado, Es necesario hacer una mención y agradecimiento especial a nuestro Director de Tesis el Economista Bladimir Proaño quien a más de haber sido un gran educador nos guio paso a paso a través del presente trabajo.

Varias entidades nos abrieron sus puertas para poder culminar nuestro trabajo de graduación, queremos destacar y agradecer a las más importantes, Superintendencia de Compañías Quito, Superintendencia de Compañías Guayaquil en especial al Señor Mauricio Trujillo, Bolsa de Valores de Quito en especial a los Señores Diego Araujo y Lenin Quirola, Bolsa de Valores de Guayaquil en especial a los señores Rolando Balandra y José Antonio Aguilar, DECEVALE en especial a los Señores Carlos Carbo, Luis Álvarez y todas las demás personas que nos ayudaron en esta institución, Calificadora de riesgo ICRE del Ecuador en especial al señor Hernán López y Casa de Valores ADVFIN S.A. en especial al Señor Paolo Campoverde. De igual manera agradecemos al resto de empresas, instituciones y personas que de una u otra forma colaboraron para la realización de este trabajo.

Los Autores.



## ÍNDICE DE CONTENIDOS

	<b>Página</b>
DEDICATORIA.....	ii
AGRADECIMIENTOS .....	iv
RESUMEN.....	xiv
ABSTRACT .....	xvi
INTRODUCCIÓN .....	1
<b>CAPITULO I.- MARCO CONCEPTUAL .....</b>	<b>3</b>
1.1 Definición de Mercados.....	3
1.2 Mercados existentes en la Economía.....	5
1.2.1 Economía Real.....	5
1.2.1.1 Mercado de Bienes y Servicios.....	5
1.2.1.2 Mercado de Trabajo.....	6
1.2.2 Relación entre Economía Real y Mercados Financieros.....	7
1.2.3 Mercados Financieros.....	8
1.2.3.1 Estructura del Sistema Financiero o Mercado Financiero .....	10
1.2.3.2 Mercados Monetarios.....	11
1.2.3.3 Mercados de Divisas (FOREX).....	12
1.2.3.4 Otros Mercados o Mercados de Derivados (Derivates Markets).....	13
1.2.3.5 Mercados de Capitales.....	13
1.2.3.5.1 Clasificación de mercados de capitales .....	14
1.2.4 Sistema Financiero en el Ecuador.....	16
1.2.5 Mercado de Valores en el Ecuador .....	17
1.2.5.1 Instituciones de regulación.....	19
1.2.5.2 Instituciones de supervisión y control.....	22
1.2.5.3 Entidades de Autorregulación .....	24
1.2.5.3.1 Bolsa de Valores .....	24
1.2.5.3.1.1 Bolsa de Valores en el Ecuador.....	28
1.2.5.3.2 Instituciones y Participantes del Mercado de Valores Ecuatoriano .....	30
1.2.5.3.2.1 Casas de Valores.....	30
1.2.5.3.2.2 Bancas de Inversión .....	31
1.2.5.3.2.3 Emisores de Valores .....	32

1.2.5.3.2.4 Inversionistas .....	32
1.2.5.3.2.5 Auditoras Externas.....	32
1.2.5.3.2.6 Calificadores de Riesgo.....	33
1.2.5.3.2.7 Administradoras de Fondos y Fideicomisos .....	34
1.2.5.3.2.8 Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores.....	34
1.2.6 Activos Financieros de los Mercados de Capitales.....	35
1.2.6.1 Renta variable. ....	35
1.2.6.2 Renta fija. ....	38
1.2.6.2.1 Títulos de renta fija del Sector Privado Financiero intermediario	39
1.2.6.2.2 Títulos de renta fija del Sector Privado sin intermediación.....	40
1.2.6.2.2.1 Obligaciones. ....	40
1.2.6.2.2.2 Obligaciones convertibles en acciones .....	42
1.2.6.2.2.3 Obligaciones a corto plazo o papel comercial .....	43
1.2.6.2.2.4 Obligaciones cupón cero. ....	43
1.2.7 Marco Legal.....	43
<b>CAPÍTULO II. ANÁLISIS DE LAS PYME ECUATORIANAS Y SU ROL EN EL MERCADO BURSÁTIL. ....</b>	<b>45</b>
2.1 PyME. ....	45
2.1.1 Concepto de una PyME.....	45
2.1.2 Características de una PyME. ....	45
2.1.3 Antecedentes de las PyME .....	46
2.1.4 Definición de la Pequeña y Mediana Empresa en el Ecuador. ....	47
2.2. Las PyME Ecuatorianas en cifras.....	48
2.2.1 Las PyME como un eje fundamental en la Economía Ecuatoriana .....	51
2.2.2 Comparación de PyME Ecuatorianas con respecto a Latinoamérica .....	58
2.2.2.1 Problemática de las PyME en Latinoamérica.....	60
2.3 Las PyME Ecuatorianas y su papel en el Mercado de Valores.....	61
2.3.1 Diagnostico actual del Mercado de Valores. ....	61
2.3.2 Experiencia Internacional de PyME en el Mercado de Valores .....	64
2.3.3 Necesidades de Financiamiento para las PyME en Ecuador. ....	67
2.3.3.1 Limitación de financiamiento de las PyME en el Mercado Financiero. ....	67



2.3.4 Problemáticas Existentes para la incursión de las PyME en el Mercado de Valores .....	70
2.3.5 Encuestas para investigar a la PyME en materia del Mercado de Valores	71
2.3.6 Instrumentos de financiamiento para PyME existentes en el Mercado de Valores .....	79
2.3.6.1 REVNI (Registro especial de valores no inscritos) .....	79
2.3.6.1.1 Fallo de la REVNI.....	80
2.3.7 Recomendaciones para las PyME Ecuatorianas para incursionar en el Mercado de Valores .....	81
2.3.7.1 Las PyME en la Nueva Ley de Mercado de Valores. ....	81
2.3.7.2 Mercado Alternativo de Valores REB (Registro Especial Bursátil)...	82
<b>CAPÍTULO III PROPUESTA DE ELABORACIÓN DEL MANUAL / GUÍA.</b>	<b>85</b>
3.1 Introducción. ....	85
3.2 Objetivos. ....	85
3.3 Alcances.....	86
3.4 Métodos de trabajo. ....	86
3.5 Manual ilustrativo para emitir papel comercial y obligaciones en el Mercado de Valores enfocado a las PyME. ....	87
3.5.1 Análisis Coyuntural Ecuatoriano. ....	87
3.5.1.1 Posibles políticas futuras de acuerdo al alineamiento del gobierno. ..	99
3.5.2 Requerimientos previos para incursión de PyME en Mercado de Valores	99
3.5.3 Estructuración de Emisión (Papel Comercial y Obligaciones).....	102
3.5.3.1 Preparación de Emisión.....	105
3.5.3.1.1 Construcción mecanismos para la correcta estructuración financiera.....	105
3.5.3.1.2 Patrocinadores de emisión .....	106
3.5.3.1.2.1 Auditoras Externas.....	106
3.5.3.1.2.2 Casas de Valores.....	109
3.5.3.1.2.3 Bancas de Inversión. ....	112
3.5.3.1.2.4 Calificadoras de riesgo. ....	113
3.5.3.1.2.5 Contratación de representante de obligacionistas. ....	117
3.5.3.1.2.6 Agente Pagador.....	117
3.5.3.1.2.7 Depósitos centralizados de compensación y liquidación .....	118
3.5.3.1.2.7.1 DECEVALE S.A.....	119
3.5.3.1.2.7.2 DEPÓSITO CENTRALIZADO DE VALORES .....	120

3.5.3.1.3 Contrato de emisión.....	122
3.5.3.1.3.1 Elaboración de prospecto de oferta pública y circular de oferta pública .....	124
3.5.3.2 Inscripción de valores en el registro Mercado de Valores .....	125
3.5.3.3 Inscripción de valores en Bolsa de Valores.....	126
3.5.3.4 Colocación de títulos.....	128
3.5.3.5 Resumen de Costos de emisión. ....	129
3.5.4 Negociación de títulos en la Bolsa de Valores .....	131
3.5.4.1 Rueda de Voz.....	131
3.5.4.2 Rueda Electrónica .....	132
3.5.4.3 Subastas .....	133
3.5.4.4 Registro Posturas. ....	134
3.5.4.5 Liquidez de títulos.....	135
3.5.4.6 Reporto Bursátil.....	135
3.5.4.7 Cumplimientos de las Operaciones.....	136
3.5.5 Compensación y liquidación de operaciones en Bolsa .....	137
3.5.5.1 Métodos para calcular los valores negociados de los emisores.....	140
3.5.6 Identificación de empresas que puedan utilizar la guía.....	144
3.5.7 Responsabilidades.....	144
CONCLUSIONES GENERALES.....	145
RECOMENDACIONES .....	149
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	150
ANEXOS.....	153

## INDICE DE GRÁFICOS, TABLAS, ESQUEMAS, IMÁGENES Y ANEXOS

Página

### Índice de Gráficos

Gráfico 2.1: Distribución de las Empresas Ecuatorianas por su tamaño .....	49
Gráfico 2.2: Origen para la Estratificación de Empresas .....	50
Gráfico 2.3: Origen para la Estratificación de la PyME .....	51
Gráfico 2.4: Concentración de las PyME en el Ecuador.....	52
Gráfico 2.5: Distribución de los sectores industriales del Ecuador .....	52
Gráfico 2.6: Distribución de las PyME por sectores de la industria.....	53
Gráfico 2.7: Distribución de Ingresos de las Pequeñas empresas por actividad .....	54
Gráfico 2.8: Distribución de Ingresos de las Medianas Empresa por actividad.....	54
Gráfico 2.9: Rentabilidad Promedio de las PyME por actividad .....	55
Gráfico 2.10: Empleados afiliados por tamaño de Empresa .....	56
Gráfico 2.11: Empleados afiliados por Sector Industrial .....	57
Gráfico 2.12: Exportaciones de las PyME. ....	57
Gráfico 2.13: Exportaciones de las PyME por sectores de la industria .....	58
Gráfico 2.14: Empleo que generan las PyME en Latinoamérica .....	59
Gráfico 2.15: Fuentes de Financiamiento para las PyME.....	67
Gráfico 2.16: Financiamiento Requerido vs Obtenido por las PyME .....	69
Gráfico 2.17: Encuesta Pregunta 1 .....	71
Gráfico 2.18: Encuesta Pregunta 2 .....	71
Gráfico 2.19: Encuesta Pregunta 3 .....	72
Gráfico 2.20: Encuesta Pregunta 4 .....	72
Gráfico 2.21: Encuesta Pregunta 5 .....	73
Gráfico 2.22: Encuesta Pregunta 6 .....	73
Gráfico 2.23: Encuesta Pregunta 7 .....	74
Gráfico 2.24: Encuesta Pregunta 8 .....	74
Gráfico 2.25: Encuesta Pregunta 9 .....	75
Gráfico 2.26: Encuesta Pregunta 10 .....	76
Gráfico 2.27: Encuesta Pregunta 11 .....	76
Gráfico 2.28: Encuesta Pregunta 12 .....	77
Gráfico 3.1: Exportaciones de productos primarios e industrializados .....	93

Gráfico 3.2: Exportaciones petroleras y no petroleras .....	93
Gráfico 3.3: Presupuesto General del Estado .....	94
Gráfico 3.4: Deuda Pública .....	95
Gráfico 3.5: Deuda pública con respecto al PIB .....	95
Gráfico 3.6: Inflación Anual .....	97
Gráfico 3.7: Riesgo País (EMBI algunos países de Latinoamérica) .....	98
Gráfico 3.8: Financiamiento Tradicional .....	105
Gráfico 3.9: Financiamiento No Tradicional .....	105

## Índice de Tablas

Tabla 2.1: División de las Empresas del Ecuador .....	48
Tabla 2.2: Número de empleados afiliados al IESS .....	56
Tabla 2.3: Participación de las PyME Latinoamericanas dentro de sus respectivas economías .....	59
Tabla 2.4: Financiamiento Requerido vs Obtenido por las PyME. ....	68
Tabla 2.5: Relación Crédito Sector Financiero Público y Privado .....	70
Tabla 2.6: Encuesta tabla de respuestas pregunta 13 .....	78
Tabla 3.1: Inversión Extranjera Directa en el año 2014 y I, II trimestre del año 2015 (Por rama de actividad económica) .....	92
Tabla 3.2: Índices macroeconómicos del Ecuador .....	99
Tabla 3.3: Resumen de Costos por realizar una auditoría externa .....	109
Tabla 3.4: Costos de la Casa de Valores por realizar una estructuración de emisión .....	111
Tabla 3.5: Costos de la Casa de Valores por intermediaciones bursátiles. ....	112
Tabla 3.6: Categoría de calificación de riesgo .....	114
Tabla 3.7: Resumen de costos por calificaciones en función del monto de emisión	116
Tabla 3.8: Resumen de costos por calificaciones en función al número de calificaciones realizadas.....	116
Tabla 3.9: Costos de los servicios de los Depósitos Centralizados de Compensación y Liquidación.....	121
Tabla 3.10: Costos de inscripción y mantenimiento en Bolsa de Valores .....	127
Tabla 3.11: Comisiones de la Bolsa de Valores por las operaciones efectuadas .....	128
Tabla 3.12: Resumen Costos Totales por una emisión de papeles comerciales.....	129
Tabla 3.13: Características del programa de emisión de papeles comerciales.....	130

Tabla 3.14: Resumen de Costos Totales por una emisión de Obligaciones.....	130
Tabla 3.15: Características del programa de emisión de Obligaciones .....	130

### **Índice de Esquemas**

Esquema 1.1: Familias y Empresas .....	4
Esquema 1.2: Flujo entre Economía Real y Mercados Financieros .....	8
Esquema 1.3: Condiciones del mercado financiero .....	9
Esquema 1.4: Estructura del Mercado Financiero .....	10
Esquema 1.5: El Mercado Financiero en el Ecuador .....	17
Esquema 1.6: Estructura de la Intendencia de Mercado de Valores.....	21
Esquema 3.1: Proceso de emisión de Papel Comercial y Obligaciones. ....	104
Esquema 3.2: Del Personal Autorizado en la rueda de piso.....	131

### **Índice de Imágenes**

Imagen 1.1: De las Bolsas de Valores autorizadas por la Superintendencia de Compañías. ....	28
Imagen 3.1: De las Calificadoras de Riesgo autorizadas por la Superintendencia de Compañías .....	115
Imagen 3.2: Los Decevals autorizados por la Superintendencia de Compañías ....	119

### **Índice de Anexos**

Anexo 1.Ámbito Bancario: Operación Intermediada .....	153
Anexo 2. Ámbito Bursátil: Operación No intermediada.....	154
Anexo 3. Miembros de la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera .	155
Anexo 4. Encuesta para investigar a las PyME en materia de Mercado de Valores	156
Anexo 5. Cuadro de Proyecciones de Crecimiento para los años 2015 y 2016 para las regiones de América del Norte, Sur, Central y el Caribe.....	159
Anexo 6. Cuadro Tasas de Interés efectivas vigentes.....	160
Anexo 7. Cálculo de los Activos Libres de Gravamen .....	161
Anexo 8. Elaboración de un flujo de caja de un proyecto que busca lanzar un nuevo producto al mercado.....	162
Anexo 9. Listado Firmas Auditoras Externas .....	169
Anexo 10. Formatos mínimos de los contratos de asesoría .....	172

Anexo 11. Formulario de inscripción para contratación de casa de valores. ....	174
Anexo 12. Casas de Valores que operan en el Mercado de Valores del Ecuador. ..	176
Anexo 13. Contrato de Underwriting.....	180
Anexo 14. Metodología para calificación de papel comercial y obligaciones.....	181
Anexo 15. Listado Calificadoras de Riesgo que operan en el Mercado de Valores del Ecuador. ....	187
Anexo 16. Contenido mínimo del Convenio de Representación: .....	194
Anexo 17. Listado de DECEVALE, contactos, teléfonos y sus miembros .....	197
Anexo 18. Contenido de Circular y Prospecto de Oferta Pública .....	199
Anexo 19. Requisitos para la inscripción de valores en el Mercado de Valores del Ecuador. ....	208
Anexo 20. Requisitos para la inscripción en Bolsa de Valores.....	211
Anexo 21. Celebración obligatoria del contrato del reportado o reportante con sus comitentes.....	213
Anexo 22. Sistema de Compensación y Liquidación de Operaciones y Valores. ....	214

## **RESUMEN**

La Emisión y Negociación de Obligaciones y Papel Comercial como Alternativa de Financiamiento en el Mercado de Valores Ecuatoriano para PyME existe como una opción para enfrentar el desabastecimiento de financiamiento en este sector, eje fundamental de la economía ecuatoriana. Este Mercado es poco desarrollado y carece de enfoque hacia las PyME cuya incursión en el Mercado se ve afectada por desconocimiento y miedo a utilizar cualquier financiamiento fuera de los tradicionales. El objetivo de esta Tesis es convertirse en una herramienta para informar acerca del Mercado de Valores, sus bondades y los procesos para pertenecer a este, mediante una guía con los pasos para la emisión de obligaciones y papel comercial.






## ABSTRACT

The Emission and Negotiation of Debt Obligations and Commercial Papers as a Financial Alternative on the Ecuadorian Value Market for SME's exists as an option to face the financial shortages on this sector, essential part of the Ecuadorian economy. This Market is not fully developed and lacks an approach towards the SME's, whose incursion on the Market is affected due to ignorance on the subject and fear of using any method other than the traditional ones. The objective of this thesis is to serve as an information tool about the Value Market, its benefits and process to be part of this, by using a guide containing all the steps one must take in order to emit Debt Obligations and Commercial Papers.



  
Translated by,  
Lic. Lourdes Crespo



## INTRODUCCIÓN

Toda empresa sin importar su envergadura en sus inicios y en distintos estados de madurez necesita financiamiento para capital de trabajo, operaciones diarias o para proyectos de expansión o renovación. Varias opciones de financiamiento existentes en el Sistema Financiero, específicamente en el Mercado de Capitales tanto en el Mercado de Valores como en el Mercado de Dinero siendo este último el más utilizado en nuestra Economía. La banca privada es la opción número uno para toda empresa que busca financiamiento en nuestro país seguido por cooperativas de ahorro y crédito que tienen más usuarios pertenecientes al sector económico conocido como PyME (pequeñas y medianas empresas). Existen sin embargo alternativas de financiamiento poco conocidas y utilizadas en nuestro país que forman parte del Mercado de Valores en donde mediante la emisión de distintos activos financieros se puede llegar a obtener la liquidez necesaria a costos más bajos que los mecanismos tradicionales. Las tasas activas que un emisor debe pagar al inversionista son en cualquier caso más bajas que los costos por obtener un préstamo en un banco o entidad financiera sobre todo para una PyME; de igual manera las tasas pasivas que obtiene como crédito el inversionista por su capital al finalizar el tiempo y condiciones pre establecidas serán en la gran mayoría de los casos mejores que las obtenidas por la compra de activos financieros en el Mercado de Dinero y siempre mejores que la tasa obtenida en distintas cuentas bancarias.

Existen un sinnúmero de activos financieros para obtener financiamiento en el Mercado de Valores, sin embargo se analizan los dos documentos más útiles para una empresa catalogada como PyME. La Emisión y Negociación de Obligaciones y Papel Comercial como Alternativa de Financiamiento en el Mercado de Valores Ecuatoriano para PyME surge entonces como una guía para los propietarios de PyME. Su objetivo principal es el de servir como una herramienta para el usuario, mostrándoles las ventajas del Mercado de Valores y llevándolo de la mano a través de todos y cada uno de los pasos a dar para incursionar en una emisión. La mayor problemática para que las PyME incursión en el Mercado de Valores es el miedo de hacerlo fruto del desconocimiento general de las personas hacia el mismo. Es importante que el lector del presente trabajo cuente con todas las herramientas e información para hacer de su incursión en el Mercado de Valores lo más fácil

posible. Teniendo en cuenta que el propietario de una PyME no necesariamente es un conocedor del Sistema Financiero Ecuatoriano hacer un análisis completo de todo el marco conceptual de interés, desde una pequeña introducción de los diferentes mercados existentes en una economía ahondando más en el Mercado Financiero para finalmente analizar el mercado de Valores, su plataforma la Bolsa de Valores y finalmente el tema de interés, obligaciones y papel comercial.

La importancia de las PyME como uno de los pilares fundamentales de la Economía ecuatoriana es innegable, se evidencia la importancia de estas empresas destacando hechos como su participación mayor a otros países Latinoamericanos en el PIB y el PEA. Es imperativo desarrollar el Mercado de Valores para abastecer la demanda de liquidez de este tipo de empresas, ya que las opciones tradicionales de financiamiento no alcanzan a cubrir dicha demanda. Se deben analizar los ejemplos a nivel mundial y en Sudamérica de los distintos Mercados Alternativos Bursátiles y como se logró tener éxito, Ecuador necesita emular a estos mercados y en su nueva ley de Mercado de Valores no debe cometer los mismos errores que en el primer intento de hacer que las PyME formen parte del Mercado de Valores, el REVNI (Registro de Valores no Inscritos). El correcto funcionamiento de su proyecto REB (Registro Especial Bursátil) depende de ello y debe tener como objetivo principal servir como una plataforma de emisión y negociación para las PyME que coexista con la Bolsa de Valores y preparar a las PyME a su previa incursión en esta.

Se muestra una minuciosa guía con todos los pasos a seguir para la emisión de Obligaciones y Papel Comercial. Se trata de una guía que analiza cada uno de los pasos a seguir desde antes de acudir a las instituciones que auspiciaran la emisión, su paso por ellas hasta la colocación de los activos financieros en bolsa. Con información detallada se enumerará cuáles son los actores principales privados y estatales que se ven involucrados en una emisión, sus principales objetivos, e incluso se enlistara a cada uno de ellas. Esta guía servirá al usuario para entender la información que se requiere, los costos de la emisión, parámetros legales bajo los cuales se realiza la misma y el ahorro que pueden obtener en comparación con otra forma de financiamiento.

## CAPITULO I. MARCO CONCEPTUAL

### 1.1 Definición de Mercados

Hablar de una descripción simplificada del mercado en su totalidad puede resultar complicado debido a la basta cantidad de información que abarca el tema que a al pasar el tiempo permanece en continua evolución. Por esto que simplificaremos conceptos de tal manera que sean de fácil entendimiento, teniendo en cuenta distintos criterios y opiniones que se puedan usar en la vida práctica y profesional.

Un Mercado se trata de una organización social, un lugar específico, no necesariamente físico, situación o contexto donde se encuentren oferta y demanda de un determinado bien, servicio o producto de cualquier índole. Aquí mediante una estrecha relación comercial a fin de realizar transacciones se establecerán los precios.

Desde el punto de vista de la economía, “el mercado es el lugar donde se reúnen oferentes y demandantes y es donde se determinan los precios de los bienes y servicios a través del comportamiento de la oferta y la demanda”<sup>1</sup>. De acuerdo a Stanton, Etzel y Walker, desde un punto de vista de mercadeo definen al mercado simplemente como "las personas u organizaciones con necesidades que satisfacer, dinero para gastar y voluntad de gastarlo"<sup>2</sup>

De acuerdo a Mankiw “Un mercado es un grupo de compradores y vendedores de un determinado bien o servicio. Los compradores determinan conjuntamente la demanda del producto, y los vendedores, la oferta”<sup>3</sup>. Entonces, las familias, actúan como compradores o demandantes de los bienes o servicios ofrecidos por las empresas; estas familias reciben a su vez una remuneración o salario por compensación de los servicios prestados a las empresas que demandan factores de trabajo para producir dichos bienes y servicios para posteriormente venderlos a las familias en el mercado y obtener benéficos. Esta intercepción de los participantes del mercado de la economía se muestra a continuación.

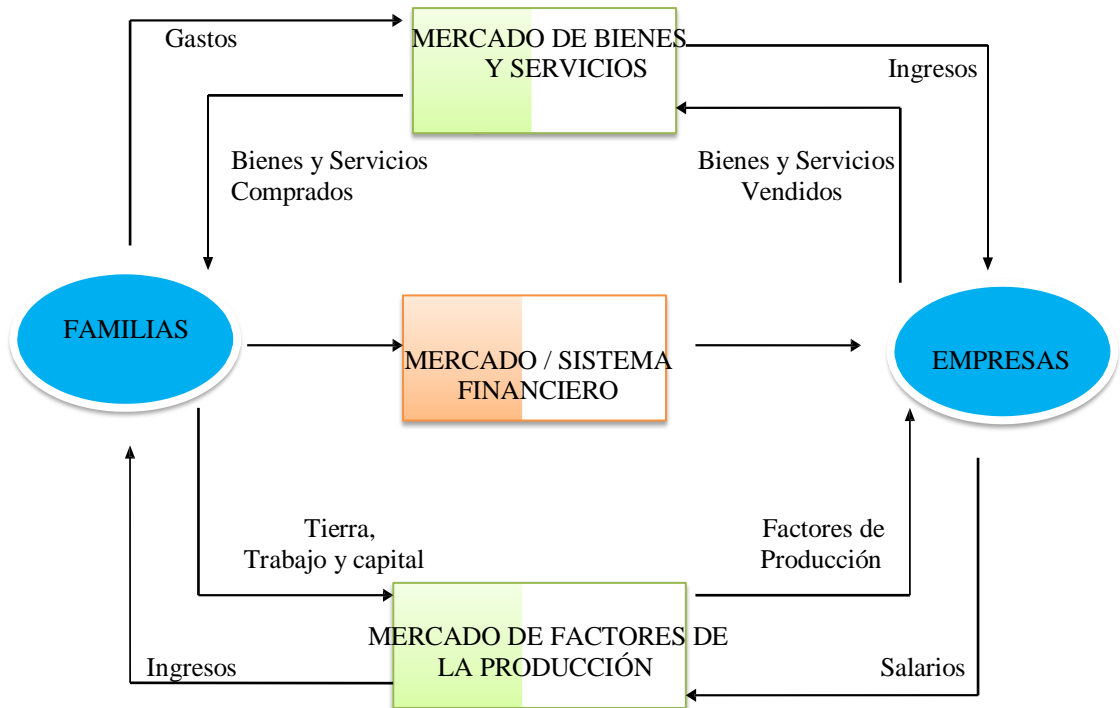
---

<sup>1</sup> Espejo, Laura Fisher. (2004). Mercadotecnia. Mc Graw Hill, Pag 84

<sup>2</sup> Stanton, Etzel y Walker. (2000). Fundamentos de Marketing. Mc Graw Hill, Pag 49

<sup>3</sup> Mankiw, G. (2000). Principios de Economía. Mc Graw Hill.

### Esquema 1.1: Familias y Empresas



Autores: Felipe Aguirre y Pedro García

El mercado mediante varios actores y mecanismos, velara por el buen funcionamiento, para que las transacciones se lleven a cabo en buen término para todos los involucrados; debe existir control y seguridad de y para todas las partes.

Existen subdivisiones de los mercados, estos serán primarios o secundarios. En los primeros las intermediaciones y transacciones se llevarán a cabo directamente entre las partes interesadas; mercados de desintermediación, en el segundo caso cualquier tipo de transacción comercial se llevará a cabo bajo la supervisión y regulación de algún tipo de entidad regulatoria, mercados de intermediación.

Por otro lado según la postura de los Economistas Clásicos el mercado es llevado a través de sus ciclos económicos por la “mano invisible”, se autorregula, es decir los precios se auto fijan de acuerdo a la fluctuación del ciclo económico de cada uno de los mercados existentes; los precios son fruto de la interacción de las fuerzas de oferta y demanda. Los Keynesianos por el contrario sostienen que para evitar que se den imperfecciones y fallos de mercado tales como oligopolios y monopolios es necesario tener agentes regulatorios que intervienen y mantienen en medida que exista una competencia perfecta en todos los mercados.

## 1.2 Mercados existentes en la Economía

Es posible distinguir de acuerdo a la teoría económica seis tipos de mercados subdivididos en dos grandes grupos que se diferencian por su carácter físico. Los mercados de economía real y mercado o sistema financiero.

### 1.2.1 Economía Real.

La economía real está dividida en mercado de bienes y servicios y el mercado laboral; es decir que consiste en los mercados “tradicionales” con la participación de varios agentes, personas, familias, organizaciones, gobierno, empresas.

#### 1.2.1.1 Mercado de Bienes y Servicios.

Se trata del mercado donde se ofertan y demandan todo tipo de bienes y servicios. En estos mercados es fácil distinguir entre consumidores y productores. Es aquí donde los hogares, cada una de las economías domésticas decide comprar bienes o servicios y son las empresas las encargadas de producir dichos bienes y servicios.

Este mercado nos permite analizar el punto o nivel de producción de equilibrio que viene determinado por la demanda y la oferta. Las empresas producen todo aquello que les sea demandando por parte de las familias, sector público y privado, o extranjero. Para determinar el punto el equilibrio en este mercado se debe descomponer a la producción agregada (PIB o Q) que tradicionalmente se descompone a la demanda agregada (Z) en consumo total, inversión, gasto público, y balanza comercial que es la diferencia entre exportaciones e importaciones.

$$Z \equiv C + I + G + (EX - IM)$$

**Consumo (C):** Está en función de la renta disponible ( $Y_d$ ), es decir, la renta resultante una vez que los consumidores han recibido las transferencias (Y) han pagado los impuestos (T).

**Inversión (I):** Se refiere siempre a la porción de la renta destinada a cualquier tipo de inversión pero únicamente del sector privado de un país, esta dependerá de variables endógenas y variables exógenas.

**Gasto Público (G):** El gasto público, que junto con los impuestos, T describe la política fiscal es decir el papel que el Estado elige cuanto gastar y como se recaudan los impuestos y en qué medida, donde G y T, son variables exógenas.

**Balanza Comercial (EX – IM):** Es el registro de todas las importaciones menos las exportaciones de un país durante un periodo específico de tiempo, es este, uno de los principales componentes de la balanza de pagos.

### **1.2.1.2 Mercado de Trabajo.**

El mercado de trabajo es el mercado en el que se determinan los salarios, en él se describen acontecimientos como:

- El aumento de la producción eleva el empleo.
- La reducción del desempleo provoca una subida de los salarios.
- La subida de los salarios eleva los costes de producción, obligando a las empresas a subir los precios.
- La subida de los precios provoca una reducción en la demanda.
- Las empresas se ven obligadas a prescindir de empleados (por subida de salarios) y disminuir costos.
- Aumenta el desempleo debido a que disminuye el consumo.
- Las empresas se ven obligadas a bajar los precios.
- La baja de precios lleva a un aumento de la demanda/consumo y por ende aumenta la producción, y así sucesivamente.

El mercado de trabajo es donde se intercambian servicios de trabajo, son las empresas los demandantes de fuerza laboral, utilizan esta y otros recursos como tierra y capital para producir y después remunerar con renta a los asalariados por sus servicios. Los trabajadores que forman parte de las economías domésticas son los que ofrecen sus servicios de trabajo. El salario es una de las preocupaciones más importantes de la ciudadanía en general ya que la gran mayoría obtienen sus ingresos en forma de salario el cual es fijado dentro del mercado de trabajo; es por esto que este mercado está influenciado y regulado por el estado a través del derecho laboral protegiendo al empleado con convenios de contratos colectivo.



Un papel fundamental en el estudio del mercado de trabajo será el análisis del desempleo, tasa de desempleo, población activa, inactiva y ocupada. Se desprenderá de aquí el poder de negociación de los empleados, salarios, precios del factor trabajo y niveles esperados de precio, por lo que jugara un papel importantísimo la inflación, la demanda y la oferta, PNB, inmigración, salarios, relación trabajo-ocio etc.

### **1.2.2 Relación entre Economía Real y Mercados Financieros.**

A manera de entender una economía real y su estrecha relación con los mercados financieros en un país daremos el siguiente ejemplo:

“Cuando un artesano de la cestería elabora su producto, está añadiendo valor a la economía real de su país, esa cesta la venderá en el mercado a un precio determinado, precio que incluye el proceso productivo, materia prima, materiales y herramientas utilizados, arriendo, gasto en suministros como la energía, mano de obra y las horas dedicadas a su elaboración, y no menos importante el dinero o capital utilizado para llevar a cabo todo el proceso. ¿Qué capitales ha utilizado? ¿Cómo se ven éstos retribuidos? Aquí entra en juego lo que se denomina Economía Financiera.

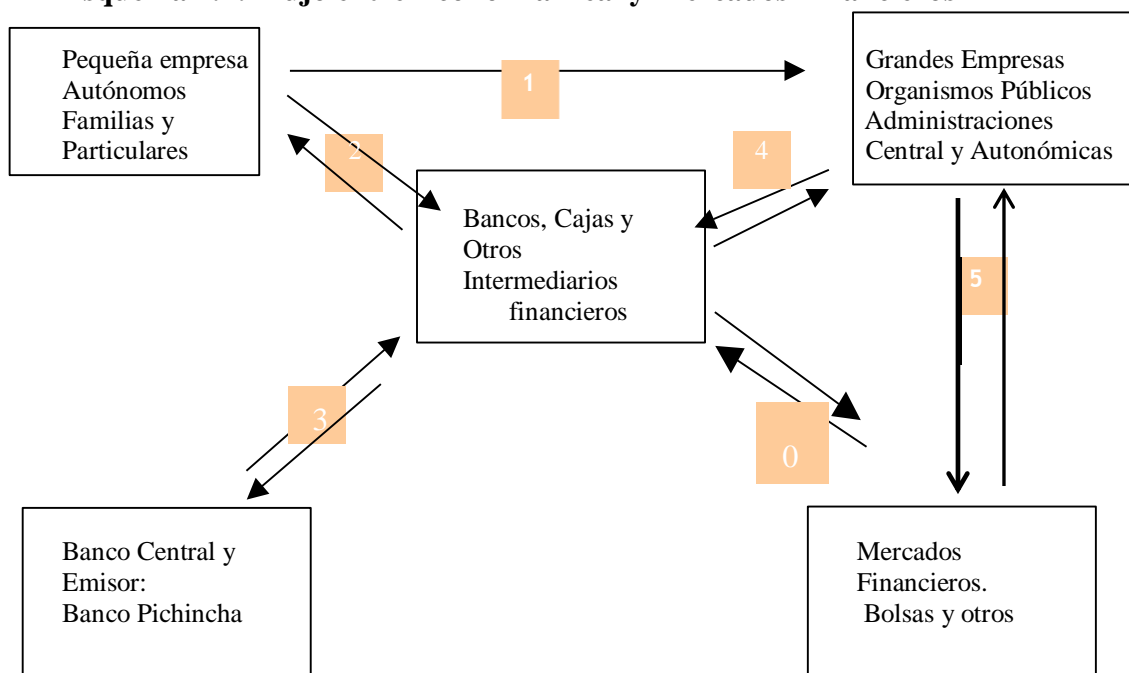
El artesano ha podido poner en marcha su negocio con su dinero propio que tenía ahorrado o por subvención de algún tipo de administración pública, así, ese valor residual o marginal que le quede después de realizada la venta y haber pagado a todos los proveedores de materias y suministros, se considera la retribución de capital, de la financiación, el beneficio repartido, el dividendo. O bien, y es lo más frecuente, ha podido poner en marcha su producción acudiendo al crédito bien sea por el Banco o en el Mercado de Valores, entonces, además de retribuir, con el precio de venta, a todos los proveedores de las operaciones de producción, deberá retribuir al proveedor del capital, pagando intereses, además de devolver los fondos prestados que han hecho posible poner en marcha todo el proceso productivo.”<sup>4</sup>

Los mercados financieros deberán facilitar distintas opciones que se acoplen a las necesidades de las personas que buscan recursos financieros.

---

<sup>4</sup> Miguel A. San Millán Martín y Felicidad Viejo Valverde. (2008). Universidad Permanente Millán Santos. Fecha de Consulta 17 de Agosto de 2015, de <http://www.emp.uva.es/miguelsanmillan/FinanzasB%E1sicas2008TEMA1.pdf>

## Esquema 1.2: Flujo entre Economía Real y Mercados Financieros



Fuente: Miguel A. San Millán Martín y Felicidad Viejo Valverde. (s.f.). Universidad Permanente Millán Santos. Fecha de Consulta 17 de Agosto de 2015, de <http://www.emp.uva.es/miguelsanmillan/FinanzasB%E1licas2008TEMA1.pdf>

### 1.2.3 Mercados Financieros.

El Mercado Financiero se define como el sector económico especializado en la transferencia de recursos financieros entre las unidades del sector real. De la intensidad y frecuencia de estas situaciones por parte de las unidades económicas, depende la movilización de recursos financieros dentro del sistema económico, lo que a su vez, está íntimamente ligado al desarrollo del país.

El sistema financiero de un país es el conjunto de instrumentos, mercados e instituciones cuya función es canalizar el flujo de fondos desde los oferentes (ahorro) hacia los demandantes (inversión).

**Oferentes de fondos** Son los ahorradores, quienes han acumulado un excedente de dinero y buscan invertirlo. Los principales ahorradores son los hogares, las empresas y el estado.

**Demandantes de fondos** Los que necesitan dinero para sus proyectos de inversión. Los principales demandantes de capital son las empresas, los estados y las familias que también piden préstamos para financiar sus gastos.

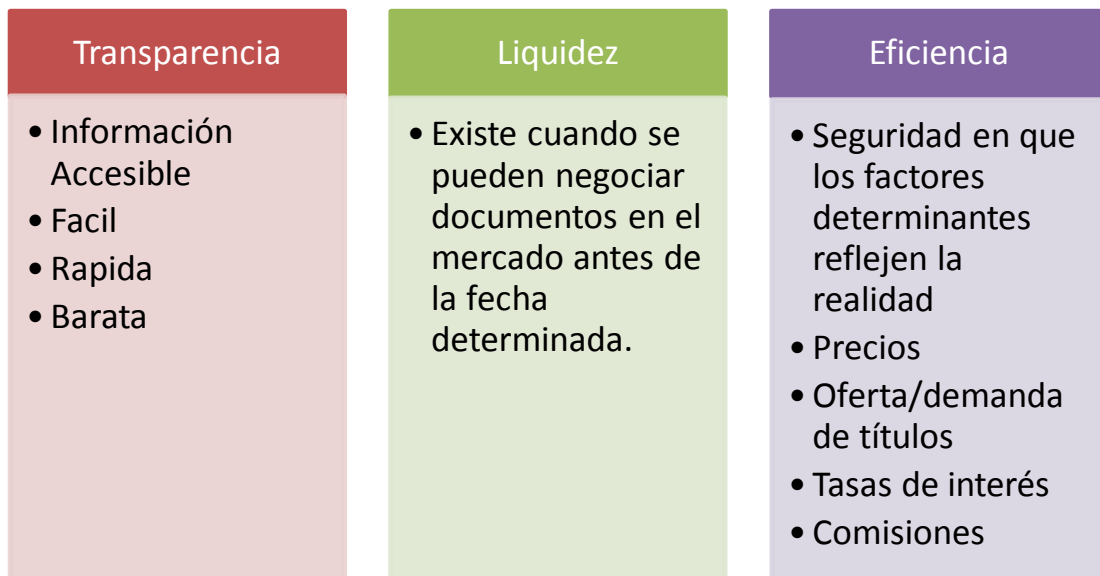
Los activos financieros a breves rasgos se dividen en:

- ✓ Los productos bancarios (cuentas de ahorro, depósitos, etc.)
- ✓ Los productos de inversión (acciones, bonos, fondos de inversión).
- ✓ Los planes de pensiones y jubilación.
- ✓ Los productos de seguros (seguros de vida, hogar, etc.).”<sup>5</sup>

“Un activo financiero (AF) es un instrumento de captación de ahorro, es decir, títulos valores que representan a préstamos y operaciones similares, con distintos vencimiento, desde solo días hasta varios años e incluso a perpetuidad.”<sup>6</sup> Un activo, puede ser denominado como cualquier posesión que tiene cierto valor en un intercambio; estos pueden ser de naturaleza tangible o intangible.

Un activo tangible depende de sus características físicas, estas determinen su valor. Un activo intangible como un activo financiero no obtendrá su valor por sus características físicas si no por lo que estos significan, obligaciones legales sobre cualquier tipo de beneficio que se percibirá a futuro.

### Esquema 1.3: Condiciones del mercado financiero



Autores: Felipe Aguirre y Pedro García

Fuente: Guevara, M. (2014), Evaluación de Inversiones, Universidad del Azuay

<sup>5</sup> Araujo, D. (2015). Mercado Financiero. *Conferencia teórica y práctica sobre la bolsa y su funcionamiento*. Quito.

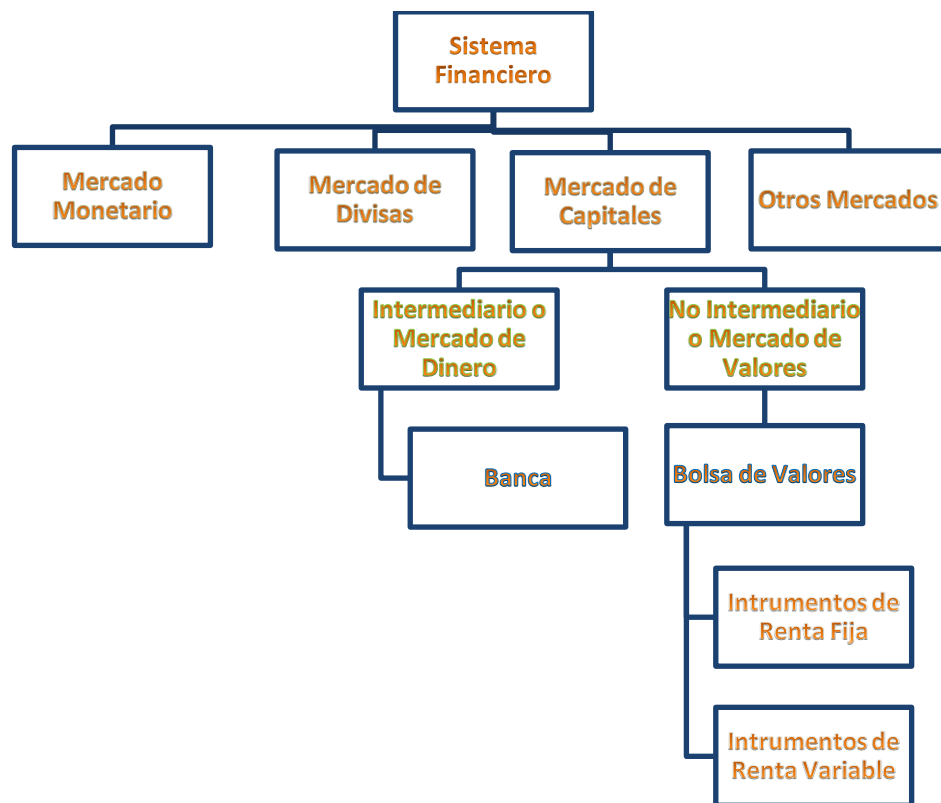
<sup>6</sup> Miguel A. San Millán Martín y Felicidad Viejo Valverde. (s.f.). Universidad Permanente Millán Santos. Fecha de Consulta 17 de Agosto de 2015, de <http://www.emp.uva.es/miguelsanmillan/FinanzasB%E1sicas2008TEMA1.pdf>

## Funciones de los mercados financieros

- Contactar a oferentes y demandantes de dinero, directamente o a través de intermediarios o brókeres.
- Fijar los precios de los activos proporcionar liquidez a la economía a través de hacer líquidos los distintos activos.
- Potenciar la libre competencia.

### 1.2.3.1 Estructura del Sistema Financiero o Mercado Financiero

Esquema 1.4: Estructura del Mercado Financiero



Autores: Felipe Aguirre y Pedro García

Fuente: Bolsa de Valores de Quito

## Clasificación del Mercado Financiero

- **Mercados Monetarios**
- **Mercado de Capitales**
- **Mercado de Divisas**
- **Otros Mercados**

### **1.2.3.2 Mercados Monetarios**

Se define como el mercado al por mayor de activos de bajo riesgo y alta liquidez, los que se caracterizan por ser emitidos a corto plazo. El bajo riesgo en estos mercados está determinado por la solvencia de los emisores. Su propósito es atender necesidades de liquidez del sector real a corto plazo y su alto grado de liquidez está determinado por la fácil y rápida negociación.

#### **Títulos de Renta Fija del Sector Financiero Público.**

**Bonos del Estado:** Emisión de títulos llevada a cabo por el Ministerio de Finanzas, estas emisiones de financiamiento tendrán como destino gastos corrientes o en mayor envergadura. Los plazos son en la gran mayoría de los casos a largo plazo. Existen bonos cupón cero y bonos con pago de amortizaciones y tasas periódicas.

**Certificados de Tesorería:** "Los Certificados de Tesorería "CETES", constituyen una herramienta financiera de la Tesorería de la Nación, cuya utilización oportuna le permite obtener recursos que contribuyan a mantener la liquidez de la caja para la eficiente asignación de recursos prevista en el Programa Fiscal Plurianual y, para coadyuvar a la oportuna ejecución presupuestaria."<sup>7</sup> "El CETE es un título valor con plazo de pago no superior a trescientos sesenta días y cero cupón. El pago será determinado por la unidad a cargo de la Tesorería de la Nación".<sup>8</sup>

**Títulos del Banco Central:** Donan liquidez al sistema financiero, por necesidades temporales, se recogen mediante los títulos Bancarios excedentes de liquidez de otras proveniencias para inyectárselo a instituciones financieras. El único emisor será el Banco Central, documentos desmaterializados de máximo 365 días que se negocian en un sistema de subastas electrónicas manejadas por instituciones financieras privadas y públicas que cumplen con ciertos requisitos. Los pagos se harán al vencimiento o con amortizaciones.

---

<sup>7</sup>Acuerdo Ministerial No. 281. (2012). Registro Oficial 618.

<sup>8</sup>Acuerdo Ministerial No. 281. (2012). Registro Oficial 629.

**Obligaciones del Banco Central:** estos documentos difieren de los TBC por ser a largo plazo, solo las OBC pueden ser totalmente redimidas a discreción.

**Certificados de Inversión de la Corporación Financiera Nacional:** La Corporación Financiera Nacional tiene como fin canalizar excedentes de liquidez hacia el sector productivos. Para obtener financiamiento para esto puede emitir certificados que sirven como medio de inversión para el público en general. Estos títulos se emitirán a plazos menores a un año con cupón cero o pagos diferidos.

**Certificados de Inversión del Banco Nacional de Fomento:** El BNF tiene como propósito principal financiar proyectos que impulse exclusivamente proyectos agrícolas, ganaderos, forestales, pesca y pequeña industria.

**Certificados de Pasivos Garantizados:** Por la crisis bancaria de 1999 donde se congelaron los depósitos se entregaron Certificados de Depósito Reprogramados a todos los clientes como futuro pago; estos servían para pagar deudas con los bancos emisores la CFN y se negociaba en bolsa. Títulos de renta fija tipo.

**Notas de Crédito Tributarias:** Títulos emitidos por el SRI, para la devolución de exceso de pago en el impuesto a nombre del contribuyente, el documento entregado tendrá un valor nominal equivalente, nunca será devuelto en efectivo. Los documentos pueden ser transferidos mediante endoso. Documento tipo 3, no tienen fecha de vencimiento, o interés y únicamente sirve para pagar impuestos.

**Notas de Crédito Aduaneras:** No están inscritos en el Mercado de Valores. Se podían negociar únicamente en REVNI. Documentos 3 emitidos por la Aduana del Ecuador para compensar al beneficiario que haya pagado arancel en exceso o devolución de aranceles pagados a los exportadores por el Régimen de “Draw Back.”

### **1.2.3.3 Mercados de Divisas (FOREX).**

Dedicados a las transacciones por compra-venta de moneda extranjera. Como todo mercado la oferta y demanda de las divisas serán las que determinen su precio dentro de una economía con un tipo de cambio flexible. Para una economía con tipo de cambio fijo, será el Banco Central el que determine el valor nominal de la moneda. Este es el más grande de todos los mercados financieros

Los participantes más relevantes a nivel mundial de este mercado son bancos, instituciones financieras, multinacionales privadas y bancos centrales. El dólar tiene un papel importantísimo en este mercado ya que es considerado la moneda conductora a nivel mundial, es decir, se toma en la gran mayoría de los casos al dólar como referencia de valor nominal para otra moneda.

Las instituciones financieras que manejan mucho dinero incursionan en este mercado buscando rentabilidad, las multinacionales al llevar su giro de negocio en distintos países se manejan también en este mercado. Las reservas internacionales manejadas por los bancos centrales de cada país están invertidas en divisas

#### **1.2.3.4 Otros Mercados o Mercados de Derivados (Derivates Markets).**

Los instrumentos derivados son documentos sin valor por sí mismos si no que este dependerá de un activo subyacente. Dicho activo puede ser una acción, un bono, una divisa, una tasa de interés etc. Estos contratos permiten comprar o vender el activo subyacente a una fecha futura al vencimiento bajo ciertas características.

Los derivados más comunes alrededor del mundo son los conocidos como Forwards, las Opciones, Swaps y Warrants. Todos estos son herramientas de gestión de riesgo. Los inversionistas pueden medir exactamente el riesgo aunque no esté bajo su control y es una forma de protegerse de cualquier tipo de externalidad. Los derivados no estén exentos de riesgo. Un futuro posee riesgo de mercado pues el precio de este contrato dependerá directamente del subyacente.

#### **1.2.3.5 Mercados de Capitales.**

Su propósito es atender las necesidades de inversión y financiamiento lo cual presupone una transferencia de recursos a mediano y largo plazo, dicha transferencia es la que origina el crecimiento del sector real. Es el sector económico donde se comercializan canales de financiamiento para atender tanto al sector en busca de inversión como a aquel en busca de financiamiento.

Existen dos tipos de documentos principales que se emiten aquí bonos y acciones emitidas por empresas privadas o instituciones financieras privadas.

### **1.2.3.5.1 Clasificación de mercados de capitales**

#### **1. El mercado intermediario (De Dinero o Banca Comercial)**

Está conformado por entidades que realizan la transferencia de recursos entre unidades económicas superavitarias y deficitarias debido a este “servicio” cobran un margen de intermediación financiera, que consiste en la diferencia entre la tasa de interés que los bancos pagan a las personas por el dinero que ellas depositan en ahorros y la tasa de interés que cobran a las personas o empresas que solicitan crédito (*Véase Anexo 1*). Existe también la posibilidad de adquirir distintos activos financieros en el sector intermediarios, se los detallará más adelante.

#### **2. El mercado no intermediario (Mercado de Valores)**

En el mercado no intermediario, los recursos fluyen directamente desde los ahorradores a las empresas, sin necesidad de agentes externos, lo que disminuye los costos en el acceso al dinero requerido. Se conoce como el Mercado Público de Valores (Mercado de Valores) (*Véase Anexo 2*).

El Mercado de Valores ofrece diversas alternativas tanto de financiamiento como de inversión de acuerdo a un sinnúmero de necesidades, que puedan tener los actores, se negocian activos financieros que otorgan dividendos, derechos a votos de una empresa pagos periódicos por intereses etc. En este Mercado se da la emisión, primera colocación, reventa, transferencia hasta la extinción del título. “El mercado de valores lo integran el conjunto de instituciones, instrumentos, autoridades, entes reguladores, así como oferentes y demandantes de valores de dinero”<sup>9</sup>

### **I. Activos Financieros según su naturaleza.**

#### **A. Mercados de renta variable (Patrimonio o Acción).**

El inversionista no tiene beneficio seguro, y no se recibe un valor al vencimiento, las acciones dependerán de la utilidad y desarrollo de la empresa. Estos pueden otorgar distintos tipos de derechos, primero a los dividendos de la empresa si existiesen, voz y voto en junta directiva o solo en las juntas extraordinarias, derechos en caso de liquidación etc.; todo esto dependerá de la naturaleza de la acción.

---

<sup>9</sup> CSilva, E. M. (s.f.). El Mercado de Valores de México., (pág. 5). Ciudad de México.



## **B. Mercados de renta fija (Deuda).**

Los títulos de esta clase son activos financieros de los cuales se puede calcular y estimar un rendimiento y se conoce su caducidad. Este tipo de activos podrán diferir en muchos aspectos, la tasa de interés cambiará dependiendo de la naturaleza y emisor de cada documento. Subdivisión activos financieros renta fija:

- **Papeles tipo 1:** títulos de corto plazo de cupón cero o sin cupón, es decir con un solo pago al vencimiento sin promesa de intereses, su precio se lo comercializa a descuento (dejando este margen como ganancia para el comprador de estos títulos); este pago puede ser únicamente de capital inicial al vencimiento del título.
- **Papeles tipo 2:** estos títulos tienen cupón, ya que comprenden pagos periódicos que pueden ser solo de interés conocido o pueden ser amortizados es decir, pagos de interés más amortización del capital hasta completar la totalidad del pago de acuerdo al número de pagos también pre establecido, estos son los conocidos “Bonos”.
- **Papeles tipo 3:** son limitados, no existen muchos documentos con estas características, son activos que no poseen ni fecha de vencimiento ni pagos periódicos de interés. Poseen un valor nominal y se negocian siempre con descuento para su posterior utilización como parte de pago en cualquier otra negociación o compra de activos.

## **II. Activos Financieros según su estructura.**

### **A. Mercados Bursátiles (Organizados).**

Las Bolsas de Valores, mercados organizados donde se ofrece una cobertura de necesidades de las partes “parcial” ya que están normadas y deben cumplir varias características a las que los involucrados deberán acoplarse.

### **B. Mercados Extrabursátiles (no organizados).**

Cualquier transacciones fuera de la Bolsa de Valores es legal y en cada una de ellas las partes interesadas fijaran sus condiciones de acuerdo a sus interés, estas transacciones son más flexibles, estarán regidas dentro del marco legal de cada país las también llamadas OTC “Over the Counter”.

### **III. Activos Financieros según su madurez.**

#### **A. Mercados Primarios.**

Al tratarse de un documento emitido y negociado por primera vez para obtener financiamiento. Cuando cualquier tipo de negocio o empresa emita originalmente sus títulos los negociará originalmente en los mercados primarios donde se colocan los activos recién emitidos.

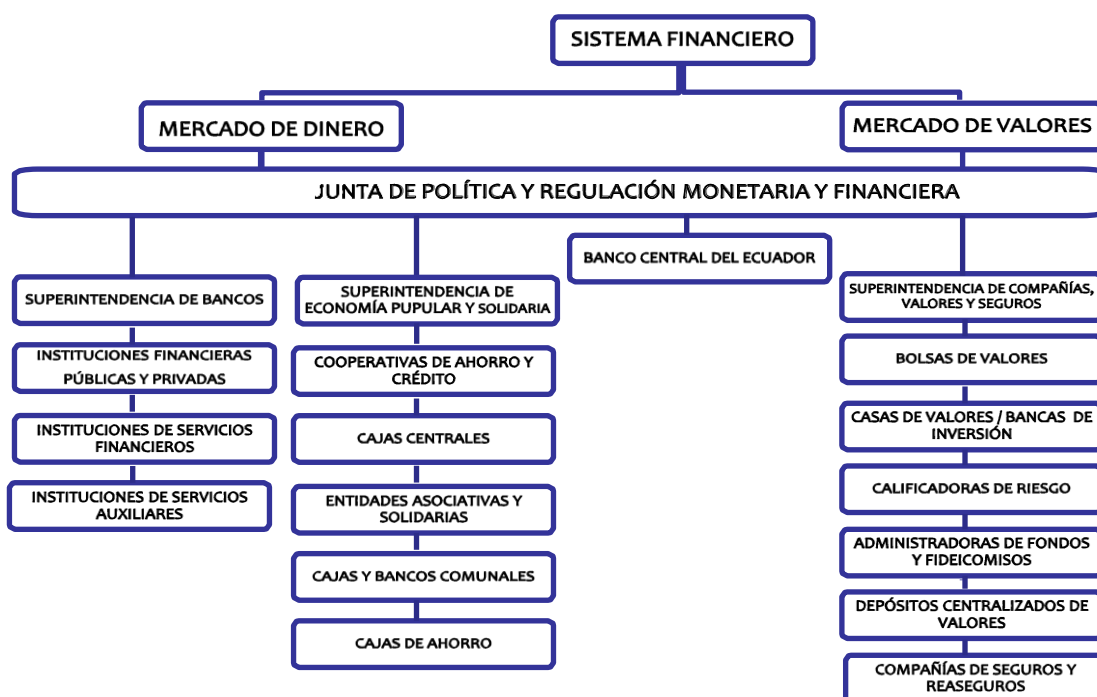
#### **B. Mercados Secundarios.**

Cuando es parte de una nueva negociación o reventa para obtener liquidez de los títulos ya negociados. Una vez que se ha realizado la transacción original se los puede re-negociar en un mercado secundario en donde se podrán vender y revender una infinidad de veces los títulos mientras dure el plazo para los de renta fija (bonos), o indefinidamente para los de renta variable (acciones). Estos mercados, pueden asegurar la liquidez exigida por los inversionistas, siempre y cuando, su funcionamiento sea eficiente, exista una concurrencia libre entre compradores y vendedores, y los precios establecidos correspondan a la interacción de la oferta y la demanda de mercado real.

#### **1.2.4 Sistema Financiero en el Ecuador**

En el sistema financiero del Ecuador, la realidad es muy distinta, a partir del 9 Enero de 2000, el Ecuador dolarizó su economía anclándose a un tipo de cambio fijo de veinticinco mil sucres por dólar. El dólar se convirtió en moneda y uso oficial dentro del país para realizar cualquier tipo de transacción de comercio, esta acción trajo consecuencias como la de abandono emisión de dinero que era realizada por el Banco Central del Ecuador, esta función se lo conoce como “Política Monetaria”.

## Esquema 1.5: El Mercado Financiero en el Ecuador



Fuente: Bolsa de Valores de Quito

### 1.2.5 Mercado de Valores en el Ecuador

#### Antecedentes

Los inicios del Mercado de Valores del Ecuador están ligados a la historia de la Bolsa de Comercio como institución jurídica mediante el Código de Comercio del año de 1906. Pese a varios esfuerzos por casi 30 años se estableció en Guayaquil la denominada Bolsa de Valores y Productos del Ecuador, que duró desde Mayo de 1935 a Junio 1936,

En 1965 se crea la Comisión de Valores-Corporación Financiera Nacional, institución orientada a la concesión de crédito, al desarrollo industrial y al crecimiento económico del país. Esta institución promovió la creación de las Bolsas de Valores en 1969 cuando la Comisión Legislativa Permanente ratificó la decisión mediante la cual el Presidente de la República dispuso el establecimiento de las Bolsas de Valores, en las ciudades de Quito y Guayaquil, regidas por las normas de la Ley de Compañías y bajo el control de la Superintendencia de Compañías.

La primera Ley de Mercado de Valores fue expedida en 1993 y los agentes de bolsa pasaron a ser denominados Casas de Valores como instituciones privadas, administradoras de fondos, del depósito centralizado de valores, y la transformación de las Bolsas de Valores de compañías anónimas a corporaciones civiles sin fines de lucro. “En julio 23 de 1998 se expidió la nueva Ley de Mercado de Valores, la misma que se encuentra vigente en la actualidad y derogó a la de 1993”.<sup>10</sup>

### **Normativa Legal del Mercado de Valores en el Ecuador**

La Normativa legal Mercado de Valores está estipula en el Art. 1 Del objeto y ámbito de la Ley de la ley de Mercado de Valores, donde estipula que debe ser un mercado organizado, integrado, eficaz y transparente, en el que la intermediación de valores sea competitiva, ordenada, equitativa y continua, como resultado de una información veraz, completa y oportuna. Alcances y principios:

1. “La fe pública;
2. Protección del inversionista;
3. Transparencia y publicidad;
4. Información simétrica, clara, veraz, completa y oportuna.
5. La libre competencia;
6. Tratamiento igualitario a los participantes del mercado de valores;
7. La aplicación de buenas prácticas corporativas.
8. Respeto y fortalecimiento de la potestad normativa de la Junta de Regulación del Mercado de Valores; y,
9. Promover el financiamiento e inversión en el régimen de desarrollo nacional y un mercado democrático, productivo, eficiente y solidario.”<sup>11</sup>

---

<sup>10</sup> SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS, VALORES Y SEGUROS. Fecha de Consulta el 13 de Agosto de 2015, de <http://181.198.3.74/wps/portal/Inicio/Inicio/MercadoValores/Informacion/Historia>

<sup>11</sup>Ley de Mercado de Valores (Mayo de 2014). Título I Del objeto y ámbito de la Ley Fecha de Consulta el 13 de Agosto de 2015, de [http://www.bolsadequito.info/uploads/normativa/normativa-del-mercado-de-valores/ley-de-mercado-de-valores/141024195748-4df8d7eda00bdc4ba0e84cd4b59cbe50\\_leyMercadoValores.pdf](http://www.bolsadequito.info/uploads/normativa/normativa-del-mercado-de-valores/ley-de-mercado-de-valores/141024195748-4df8d7eda00bdc4ba0e84cd4b59cbe50_leyMercadoValores.pdf)

### **1.2.5.1 Instituciones de regulación**

#### **1. Junta de Política Y Regulación Monetaria y Financiera.**

La creación de la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera antes Consejo Nacional de Valores (CNV) como parte de la función Ejecutiva se muestra también de la firme decisión política de devolver al Estado su papel regulador y supervisor de políticas indispensables; política monetaria, crediticia, cambiaria, financiera y de seguros y valores, centralizando el manejo de todas para así no regresar a un pasado de manejo arbitrario y antojadizo de estas políticas y modificar definitivamente las relaciones de poder que históricamente han predominado. La junta tiene como objetivo principal fomentar y desarrollar el Mercado de Valores, el acceso a servicios financieros y crediticios. Esta será la encargada de modificar la Ley de mercado de Valores y tendrá la potestad de regular las acciones dentro del mercado de valores bajo las políticas económicas y monetarias dictadas.

“La Junta estará conformada con plenos derechos por los titulares de los ministerios de Estado responsables de la política económica, de la producción, de las finanzas públicas, el titular de la planificación del Estado y un delegado del Presidente de la República. Participarán en las deliberaciones de la Junta, con voz pero sin voto, el Superintendente de Bancos, el Superintendente de Compañías, Valores y Seguros, el Superintendente de Economía Popular y Solidaria, el Gerente General del Banco Central del Ecuador y el Presidente del Directorio de la Corporación de Seguro de Depósitos, Fondo de Liquidez y Fondo de Seguros Privado”<sup>12</sup> (Véase Anexo 3).

#### **2. La Junta de Regulación del Mercado de Valores**

Esta entidad está encargada de regular el Mercado de Valores del Ecuador. Su función será la de establecer las políticas públicas del Mercado de Valores y dictar normas para su control y funcionamiento; es decir es la entidad mediante la cual la Junta de Política y Regulación Monetaria Financiera establecerá las políticas y normas a seguir dentro del Mercado de Valores Ecuatoriano.

---

<sup>12</sup> (2014). *CÓDIGO ORGÁNICO MONETARIO Y FINANCIERO Segundo Suplemento Registro Oficial N° 332. Artículo 13 Conformación.* Quito.

## **Normativa legal de la Junta de Regulación del Mercado de Valores**

Art. 5<sup>13</sup> “...de la naturaleza y composición de la ley de Mercado de Valores estará integrada por tres miembros, quienes serán:

1. El ministro encargado de la Política Económica, quien lo presidirá,
2. El ministro encargado de la Política de la Producción, o su delegado; y, Un delegado del Presidente de la República.
3. Los delegados de los miembros de la Junta, y el delegado del Presidente de la República, deberán contar con suficiente experiencia y conocimiento del mercado de valores.”

El Superintendente de Compañías, de Bancos y Seguros, y el Superintendente del Sistema Financiero Popular y Solidario serán parte de la Junta de Regulación del Mercado de Valores, con voz informativa pero sin voto.

Además consta del Art. 9<sup>14</sup>.- De las atribuciones de la Junta de Regulación del Mercado de Valores donde dicta establecer, impulsar, expedir y regular normas dentro del Mercado de Valores para su transparencia y buen funcionamiento.

### **3. La Intendencia de Mercado de Valores**

Entidad que se encarga de cumplir todas y cada una de las funciones que tienen el Mercado de Valores con el propósito de velar por los intereses legítimos de cada uno de los participantes. La Intendencia de Mercado de Valores es el ente regulador máximo del Mercado de Valores en el Ecuador. Entre sus principales funciones están las de garantizar intermediaciones y negociaciones siempre ordenadas, continuas competitivas y sobre todo equitativas; en medio de un mercado de valores organizado, regulado, eficaz y transparente.

---

<sup>13</sup> Ley de Mercado de Valores (Mayo de 2014). Título II Junta de Regulación del Mercado. Fecha de Consulta el 13 de Agosto de 2015, de [http://www.bolsadequito.info/uploads/normativa/normativa-del-mercado-de-valores/ley-de-mercado-de-valores/141024195748-4df8d7eda00bdc4ba0e84cd4b59cbe50\\_leyMercadoValores.pdf](http://www.bolsadequito.info/uploads/normativa/normativa-del-mercado-de-valores/ley-de-mercado-de-valores/141024195748-4df8d7eda00bdc4ba0e84cd4b59cbe50_leyMercadoValores.pdf)

<sup>14</sup> Ley de Mercado de Valores (Mayo de 2014). Título II Junta de Regulación del Mercado. Fecha de Consulta el 13 de Agosto de 2015, de [http://www.bolsadequito.info/uploads/normativa/normativa-del-mercado-de-valores/ley-de-mercado-de-valores/141024195748-4df8d7eda00bdc4ba0e84cd4b59cbe50\\_leyMercadoValores.pdf](http://www.bolsadequito.info/uploads/normativa/normativa-del-mercado-de-valores/ley-de-mercado-de-valores/141024195748-4df8d7eda00bdc4ba0e84cd4b59cbe50_leyMercadoValores.pdf)

La Intendencia contactará organismos Nacionales e Internacionales y organizara convenios de cooperación estratégicos de mutuo interés; preparará conferencias y seminarios para difundir el conocimiento general del mercado de valores a nivel nacional e internacional.

Para desarrollar el mercado de capitales y su finalidad de canalizar ahorro hacia sectores productivos llevara a cabo estudio su análisis socio-económicos-financieros para determinar políticas estatales a través de sus departamentos.

### Esquema 1.6: Estructura de la Intendencia de Mercado de Valores



**Autores:** Felipe Aguirre y Pedro García

**Fuente:** Bolsa de Valores de Quito

“La Intendencia de Mercado de Valores, es la que se encarga a través de sus departamentos, de promover e impulsar el desarrollo del Mercado de Valores y tiene las varias funciones generales nombraremos las más importantes:

- Coadyuvar a la consecución de un mercado de valores organizado, integrado, eficaz, transparente y propender a que la intermediación con valores sea competitiva, ordenada, equitativa y continua;
- Velar por la preservación de los intereses legítimos de los partícipes;
- Llevar adelante una gestión de control y regulación del mercado de valores que posibilite confianza, crecimiento y profundización;
- Elaborar, proponer y, una vez aprobados, ejecutar planes y programas de acción y promoción a corto, mediano y largo plazo, que permita el desarrollo y fortalecimiento del mercado de valores;

- Actuar como órgano de consulta y asesoría técnica del Gobierno de la República y de otras entidades en materias de su competencia, conforme a lo establecido en la Ley de Mercado de Valores;
- Solicitar a partícipes del mercado de valores la información que se relevante para ejercer en forma eficiente sus actividades de control entre otras.”<sup>15</sup>

### **Normativa Legal de la Intendencia de Mercado de Valores.**

Art. 10.- “De las atribuciones y funciones de la Superintendencia de Compañías.-

Además de las funciones señaladas en la Ley de Compañías, para efectos de esta Ley, a través de las Intendencias de Mercado de Valores de Quito y de Guayaquil y de aquellas que creare el Superintendente de Compañías en función del desarrollo del mercado de valores, gozarán de autonomía técnica y operativa y tendrán las siguientes atribuciones:”<sup>16</sup>

La Normativa Legal de la Intendencia de Mercado de Valores es parte de la Superintendencia de Compañías.

### **1.2.5.2 Instituciones de supervisión y control**

#### **Superintendencia de Compañías**

La Superintendencia de Compañías es el organismo público autónomo, encargado de ejecutar la política general del mercado dictada por la Intendencia de Mercado de Valores, ejercer el control y vigilancia de los diferentes participantes en ese mercado.

#### **Funciones**

Entre las principales atribuciones y funciones de la Superintendencia de Compañías están las siguientes: inspeccionar a los partícipes; investigar infracciones e imponer sanciones; solicitar y suministrar información pública; autorizar las ofertas públicas; autorizar el funcionamiento de las instituciones participantes; llevar el Registro del Mercado de Valores; autorizar, suspender y prohibir actividades, etc.

<sup>15</sup> SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS, VALORES Y SEGUROS. Fecha de Consulta el 13 de Agosto de 2015, de <http://181.198.3.74/wps/portal/Inicio/Inicio/MercadoValores/Informacion/Funciones>

<sup>16</sup> Ley de Mercado de Valores. (2014). Título II, Art. 10.- De las atribuciones y funciones de la Superintendencia de Compañías y Valores



## **Normativa legal Superintendencia de Compañías**

La normativa legal de Superintendencia de Compañías consta del acuerdo Art. 10<sup>17</sup>.- De las atribuciones y funciones de la Superintendencia de Compañías y Valores donde sus funciones son diversas y nombraremos las más importantes:

- Ejecutar la política general del mercado de valores dictada por la Junta de Regulación del Mercado de Valores;
- Inspeccionar, en cualquier tiempo a las compañías, entidades y demás personas que intervengan en el mercado de valores, con amplias facultades de verificación de sus operaciones, libros contables, información y cuanto documento o instrumento sea necesario examinar, sin que se le pueda oponer el sigilo bancario o bursátil, de acuerdo con las normas que expida la Junta de Regulación del Mercado de Valores, exigiendo que las instituciones controladas cumplan con las medidas correctivas y de saneamiento en los casos que se dispongan;
- Investigar de oficio o a petición de parte las infracciones a la presente Ley, a sus reglamentos, a los reglamentos internos y regulaciones de las instituciones que se rigen por esta Ley, así como las cometidas por cualquier persona, que directa o indirectamente, participe en el mercado de valores imponiendo las sanciones pertinentes, así como poner en conocimiento de la autoridad competente para que se inicien las acciones penales correspondientes, y presentarse como acusador particular u ofendido, de ser el caso;
- Velar por la observancia y cumplimiento de las normas que rigen el Mercado de Valores;
- Requerir o suministrar directa o indirectamente información pública en los términos previstos en esta Ley, referente a la actividad de personas naturales o jurídicas sujetas a su control;

---

<sup>17</sup> Ley de Mercado de Valores. (2014). Título II, Art. 10.- De las atribuciones y funciones de la Superintendencia de Compañías y. Fecha de Consulta el 13 de Agosto de 2015, de [http://www.bolsadequito.info/uploads/normativa/normativa-del-mercado-de-valores/ley-de-mercado-de-valores/141024195748-4df8d7eda00bdc4ba0e84cd4b59cbe50\\_leyMercadoValores.pdf](http://www.bolsadequito.info/uploads/normativa/normativa-del-mercado-de-valores/ley-de-mercado-de-valores/141024195748-4df8d7eda00bdc4ba0e84cd4b59cbe50_leyMercadoValores.pdf)

- Conocer y sancionar las infracciones a la presente Ley, a sus reglamentos, resoluciones y demás normas secundarias;
- Autorizar, previo el cumplimiento de los requisitos establecidos, la realización de una oferta pública de valores; así como suspender o cancelar una oferta pública cuando se presentaren indicios de que la información proporcionada no refleja adecuadamente la situación financiera, patrimonial o económica de la empresa sujeta a su control;
- Autorizar el funcionamiento en el mercado de valores de: Bolsas de Valores, Casas de Valores, compañías calificadoras de riesgo, depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores, sociedades administradoras de fondos y fideicomisos, auditoras externas y demás personas o entidades que actúen o intervengan en dicho mercado, de acuerdo con las regulaciones de carácter general que se dicten para el efecto;
- Organizar y mantener el Registro del Mercado de Valores; entre otras.

### **1.2.5.3 Entidades de Autorregulación**

Son las Bolsas de Valores y las asociaciones gremiales formadas por los entes creados al amparo de la Ley de Mercado de Valores. Tienen la facultad para dictar sus reglamentos y normas internas, controlar las actividades que realizan sus miembros y sancionarlos en el ámbito de su competencia.

#### **1.2.5.3.1 Bolsa de Valores**

Las bolsas de valores constituyen un mercado público, en el cual participan intermediarios autorizados con el propósito de realizar operaciones de compra y venta de valores debidamente inscritos. En la actualidad las Bolsas se manejan desde plataformas electrónicas con documentos desmaterializados a los que tienen acceso distintas entidades e incluso al público en general, es decir a cada uno de los actores que intervienen en las negociaciones. Desde un punto de vista físico estos sistemas a nivel mundial se hospedan en los mayores centros financieros del mundo Estados Unidos (NYSE Euronext, NASDAQ), Japón (Japan Exchange Group TOKYO), Inglaterra (London SE Group) entre otros.

Una de las particularidades más importantes de las Bolsas de Valores a nivel mundial, es que es reconocida como uno de los pocos y mejores ejemplos existentes de mercados perfectos.

- Es un mercado libre ya que sus participantes pueden efectuar las transacciones fijadas entre ellos de forma completamente libre.
- Toda la información está disponible, las empresas o personas que deciden ser parte de este mercado pueden siempre monitorear todas las posturas de oferta y demanda transparente de los demás, de esta manera toda podrán escoger la opción que más les convenga.
- Los bienes son homogéneos, no existe ningún tipo de diferenciación o preferencia entre participantes, existen infinidad de opciones de oferta y demanda, a plazos iguales los precios serán idénticos.

### **Función de la Bolsa de valores**

- **Función de inversión:** El ahorro se convierte en inversión productiva, convirtiendo a ahorristas en inversionistas y siendo una oportunidad de financiamiento para empresas.
- **Función de liquidez:** Los tenedores de títulos comerciales pueden convertirlos en efectivo cuando lo deseen sin depender de su naturaleza ya que pueden cotizarse en bolsa en cualquier momento a través del mercado secundario
- **Función de participación:** Inversionistas adquieren acciones de una empresa, misma que automáticamente se vuelven parte de ella, teniendo voz y voto sobre las decisiones de la misma si la naturaleza de la acción así lo permite.
- **Función de valoración:** Para conocer el valor de los activos reales se debe acudir a los mercados específicos para saber sus precios.
- **Función informativa:** La relación estrecha que tienen las medidas políticas y económicas de un país es evidente, para medir o estar al tanto de las mismas, no existe mejor medidor que la bolsa de valores.

La bolsa de valores protege de cierta manera al ahorrista convertido en inversionista de la inflación. Al incrementarse la inflación el dinero del ahorrista tendrá menos valor, su capacidad real de compra disminuye. El inversionista en activos financieros de renta variable (acciones) por el contrario, convierte su dinero en parte proporcional de activos reales y al haber inflación el valor monetario de estos bienes crece.

### **Beneficios y Ventajas de la Bolsa de Valores.**

Los beneficios básicos que se pueden obtener al buscar financiamiento utilizando la bolsa son:

- ✓ **Diversificar las fuentes de financiamiento:** Un mayor abanico de opciones de financiamiento que presentan en el mercado intermediario.
- ✓ **Costo Financiero estable:** El costo financiero será fijado por el emisor
- ✓ **Control de forma de amortización de capital:** El emisor del título será el encargado de fijar la periodicidad y plazo de los pagos
- ✓ **Financiamiento estructurado a medida:** La estructuración y colocación de títulos será asesorado para adaptarse a las necesidades del emisor
- ✓ **Reestructuración Financiera:** Una reestructuración financiera estable dejará a la empresa emisora, con un estructura interna más ordenada, fuerte y fiable.
- ✓ **Obtener un mayor poder de negociación con acreedores:** Menos condiciones que el mercado intermediario
- ✓ **Proyectar una imagen corporativa:** Una empresa gana realce y prestigio en el mercado al conocerse que cotiza en Bolsa
- ✓ **Credibilidad en el medio:** La transparencia y credibilidad de una empresa en su giro de negocio tendrá un giro positivo al conocerse que cotiza en bolsa.

Los beneficios antes señalados son beneficios que posee la bolsa de valores en general, pero, es necesario hacer hincapié en los beneficios que tiene la emisión de título de renta fija donde se centra nuestro trabajo, específicamente Papel Comercial y Obligaciones. Para nombrar otros beneficios tenemos:

- **Presión sobre flujo de efectivo:** El emisor puede elegir realizar pagos periódicos o simplemente hacer un pago único al vencimiento del título valor, esto reduce tremendamente la presión sobre el flujo de efectivo esperado durante el proyecto
- **Costo de Oportunidad:** para los inversionistas las tasas en la mayoría de las ocasiones son más atractivas que en la banca, para el emisor serán menores las tasas a pagar por un préstamo bancario tradicional.

### **Reseña Histórica de las Bolsas de Valores en el Mundo.**

La primera Bolsa de Valores de la que se tiene registro aparece en Amberes Bélgica, a mediados del siglo XV con el objetivo de comercializar con viajeros provenientes de distintos lugares para que tuviese un espacio común para intercambiar sus productos. Más tarde en Ámsterdam a inicios del siglo XVII la compañía de las indias oriental forma la bolsa para financiar sus viajes.

En el año de 1792 se funda la Bolsa de Nueva York (NYSE), conocida como Wall Street alcanzando 6500 emisiones en 1929. En 1896 el periódico The Wall Street Journal creó el primer índice accionario el Dow Jones, compuesto por una canasta de acciones de distintos sectores de la economía cotizadas ahí, es este índice el más relevante para inversionistas en EEUU y funciona también como un termómetro económico. El auge bursátil Americano se vivió durante los años veinte (“roaring twenties”), en esta época existieron precios de acciones que subían aceleradamente provocando enormes ganancias. Así, creció también la especulación llegando a su cúspide el “Jueves Negro” Octubre 24 de 1929, que llevo al colapso de la Bolsa el 29 de Octubre del mismo año. 16 millones de acciones se negociaron con precios en picada y esto fue determinante para el desarrollo de la gran crisis de los 30 o conocida mayormente como la “Gran Depresión” que se extendió a todo el mundo.

Luego de esta crisis este mercado se recuperó recién para el año de 1949 y en adelante siempre tuvo una pendiente positiva de crecimiento que se ha visto afectado solo por eventos específicos que han provocado descensos, como los ataques terroristas del 11 de Septiembre en el World Trade Center de Nueva York. A pesar de todos los tropiezos, es Wall Street es la bolsa más importante del mundo con más de 2500 empresas estadounidenses y más de 2700 empresas internacionales.

### 1.2.5.3.1.1 Bolsa de Valores en el Ecuador

La Bolsa de Valores es un mercado en el que intervienen únicamente intermediarios autorizados por la ley que rige en cada país, para el caso de Ecuador los intermediarios, corredores o bróker deben ser parte de una de las entidades conocidas como Casa de Valores. El propósito de estos intermediarios es de comercializar los activos financieros de sus clientes.

En el Ecuador, las Bolsas de Valores son corporaciones civiles sin fines de lucro, cuya función es la de ofrecer a las Casas de valores, instituciones del sector público y a los partícipes del mercado, servicios y mecanismos adecuados para la negociación de valores. Para que una bolsa de valores pueda operar, debe estar legalmente constituida y autorizada por la Superintendencia de Compañías, Actualmente el Mercado de Valores cuenta con las bolsas de Quito y Guayaquil.

**Imagen 1.1: De las Bolsas de Valores autorizadas por la Superintendencia de Compañías.**



Número Inscripción R.M.V.	Fecha Inscripción R.M.V.	Nombre de la Bolsa de Valores	Estado
94.1.3.02	1994.05.30	CORPORACION CIVIL BOLSA DE VALORES DE QUITO	Vigente
94.2.3.01	1994.05.02	CORPORACION CIVIL BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL	Vigente

Fuente: Superintendencia de Compañías

### Reseña Histórica de la Bolsa de Valores en el Ecuador.

Para el año de 1831 por medio del código de comercio de España y movimientos de capital se intentó fundar sin éxito una casa matriz en Guayaquil por medio de la Bolsa de Valores de Londres, esto durante el año de 1847. No fue hasta en 1873 por el boom cacaotero que se funda la nombrada Bolsa Mercantil de Guayaquil para mover capitales específicamente de este sector y bancos, pero más tarde a inicios del siglo XX la bolsa cierra sus puertas por inestabilidad económica y política, pero fue sustituida por la Bolsa de Comercio de Guayaquil creada en el año

de 1884 gracias al el primer código de comercio de Alfaro establecida en el año de 1882 que desaparece en el año de 1906. Por lo sucedido se realizados nuevos intentos y para el año 1953 en el art. 15 del decreto Ley de Emergencias No. 09 se establece la Comisión de Valores y en 1955 en el Decreto Ejecutivo No. 34 se crea la Comisión Nacional de Valores. En 1964 se dan sucesos importantes para la creación de las bolsas en Enero 27 se expide la Ley de Compañías y en Agosto 11 se expide la Ley de la Comisión de Valores Corporación Financiera Nacional.

En 1969 se expide la Ley No. 111 que faculta al establecimiento de bolsas de valores, compañías anónimas, otorgando facultad a la Comisión de Valores – Corporación Financiera nacional para fundar y promover la constitución de la Bolsa de Valores de Quito C.A. Finalmente el 30 de Mayo de 1969 se autoriza gracias a la CFN la apertura de las Bolsas de valores de Quito y Guayaquil.

### **Normativa Legal de las Bolsas de Valores del Ecuador**

La normativa legal para las Bolsas de Valores del Ecuador está estipulada en la ley de Mercado de Valores conforme al Título X<sup>18</sup> del capítulo 1:

#### **Art. 44.- Objeto y naturaleza.-**

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

Podrán realizar las demás actividades conexas que sean necesarias para el adecuado desarrollo del mercado de valores, las mismas que serán previamente autorizadas por la Junta de Regulación del Mercado de Valores.

Y de las funciones de las Bolsas de Valores según el Art. 48.- Obligaciones de las Bolsas de Valores deberá cumplir con varias disposiciones:

- Proporcionar a los intermediarios de valores la infraestructura física y tecnológica que les permita el acceso transparente de las propuestas de compra y venta de valores inscritos;

---

<sup>18</sup> Ley de Mercado de Valores. (2014). Título X del capítulo 1 de las Bolsas de Valores. Quito. Obtenido de [http://www.bolsadequito.info/uploads/normativa/normativa-del-mercado-de-valores/ley-de-mercado-de-valores/141024195748-4df8d7eda00bdc4ba0e84cd4b59cbe50\\_leyMercadoValores.pdf](http://www.bolsadequito.info/uploads/normativa/normativa-del-mercado-de-valores/ley-de-mercado-de-valores/141024195748-4df8d7eda00bdc4ba0e84cd4b59cbe50_leyMercadoValores.pdf)

- Divulgar y mantener a disposición del mercado y del público en general información simétrica, veraz, completa y oportuna, sobre las cotizaciones de los valores, intermediarios y las operaciones efectuadas en bolsas de valores, así como sobre la situación económica financiera y los hechos relevantes de los emisores;
- Entregar en tiempo real a los depósitos de compensación y liquidación de valores información relacionada con las negociaciones del mercado;
- Mantener estándares de seguridad informática tales como protección de los sistemas informáticos, respaldos de la información en sedes distintas al lugar donde operen las Bolsas de Valores, medidas de gestión del riesgo legal, operativo y financiero; de acuerdo a lo que determine la Junta de Regulación del Mercado de Valores;
- Publicar y certificar la información de precios, tasas, rendimientos, montos, volúmenes y toda la información que la Superintendencia de Compañías y Valores considere pertinente, de las operaciones efectuadas en bolsa de valores; y el registro de los intermediarios, operadores de valores, emisores y valores inscritos. Esta información debe ser pública y de libre acceso para toda persona, en la manera que la Junta de Regulación del Mercado de Valores lo establezca;
- Inscribir y registrar emisores y valores para la negociación en bolsa de valores, así como suspender o cancelar su inscripción; y,
- Sancionar a las personas jurídicas y personas naturales sometidas a su control, por transgresiones a las normas de autorregulación.

#### **1.2.5.3.2 Instituciones y Participantes del Mercado de Valores Ecuatoriano**

De acuerdo con la normativa legal vigente, las instituciones de apoyo y servicios, y sus Participantes al Mercado de Valores en el Ecuador son las siguientes:

##### **1.2.5.3.2.1 Casas de Valores**

Son las únicas compañías anónimas dedicadas legalmente a ejercer la intermediación de valores y otras actividades conexas, en los mercados bursátil y extrabursátil. De igual manera son la institución capaz de asesorar tanto a



inversionistas como a posibles estructuradores de inversión desde un inicio hasta la colocación de un título. Para su funcionamiento deberán estar legalmente constituidas y autorizadas por la Superintendencia de Compañías

### **Normativa Legal de las Casas de Valores del Ecuador**

Las facultades de las Casas de Valores está estipuladas en el Art. 58.- De las facultades de las Casas de Valores, en las que destacan de brindar servicios de asesoría y estructuración de valores de sus clientes o comitentes y administrar portafolios de valores para invertirlos en instrumentos del Mercado de Valores de igual manera con las instrucciones de sus comitentes.

Entre sus prohibiciones se estipulan en el Art. 59.- De las prohibiciones a las casas de valores.- Donde estacan las siguientes

- Realizar actividades de intermediación financiera;
- Recibir por cualquier medio captaciones del público;
- Garantizar rendimientos o asumir pérdidas de sus comitentes;
- Divulgar por cualquier medio, directa o indirectamente información falsa, tendenciosa, imprecisa o privilegiada;
- ; entre otras

#### **1.2.5.3.2.2 Bancas de Inversión**

Las bancas de inversión son instituciones especializadas en efectuar actividades en la búsqueda de opciones de inversión / financiamiento.

#### **Funciones**

- a) Participación en el mercado de capitales mediante la compra y venta de papeles de renta fija y variable;
- b) Financiación estructurada, para financiar proyectos de inversión públicos o privados; y,
- c) Banca Corporativa, que podrá asesorar en ventas, fusiones y adquisiciones de empresas.

Las Bancas de Inversión son uno de los más recientes cambios que existe dentro de la nueva normativa de la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera se atiende a exactamente las mismas normativas legales de las Casas de Valores. Las Bancas de Inversión serán ahora capaces de estructurar y colocar emisiones para su comercialización en la Bolsa de Valores mientras que las casas de valores ahora solo podrán estructurar pero no comercializarlos activos en Bolsa.

#### **1.2.5.3.2.3 Emisores de Valores**

Son las personas jurídicas de derecho privado amparadas bajo la Ley de Compañías, los fideicomisos mercantiles propietarios de activos o derechos susceptibles de ser titularizados y las instituciones del sector público (incluyéndose los organismos del régimen seccional autónomo) que, de acuerdo a la ley, están autorizadas a emitir valores.

#### **1.2.5.3.2.4 Inversionistas**

Los Inversionistas “son aquellas personas naturales o jurídicas que disponen de recursos económicos y los destinan a la compra de valores, con el objeto de lograr una rentabilidad adecuada en función del riesgo adquirido. Para participar en el mercado de valores no se requiere de montos mínimos de inversión.”<sup>19</sup>

#### **1.2.5.3.2.5 Auditoras Externas**

Las auditoras externas son empresas privadas que se dedican a realizar exámenes críticos, sistemáticos y detallados acerca de la información de una empresa. Este análisis puede aplicarse a sistemas administrativos, sistemas informáticos entre otros pero los más comunes y de nuestro interés para el presente estudios son las auditorías financieras o externas. Esta información será de gran ayuda para terceros, en este caso para las autoridades encargadas de autorizar una emisión y posteriormente para los posibles compradores o inversionistas para verificar la veracidad de la información proporcionada.

---

<sup>19</sup> Bolsa de Valores de Quito. Fecha de consulta 12 de Agosto de 2015, de <http://www.bolsadequito.info/inicio/conozca-el-mercado/el-mercado-de-valores/>

### **1.2.5.3.2.6 Calificadores de Riesgo**

Son compañías anónimas o sociedades de responsabilidad limitada debidamente autorizadas por la Superintendencia de Compañías, que ofrecen el servicio de calificación de riesgo tanto respecto de valores como de emisores. Para otorgar una calificación de riesgo se basa de la información financiera entregada previamente auditada externamente por una firma auditora y además se realiza un estudio del emisor enfocado a otras empresas o competencia del sector industrial, del estatus de dicho sector, externalidades y coyuntura política.

#### **Normativa Legal de las Calificadores de Riesgo del Ecuador**

Estas compañías, en cumplimiento de expresas normas legales, mantienen estricta independencia de otras instituciones del mercado; cuentan con un comité de calificación y para emitir su opinión se basan en las normas previstas en la Ley de Mercado de Valores y el Reglamento de Calificación de Riesgo.

Entre sus facultades se estipulan en el Art. 177<sup>20</sup>.- De las facultades de las calificadoras de riesgo.- donde se expone lo siguiente:

1. Realizar la calificación de riesgo de los emisores y valores que estén autorizadas a efectuar de acuerdo a lo dispuesto en esta Ley y a las normas de carácter general que para el efecto expida la Junta de Regulación del Mercado de Valores;
2. Explotar su tecnología;
3. Las demás actividades que autorice la Junta de Regulación del Mercado de Valores, en consideración del desarrollo del mercado de valores.; y,
4. Realizar la evaluación de riesgos específicos de administradoras de fondos y fideicomisos; fiduciarios públicos, casas de valores, bolsas de valores, tales como riesgos operativos o tecnológicos, de gestión, estructura organizacional, gestión de riesgos en la administración, condición financiera y viabilidad del negocio, entre otros.

---

<sup>20</sup> Ley de Mercado de Valores. (2014). Art. 177.- De las facultades de las calificadoras de riesgo. Del TITULO XVIII DE LAS CALIFICADORAS DE RIESGO. Quito.

#### **1.2.5.3.2.7 Administradoras de Fondos y Fideicomisos**

Son compañías anónimas que tienen por objeto administrar fondos de inversión y negocios fiduciarios. Son fondos de patrimonio común, es decir los partes son de numerosos accionistas ya sean personas naturales, jurídicas o asociaciones de empleados. Estos aportes tendrán como objetivo la apropiada inversión de estos fondos en activos financieros, bienes u otros activos permitidos por la ley. Las administradoras tendrán la completa responsabilidad sobre estos fondos y serán los que hagan cualquier gestión.

#### **1.2.5.3.2.8 Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores**

Son compañías anónimas debidamente autorizadas por la Superintendencia de Compañías cuya función es la de recibir en depósito valores inscritos; encargarse de la custodia, conservación, liquidación, registro y transferencia de los mismos; y, brindar el servicio de cámara de compensación de valores.

En Ecuador solo existen dos instituciones que cumplen con estas características y sirven como depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores, por un lado tenemos al Depósito Centralizado de Valores Banca Central del Ecuador y por otro a la única empresa privada DECEVALE S.A.

#### **Normativa Legal de los Depósitos Centralizados de Compensación y Liquidación de Valores del Ecuador**

Sus facultades están estipuladas en el Art. 62<sup>21</sup>.- De las operaciones autorizadas.- Donde estaca lo siguiente:

- Recibir depósitos de valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores y encargarse de su custodia y conservación hasta su restitución.
- Llevar a nombre de los emisores los registros de acciones, obligaciones y otros valores, los libros de acciones y accionistas de las sociedades que inscriban sus acciones en la bolsa y, efectuar el registro de transferencias, así como la liquidación y compensación de los valores depositados.

---

<sup>21</sup> Ley de Mercado de Valores. (2014). Art. 62.- De las operaciones autorizadas. TITULO XIII DE LOS DEPÓSITOS CENTRALIZADOS DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES. Quito.

- Efectuar la desmaterialización de los valores inscritos en el registro del mercado de valores mediante su anotación en cuenta.
- Actuar como agente pagador de emisiones desmaterializadas autorizadas por la Superintendencia de Compañías y Valores; entre otras.

### **1.2.6 Activos Financieros de los Mercados de Capitales**

Dentro del Mercado de Capitales la gran distinción existente son los activos financieros de renta variable (acciones) y de renta fija tanto en el sector público, privado financiero y no financiero, siendo estos últimos como en los mercados de desintermediación (mercado de valores).

#### **1.2.6.1 Renta variable.**

Toda compañía privada está dividida en acciones, son estas la que representan un título de propiedad sobre esta empresa. El aporte de cada socio para el capital social será el que se verá representado en porcentaje de acciones de la empresa.

Existen diversas formas de comercializar las acciones que una persona posee. Si el dueño de una empresa decide vender sus acciones por su propia cuenta puede hacerlo, esto sería reconocido como mercado secundario extrabursátil ya que este revendiendo una acción previamente emitida y lo está haciendo fuera de la bolsa. La otra forma en la que pueden comercializarse acciones es durante una expansión de la empresa en la cual se quiera elevar el capital patrimonial emitiendo nuevas acciones. En este caso se considera una transacción dentro del mercado primario bursátil; los socios originales generalmente tienen la potestad de adquirir estas acciones prioritariamente o simplemente dar paso a nuevos accionistas.

#### **Clasificación de las Acciones.**

- Acciones ordinarias:** confiere a sus tenedores el derecho a tener voz y voto en las juntas generales ordinarias y extraordinarias. Tienen derecho a recibir dividendo si la empresa presenta ganancias sin embargo, serán los últimos en ser liquidados si la empresa desaparece.
- Acciones Preferentes o Preferidas:** Los socios que poseen acciones preferidas no tienen derecho a voz, voto o participación en las juntas

ordinarias de la empresa, sin embargo, podrán ser parte de las juntas extraordinarias sin acceso a información. Estos propietarios tendrán en cambio tratamiento preferencial en el pago de dividendos siendo estos superiores a los accionistas ordinarios. En caso de disolución de la empresa tendrán preferencia de liquidación.

- c. **Acciones Privilegiadas:** Este tipo de acciones no son muy comunes ya que gozan de todos los atributos de las acciones ordinarias y preferidas, es decir voz y voto en juntas ordinarias y extraordinarias siendo su voto más importante y valedero que un voto ordinario.

### **Rendimiento en Acciones**

Las acciones son consideradas activos financieros de renta variable por que al momento de su adquisición no se puede saber a ciencia cierta cuál será el rendimiento que se obtendrá de la inversión. Se pueden obtener sin embargo dos tipos de ganancia con las acciones; por dividendos pero también se puede calcular la ganancia por la inversión si se decide vender la acción, la ganancia de capital.

**Ganancia de Capital.** La ganancia por capital no es más que la diferencia entre el precio de compra y venta de una acción, esta puede tener ganancias o también incurrir en pérdidas, Estos precios dependerán de los estados de las compañías; si existe un incremento en el valor de las acciones de cierta compañía por haber tenido un año excepcional en ganancias y se decide vender en ese momento dichas acciones existirá una ganancia pero no necesariamente será la mejor decisión.

Para calcular las ganancias por variación de precio tenemos:

$$r = \frac{P1 - P0}{P0} * 100$$

r = Rendimiento Efectivo en el periodo

P1 = Precio final o de Venta

P0 = Precio inicial o de compra

La siguiente formula nos ayudará a determinar la ganancia de capital pero teniendo en cuenta los costos de transacción:

$$r = \frac{P1(1 - b - cv) - P0(1 + b + cc)}{P0(1 + b + cc)} * 100$$

b = Comisión de bolsa en tanto por uno

cv = Comisión cobra casa valores vender acciones tanto por uno

cc = Comisión cobra casa valores comprar acciones tanto por uno

**Ganancia por Dividendos:** Estas acciones otorgarán beneficios a los dueños de las mismas en función de las ganancias que presenta la empresa, esta se divide directamente para el número de acciones que se posee. Existe dos políticas de pago posible dentro de una empresa y no siempre debe ser igual.

- Dividendo en Efectivo: pago normal en efectivo de acuerdo a las ganancias de la empresa dividido para el número de acciones que se posee (su capital inicial portado).
- Dividendos en Acciones: no existe un repartición en efectivo, estas se recapitalizan, haciendo crecer el patrimonio de la empresa, los socios aumentaran su número de acciones en relación al capital aportado permitiendo que sean dueños de una porción mayor de la empresa.

Estas ganancias las reciben inversionistas que pretenden aferrarse a las acciones a largo plazo y recibir ganancias de ellas. Para su cálculo de rendimiento obtenido de acciones que ya han pagado dividendos en una o más ocasiones, Se utilízala la fórmula del TIR.

$$r = \frac{Div}{(1 + rea) + \frac{td}{360}} + \frac{P1}{(1 + rea) + \frac{t1}{360}}$$

rea = Rendimiento efectivo anual en tanto por uno

P1 = Precio final o de venta

P0 = Precio inicial o de compra

td = Días entre fecha de dividendo y compra

t1 = Ddías entre fecha venta y fecha compra

### **Determinación del precio a pagar.**

Para comprar un acción, es necesario saber su precio a pagar, en teoría es una tarea fácil, simplemente se divide el valor de la empresa para el número de acciones existentes, pero, para obtener el valor en un momento dado debemos hacer varias suposiciones, que la empresa entrega dividendos constantes en forma periódica.

$$P_0 = \frac{D_0(1 + g)}{r - g}$$

P <sub>0</sub>	=	Precio a pagar por la acción, su valor actual
D <sub>1</sub>	=	Próximo dividendo a recibir
D <sub>0</sub>	=	Último dividendo recibido
R	=	Rendimiento efectivo deseado por el comprador
g	=	Tasas efectiva de crecimiento de dividendos

### **1.2.6.2 Renta fija.**

Los activos financieros se diferencian de los activos normales del mercado real porque su valor no dependerá de sus atributos físicos o tangibles, estos representan activos intangibles que otorgan un derecho sobre un beneficio futuro como inversión por parte de una persona natural, jurídica o empresa. La parte que sacrifica recursos para obtener este beneficio futuro es el inversionista, la persona que se ve beneficiada por el pago y adquiere la deuda a ser cancelada en el futuro con cualquiera que sea el beneficio es el emisor.

Estos activos se pueden determinar con certeza su rendimiento ya que se sabe cuál es la tasa de interés, prima o reembolso a percibir y también se conoce la fecha de su vencimiento, amortizaciones, conversiones o canjes de los activos.

#### **Ventajas de la inversión en renta fija.**

Existen varias ventajas acerca de la emisión de renta fija para nombrar algunos tenemos:



- ✓ Se conoce con anterioridad: montos, tasas de interés, amortizaciones, plazo, etc.
- ✓ Existe un extenso portafolio de inversión al que el inversionista puede acoplarse de acuerdo a su perfil.
- ✓ Regularidad en los pagos: obtención de pagos regulares que mejor convengan, trimestral, semestral anual etc.

#### **1.2.6.2.1 Títulos de renta fija del Sector Privado Financiero intermediario**

Títulos de renta fija comercializados con el sector intermediario es decir mediante la banca privada o instituciones financieras privadas.

**Certificados de Depósito a plazo:** Los emisores podrán ser Bancos o Sociedades Financieras; pagos de interés periódico o al vencimiento entre 30 días a un año. También conocidos como pólizas de acumulación.

**Certificados de Inversión o Certificados Financieros:** Posee las mismas características de los certificados de depósito pero emitidas por entidades financieras.

**Certificados de Depósitos a la Vista:** Obligaciones bancarias con plazo menor a 30 días que paga interés al vencimiento

**Pagarés Bancarios:** Emitidos por bancos o sociedades financieras, pagan interés al vencimiento de corto plazo. Solo cuando el deudor o el emisor es el propio banco se lo puede negociar en Bolsa de Valores.

**Letras de Cambio:** Estos activos financieros pueden o no pagar intereses. Emitidos por bancos y sociedades financieras, es un título en el cual el girador ordena a otra persona, el girado, el pago a un tercero (beneficiario) de determinada suma de dinero en determinado tiempo. Transado en bolsa solo si emisor es un banco

**Avales Bancarios:** el aval no es más que una garantía extra de pago de una letra de cambio mediante el cual se coloca la leyenda “por aval” o un sello con la firma de autorización de la persona o entidad garante.

**Aceptaciones Bancarias:** La aceptación bancaria es una letra de cambio en la que el girado, es decir el deudor es el banco.

**Cédulas Hipotecarias:** Las cédulas hipotecarias pueden ser emitidas por bancos, sociedades financieras y cooperativas de ahorro y crédito con una calificación de riesgo de B mínimo. Préstamos para personas que desean terminar la construcción de una vivienda, no existen préstamos para construcciones en su totalidad. Las emisiones de cédulas pueden hacerse una sola vez por un valor exacto.

**Bonos de Prenda:** Tienen las mismas características de crédito que una cédula hipotecaria pero destinada para bienes muebles.

**Cartas de Crédito:** Medio de pago para exportaciones e importaciones. El comprador paga al exportador en cartas de crédito con un banco nacional relacionado con un banco extranjero, el banco nacional hará el pago al exportador y cobrará una tasa al banco extranjero que transmitirá otro cargo al comprador o importador.

**Certificado de Arriendo Mercantil y Mercantil Inmobiliario:** Documento mediante el cual las empresas de Leasing obtienen recursos para su giro comercial; diferentes entre ellos solo por el plazo. Pueden ser expedidos por bancos, sociedades financieras y compañías de arrendamiento mercantil.

#### **1.2.6.2.2 Títulos de renta fija del Sector Privado sin intermediación.**

##### **1.2.6.2.2.1 Obligaciones.**

Las obligaciones o bonos corporativos son documentos que se ofrecen dentro del Mercado de Valores para la búsqueda de recursos para empresas privadas. Este tipo de activos financieros pueden ser: obligaciones, obligaciones convertibles en acciones, papel comercial (obligaciones a corto plazo) u obligaciones cupón cero. Títulos de deuda con tasas de interés preestablecidos con pagos fijos que las empresas emiten para financiar capital de trabajo o proyectos.

La tasa de interés es establecido por el emisor basado en un análisis del margen o spread financiero que pueda darse entre el margen de la tasa de interés activa que cobra el banco por un préstamo de acuerdo al sector industrial y pasiva que paga el Banco por una inversión de corto y largo plazo fijada del tal manera que busca un menor costo financiero por parte del emisor y a la vez sea atractiva para el inversionista en términos de costo de oportunidad.

La tasa pasiva es aquella que paga el banco a los depositantes por tener su dinero en el banco, esta tasa a nivel nacional para montos menores a los diez mil dólares no llega a ser el 0,99%. Si es que hablamos de la tasa que paga el banco por la adquisición de activos financieros del mercado de dinero, es decir, del mercado de capitales intervenido las mejores tasas están cerca del 5% para los inversionistas.

Es aquí donde las Obligaciones y Capel comercial juegan su rol principal. Siguiendo el principio de “a mayor riesgo mayor ganancia” las emisiones ofertadas por PyME en el Mercado de Valores están obligadas a ofrecer una tasa de interés más alta para ser atractivas a posibles inversionistas; alrededor de un 7% sin embargo esta tasa es mucho más baja que la tasa activa a pagar a un banco por un préstamo convencional siendo beneficiosa para la empresa emisora en busca de recursos y para el inversionista cuya tasa será mejor que ser un depositante de, estos depositantes pueden convertirse en inversionistas dentro del Mercado de Valores

La siguiente ventaja de este tipo de activos financieros radica en la flexibilidad de los pagos. La empresa luego de hacer un análisis financiero interno sabrá qué tipo de documento es mejor para su financiamiento y a que plazos. Es la empresa que emite el documento la que fija de qué manera y como pagara las cuotas tanto de capital (amortizaciones) como de interés o solo de interés devolviendo el capital entero luego del vencimiento del documento acomodando el pago al flujo de efectivo que posea. El poder de negociación antes de empezar la estructuración de una emisión está en las manos de la empresa que busca recursos de financiamiento.

La compañía deberá entonces llevar todos sus estados contables y financieros de forma correcta para facilitar y agilizar el proceso de la auditora externa que corroborará toda esta información en un informe final. La emisión necesitará una opinión acerca del estado de la empresa su capacidad de endeudamiento y pago emitida por una calificadora de riesgo inscrita en el Mercado de Valores, esta opinión debe revisarse semestralmente mientras dure el plazo de los títulos. El emisor deberá adicionalmente contratar a una persona jurídica para que tome el papel de representante de obligacionista, este representante velara por que se cumplan los derechos de los inversionistas desde la transparencia de los documentos y su información desde su compra hasta la liquidación.

Una vez recopilados todos los requisitos la compañía en busca de recursos tiene que registrar y aprobar su emisión en el registro de Mercado de Valores y en la Bolsa de Valores, esto se realiza con un prospecto de emisión para obligaciones o circular de emisión para Papel Comercial. Dichos documentos cuentan con absolutamente toda la información relevante respecto a la emisión, condiciones, pagos, características, información detallada de la empresa etc. Una vez aprobado el prospecto o circular se entregarán dichos documentos a la Bolsa de Valores, Superintendencia de Compañías, y Casas de Valores para que estas la distribuyan entre posibles inversionistas. Por último cabe recalcar que las obligaciones podrán dividirse en varias clases que se pueden poner en el mercado para su comercialización individualmente o en su totalidad, las características pueden variar entre clases pero no dentro de una misma clase.

#### **1.2.6.2.2.2 Obligaciones convertibles en acciones**

Las obligaciones convertibles en acciones poseen casi todas las características de una obligación con la única diferencia de que en fechas determinadas y preestablecidas, el inversionista tendrá la opción de cambiar los documentos por acciones de la compañía. El número de acciones que recibe estarán también preestablecidas en un factor de conversión señalado en la el prospecto de la emisión.

En la o las fechas predeterminadas el poseedor del activo financiero escogerá cambiar sus obligaciones por acciones dependiendo del precio de mercado de las mismas al momento de tomar la decisión, lógicamente el acreedor aceptará si las condiciones así lo ameritan ya sea porque el precio de mercado es mayor al precio de adquisición de las obligaciones en la conversión o por que se tienen buenas expectativas y especulaciones acerca de la empresa y su sector industrial.

Una vez que el inversionista comunica a la empresa su deseo de adquirir las acciones esta deberá disminuir su pasivo y aumentar capital suscrito, registrando al obligacionista en el libro de accionistas y acciones; solo podrán ser emisores compañías anónimas que demuestren que el aumento de capital de la compañía es lo suficientemente alto como para cubrir el 100% de conversiones de la emisión.

### **1.2.6.2.2.3 Obligaciones a corto plazo o papel comercial**

La principal característica del papel comercial es que es deuda emitida al corto plazo entre 30 y 359 días de plazo como máximo. La emisión puede ser única en el tiempo mencionado o puede pedirse autorización para un programa revolvente. El programa revolvente que puede llegar a tener un plazo máximo de 720 días implica que la compañía emisora que internamente ha decidido inscribirse en el programa pueda emitir papel comercial a discreción con distintos montos con la única condición de que no sobrepasen el cupo asignado y que ninguno de sus documento en alguna instancia tenga un plazo de vencimiento mayor al de 720 días.

Los emisores podrán emitir, redimir, pagar, recomprar, y colocar papel comercial durante este tiempo de acuerdo a sus necesidades de fondos durante el tiempo total. Los representantes legales para la correcta estructuración del papel comercial podrán ser las Casas de Valores inscritas en el Registro del Mercado de Valores, estudios jurídicos con especialización bursátil y Bancas de Inversión. El cupo límite que la empresa puede solicitar para hacer una o varias emisiones en programa de revolvencia equivale al 80% del total de sus activos libres de gravamen.

#### **1.2.6.2.2.4 Obligaciones cupón cero.**

Obligaciones cuyo crédito no radica en el pago de ninguna tasa de interés y duran menos de un año con pago solo del valor nominal de vencimiento. Estos documentos se negocian siempre con descuento ya que el comprador gana solo diferencia entre el precio pagado y el vendido.

### **1.2.7 Marco Legal.**

El marco normativo en el Ecuador, se compone de tres niveles o segmentos fundamentales.

#### **1. Nivel de Regulación**

- Ley de Mercado de Valores.
- Reglamento General de la Ley de Mercado de Valores.
- Resoluciones del Consejo Nacional de Valores.
- Resoluciones del Superintendente de Compañías.

## **2. Nivel de Autorregulación**

Reglamentos, regulaciones, estatutos, circulares y otras normas internas de las bolsas de valores y demás asociaciones de autorregulación.

## **3. Normas Supletorias**

- Ley de Compañías y su Reglamento General.
- Ley General de Instituciones del Sistema Financiero y su Reglamento General.
- Código de Comercio.
- Código Civil.
- Ley de Régimen Tributario Interno y su Reglamento.
- Resoluciones de la Junta Bancaria.
- Regulaciones del Directorio del Banco Central.

## **CAPÍTULO II.- ANÁLISIS DE LAS PYME ECUATORIANAS Y SU ROL EN EL MERCADO BURSÁTIL.**

### **2.1 PyME.**

#### **2.1.1 Concepto de una PyME**

“PyME es el conjunto de pequeñas y medianas empresas que de acuerdo a su volumen de ventas, capital social, cantidad de trabajadores, y su nivel de producción o activos, presentan características propias de este tipo de entidades económicas”<sup>22</sup>

PyME, siglas para pequeña y mediana empresa. Empresas catalogadas como tal de acuerdo a distintos parámetros que varían de país en país como volumen de ventas, capital social, cantidad de trabajadores, nivel de producción, cantidad de activos etc. Definir una PyME como un concepto universal no es tarea fácil. En Estados Unidos por ejemplo se considera una PyME a aquella empresa que facture un máximo de \$45 millones al año, en los países industrializados Europeos una empresa que cuenta con hasta mil trabajadores sigue siendo considerada una PyME.

Existen dos tipos de PyME. Empresa constituida como tal desde sus inicios, organización en la cual se observa cierto grado de organización estructural y división departamental, estas empresas operan en el sector formal de la Economía. En segundo lugar tenemos a las PyME que fueron formadas como organizaciones familiares, mas no como una empresa propiamente dicha. Estas empresas presentan un crecimiento lento y penetración de mercado desacelerado. Estas empresas se caracterizan por su informalidad y falta de conocimientos técnicos.

#### **2.1.2 Características de una PyME.**

En muchísimos países las PyME representan un gran porcentaje de todas las empresas productivas existentes. Aportan de gran manera al crecimiento de estas economías, generan empleo, reducen los índices de pobreza y generan riqueza capaz de satisfacer las necesidades de sus habitantes.

---

<sup>22</sup> Servicio de Rentas Internas. (2015). Pymes. Recuperado el 26 de Noviembre de 2015, de <http://www.sri.gob.ec/web/guest/pymes>

Es aquí donde se forman grandes empresarios, es el motor de autodesarrollo de millones de personas, elementos estratégicos para la supervivencia y desarrollo de este sector y el país. Es importantísimo para países en vías de desarrollo darles un puesto privilegiado a este tipo de empresas que son el pilar de su economía.

Las PyME son empresas en constante desarrollo por lo que son capaces de adaptarse a cualquier tipo de cambios significativo dentro de un ciclo económico siendo muy flexibles ante la coyuntura de un País y su régimen.

Entre las características negativas tenemos un escaso poder de negociación con proveedores o instituciones financieras. Las tasas activas para cualquier tipo de financiamiento para PyME serán las más altas del mercado. Las PyME carecen de personal capacitado y preparación técnica en consecuencia, carecen de estrategias a futuro, este tipo de empresa llevan su negocio en el día a día. Aquellas PyME formales se limitan a llevar un control contable pero sin estrategia financiera.

Una debilidad que comparten las PyME, es la inadecuada tecnología y maquinaria reflejada en una cantidad de producción insuficiente. Cadenas productivas desordenadas malgastan recursos. Las empresas adquieren experiencia en su giro de negocio a través de los años donde aprenden a optimizar recursos y llegar a una producción apta para la expansión de mercados e incluso exportación.

### **2.1.3 Antecedentes de las PyME**

El rol de la pequeña y mediana empresa ha mostrado su importancia a través de los años. Es importante tomar en cuenta su participación en el desarrollo económico mundial. La historia de la economía mundial se escribe continuamente y las PyME no son la excepción. Se sabe que el término fue usado por primera vez en el siglo XX pero su existencia no fue siempre considerada beneficiosa para un país.

Durante los años 50 y 60 las PyME eran consideradas como una desviación innecesaria de atención y recursos del proceso de desarrollo de las grandes empresas donde se pensaba debían concentrarse. Durante la crisis de los años 70 después de la época dorada de la postguerra se pudo apreciar que a pesar de las adversidades, las PyME al ser innovadoras eran capaces de ajustarse a diferentes cambios. Su desempeño se sostenía aportando de sobremanera a las distintas economías.



Una de las grandes dificultades para las PyME a través de los años ha sido el difícil acceso a información. Esto cambió con la aparición del internet. Este nuevo actor no solo resolvió dicho problema si no que apporto drásticamente al crecimiento de las PyME a nivel mundial. La globalización es un hecho, el internet es prueba de ello convirtiéndose en una catapulta para ideas frescas e innovadoras que pueden revolucionar el mercado e incluso crear nuevos nichos.

Actualmente la palabra PyME es sinónimo de riesgo, se cree que las PyME son empresas informales al 100% y que no juegan un papel importante en la economía ya que solo roban foco, atención y recursos a las grandes economías a escala. Es importante cambiar esta creencia popular y mostrar a la PyME por lo que es empresas llenas de emprendedores con nuevas ideas capaces de cambiar al mundo como lo conocemos y que en realidad representan un porcentaje muy importante y en la gran mayoría de los casos mayoritario dentro de una economía a nivel mundial.

#### **2.1.4 Definición de la Pequeña y Mediana Empresa en el Ecuador.**

Código de empresa: “La Pequeña o Mediana empresa es toda persona natural o jurídica que como una unidad productiva, ejerce una actividad de producción, comercio y/o servicios, que cumple con el número de trabajadores y valor bruto de las ventas anuales, señalados para cada categoría, de conformidad con los rangos que se establecerá en el reglamento de este Código. En caso de inconformidad de las variables aplicadas, el valor bruto de las ventas anuales prevalecerá sobre el número de trabajadores, para efectos de determinar la categoría de una empresa”<sup>23</sup>

En Ecuador existen tres parámetros para catalogar a una empresa: personal ocupado, ventas anuales sin impuestos y valor de activos productivos fijos. Existen empresas con más de 250 trabajadores que facturan menos de 4 millones anual, o con menos de 40 trabajadores que facturan más de 5 millones al año o empresas con una sola oficina y personal limitado que facturan más de 90 millones anuales, por este motivo el valor bruto de ventas prevalece sobre el número de trabajadores.

---

<sup>23</sup> Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones. (2010). TÍTULO I Del Fomento a la Micro, Pequeña y Mediana Empresa, art Art. 53.- Definición y Clasificación de las MIPYMES.

**Tabla 2.1: División de las Empresas del Ecuador**

Tipo de Empresa Criterio	Micro Empresa	Pequeña Empresa	Mediana Empresa "A"	Mediana Empresa "B"	Gran Empresa
Personal Ocupado	1 hasta 9	10-49	50 hasta 99	100 hasta 199	Más de 200
Ventas Anuales en US\$	Menor a \$100.000,00	De \$100.001,00 Hasta \$1'000.000,00	De \$1'000.001 Hasta \$2'000.000	De \$2'000.001,00 Hasta \$5'000.000,00	Mayor a \$5'000.001,00

Autores: Felipe Aguirre y Pedro García

Fuente: CAN

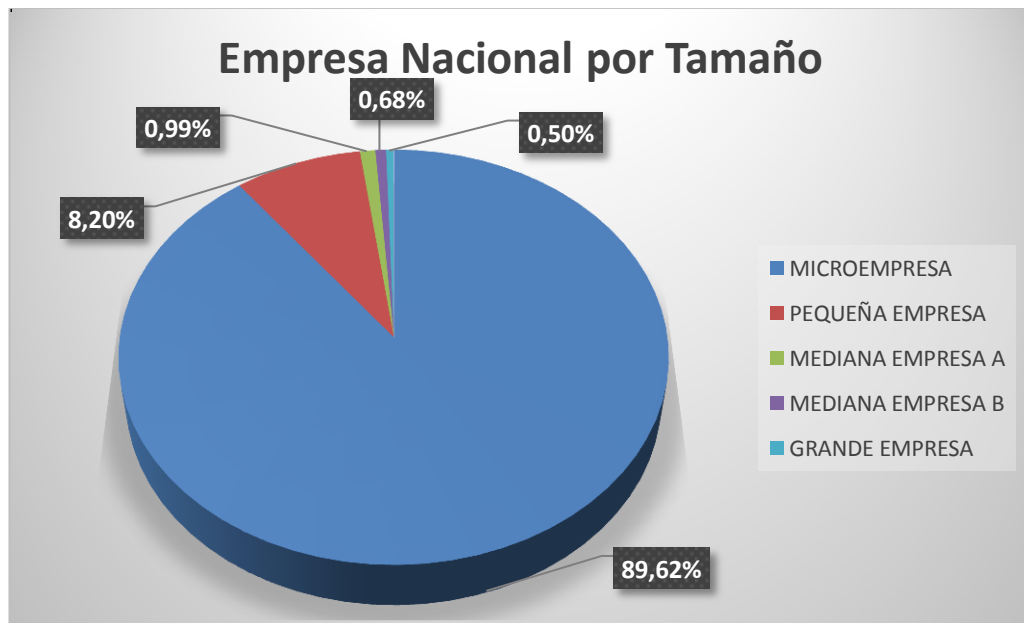
Hasta hace poco las microempresas o artesanos no estaban considerados dentro de las PyME sin embargo, existen constantes programas de financiamiento o apoyo estructural para la producción e incluso para la exportación por parte del Gobierno donde ahora se las toma en cuenta como MIPyMES y Artesanos.

El presente trabajo está basado casi en su totalidad en cifras del último censo del 2010. Según este 99 de cada 100 empresas se encuentra dentro de lo que en Ecuador califica como una MIPyMES. En estos datos incluyen a todas las empresas que laboran dentro del sector informal de la economía, por lo que nos concentraremos solo en datos de empresas formales inscritos en la Súper Intendencia de compañías.

## **2.2. Las PyME Ecuatorianas en cifras**

Es importantísimo diferenciar entre la economía total de un país y la economía formal de un país en donde todos sus actores están registrados en las entidades gubernamentales pertinentes entregando información de sus empresas. En Ecuador la gran mayoría de empresas son Microempresas y menos del 2% de estas están registradas en la Superintendencia de Compañías, la gran mayoría son consideradas ejes económicos por sus aportes al SRI o aporte por empleado al IESS.

**Gráfico 2.1: Distribución de las Empresas Ecuatorianas por su tamaño**



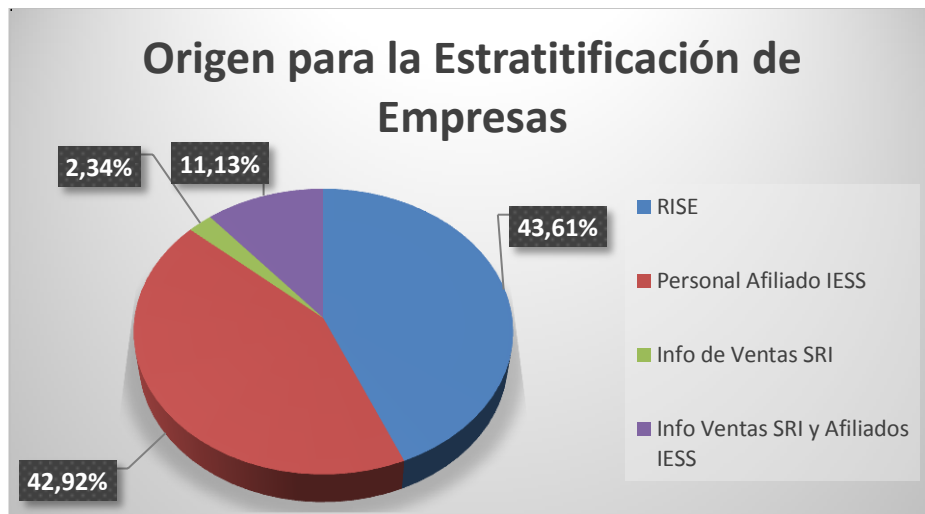
**Autores:** Felipe Aguirre y Pedro García

**Fuente:** Censo Nacional – CENEC – 2010 – INEC

Es interesante mencionar que son las microempresas las que anualmente se desarrollan hasta entrar en el rubro de pequeñas y hasta medianas empresas; son estas las empresas para las cuales un futuro Mercado de Valores estable es indispensable. De las 843.644 empresas del gráfico anterior 73.876 (8,76%) están registradas en la Superintendencia de Compañías, de estas el 70% son PyME, el resto representan unidades económicas por entregar al SRI información financiera y balances en el 2015 con respecto al ejercicio económico 2014 o información de personal afiliado al IESS. El 54,13% son micro empresas, 45,87% PyME y el 0,5% representa grandes empresas.

- 367.932 empresas equivalente al 43,61% son microempresas pertenecientes al RISE, ingresos anuales menores a US\$ 60.000
- 455.960 empresas es decir 54,05% del universo de empresas registran únicamente información acerca de personal afiliado al IESS.
- 19.746 empresas presentan información de ventas entregado al SRI esto es el 2,34%.
- 93.883 empresas que representan el 11,3% poseen información de ventas y personal afiliado.

**Gráfico 2.2: Origen para la Estratificación de Empresas**



**Autores:** Felipe Aguirre y Pedro García

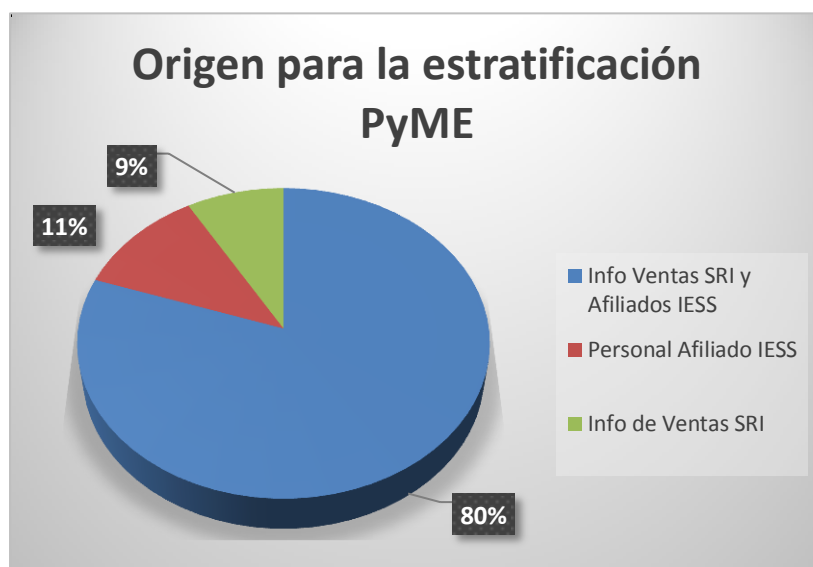
**Fuente:** Censo Nacional – CENEC – 2010 – INEC

82.493 empresas representan a las pequeñas o medianas empresas “A” y “B” y se consideran unidades económicas ya sea por información entregada al SRI o IESS. El 62,69% de dichas empresas se encuentran registradas en la Superintendencia de Compañías, es decir 51.714 empresas. Son estas las empresas con opción a incursionar en el Mercado de Valores en busca de financiamiento.

Añadiremos aquí a las empresas grandes que representan menos del 0,5% es decir 412 empresas dándonos un total de 82.905 empresas desde pequeñas hasta grandes; tenemos entonces:

- 66.551 poseen información de Ventas en el SRI y de afiliados en el IESS, esto representa el 80,3%.
- 9.418 el 11,4% presenta información solo del personal afiliado al IESS.
- 6.936 Empresas que representan el 8,4% registran únicamente información de ventas en el SRI.
- Tenemos entonces que el total de empresas con información de ventas en el SRI es de 73.487 es decir el 88,6%.
- Por último el universo total de empresas que cuenta solo con información de personal afiliado al IESS es de 75.969 es decir el 91,6%.

**Gráfico 2.3: Origen para la Estratificación de la PyME**



**Autores:** Felipe Aguirre y Pedro García

**Fuente:** Censo Nacional – CENEC – 2010 – INEC

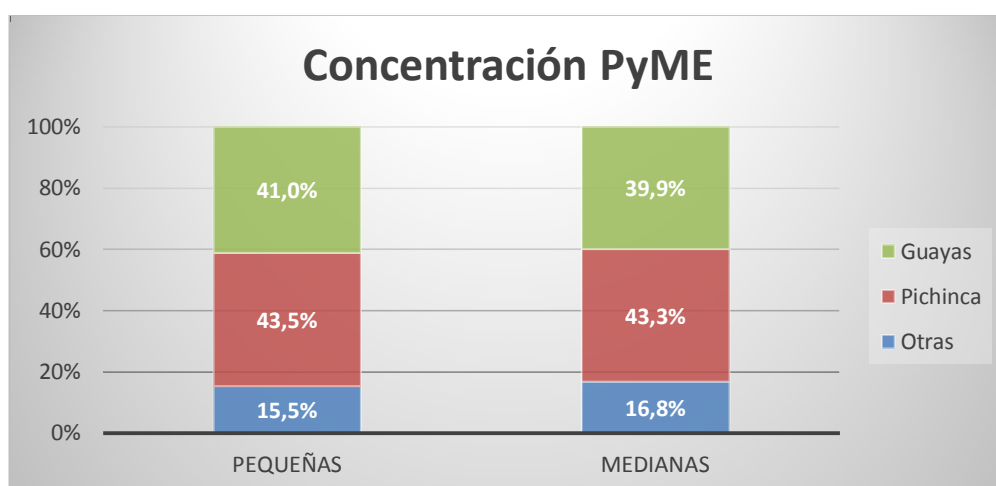
### 2.2.1 Las PyME como un eje fundamental en la Economía Ecuatoriana

Las PyME representan en Ecuador más del 70% de las empresas registradas en la Superintendencia de Compañías de acuerdo a la revista Ekos<sup>24</sup>. Este número corrobora el hecho de que la gran mayoría de microempresas funcionan en el marco informal por lo que las PyME se convierten en un número importante. Aportan con más del 25% de la totalidad del PIB ecuatoriano sin petróleo. El dato de los ingresos más recientes del censo del año 2011 en donde alcanzaron la cifra de US\$23 mil millones y su aporte al SRI supero los US\$270 millones. La generación de mano de obra llega a más del 70% distribuida en distintos sectores de la economía,

El Ecuador es un país en el cual las PyME juegan un papel importantísimo dentro de la economía nacional. Los motores de crecimiento en el tejido empresarial están sobre todo en las provincias de Pichincha y Guayas donde la mayor concentración se dan en las ciudades de Quito 43,29% y Guayaquil 40,46% respectivamente con una tasa de crecimiento de nuevas empresas al alza.

<sup>24</sup> Revista Ekos. (2012). Ekos Economía. Obtenido de [http://www.ekosnegocios.com/negocios/REV\\_paginaEdicion.aspx?edicion=223&pag=34&idr=1#](http://www.ekosnegocios.com/negocios/REV_paginaEdicion.aspx?edicion=223&pag=34&idr=1#)

**Gráfico 2.4: Concentración de las PyME en el Ecuador**



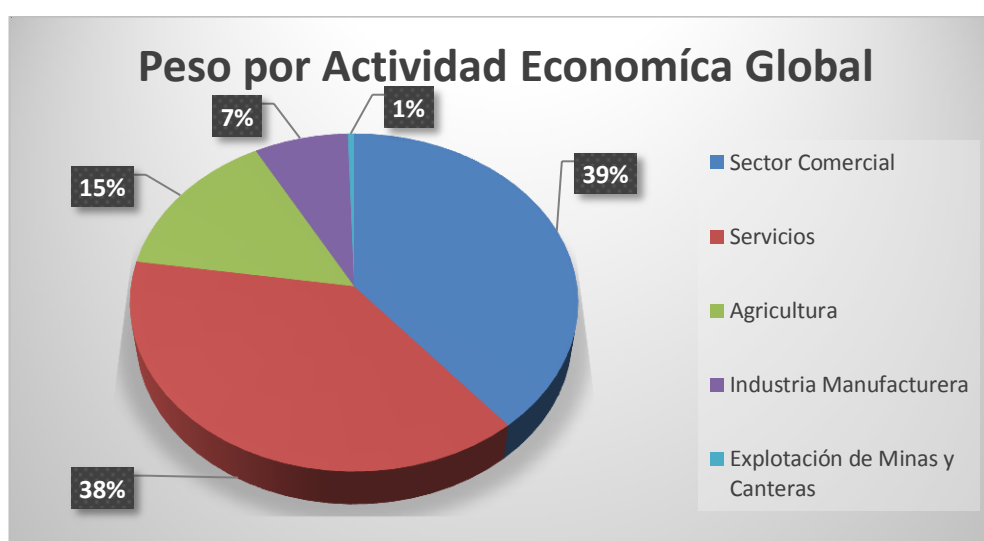
**Autores:** Felipe Aguirre y Pedro García

**Fuente:** SRI

Las variables de clasificación del sector económico en Ecuador desde un punto de vista global están bien definidas estas actividades se dividen en:

1. Agricultura, ganadería, silvicultura y pesa.
2. Explotación de minas y canteras.
3. Industrias Manufactureras.
4. Comercio
5. Servicios

**Gráfico 2.5: Distribución de los sectores industriales del Ecuador**



**Autores:** Felipe Aguirre y Pedro García

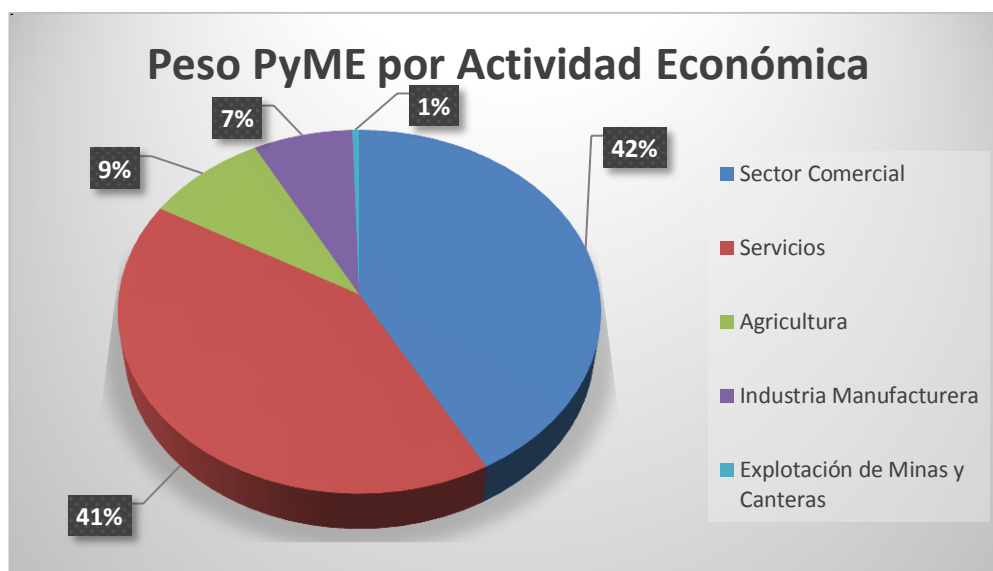
**Fuente:** SRI

El peso por actividad Económica incluyendo a todas las empresas que conforman la Economía del Ecuador está definido por el cuadro anterior siendo el más grande el comercio con 38,97% seguido por los servicios con un 38,43%, Agricultura, ganadería, acuicultura y pesca con un 14,67% y finalmente Industria Manufacturera y Explotación de Minas y canteras con 7,44% y 0,50% respectivamente.

La participación e influencia de las PyME en la economía ecuatoriana es bastante parecida al cuadro anterior con una presencia más fuerte en los dos primeros rubros que coinciden con la actividad global:

- Comercio: 41,96%
- Servicios: 41,33%
- Industria Manufacturera: 8,91%
- Agricultura, ganadería silvicultura y pesca: 7,29%
- Explotación de Minas y Canteras: 0,50%

**Gráfico 2.6: Distribución de las PyME por sectores de la industria**

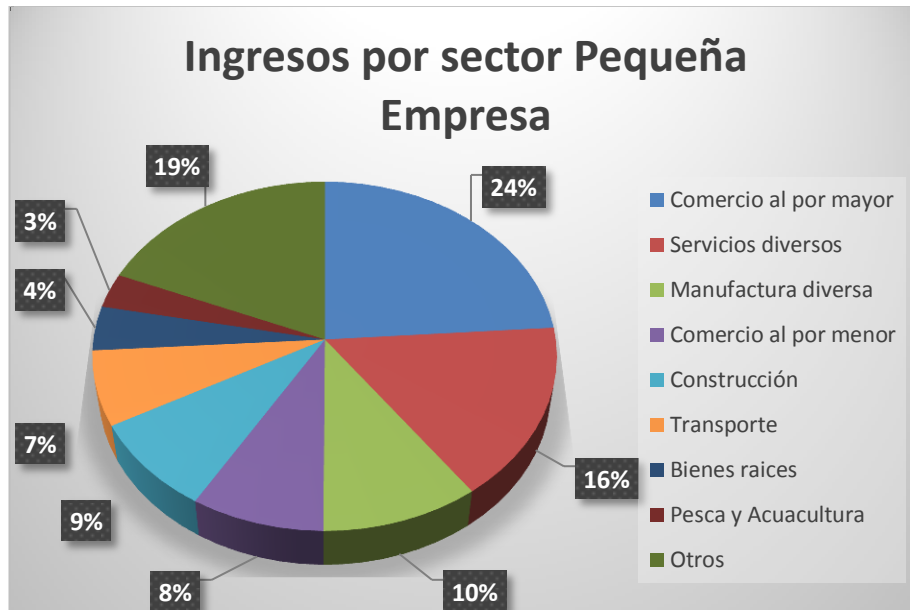


**Autores:** Felipe Aguirre y Pedro García

**Fuente:** SRI

Los rubros que se llegan a alcanzar en la composición de los ingresos para Pyme son en gran parte por los vínculos comerciales existentes o que se han llegado a establecer con economías extranjeras (en su mayoría EEUU, Europa).

**Gráfico 2.7: Distribución de Ingresos de las Pequeñas empresas por actividad**

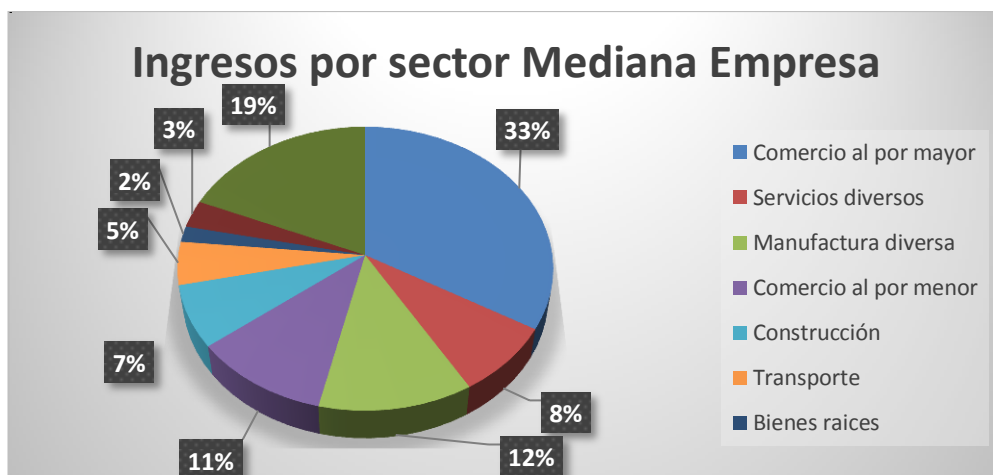


**Autores:** Felipe Aguirre y Pedro García

**Fuente:** Ekos Negocios

Todos los proyectos dentro de las PyME tienen niveles de inversión mucho menores que una gran empresa o una multinacional. Esto incide mucho en los rendimientos en la empresa y por ende en los beneficios ingresos que percibe.

**Gráfico 2.8: Distribución de Ingresos de las Medianas Empresa por actividad**



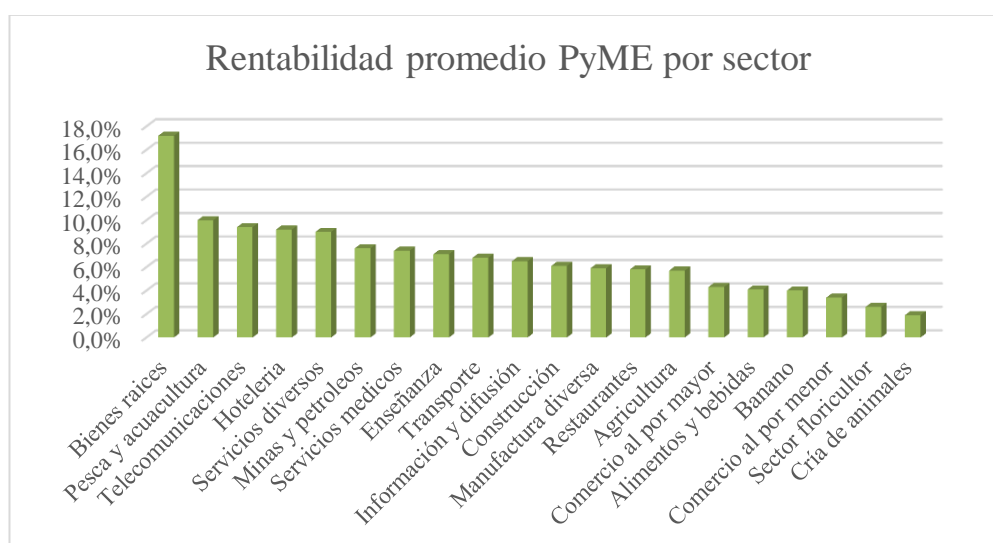
**Autores:** Felipe Aguirre y Pedro García

**Fuente:** Ekos Negocios

Un dato muy distinto a la participación de las PyME dentro de la Economía Ecuatoriana y el peso que estas representan a nivel global es saber cuál es su nivel de rentabilidad, cuales son los sectores industriales donde mejor se desenvuelven.



**Gráfico 2.9: Rentabilidad Promedio de las PyME por actividad**



**Autores:** Felipe Aguirre y Pedro García

**Fuente:** SRI

De acuerdo a la revista Ekos<sup>25</sup> las actividades más rentables para PyME: bienes raíces, pesca y acuicultura y telecomunicaciones con 17,2%, 10% y 9,4% respectivamente. Estos datos coinciden con las cargas más altas de pago de impuesto a la renta, por el valor agregado que genera cada una de estas actividades. Relación invertida para los tres sectores de menor rentabilidad para PyME en el Ecuador y los sectores que menos aportan al SRI: comercio al por menor, el sector floricultor y la cría de animales. Las inversión, ganancia y pago de impuesto son menores.

Se denota la importancia de las PyME en base al número y porcentaje de afiliados que representan. En Ecuador existen 2´545.723 personas afiliadas al IESS, de las cuales 996.626 laboran o pertenecen a una PyME, estos afiliados están distribuidos en un 20,65% en pequeña empresa, 8,13% en mediana tipo “A” y 10,37% en mediana empresa tipo “B”.

<sup>25</sup> Revista Ekos. (2012). Ekos Economía. Obtenido de <http://www.ekosnegocios.com/revista/pdfTemas/523.pdf>

**Tabla 2.2: Número de empleados afiliados al IESS**

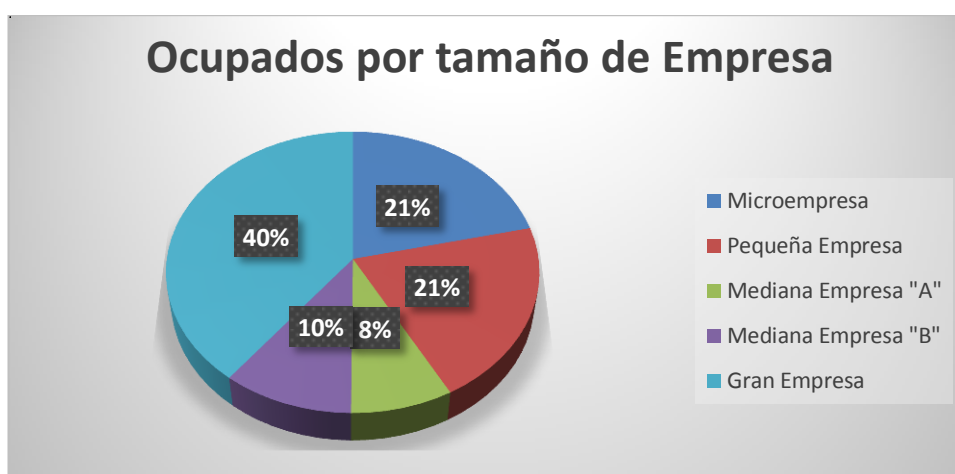
TOTAL EMPLEADOS AFILIADOS HASTA EL 2013						
Sector Económico	Tamaño Empresa					Total
	Micro empresa	Pequeña Empresa	Mediana Empresa "A"	Mediana Empresa "B"	Gran Empresa	
Agricultura, ganadería, acuicultura y pesca	20.541	46.002	22.874	35.031	76.109	200.557
Explotación de minas y canteras	2.363	4.115	1.591	2.241	16.051	26.361
Industrias Manufactureras	57.240	45.552	10.853	13.222	87.958	214.825
Comercio	141.914	113.381	37.322	51.632	183.356	527.605
Servicios	322.140	316.597	134.268	161.945	641.425	1'576.375
<b>TOTAL</b>	<b>544.198</b>	<b>525.647</b>	<b>206.908</b>	<b>264.071</b>	<b>1'004.899</b>	<b>2'545.723</b>

Autores: Felipe Aguirre y Pedro García

Fuente: INEC

Según los datos proporcionados por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INEC) en el sistema integrado de consultas (REDATAM) hasta el año 2012 las PyME representan casi el 40% de la totalidad de afiliados. La producción de las grandes empresas abarca un gran porcentaje del PIB. Su número de afiliados sin embargo difiere del número de afiliados PyME en menos de 1%. Demostrando la gran importancia de las PyME y su aporte a las plazas de trabajo.

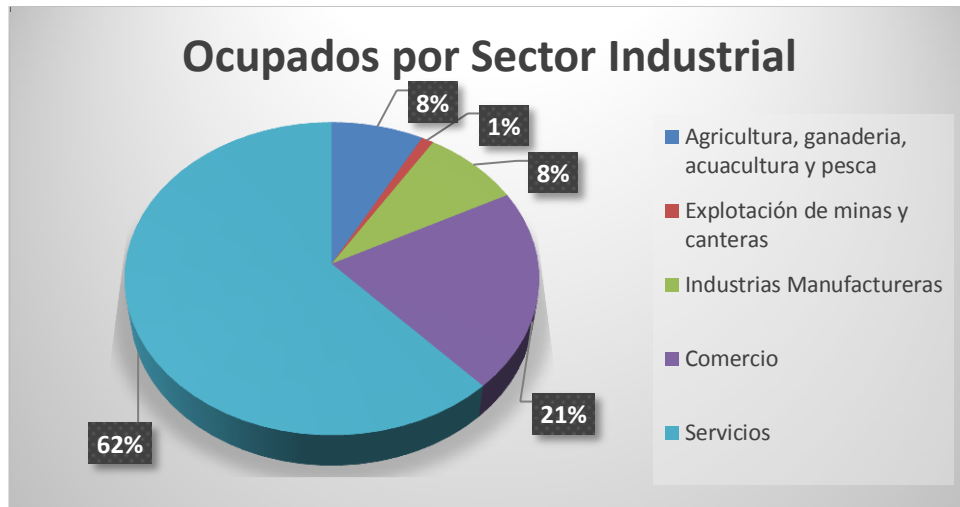
**Gráfico 2.10: Empleados afiliados por tamaño de Empresa**



Autores: Felipe Aguirre y Pedro García

Fuente: INEC

**Gráfico 2.11: Empleados afiliados por Sector Industrial**

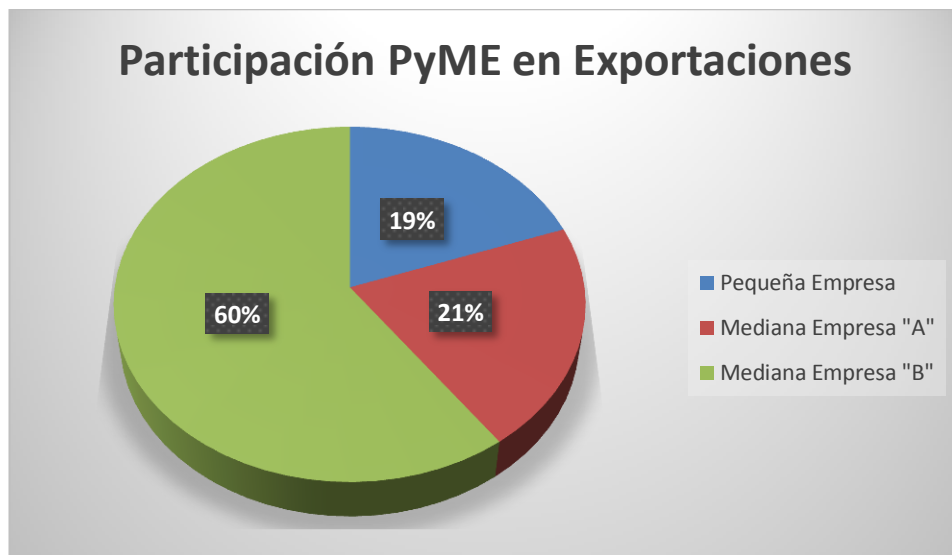


**Autores:** Felipe Aguirre y Pedro García

**Fuente:** INEC

La participación de las PyME en las exportaciones del Ecuador es limitada. Las grandes empresas abarcan el 94,43% del total de exportaciones frente a tan solo el 5,52% que representan las PyME. Esta limitación se debe en gran medida a que la mayor parte de la producción de PyME está destinado al mercado interno

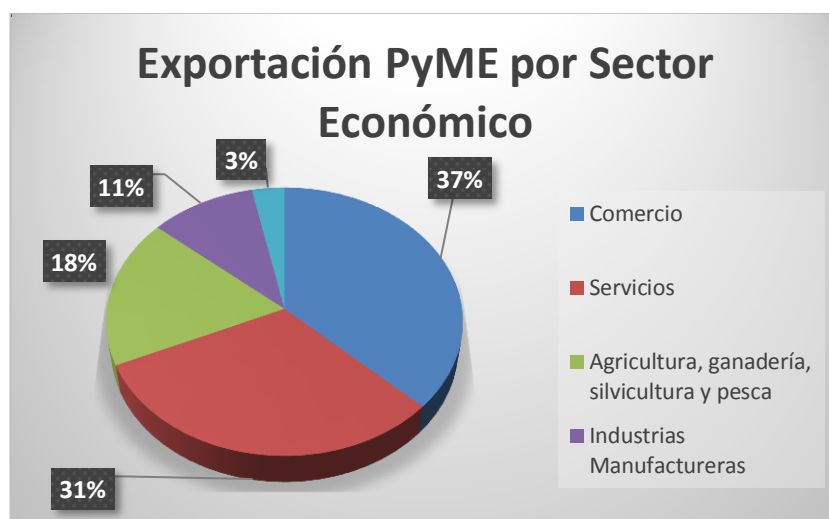
**Gráfico 2.12: Exportaciones de las PyME.**



**Autores:** Felipe Aguirre y Pedro García

**Fuente:** INEC

**Gráfico 2.13: Exportaciones de las PyME por sectores de la industria**



**Autores:** Felipe Aguirre y Pedro García

**Fuente:** SRI

### **2.2.2 Comparación de PyME Ecuatorianas con respecto a Latinoamérica**

La importancia que tienen las PyME dentro de la economía global de un país no es un fenómeno aislado en el Ecuador. En Latinoamérica el comportamiento que tiene este sector en la economía es bastante parecido y alberga a más del 11% del total de PyME que existen en el mundo entero según la CEPAL.<sup>26</sup>

El total aproximado de PyME en Latinoamérica es de 861.00 empresas de las cuales 83,16% son pequeñas empresas y los 16,84% restantes representan a las pequeñas empresas. El 44% de la totalidad están en Brasil, México alberga a más del 12,7% y 11,11% están en Argentina. El porcentaje de asignación de empleos que tienen las PyME en Latinoamérica es parecido al caso de Ecuador.

<sup>26</sup> NU.CEPAL. (2015). La Inversión Extranjera Directa en América Latina y el Caribe. Recuperado el 6 de Octubre de 2015, de [http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/38214/S1500535\\_es.pdf?sequence=4](http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/38214/S1500535_es.pdf?sequence=4)

**Gráfico 2.14: Empleo que generan las PyME en Latinoamérica**



**Autores:** Felipe Aguirre y Pedro García

**Fuente:** CEPAL

En el Ecuador el número de microempresas es enorme pero la mayoría no están registradas convirtiendo a las PyME en un gran número. Datos de la CEPAL, corroboran estos hechos, y hacen hincapié en que a pesar de las similitudes en el tema PyME en los países latinoamericanos, el número de empresas que participan en el sector formal de la Economía varía. En El Salvador, Colombia, México y Perú los datos oficiales dan un gran número de Microempresas registradas.

**Tabla 2.3: Participación de las PyME Latinoamericanas dentro de sus respectivas economías**

Participación de las PyME en el total de la Economía Formal en porcentajes %				
País	Número de Empresas	Empleo	Ventas	Exportaciones (miles de millones de US\$)
Ecuador	70,0	39,2	15,9	<2
Argentina	26,8	43,6	41	8,4
Uruguay	21,2	47	no info	<2
Brasil	15,4	42,6	25,9	12,5
Chile	17,2	21,2	18,3	2,2
El Salvador	8,2	27,7	34,3	<2
Colombia	3,8	32	17,1	<2
México	4,3	30,8	26	<2
Perú	1,9	11,9	27	<2

**Autores:** Felipe Aguirre y Pedro García

**Fuente:** CEPAL Y SRI

En la Tabla 2.3 podemos apreciar la tremenda importancia que tienen las PyME en el Ecuador con porcentajes mucho mayores que el resto de países en cuanto al porcentaje de número de empresas y plazas de empleo. Las ventas muestran que en el Ecuador el porcentaje es el más bajo de la zona dando a entender que existe un gran potencial.

Cabe recalcar que los datos fueron proporcionados por la CEPAL para todos los países menos Ecuador, para las rubricas nacionales se está utilizando la información antes proporcionada. Es interesante señalar la diferencia con Perú país vecino en donde el número de microempresas es muchísimo más amplio que en nuestro país, en consecuencia la participación del número de empresas y trabajo es mucho menor al nuestro con tan solo 1,9% y 11,9% respectivamente.

Colombia tienen una gran participación de las PyME en las plazas de trabajo con un importante 32%, sin embargo la relación de estas empresas con respecto a la totalidad de su Universo empresarial es mucho menor alcanzando solo un 3,8%.

La capacidad exportadora de las PyME es bastante limitada, esto es un común denominador para todos los países de la zona con un máximo del 12,5% y 8,4% para Brasil y Argentina respectivamente y menos de dos por ciento para el resto de países. Esto se debe a la gran dependencia de las PyME del mercado local así como su orientación habitual. La gran mayoría de países de nuestro continente basan sus exportaciones a productos primarios como recursos naturales, energía, gas petróleo, minería. Estos sectores industriales son manejados en su gran mayoría por grandes empresas, en cambio las PyME suelen estar más en el sectores intensivos en mano de obra, con limitadas economías de escala.

#### **2.2.2.1 Problemática de las PyME en Latinoamérica.**

- 1) La participación de las PyME en el diseño de las políticas a las cuales se rigen es fundamental y casi nula. Las personas involucradas en este sector de la Economía no son tomadas en cuenta para el diseño de dichas políticas. En los últimos años es notoria una mayor preocupación por las PyME en distintos países pero es necesario que lleguen a ser protagonistas.

- 2) Las instituciones que tienen a las PyME entre sus principales objetivos han creado varios programas para promover a este sector sin embargo los programas de visión integral suelen estar aisladas. Los distintos ministerios e instituciones no trabajan en conjunto, sus objetivos y metodologías son completamente diferentes, no sinergia.
- 3) El tercer problema radica en la igualdad de especialización que tienen las PyME concentrando toda su fuerza productiva en determinados campos según las dimensiones del país de acuerdo a la CEPAL.<sup>27</sup>
  - Grandes; Argentina, Brasil, México: mecánica, electrónica.
  - Intermedios; Chile, Colombia, Ecuador, Perú, Venezuela: sectores alimenticios, productos químicos y plásticos.
  - Pequeños; Bolivia, Paraguay, Uruguay: industria de alimentos.

## **2.3 Las PyME Ecuatorianas y su papel en el Mercado de Valores**

### **2.3.1 Diagnostico actual del Mercado de Valores.**

El principal funcionamiento del Mercado de Valores es el de transferir el excedente de liquidez que inversionistas poseen a empresas o entidades económicas que necesiten ese exceso de liquidez para financiamiento. En Ecuador según el documento “Alternativas de Financiamiento a través del Mercado de Valores para PyME” del Ministerio de Industrias y productividad,<sup>28</sup> la naturaleza de dicho mercado se ve afectada por los problemas de raíz existentes, problemas estructurales, legales y de funcionamiento que posee nuestro Mercado de Valores.

El porcentaje de negociaciones en relación al PIB nominal es de los más bajos de Sudamérica, a pesar de esporádicas tendencias al alza, la inestabilidad y volatilidad del Mercado de Valores es innegable.

---

<sup>27</sup> NU.CEPAL. (2015). La Inversión Extranjera Directa en América Latina y el Caribe. Recuperado el 6 de Octubre de 2015, de

[http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/38214/S1500535\\_es.pdf?sequence=4](http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/38214/S1500535_es.pdf?sequence=4)

<sup>28</sup> Ministerios de Industrias y Productividad. (2012). Subsecretaría de MIPYMES y Artesanías.

Obtenido de

[https://onedrive.live.com/?cid=0b3a3f94a807d860&id=B3A3F94A807D860%21127&authkey=!AH8FoKPaCjPyQ\\_Q](https://onedrive.live.com/?cid=0b3a3f94a807d860&id=B3A3F94A807D860%21127&authkey=!AH8FoKPaCjPyQ_Q)

El marco legal del Mercado de Valores desde sus inicios ha tenido fallas estructurales que contradicen su naturaleza. En cada uno de los cambios que ha sufrido dicha ley a través de los años siempre ha existido más de una institución privada que ha logrado que las reglas del juego cambien a su favor.

El proyecto de la Bolsa de Valores en Ecuador desde su creación constituye un paso importantísimo en el desarrollo de nuestro mercado financiero pero a pesar de ser motivo de políticas de estado declaradas, el Mercado de Valores en Ecuador experimenta un debilitamiento palpable, volatilidad y poca estabilidad.

A partir del año 2010 se va dando cierta estabilidad en la Economía del país lo que permite una mejor evolución del Mercado de Valores en el Ecuador sin embargo históricamente a pesar de ser un sector estratégico para el crecimiento económico de cualquier país, el porcentaje que representan los montos transados en Bolsa de Valor en el Ecuador son muy bajos en comparación con otras actividades económicas y en comparación con los Mercados de Valores de países vecinos, Colombia, Perú donde el porcentaje que representan estas transacciones con respecto al PIB son más altas.

El financiamiento que anualmente las PyME requieren no es abastecido por lo que surge el Mercado de Valores como una gran herramienta alternativa que ayuda al desarrollo de este sector Económico. El mayor obstáculo para el correcto desarrollo de este mercado ha sido la ignorancia siendo el conocimiento acerca del Mercado reservado para uno pocos. Las tendencias están cambiando y se estima que es posible un desarrollo sostenido; para que una buena economía crezca se necesita desarrollar y fortalecer su sistema financiero, la última crisis en Estados Unidos corrobora este hecho.

### **Montos Negociados y Compañías en Bolsa**

Desde la crisis bancaria de 1999-2000 Ecuador ha logrado cierta estabilidad favoreciendo al sector empresarial, reactivando así los proyectos que llevan a la búsqueda de financiamiento. Esto incrementa las transacciones en el Mercado de Valores, sin embargo la variación de los montos negociados desde entonces son inconsistentes en el tiempo lo que demuestra falencias en el correcto desarrollo.



Existen aproximadamente 444 compañías registradas en el Mercado de Valores entre entidades del gobierno central, empresas estatales, bancos, financieras y empresas privadas. Solo 45 de estas empresas pueden ser catalogadas como PyME demostrando que el número que representa a este sector es minúsculo.

En la gran mayoría de los casos los propietarios de PyME a nivel nacional han recurrido a sistemas de financiamiento más tradicionales; ahorro propio o préstamos bancarios sin conocer que la tasa de interés activa para PyME es la más alta del mercado. Ver Anexo 6 “Tasas de interés efectivas vigentes”.

Las grandes empresas los actores principales del Mercado de Valores, de acuerdo a la subsecretaria de MIPYME y Artesanías “Es necesario que estas empresas impulsen encadenamientos productivos y que el flujo de ahorro se canalice a la inversión productiva y estas empresas que tengan la posibilidad de despuntar, acuñen a las micro empresas en este proceso de reinversión de un verdadero proceso de desarrollo económico a través de una eficiente asignación de recursos”<sup>29</sup>

### **Problemas del Marco Legal del Mercado de Valores**

La primera ley del Mercado de Valores Ecuatoriano expedida por primera vez en 1993 presenta muchas incongruencias e inconsistencias. El marco legal en el cual se apoya tiene falencias estructurales considerables. El desempeño y evolución de sus entes regulatorios ha sido bastante limitado y no han sido capaces de desarrollar la débil estructura del Mercado, o utilizar favorablemente las políticas estipuladas.

Las modificaciones que se han dado desde la aparición de la ley han sido en beneficio de intereses privados. Las grandes empresas que controlan el Mercado, poseen gran poder reflejado en el manejo inadecuado de las políticas y ausencia de buenas prácticas para beneficiar los intereses generales. El desarrollo del Mercado de Valores es una política de estado desde el 2004 pero esta política no se cumple dejando al Mercado de Valores desamparado política, legal y económicamente.

---

<sup>29</sup> SUBSECRETARÍA DE MIPYMES Y ARTESANÍAS. (2012). Alternativas de Financiamiento a través del Mercado de Valores para PyMES. Pág. 18

### **2.3.2 Experiencia Internacional de PyME en el Mercado de Valores**

#### **Experiencia PyME en Estados Unidos y Europa.**

En todo el mundo se busca la prosperidad del segmento PyME en algunos lugares se ha logrado consolidar un mercado bursátil alternativo para PyME en otros se logrado una correcta introducción de las PyME en bolsa.

En Estados Unidos donde el Mercado de Valores es considerado un símbolo del sistema y uno de los ejes principales que sostienen a la Economía. Su mayor bolsa el NYSE (New York Stock Exchange) ha logrado la dinamización que el sector necesita mantenido a las PyME involucradas mediante distinto programas.

Estados Unidos y Europa donde se encuentran los mercados con más experiencia se han visto muy beneficiados por los “Venture Capitalists” o inversionistas de riesgo; firmas que se dedican a una sola actividad financiera, toma de participaciones temporales y minoritarias en empresas en proceso de iniciación, crecimiento, expansión o cambio accionario. Las entidades de capital de riesgo aportan con liquidez, brinda imagen, capacitación y apoyo gerencial a las empresas. Algunos Economistas columnistas de “The Economist” sostienen que es esta la razón por la cual cada vez más empresas innovadoras prosperan en Estados Unidos.

En 1925 La Gran Depresión se dio en gran parte por el juego a la ruleta rusa y especulación que se apodero del modo de actuar de los inversionistas, este problema persiste hoy en día y se evidencia en la crisis hipotecaria sub-prime de 2008-2009. A pesar de que en la actualidad existen leyes rígidas cuyo propósito es evitar la especulación, esta sigue influyendo en los inversionistas haciéndolos actuar de una manera empírica intuitiva y no metódica.

Este fenómeno no es positivo para las PyME ya que despoja al Mercado de Valores de su razón de ser, se convierte en un juego de azar más que un instrumento para transferir liquidez de inversionistas a buscadores de financiamiento. A esto se suma el hecho de que las PyME no se involucran en el Mercado de Valores en gran parte por desconocimiento del tema y suma confianza en métodos tradicionales.

Otro ejemplo de una Bolsa de Valores alternativa que fue bien estructurada, funciona y cumple con su función en la actualidad es la MAB (Mercado Alternativo Bursátil) en un esfuerzo por activar este mercado el Instituto Iberoamericano de Mercado de Valore en España presento las siguientes alternativas:<sup>30</sup>

- “Un nuevo Mercado, que es un segmento de negociación operado en la misma bolsa de valores con requisitos algo menos estrictos.
- El objetivo del MAB, es ofrecer un sistema de contratación, liquidación, compensación y registro de operaciones efectuadas sobre acciones y valores de Instituciones de Inversión Colectiva pero también de valores e instrumentos emitidos o referidos a entidades de reducida capitalización.
- Para facilitar a las empresas el acceso a los mercados de valores también se contará con el Servicio de Atención a Empresas, ideado para proporcionar un apoyo permanente a las compañías desde el momento en el que estudian su cotización en Bolsa has las posteriores operaciones que puedan desarrollar en el mercado.”

Las entidades de Servicio de Atención a Empresas facilita el acceso de PyME al Mercado de Valores con asesoría técnica y legal, soporte informático y técnico.

### **Experiencia PyME en Latinoamérica.**

La experiencia de las PyME en el Mercado de Valores en países sudamericanos puede parecerse más a nuestra realidad por la similitud existente. Como es de esperarse la situación con las microempresas a nivel continental es bastante parecido y se caracteriza por su informalidad y falta de información como para buscar financiamiento en el Mercado de Valores.

El Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) creada en el 2010 es uno de los mejores ejemplos de trabajo conjunto por el Mercado de Valores en América del Sur, se trata de la integración de las bolsas de Perú (Lima), Colombia (Bogotá) y Chile (Santiago) para unificar actividades y operaciones financieras y mejor el desempeño de cada una de las bolsas. En cada uno de estos países el Mercado de

---

<sup>30</sup> MAB Mercado Alternativo Bursátil. (2015). MAB Mercado Alternativo Bursátil. Obtenido de <https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/Home.aspx>

Valores no representa un peso significativo con respecto al PIB, esta integración busca desarrollar los mercados en el cumplimiento de sus funciones para tener una mayor oferta de valores para los inversionistas y más fuentes de financiamiento.

El MILA es una oportunidad gigantesca para las PyME, significa la reducción de riesgo, reducción de costos, aumento de rentabilidad, competitividad y mejora del poder de negociación. Acceso a más oportunidades de inversión y por supuesto llegada a inversionistas que de otra manera serian inalcanzables. Cabe mencionar que desde el 2012 el sistema de trabajo en conjunto ha sido emulado por las Bolsas de Guayaquil y Quito para trabajar conjuntamente multiplicando las oportunidades.

En Brasil existe el programa Innovar de la Financiadora Nacional de Estudios y Proyectos (FINEP). Desde el 2000 este sistema con base tecnológica de capital de riesgo para PyME reduce la incertidumbre y riesgo siempre asociado a la inversión de PyME en nuevos proyectos o expansiones. Fortalecen la cultura de inversión en capital de riesgo en conjunto con el Ministério da Ciência, Tecnologia e Inovação, Centro nacional de Investigación (CNPQ), Associação para Promoção da Excelência do Software Brasileiro (SOFTEX) y la Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA).

Argentina incorporó en sus normas el régimen especial para PyME para la facilitación de incursión en el Mercado de Valores a través de la Bolsa de Buenos Aires y Córdoba. Se incorporó también un sistema de fideicomiso financiero que es capaz de facilitar y viabilizar operaciones para satisfacer distintas necesidades de financiamiento, operaciones parecidas a las titularizaciones sindicadas.

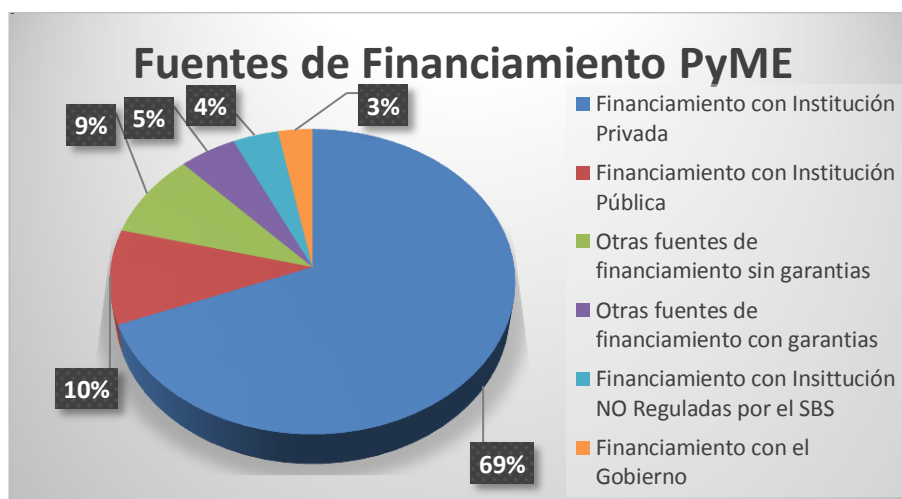
En el caso de Chile se dio con mucho éxito la creación de la “Bolsa Emergente”, diseñada como un mercado alternativo bursátil para empresas de menor envergadura o que estuvieran en etapas de iniciación o crecimiento.

Los esfuerzos en América Latina para diversificar, expandir y desarrollar el Mercado de Valores para las PyME es grande pero no suficiente, una de los paradigmas que se tienen que derribar es el hecho de la creencia popular ortodoxa de que las Bolsas de Valores y el Mercado de Valores es solo para los “peces gordos”. No solo estas empresas conforman el Mercado de Valores. La PyME aún no tiene un lugar definido por estas creencias pero es necesaria para el desarrollo Económico.

### 2.3.3 Necesidades de Financiamiento para las PyME en Ecuador.

Las PyME ecuatorianas han optado en su mayoría por los sistemas de financiamiento tradicionales, estos no siempre logran asignar los recursos de forma apropiada desde el punto de vista social y productivo. Los países no pueden crecer sin capital, es el Mercado de Valores una opción para repartir los recursos.

**Gráfico 2.15: Fuentes de Financiamiento para las PyME**



**Autores:** Felipe Aguirre y Pedro García

**Fuente:** INEC

En el país existen mucho programas que fueron creado exclusivamente para el financiamiento de PyME como: FONDEPYME, fideicomiso del Ministerio de Industrias y Productividad, EXPORTAPYME y PRODUCEPYME, implementaciones para mejorar la posición productiva y competitiva en mercados nacionales y extranjeros. El Ministerio de Coordinación de la Producción, Empleo y Competitividad también crea e impulsa programas para el desarrollo de iniciativas o materializar emprendimientos innovadores como InnovaEcuador, CreeEcuador.

#### 2.3.3.1 Limitación de financiamiento de las PyME en el Mercado Financiero.

Las PyME requirieron de US\$ 10.826'226.847,00 de acuerdo al último censo del 2010 y solo se logró satisfacer estas necesidades económicas en un 56,22% con US\$6.086'851.404,00. A continuación se puede ver claramente la diferencia entre requerimiento y abastecimiento por cada sector industrial representativo para PyME en Ecuador mostrándonos la importante falta de financiamiento.

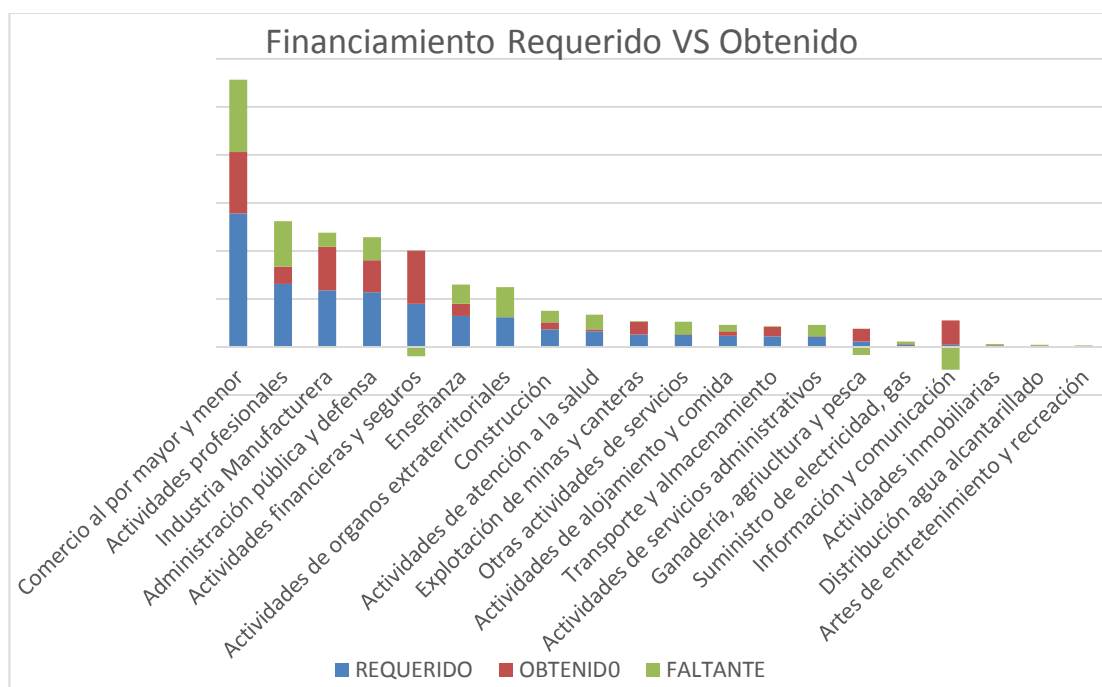
**Tabla 2.4: Financiamiento Requerido vs Obtenido por las PyME.**

FINANCIAMIENTO			
Sector Industrial	REQUERIDO	OBTENIDO	FALTANTE
Comercio al por mayor y menor	\$2.786.670.790,42	\$1.271.543.258,30	\$1.515.127.532,12
Actividades profesionales	\$1.314.303.939,23	\$365.819.769,38	\$948.484.169,85
Industria Manufacturera	\$1.188.719.707,80	\$908.158.229,48	\$280.561.478,32
Administración pública y defensa	\$1.146.497.423,10	\$667.118.913,88	\$479.378.509,22
Actividades financieras y seguros	\$905.072.564,41	\$1.098.676.678,42	\$(193.604.114,01)
Enseñanza	\$650.656.233,50	\$247.734.852,14	\$402.921.381,36
Actividades de órganos extraterritoriales	\$625.755.911,76	-	\$625.755.911,76
Construcción	\$375.670.071,59	\$144.258.378,27	\$231.411.693,32
Actividades de atención a la salud	\$336.695.654,94	\$32.868.997,58	\$303.826.657,36
Explotación de minas y canteras	\$267.407.803,12	\$262.951.980,65	\$4.455.822,47
Otras actividades de servicios	\$263.077.312,38	\$ 2.434.740,56	\$260.642.571,82
Actividades de alojamiento y comida	\$234.929.122,58	\$101.650.418,45	\$133.278.704,13
Transporte y almacenamiento	\$218.689.782,31	\$199.040.040,91	\$19.649.741,40
Actividades de servicios administrativos	\$228.433.386,47	\$1.217.370,28	\$227.216.016,19
Ganadería, agricultura y pesca	\$110.427.513,84	\$269.647.517,20	\$(159.220.003,36)
Suministro de electricidad, gas	\$56.296.379,60	\$608.685,14	\$55.687.694,46
Información y comunicación	\$44.387.530,07	\$508.860.777,37	\$(464.473.247,30)
Actividades inmobiliarias	\$33.561.303,23	\$ 4.260.795,98	\$29.300.507,24
Distribución agua alcantarillado	\$23.817.699,06	-	\$23.817.699,06
Artes de entretenimiento y recreación	\$15.156.717,59	-	\$15.156.717,59
<b>TOTAL</b>	<b>\$10.826.226.847,00</b>	<b>\$6.086.851.404,00</b>	<b>\$4.739.375.443,00</b>

Autores: Felipe Aguirre y Pedro García

Fuente: Banco Central

**Gráfico 2.16: Financiamiento Requerido vs Obtenido por las PyME**



**Autores:** Felipe Aguirre y Pedro García

**Fuente:** Banco Central

El sector de Comercio al por mayor y menor es importante para el PIB ecuatoriano, pero no representa directamente a las PyME del sector productivo, porque no aporta como otros sectores a la reducción del desempleo. Los sectores con mayor demanda son actividades profesionales, industria manufacturera, administración pública y actividades financieras con el 12,14%, 19,98%, 10,59% y 8,36% respectivamente. Las actividades profesionales solo obtuvieron el 27,83% de lo necesitado. La industria manufacturera y administración pública y defensa obtuvieron el 75,40% y 58,19% respectivamente. Las actividades financieras y seguros obtuvieron un 21,40% extra del monto inicial requerido única en sobrepasar expectativas.

Como el caso de Actividades Financieras y Seguros existen solo otros dos que pudieron no solo satisfacer su requerimiento financiero si no obtener más que esta cifra, la ganadería, agricultura y pesca e información y comunicación con 144,19% y 1146,40% extra de lo requerido inicialmente. Existen sectores empresariales que no pudieron satisfacer sus necesidades de liquidez en el Mercado de Valores, de hecho no obtuvieron nada estos son actividades de órganos extraterritoriales, distribución agua alcantarillado y artes de entretenimiento.

Solo se alcanzó el 56,22% del total de financiamiento requerido, esto es un llamado importantísimo de atención, los sistemas tradicionales de financiamiento no puede alcanzar a cubrir razón por la cual el Mercado de Valores debe desarrollarse para poder abastecer las demandas mejorando sus políticas y facilitando la entrada e incursión de las PyME en el Ecuador.

### 2.3.4 Problemáticas Existentes para la incursión de las PyME en el Mercado de Valores

El principal problema es el desconocimiento que existe por parte de la población en general. De acuerdo a la encuesta de conveniencia realizada una gran porcentaje de personas desconocen no solo el funcionamiento de la Bolsa de Valores si no del mismo Mercado de Valores.

Más allá del conocimiento básico de cómo funciona el Mercado de dinero la población en general no tiene un conocimiento ni remotamente suficiente para poder incursionar en el Mercado de Valores. La diferencia y concepto de los activos financieros les es desconocido y no existe un mayor interés por aprender de las distintas formas de financiamiento existentes en el Mercado Ecuatoriano.

Por otro lado según la encuesta de coyuntura de la PyME realizada en el año 2011 por la Universidad Andina Simón Bolívar<sup>31</sup> presenta los siguientes cifras en relación a la facilidad de acceso a fuentes de financiamiento: El 5,4% cree que es excelente, 30,7% piensa que es buena, 54,8% cree que es regular y 9,1% que es mala.

**Tabla 2.5: Relación Crédito Sector Financiero Público y Privado**

Público VS Privado	Crédito Sector Financiero Público	Crédito del Sector Financiero Privado
Regular	45,80%	56,60%
Bueno	31,10%	26,80%

Autores: Felipe Aguirre y Pedro García

Fuente: Escobar, Xavier C, (2013). Universidad Andina Simón Bolívar

<sup>31</sup> Escobar, Xavier. C. (2013). *V Conferencia Internacional de Derecho Económico*. Universidad Andina Simón Bolívar. Obtenido de <https://onedrive.live.com/redir?resid=B3A3F94A807D860!128&authkey=!ACw1v3kUsADLfG8>



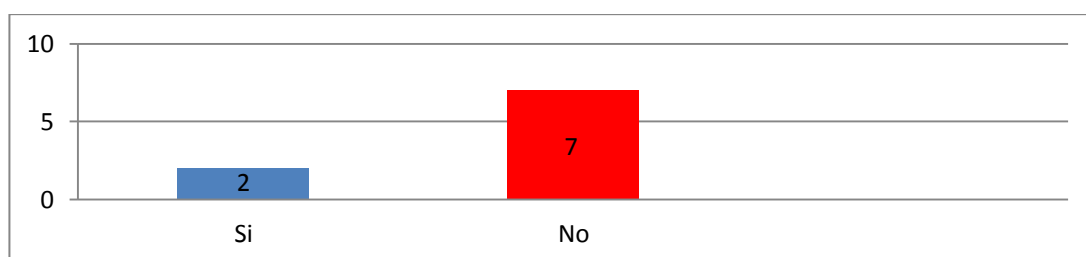
En la relación entre Crédito del sector Financiero público y el sector financiero privado existe más confianza en el Sector Financiero Público sin embargo esto no refleja la realidad por el número de empresas que accede al mismo.

### 2.3.5 Encuestas para investigar a la PyME en materia del Mercado de Valores

**Metodología:** El cuestionario (*Véase Anexo 4*) realizado consta de 13 preguntas puntuales para indagar a los propietarios de PyME si conocen y de qué se trata el mercado de valores del Ecuador, para ello se ha utilizado un muestreo no probabilístico de conveniencia, hemos escogido diez PyME en Cuenca que creemos son aptas a incursionar en el Mercado de Valores en busca de financiamiento

#### 1.- ¿Esta Ud. Familiarizado con lo que es el Mercado de Valores?

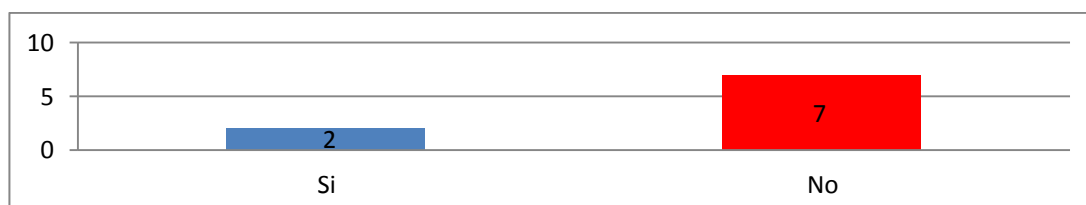
**Gráfico 2.17: Encuesta Pregunta 1**



Las preguntas las realizaron representantes de los departamentos financieros o jefes de área de cada una de las empresas, como podemos apreciar la gran mayoría de las respuestas reflejan desconocimiento del Mercado de Valores en general.

#### 2.- ¿Conoce Ud. La diferencia entre buscar financiamiento en el Mercado de Valores y buscarlo en Mercado de Dinero?

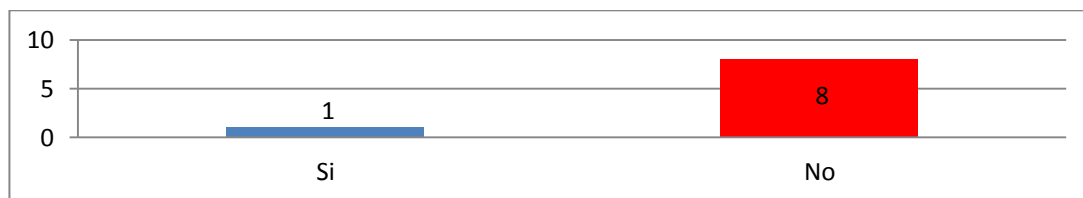
**Gráfico 2.18: Encuesta Pregunta 2**



Como es de esperarse las personas no saben la diferencia y de hecho no están completamente seguros de saber que es el Mercado de Dinero.

**3.- ¿Está Ud. De acuerdo con la siguiente afirmación: “La Bolsa de Valores es utilizada y realmente útil solo para grandes empresas o expertos en finanzas?”**

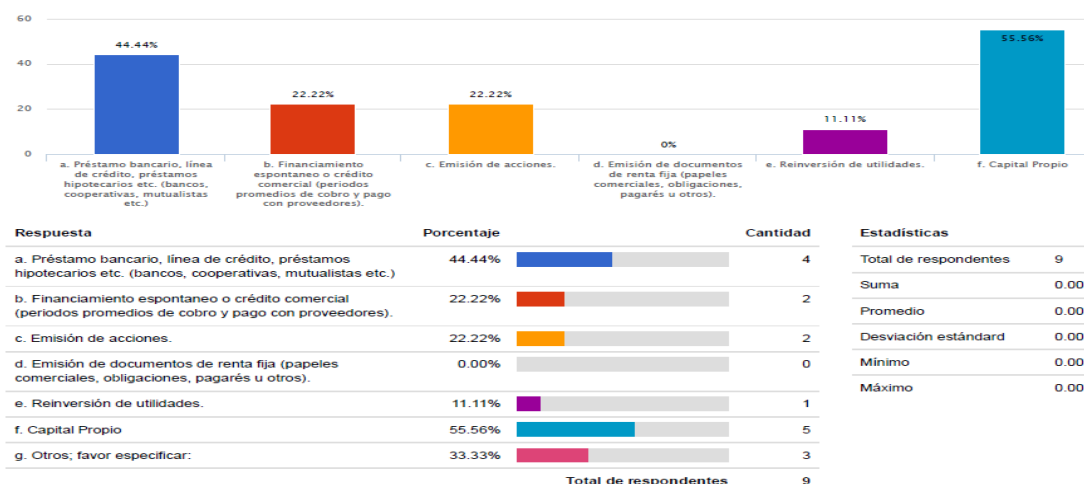
**Gráfico 2.19: Encuesta Pregunta 3**



Una de las respuestas más diferenciadas nos indica que efectivamente la idea que se tiene acerca de la Bolsa de Valores es que no es apta para empresas medianas o pequeñas.

**4.- ¿Cuál es el método que tradicionalmente se utiliza en esta empresa para obtener financiamiento? Marcar varias opciones de ser el caso.**

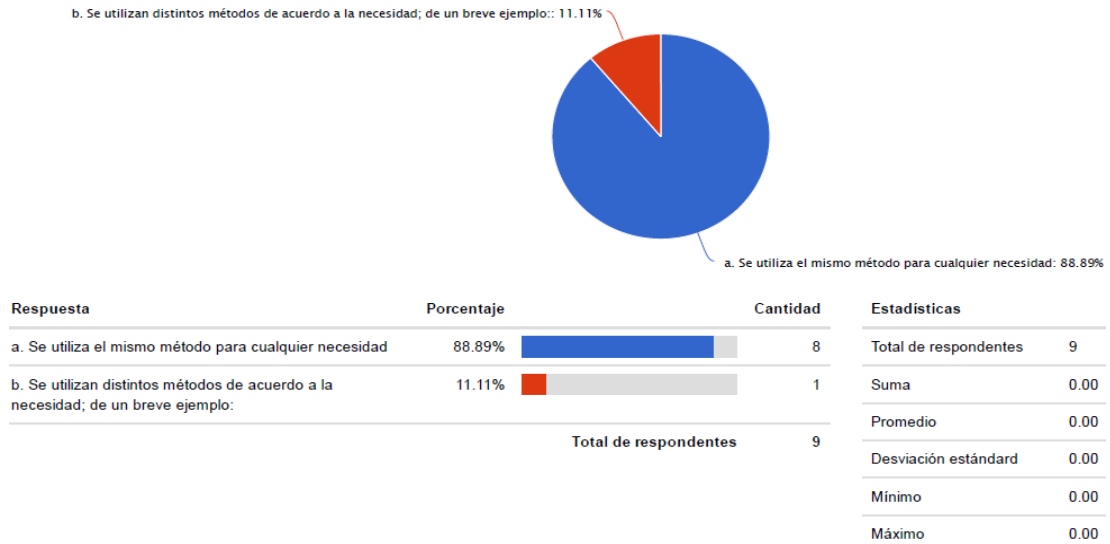
**Gráfico 2.20: Encuesta Pregunta 4**



La primera opción para obtención de financiamiento es capital propio, esto era de esperarse. Casi todas las empresas en nuestra sociedad empiezan como unidades familiares con recursos propios. Una vez formadas cuando crecen buscan capital basado en préstamos bancarios tradicionales que es la segunda opción más escogida. Lo importante de esta respuesta es que absolutamente ninguno lo ha hecho mediante la emisión de activos financieros de renta fija.

**5.- ¿Este o estos métodos se utilizan tanto para financiamiento de capital de trabajo a corto plazo (operaciones diarias), como para adquisición de activos a mediano largo plazo (proyectos de expansión o crecimiento)?**

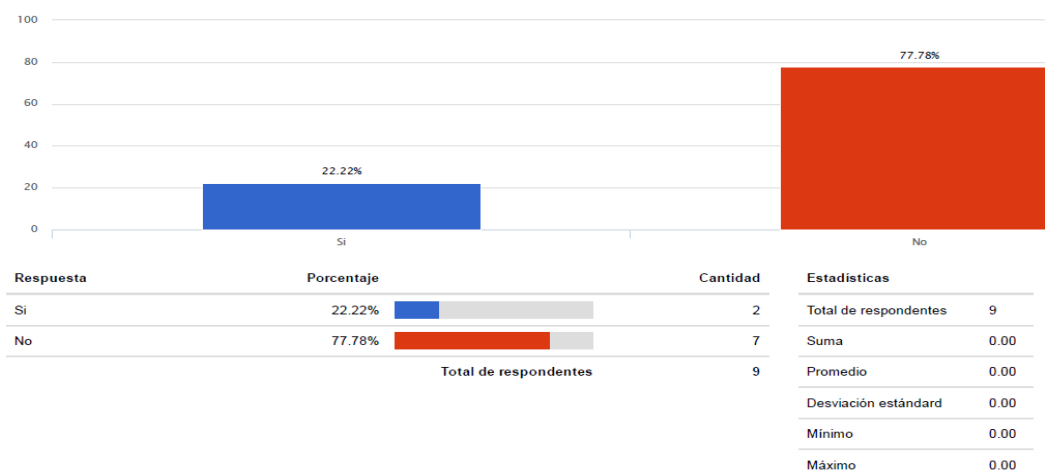
**Gráfico 2.21: Encuesta Pregunta 5**



Casi la totalidad de las empresas no diferencian entre un método de financiamiento para capital de trabajo diario y uno para cualquier tipo de proyecto, siempre acuden a cualquiera que sea su método de financiamiento para ambas situaciones.

**6.- ¿Conoce Ud. qué es y cuál es el propósito de una emisión de deuda por papel comercial?**

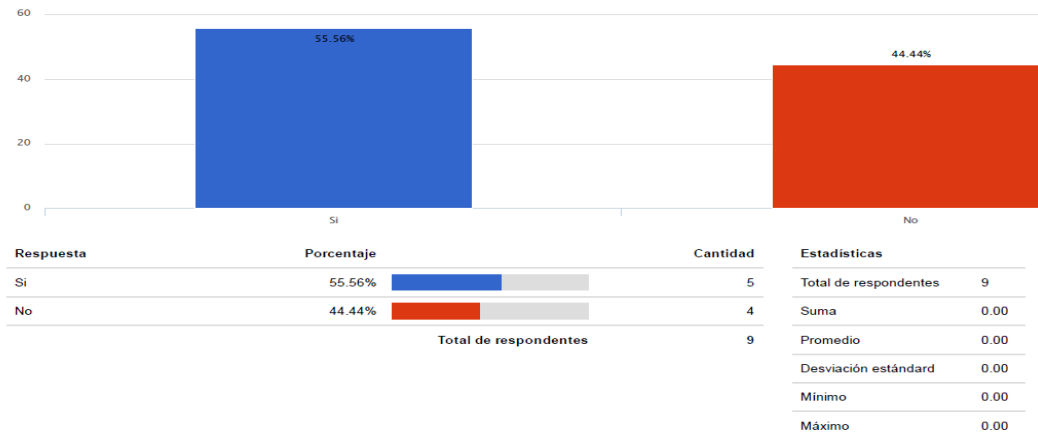
**Gráfico 2.22: Encuesta Pregunta 6**



Nuevamente como era de esperarse la gran mayoría de las respuestas reflejan desconocimiento acerca del Mercado de Valores y dos de sus activos más emitidos, Papel Comercial y Obligación.

**7.- ¿Conoce Ud. que es y cuál es el propósito de una emisión de deuda por obligaciones?**

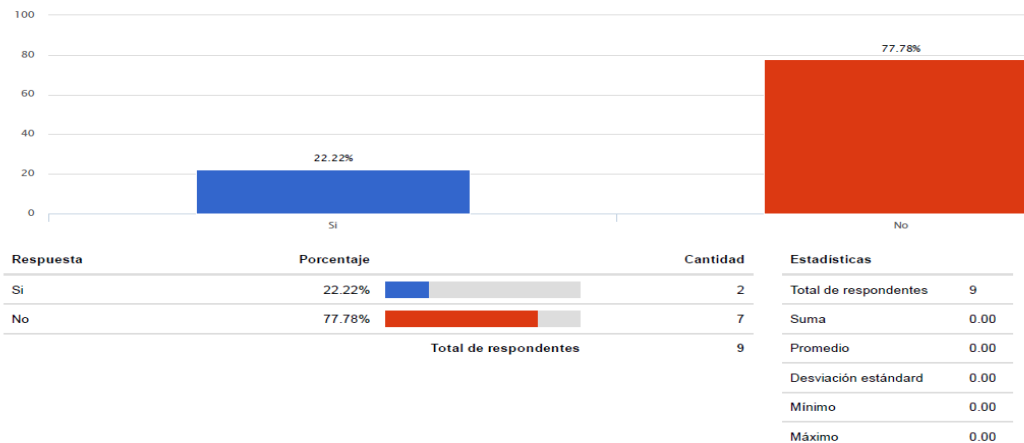
**Gráfico 2.23: Encuesta Pregunta 7**



Al parecer la palabra “obligación” es de gran ayuda para que el encuestado tenga una idea del documento del cual se le está preguntado, posee una idea de que se trata de un documento legal que obliga al emisor a pagar de vuelta un monto de dinero después de un tiempo establecido.

**8.- ¿Conoce usted los pasos a seguir para la emisión de este tipo de documentos (papel comercial y obligaciones)?**

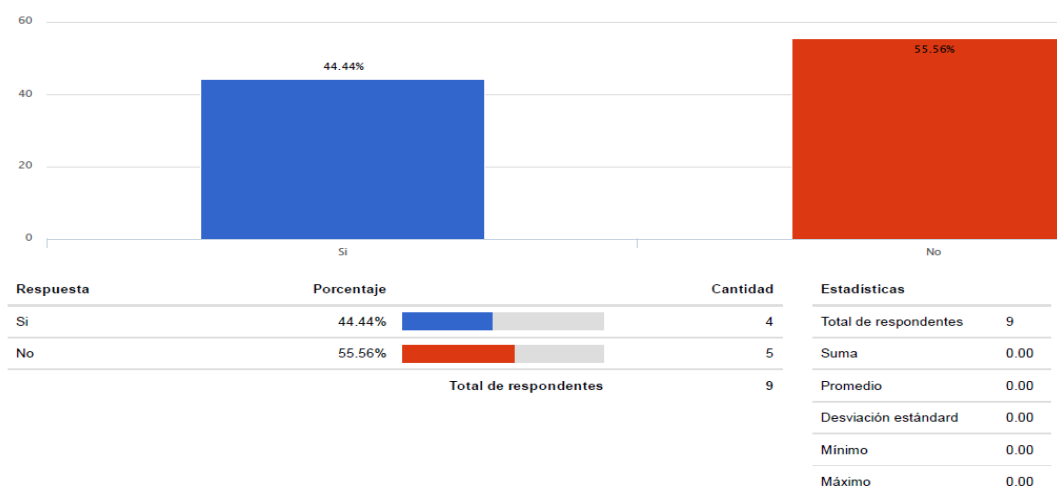
**Gráfico 2.24: Encuesta Pregunta 8**



A pesar de que un gran número de encuestas reflejan cierto conocimiento al menos para las obligaciones, al momento de preguntar acerca de los pasos a seguir para su emisión, nuevamente nos encontramos con un número que refleja desconocimiento.

**9.- ¿Estaría Ud. dispuesto a dar información financiera y contable a una empresa privada que evalúa su desempeño para emisiones de títulos de deuda?**

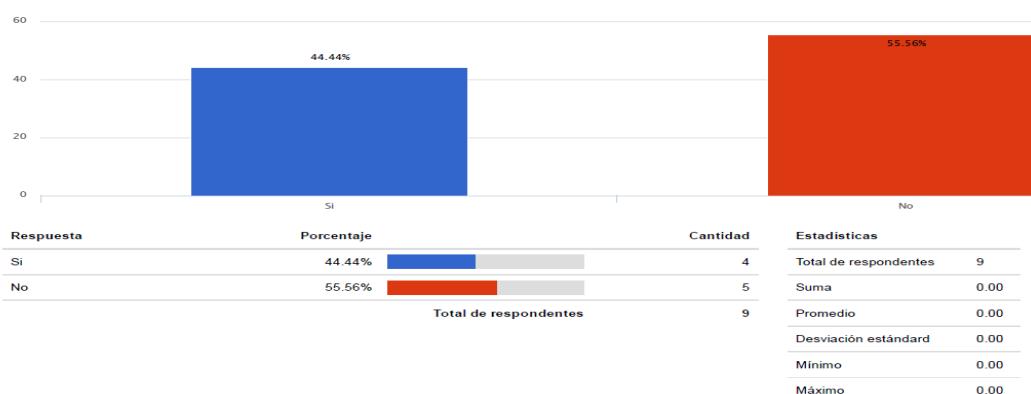
**Gráfico 2.25: Encuesta Pregunta 9**



Las respuestas a esta pregunta están prácticamente divididos esto nos muestra que la gran mayoría de empresas encuestadas están debidamente inscrita en la Superintendencia de Compañías trabajando bajo el perfil formal de la Economía. Conocen que la información que deben dar es pública y accesible a cualquiera entregar su información para una estructuración no represente un problema.

**10.- ¿De ser necesaria una auditoria externa o calificación de riesgos; ¿considera Ud. que la empresa está en condiciones de entregar información veraz y concisa acerca del estado financiero y contable de la misma?**

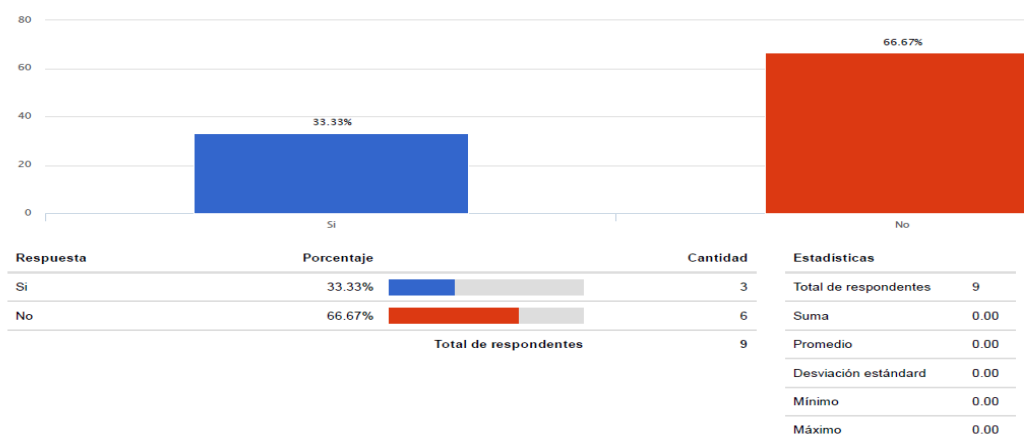
**Gráfico 2.26: Encuesta Pregunta 10**



La mitad de las empresas encuestadas o sus representantes al parecer piensan que la información que poseen no tienen la calidad necesaria como para entregarla a una auditora externa o una calificadora de riesgo, estas respuestas coinciden con las respuestas que dicen no estar dispuestas a entregar esta información

**11.- ¿Conoce Ud., a quien acudir por asesoría en el tema de incursión en el Mercado de Valores?**

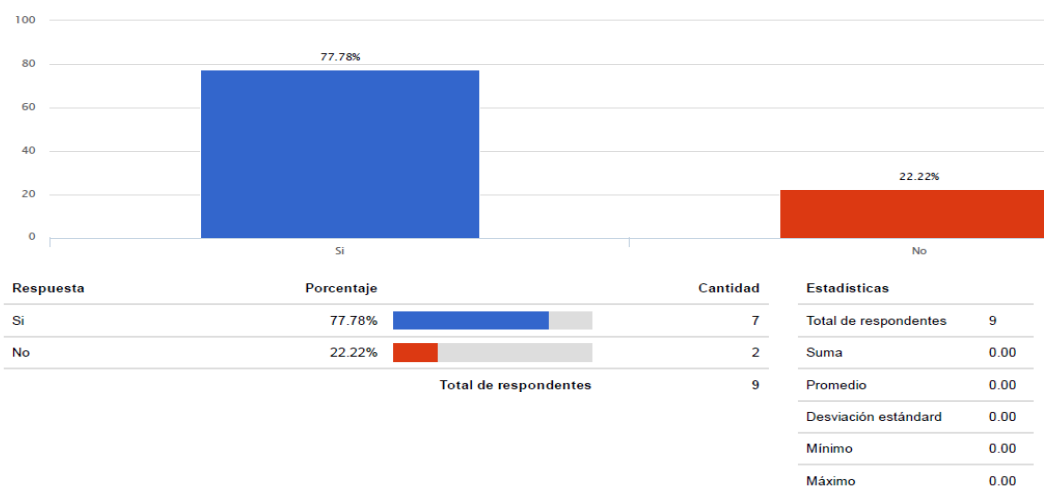
**Gráfico 2.27: Encuesta Pregunta 11**



Existen entidades que tienen como uno de sus objetivos principales dar información y asesorar a todas las empresas interesadas pero la gran mayoría de la población en general no sabe a quién exactamente deben acudir para esto.

**12.- ¿Cree Ud., que al tener una guía paso a paso que ilustre la manera de incursionar en el Mercado de Valores mediante la emisión de renta fija de papel comercial y obligaciones, su empresa estaría dispuesta a utilizarla?**

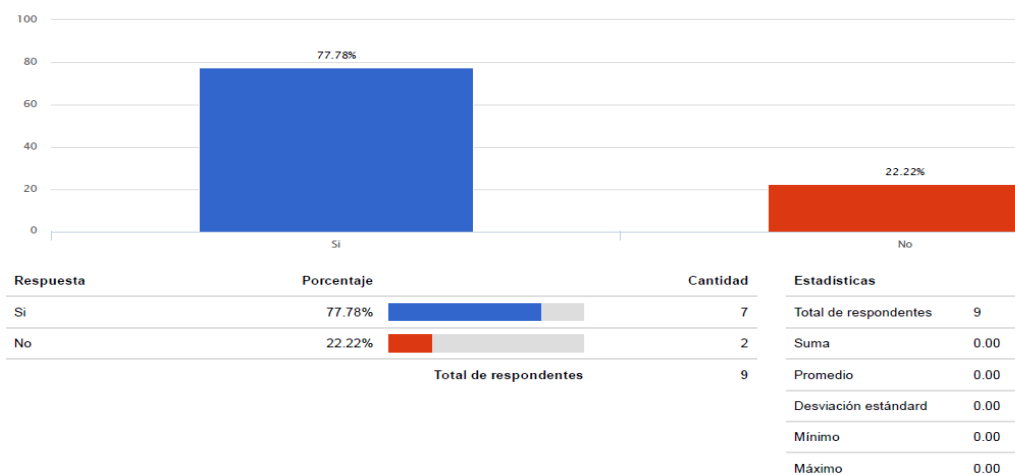
**Gráfico 2.28: Encuesta Pregunta 12**



La gran mayoría de las empresas está de acuerdo en que si tuvieran la información y herramientas necesarias para informarse de como entrar al mercado de Valores y beneficiarse de este, lo harían sin problema dándonos a entender la necesidad de información y capacitación que la empresas tienen.

**13.- ¿Cree Ud. necesario algún tipo de incentivo o campaña por parte del gobierno para la discusión de información que permita a las PyME incursionen en el Mercado de Valores?**

**Gráfico 2.29: Encuesta Pregunta 13**



**Tabla 2.6: Encuesta tabla de respuestas pregunta 13**

<b>Cantidad</b>	<b>Respuesta</b>
1	Más facilidades.
1	Si creo que es necesario
1	gobierno impuestos más información
1	Si
1	Su uso pienso que estaría supeditado solo a grandes empresas. Funcionaria no tan bien para medianas empresas. Para pequeñas no.
2	No
1	Menos impuestos, bajar la tasa de importación de salvaguardias
1	Debe haber una ley para que no exista preferencia por los bancos si no otros caminos a los emprendedores. Campañas para mostrar las opciones que existen
<b>9</b>	<b>Total de respondentes</b>

Los representantes de estas empresas al no tener conocimiento sobre estos temas tan importantes para su desarrollo desearían que el gobierno o cualquier entidad en su representación otorgue capacitaciones acerca de estos temas y cuáles son las ventajas de los Mercados de Valores para así tener siempre a la mano una alternativa completamente diferente a lo que están acostumbrados.

Existen campañas por parte de las Bolsas de Valores para ofrecer cursos al público y empresas en general con información acerca del Mercado de Valores. Por parte de los gobiernos existen también esfuerzos por promover este mercado para las PyME. Estos esfuerzos incluyen desde capacitación y socialización del mercado hasta implementación de programas y capacitaciones. En el Ecuador estas iniciativas se clasifican de la siguiente manera.

- Iniciativas directas: alivianar exigencias generales para el acceso de PyME al Mercado de Valores, eximiéndolas de ciertos requisitos (calificación de riesgo, REVNI) o exonerándolas de tasas públicas y comisiones privadas.
- Iniciativas indirectas: potenciar el uso de mecanismos que faciliten la incursión en el Mercado de Valores como fideicomiso financiero.



Estos esfuerzos son tan solo un pequeño ejemplo a comparación de otros países Sudamérica en donde se le ha dado muchísimo más énfasis y fuerza a estas campañas. En países como Perú y Argentina se han hecho campañas masivas manejadas por el gobierno que tienen como propósito el de informar a la ciudadanía en general ofreciendo cursos y capacitaciones gratuitas durante distintos periodos del año para que mostrará a la población en general las bondades de este mercado.

### **2.3.6 Instrumentos de financiamiento para PyME existentes en el Mercado de Valores**

El Mercado de Valores Ecuatoriano desde sus inicios no ha tenido muy en cuenta dentro de sus políticas y leyes al sector PyME, sino más bien ha pretendido ser más sofisticado complicando la entrada de estos importantes actores.

Los activos financieros preferidos por las PyME históricamente dentro de la Bolsa de Valores han sido las titularizaciones y papel comercial. Desde el año 2005 las titularizaciones han ido siempre al alza hasta la actualidad. El comportamiento es similar con el papel comercial por su liquidez y naturaleza de corto plazo. Con una menor importancia tenemos a las obligaciones que desde 2005 han tenido un número importante de emisiones crecientes hasta el día de hoy.

#### **2.3.6.1 REVNI (Registro especial de valores no inscritos)**

REVNI, Registro de Valores No Inscritos, están en el artículo 34 que será sustituida a lo largo de este año con la nueva ley de Mercado de Valores. “Es un mecanismo establecido y autorregulado por las Bolsas de Valores por el cual las empresas que no se encuentran inscritas en el registro de mercado de valores ni en Bolsa, pueden anotar valores en un registro especial con la finalidad de cotizar sus valores de manera ocasional o periódica.”<sup>32</sup> La REVNI se inscribió el año 2006 y se empezó a negociar en el año 2007 Letras de Cambio, Pagares a la Orden y Acciones. Ofrecían muchas oportunidades ya que se trata de un mercado de aclimatación y maduración preparando a empresas para inscribirse a futuro en la bolsa del mercado formal.

---

<sup>32</sup> Bolsa de Valores de Quito. (2014). Cómo anotar valores en el registro especial para valores no inscritos REVNI.

- Funciona como primera experiencia para la obtención de recursos financieros no tradicionales en el Mercado de Valores Ecuatoriano.
- Sirve como fuente de financiamiento tanto a pequeñas y medianas empresas como para emprendimientos, empresas de reciente creación.
- Permite obtener capital de trabajo a corto plazo para empresas en proceso de formación.
- Permite a instituciones públicas y otros tenedores acceso a liquidez.

#### **2.3.6.1.1 Fallo de la REVNI**

Las REVNI en la actualidad ya no están activas, su baja aceptación ha obligado a que ya no sea utilizada. En la actualidad dentro de la nueva ley de Mercado de Valores se están haciendo ajustes para una nueva modalidad llamada REB Registro Especial Bursátil.

Los requisitos para las PyME dentro del proceso para las REVNI eran menos exigente pero en el caso Ecuatoriano este proceso cae en la informalidad, existe demasiado desinformación y desconfianza. Como recomendación los autores de la presente Tesis a modo de conclusión prematura antes de mostrar la guía para PyME de emisión de papel comercial y obligaciones; pensamos que es correcto que en la nueva ley de Mercado de Valores existe un Mercado alternativo pero con un objetivo claro servir a las PyME como instrumento de financiamiento.

En la REB se efectuará la negociación de activos financieros de toda unidad económica PyME o cualquier empresa que sea parte de organizaciones de la economía popular y solidaria cuyas características ameriten un Mercado con exigencias distintas para democratizar el acceso al financiamiento PyME.

En el REB las exigencias a los participantes deberán ser menores pero esto no significa que tengan que ser informales ni faltos de información; no por eximir a una PyME de un paso a dar en la estructuración se deberá transformar a los activos financieros en activos nada atractivos al inversionista por su riesgo.

Dentro de las REVNI absolutamente ningún emisor necesitaba que una calificadora de riesgo emita un informe acerca del estado de una empresa. Esto también supone un problema ya que hará más difícil las ventas del activo financiero

de una PyME porque somos mercados jóvenes donde la aversión al riesgo es muy baja. Se recomienda entonces que la calificadora de riesgo sea una obligación para cualquier emisor dentro del Mercado Alternativo de Valores pero que las calificaciones que se otorguen a un PyME no solo difieran de las calificaciones de una empresa grande si no que los parámetros a tomar en cuenta sean completamente diferentes, es decir que exista otra medición con sus propias calificaciones a todas aquellas empresas que se las pueda calificar como PyME.

### **2.3.7 Recomendaciones para las PyME Ecuatorianas para incursionar en el Mercado de Valores**

#### **2.3.7.1 Las PyME en la Nueva Ley de Mercado de Valores.**

El Ecuador necesita desarrollar alternativas viables en los Mercados de Valores para proporcionar financiamiento a las PyME, existen varios instrumentos que no son utilizados, la presente guía muestra cómo se realiza una emisión de papel comercial y obligaciones pero también la importancia de las PyME y su incursión en el Mercado de Valores para la Economía.

En la nueva Ley de Mercado de Valores es necesario cambiar apropiadamente al desaparecido Mercado de Acimatación Bursátil REVNI y acoplarlos más a las PyME. Los competidores más significativos siempre fueron grandes empresas que opacaban a las PyME como el Ministerio de Finanzas, Grupo TVCable, Suratel, Grupo la Favorita etc. Estas figuras jurídicas no representan a las PyME.

Las opciones existen pero los problemas siguen siendo los mismos, es necesario aprovechar la creación de nuevas leyes para esta vez lograr una correcta incursión de las PyME en el mercado pero también asegurar su continuidad, es necesario fomentar una cultura Bursátil, apoyarse en instituciones financieras gubernamentales para crear esta cultura ofreciendo constantes capacitaciones a la población en general a nivel nacional.

### **2.3.7.2 Mercado Alternativo de Valores REB (Registro Especial Bursátil)**

Creemos entonces necesaria la creación del REB con un marco legal fuerte y acorde a las necesidades de las PyME más no de otros sectores de la Economía. El Mercado de Valores no debe ser confundido con Bolsa de Valores, esto se confirma a nivel mundial con ejemplos como el MAB en España. Estos mercados coexisten con los OTC, Mercados Over the Counter.

En países donde el Mercado Financiero es un actor protagonista de la Economía de un país; los Mercados Bursátiles coexisten con los Mercados Alternativos. De esta manera existirá una fricción mucho más alta de nuevos inversionistas para las PyME que necesita financiamiento dándoles a mediano plazo la oportunidad a los emisores de moverse de un Mercado al otro luego de haber ganado experiencia y conocer las bondades del financiamiento alternativo.

El mejor ejemplo a seguir es el Mercado de Valores Alternativo Peruano (MAV) ya que la naturaleza de la REVNI nació como un mercado de aclimatación para futuros emisores bursátiles pero ahora se pretende en primera instancia ubicarse en un Mercado completamente distinto con miras a la entrada en la Bolsa de Valores formal en un futuro, un mercado distinto, el REB.

Resolución SMV N° 025-2012-SMV/01 expedida en Lima, 26 de junio de 2012 por la Superintendencia de Mercado de Valores de Perú por la cual se aprueba el Reglamento del Mercado Alternativo de Valores MAV. La premisa del MAV es:

“El MAV cuenta con un régimen de menores requerimientos y obligaciones de presentación de información que el régimen general bajo el cual se ofertan valores representativos de capital social, instrumentos de corto plazo y bonos, en el mercado primario y secundario.

“Pueden participar en el MAV las empresas que en los tres últimos años: Sus ingresos anuales promedio por venta de bienes o prestación de Servicios en los últimos tres (3) años, no deben exceder de doscientos (200) millones de Nuevos Soles o su equivalente en dólares americanos, según la información financiera disponible o declaraciones anuales de impuestos, o del monto por ventas.

“No deben tener ni haber tenido valores inscritos en el Registro o admitidos a negociación en algún MCN administrado por las Bolsas o mercados organizados extranjeros.

“Las Empresas que participan en este mercado se encuentran obligadas a cumplir con las normas específicas establecidas en el presente reglamento. La SMV regula y supervisa el MAV, así como a todos sus participantes.

Finalmente es muy claro que el MAV es un segmento distinto de negociación de la Bolsa. Por lo tanto no compite con los emisores o valores allí cotizados, de la misma manera que se propone para nuestro país. El reglamento peruano dice: “Las Bolsas que administren MCN en los que funcione el MAV deben establecer mecanismos de difusión que permitan identificar y diferenciar los valores del MAV, así como mecanismos de transparencia y de información de las operaciones que se realizan en dicho mercado, para cuyo fin podrán solicitar información a las Empresas.”<sup>33</sup>.

Actualmente las necesidades de financiamiento que las PyME requieren se satisfacen a medias ya que se basa solo en sistemas tradicionales. La gran traba para que estas empresas utilicen sistemas de financiamiento alternativos como es el Mercado de Valores es el desconocimiento y miedo; es necesario entonces desarrollar al Mercado de Valores con la incursión de técnicas más simples para su incursión en un mercado alternativo de valores para PyME en donde los parámetros sean diferentes al de las grandes empresas, queremos con el presente trabajo demostrar a los propietarios de PyME que ya existe un sistema alternativo para obtener financiamiento con una entrada menos costoso y más beneficiosa. Es necesario que el gobierno permanentemente capacite a nivel nacional acerca de estas opciones para que sean utilizadas y así el REB no corra la misma suerte de las REVNI convirtiéndose en un poderoso aliado para la búsqueda de financiamiento de las PyME a nivel nacional.

---

<sup>33</sup> Superintendencia del Mercado de Valores. (2012). Título I Disposiciones generales del Artículo 4 Premisas que definen el Mav. Lima.



## **CAPÍTULO III PROPUESTA DE ELABORACIÓN DEL MANUAL / GUÍA**

### **3.1 Introducción.**

El propósito de este trabajo es mostrar al lector la importancia de los mercados financieros. En primera instancia es esto lo que se ha intentado lograr con el primer capítulo; que el usuario entienda los conceptos básicos de economía hasta llegar al centro mismo de lo que los mercados financieros significan y obviamente el tema en cuestión, los títulos valores de renta fija, sobre todo obligaciones y papel comercial que se pueden transar en la bolsa de valores.

En el capítulo uno se indicó del por qué la importancia de estos mercados para las PyME, sobre todo en mercados financieros emergentes como es el caso del Ecuador. Luego de que el usuario ha entendido todo lo planteado, llegaremos al punto cumbre del trabajo; mostrará de una manera didáctica absolutamente todos los pasos a seguir para que los propietarios de una Pyme pueda incursionar en el mundo de los mercados financieros, emitiendo papel comercial y obligaciones de renta fija, negociarlos y obtener un beneficio por ello.

### **3.2 Objetivos.**

La meta del manual, así como todo este trabajo, es poder abrir una nueva ventana ya existente al usuario, un método que tal vez para la persona que busca financiamiento ha sido siempre muy distante y su funcionamiento un misterio ya que la información necesaria y específica siempre estuvo fuera de su alcance.

Se dan a conocer brevemente todos los sistemas de financiamiento ya existentes en la economía que suelen ser los sistemas utilizados por omisión o más a menudo por aquellas personas que buscan financiamiento ya sea para emprender una actividad comercial o para financiar un nuevo proyecto. Se enfatiza el hecho de que existen otros sistemas de financiamiento que en resumen se transan en el mercado de valores por la emisión de documentos de renta fija o variables. Nos concentramos más en las bondades de los documentos de renta fija para mostrar sus beneficios de acuerdo a las distintas necesidades del usuario.

### **3.3 Alcances.**

En esta guía se espera un alcance a modo de consulta para la sociedad en general. Esperamos que con este trabajo los propietarios de PyME a nivel nacional tengan una guía clara y concisa de los pasos a seguir para incursionar en los mercados financieros, recalando la importancia de entender por qué la emisión de documentos de renta fija específicamente hablando de obligaciones y papel comercial es importante y muy útil para las PyME en nuestra sociedad. Se espera tener una trascendencia importante del presente trabajo de tesis a futuros estudiantes interesados no solo en la Economía si no más específicamente en los Mercados Financieros, de tal manera que sirva para realizar futuras investigaciones y proyectos.

### **3.4 Métodos de trabajo.**

Se han optado por varios métodos de trabajo para la realización de este capítulo que a la final del día viene a ser la esencia del trabajo. Hemos sobre todo hecho un estudio de campo a fondo, visitando en varias ocasiones instituciones financieras de diferente índole, sobre todo en la ciudades de Guayaquil y Quito donde todas las o la gran mayoría de transacciones de este mercado se llevan a cabo. Está por demás recalcar las entrevistas a profesionales que llevan años en todos los negocios relacionados con los mercados financieros, a personal de Casa de Valores vinculados con el proceso de estructuración de emisión, gerentes de calificadoras de riesgo, personal vinculado de Bolsa de Valores y Superintendencia de Compañías

Es importante saber y conocer la percepción de la gente en general acerca de este tema por lo que se realizaron también encuestas a distintos tipos de empresas; PyME en su gran mayoría para lograr tener una idea de la percepción de los empleados de dichas empresas acerca de los mercados financieros y más específicamente de las obligaciones y papel comercial; estas encuestas privadas y en grupo se enfocaron más en los propietarios y las personas encargadas de los departamentos financieros de sus respectivas empresas.



### **3.5 Manual ilustrativo para emitir papel comercial y obligaciones en el Mercado de Valores enfocado a las PyME.**

#### **3.5.1 Análisis Coyuntural Ecuatoriano.**

El inversionista y sobre todo el emisor antes de aventurarse en la emisión de cualquier activo financiero deberá primero analizar la coyuntura económica del país, como también su lineamiento político por parte del régimen, este análisis responderá a preguntas como: ¿es un buen momento para invertir y emitir?, ¿el mercado financiero se encuentra estable y sin cambios futuros?, ¿el riesgo es consiente y oportuno? En esta guía se realizara un breve análisis de coyuntura económica que enfrenta al país para el año 2015.

Ecuador es un país dolarizado que entró en vigor el 9 de Enero del 2000, al ser un país primario-exportador de insumos, depende en gran parte de las exportaciones del petróleo. En los últimos cuatro años (2010-2014), ha mantenido tasas de crecimiento superiores al promedio de América Latina, entre otros aspectos, debido a un fuerte gasto público que motiva el consumo. En 2014 la economía mostró un crecimiento de 3,7%, menor al estimado por el Banco Central del Ecuador (4%) pero superior al promedio de la región (1,3%)<sup>34</sup>. Este crecimiento ha permitido mejorar los indicadores socioeconómicos, que reflejan disminución del desempleo, reducción de la tasa de índice pobreza, recaudación de los tasas de interés para incentivar la inversión tanto pública como privada. El Sector Externo se constituye en el principal factor de riesgo; la liquidez del país depende del resultado comercial externo y la balanza de pagos. En la actualidad la preocupación son la caída de los precios del petróleo<sup>35</sup> que podría incrementar el déficit comercial, y, la apreciación del dólar por decisiones político-monetarias tomadas por el Gobierno de Estados Unidos para equilibrar su economía.

---

<sup>34</sup>FMI Perspectivas Económicas. (2014). El crecimiento en América Latina disminuirá por quinto año consecutivo. Santiago, Chile.

<sup>35</sup> Precio del Petróleo a 4 de Octubre del 2015 \$45,45. De Banco Central del Ecuador. bce.fin.ec. Fecha de Consulta el 7 de Octubre del 2015

## **1. Panorama Internacional**

La economía estadounidense mostró síntomas de recuperación al crecer 4,60% y 5,00% en el segundo y tercer trimestre del 2014, respectivamente y cerró el año con un crecimiento de 2,40% con respecto al 2013<sup>36</sup>. “En el año 2015 el crecimiento de Estados Unidos cerro a una tasa 2,9%, 5 décimas mayor que la del cuarto trimestre de 2014, a pesar de que se pronosticó un leve crecimiento por los reveses que sufrió la actividad en el primer trimestre, ocasionados por factores excepcionales (la crudeza del invierno y los cierres portuarios), así como un nivel de gasto de capital mucho más bajo en el sector petrolero. A pesar del débil crecimiento, la tasa de desempleo retrocedió a 5,1% a fines de agosto; o sea, 0,4 puntos porcentuales menos que en febrero (y 1 punto porcentual menos que hace un año)”<sup>37</sup>

En Europa la situación económica viene estabilizándose. La Eurozona presentó una recuperación baja y desigual, países como España e Irlanda que presentaron una crisis inmobiliaria a partir del año 2008, han mostrado signos de recuperación. Alemania por su parte se vio afectada por la caída en la confianza empresarial. El Reino Unido país que no pertenece a la Unión Europea, presento un PIB aumentó a una tasa anualizada de 2,25 % en el primer semestre de 2015.

En Asia tenemos una atmosfera cíclica y economías aceleradas como Japón, Corea del Sur, Taiwán y miembros de la Asociación de Naciones del Asia Sudoriental (ASEAN); su crecimiento fue más débil de lo esperado, como consecuencia de la caída de las exportaciones y de la desaceleración de la demanda interna de sus respectivas economías. La economía China para el año 2014 creció al 7,40% que fue la tasa de crecimiento más baja mostrada en 24 años, debido principalmente a la desaceleración de la inversión.

En América Latina, la crisis se manifiesta en países como Venezuela, que enfrenta problemas internos, inestabilidad política y desabastecimiento de la demanda interna. En economías desarrolladas como la brasileña hubo un leve

---

<sup>36</sup> FMI Perspectivas Económicas. (2014). *El crecimiento en América Latina disminuirá por quinto año consecutivo*. Santiago, Chile.

<sup>37</sup> FONDO MONETARIO INTERNACIONAL. (2015). *Perspectivas de la Economía Mundial*. págs. 1-28

retroceso que fue más profundo de lo previsto, y ante la retracción de los precios de las materias primas continúa debilitándose el ímpetu de otros países de la región. El crecimiento tampoco colmó las expectativas en México, como consecuencia del menor crecimiento de Estados Unidos y de una demanda interna deslucida.

África subsahariana y Medio Oriente según reportes del FMI, 2015 y a juzgar por los indicadores macroeconómicos (sobre la cual no existen series trimestrales del PIB de fácil consulta) defraudó las expectativas. Afectado por la caída de los precios del petróleo, otras materias primas, y conflictos geopolíticos de algunos países.

## **2. Desempeño Económico**

### **Crecimiento Económico.**

El crecimiento económico del Ecuador en el 2014 mostró un crecimiento de 3,7 %, menor al estimado por el Banco Central del Ecuador (4,00%) pero superior al promedio de América Latina que alcanzó 1,3% (Véase Anexo 5). Para el 2015, el PIB se estima en un incremento del 4 % con respecto al 2014 lo que equivale al 4.1%. El aporte de la economía no petrolera es importante y ha impulsado parte del crecimiento pero la dependencia de la economía a las exportaciones de petróleo sigue siendo significativa. Esta representa el 51,70% del total de exportaciones.

En 2014, según cifras del Banco Central del Ecuador el PIB registró US\$69.766 millones (miles de dólares 2007). La industria que más aportó fue manufactura (11,94%), seguido por comercio (10,32%), petróleo y minas (10,13%) y construcción (9,78%)<sup>38</sup>. Petróleo y minas constituye la principal fuente de ingresos para el Estado. En el 2015 con la proyección del 4.1 % estimada por el Banco Central, el PIB registrará US\$70.028 millones (miles de dólares 2007). En términos nominales el PIB registrará US\$99.068 millones para el 2015, por lo que es menor que el del año 2014, aun cuando crece al 4% en el PIB real, puesto que el deflactor es negativo (-2.2%), como resultado de la caída de los precios, especialmente de las exportaciones petroleras.

---

<sup>38</sup> Banco Central del Ecuador (BCE). Producto Interno Bruto. Fecha de Consulta el 5 de Octubre de 2015, de <http://www.bce.fin.ec/index.php/component/k2/item/310-producto-interno-bruto>

Por otra parte el crecimiento del país se ha sustentado en gran parte en el gasto público, es así que el gasto del sector público no financiero (SPNF)<sup>39</sup> en 2007 representó apenas el 24,61% del PIB, para el 2014 se duplicó, fue de 44,12% del PIB, donde se evidencia que el gasto de las SPNF creció más que el PIB. El SPNF en Agosto del 2015 registra el 2,80% del PIB, acumulados de Enero / Agosto representa el 24,9 % según datos del Banco Central. Los porcentajes de gasto corriente y gasto de capital han permanecido similares con respecto al total (el gasto corriente a diciembre 2014 fue 65,35%).

### **Sector Externo.**

El sector externo constituye la principal preocupación de la economía ecuatoriana, dado a que la liquidez depende del saldo de balance de pagos producto de la dolarización. Los factores que inciden a una posible saldo de negativo de la balanza de pagos son la caída del precio del petróleo a partir del año 2014 y a la apreciación del dólar debido a que se ha fortalecido por la política monetaria de Estados Unidos, la rentabilidad de sus bonos, la independencia energética y el crecimiento relativo del PIB real respecto a Europa y América Latina. Otros países vecinos como en el caso de Perú y Colombia han optado por devaluar su moneda como estrategia comercial, lo que expone deja a la economía ecuatoriana a una posible crisis de demanda interna y optar por productos hechos en estos países. Las medidas que el gobierno ha impuesto para mitigar el impacto fiscal y equilibrar el sector externo, se basa en la aplicación de salvaguardias; estas salvaguardias sustituyen la salvaguardia por tipo de cambio, e imponen sobretasas arancelarias, a un total de 2.900 partidas, que van desde el 5,00% hasta el 45,00%, castigando al consumidor por adquirir bienes esencialmente de consumo de otros países. Estas medidas optadas por el gobierno son usadas con el propósito de proteger la industria ecuatoriana, de mantener en circulación los tratados de comercio con la zona euro y por la limitada política fiscal que posee el actual gobierno ocasionado por el dólar.

En el año 2000, Ecuador adoptó el dólar como moneda oficial, por lo que toda la oferta monetaria depende del saldo en balanza de pagos (a diciembre 2014

---

<sup>39</sup> El SPNF corresponde al sector de las operaciones petroleras y no petroleras como son de la recaudación de ingresos provenientes principalmente del IVA, ICE, impuesto a la renta, contribuciones del Seguro Social y otros impuestos.

fue US\$ -424,5 millones). Con el Sucre, el país poseía medidas de política monetaria, como la de emisión de dinero para aumentar la oferta monetaria, con el propósito de cubrir el déficit de balanza de pagos, pero a consecuencia de encarecer la moneda nacional. Históricamente según cifras del Banco Central, el saldo de la balanza comercial del país ha sido negativo, en 2014 fue de –US\$ 727 millones, la Cuenta capital y financiera registró US\$ 394,3 millones. A diciembre de 2014 tuvo un déficit de US\$ 601,7 millones. Uno de sus principales componentes es la cuenta de remesas de provienen de los emigrantes ecuatorianos, que a lo largo de los años se ha constituido en uno de los ingresos más importantes. Las remesas del exterior han disminuido debido a la lenta recuperación económica provocada por la crisis inmobiliaria sucedida en el año 2008 en países como Estados Unidos, España e Italia (principales destinos para los ecuatorianos como fuentes de trabajo) al pasar de US\$ 3.335 millones en 2007 a US\$ 2.461 millones en 2014.

La Inversión Extranjera Directa (IED) según datos del Banco Central mostró un crecimiento del 6,26% en el 2014 (hasta US\$ 774 millones)<sup>40</sup> provenientes de países de la regiones de América del Norte, Latinoamérica y el Caribe, Europa, Asia, África y Oceanía, impulsado por las políticas del gobierno, sobre todo en el sector petrolero y de extracción de minerales que represento el 88,7 % del total IED. Pese a que existe un incremento, éste fue menor al registrado en 2012 y 2013, y al relacionarlo con el PIB representa menos del 1%. La IED de Ecuador aún no se acerca a los niveles de países vecinos Perú y Colombia que llegaron a US\$ 7.607 millones y US\$ 16.054 millones respectivamente.<sup>41</sup>

---

<sup>40</sup> Banco Central del Ecuador (BCE). Inversión Extranjera Directa. Fecha de Consulta el 5 de Octubre de 2015, de <http://www.bce.fin.ec/index.php/component/k2/item/298-inversi%C3%B3n-extranjera-directa>

<sup>41</sup> NU.CEPAL. La Inversión Extranjera Directa en América Latina y el Caribe 2015. Fecha de consulta el 5 de Octubre de 2015, de [http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/38214/S1500535\\_es.pdf?sequence=4](http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/38214/S1500535_es.pdf?sequence=4)

**Tabla 3.1: Inversión Extranjera Directa en el año 2014 y I, II trimestre del año 2015 (Por rama de actividad económica)**

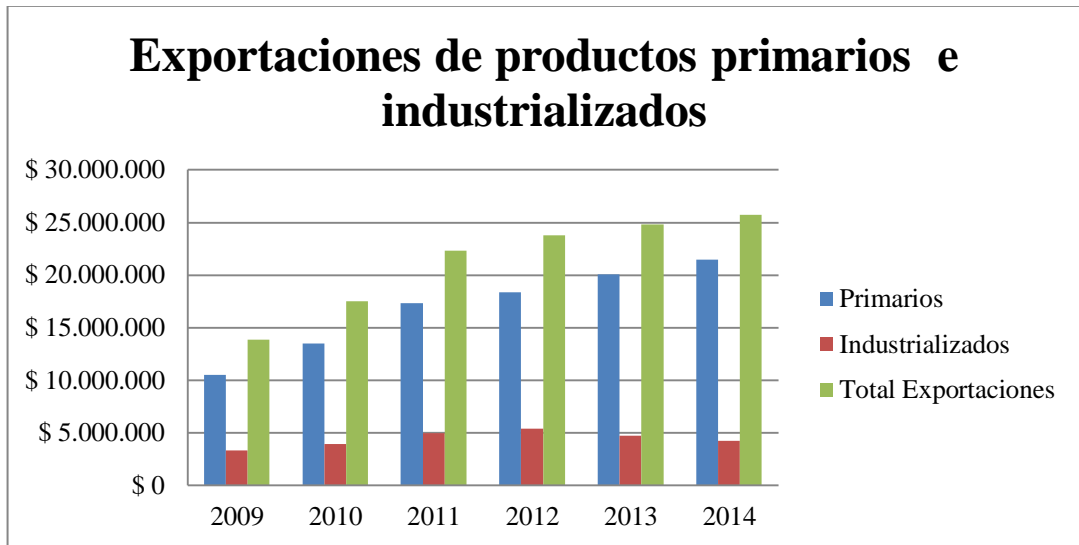
Rama de actividad económica / período						
	2014	%	2015 - I	2015-I	2015 (I-II)	%
Agricultura, silvicultura, caza y pesca	\$ 38.916,61	5,03%	\$ 1.434,85	\$ 9.215,46	\$ 10.650,32	4,19%
Comercio	\$ 148.447,26	19,20%	\$ 90.917,61	\$ 13.852,41	\$ 104.770,02	41,24%
Construcción	\$ 4.278,37	0,55%	\$ 1.991,50	\$ 115,55	\$ 2.107,04	0,83%
Electricidad, gas y agua	-\$ 4.671,10	-0,60%	\$ 301,77	\$ 8.926,11	\$ 9.227,88	3,63%
Explotación de minas y canteras	\$ 685.578,24	88,68%	\$ 44.818,06	\$ 34.128,66	\$ 78.946,71	31,07%
Industria manufacturera	\$ 107.602,24	13,92%	\$ 41.657,18	\$ 40.867,71	\$ 82.524,89	32,48%
Servicios comunales, sociales y personales	\$ 14.072,48	1,82%	-\$ 2.379,13	-\$ 3.355,30	-\$ 5.734,44	-2,26%
Servicios prestados a las empresas	\$ 25.858,44	3,34%	\$ 16.260,99	\$ 5.236,47	\$ 21.497,45	8,46%
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	-\$ 246.980,58	-31,95%	-\$ 11.971,31	-\$ 37.964,59	-\$ 49.935,89	-19,66%
<b>TOTAL</b>	\$ 773.101,95		\$ 183.031,52	\$ 71.022,48	\$ 254.053,99	

**Autores:** Felipe Aguirre y Pedro García

**Fuente:** Banco Central del Ecuador

En los últimos cuatro años, las exportaciones han presentado una tendencia creciente, (promedio 4,86%). El aporte de las exportaciones petroleras es importante a pesar de su disminución con respecto al total, en 2011 representaron el 57,99% de las exportaciones totales, mientras que en 2014 fueron el 51,70%. Las exportaciones no petroleras se conforman principalmente de productos primarios o insumos destinados a materias primas para su producción. En este grupo se encuentran la mayoría de las exportaciones del País. Las exportaciones no petroleras corresponden el 48,30% restante y están compuestas principalmente por la producción de banano que representa el 10,13% del total de exportaciones. Los principales compradores de los productos ecuatorianos, residen en Estados Unidos, Chile, Rusia, Perú, Venezuela, China y la Zona Euro.

**Gráfico 3.1: Exportaciones de productos primarios e industrializados**



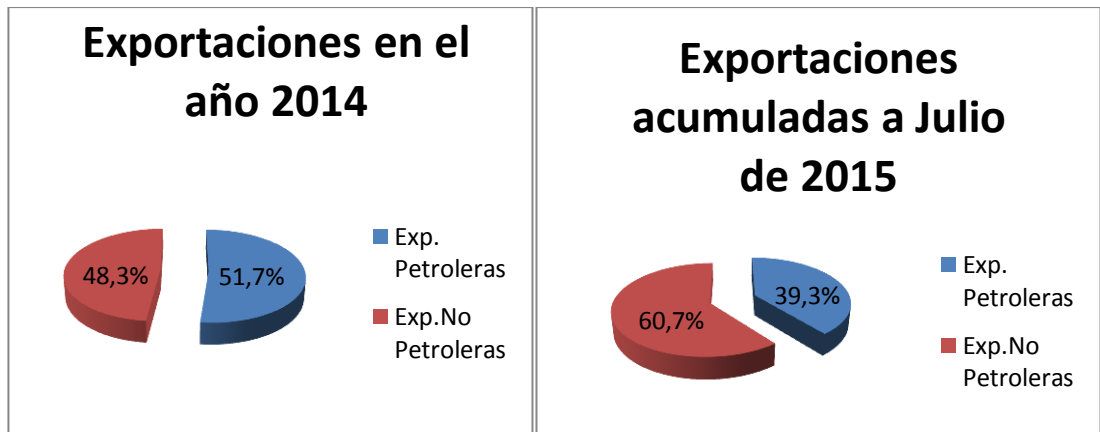
**Autores:** Felipe Aguirre y Pedro García

**Fuente:** Banco Central del Ecuador

**Productos Primarios:** Petróleo Crudo, Banano y plátano, Café, Camarón, Cacao, Abacá, Madera, Atún, Pescado, Flores naturales y Otros

**Productos Industrializados:** Derivados de petróleo, Café elaborado, Elaborados de cacao, Harina de pescado, Otros productos elaborados del mar, Químicos y fármacos, Manufacturas de metales, Sombreros, Manufacturas de textiles y otros

**Gráfico 3.2: Exportaciones petroleras y no petroleras**



**Autores:** Felipe Aguirre y Pedro García

**Fuente:** Banco Central del Ecuador

El rubro más representativo fueron las materias primas y bienes de capital en 2014, A partir del año 2013 con el proyecto primordial de cambiar la matriz productiva, el gobierno brinda facilidades de pago para que la industria ecuatoriana adquiera tecnología y bienes de capital del extranjero, para que se fabriquen productos con mayor nivel de valor agregado y frenar las importaciones.

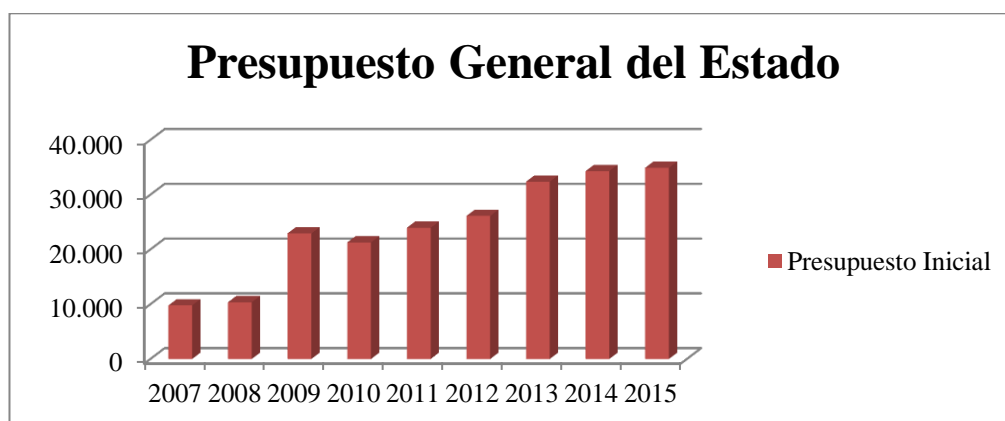
En la actualidad el gobierno ha optado por tomar otras medidas para generar nuevos ingresos no petroleros, en este caso en la construcción de 8 centrales hidroeléctricas que se inaugurarán a mediados y finales del año 2016, generando todas juntas alrededor de 2882,4 mega watts<sup>42</sup>. Estos recursos energéticos se demandaran internamente y externamente por países como Colombia y Perú, convirtiéndose en ingresos adicionales.

### 3. Desempeño Fiscal

#### Sector Público e Ingresos Petroleros.

El Presupuesto General del Estado para 2015 inicialmente se estimó en US\$36.317 millones, pero debido a la caída de los precio del barril petróleo, se reevaluó y posteriormente se ajustó hasta US\$ 34.897 millones<sup>43</sup>.

**Gráfico 3.3: Presupuesto General del Estado**



**Autores:** Felipe Aguirre y Pedro García

**Fuente:** Ministerio de Finanzas

#### Niveles de Endeudamiento

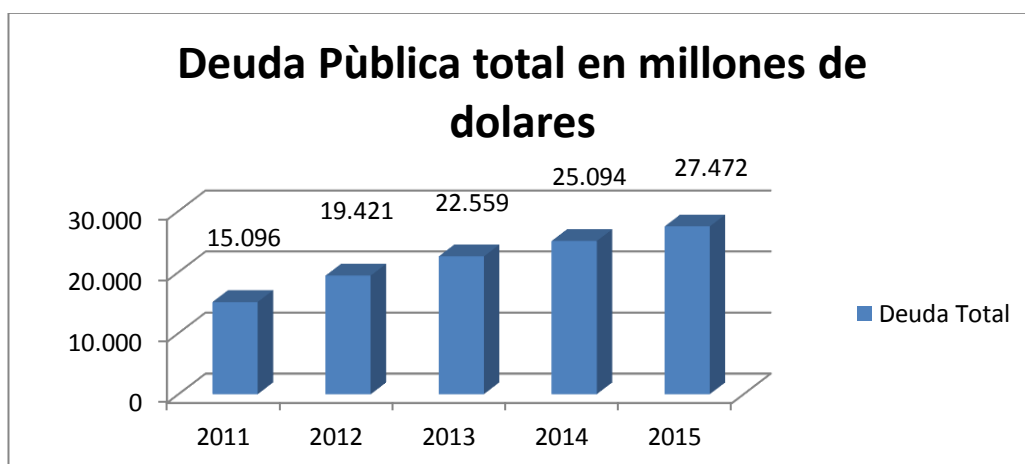
Ecuador mantiene la política de un límite de endeudamiento público del 40,00% del PIB de acuerdo a la última Constitución de Montecristi realizada en 2008. En el 2014, la Deuda Pública del país registró US\$ 30.140 millones (29,8% del PIB). La Deuda Externa representó el 17,4% del PIB, conformada principalmente por préstamos de organismos internacionales y gobiernos, mientras que la Deuda Interna significó el 12,4% del PIB y se concentró en bonos de largo plazo del Estado.

<sup>42</sup> Senplades. Hidroeléctricas

<sup>43</sup> Ministerio de Finanzas. (2015). Proforma del Presupuesto General del Estado.



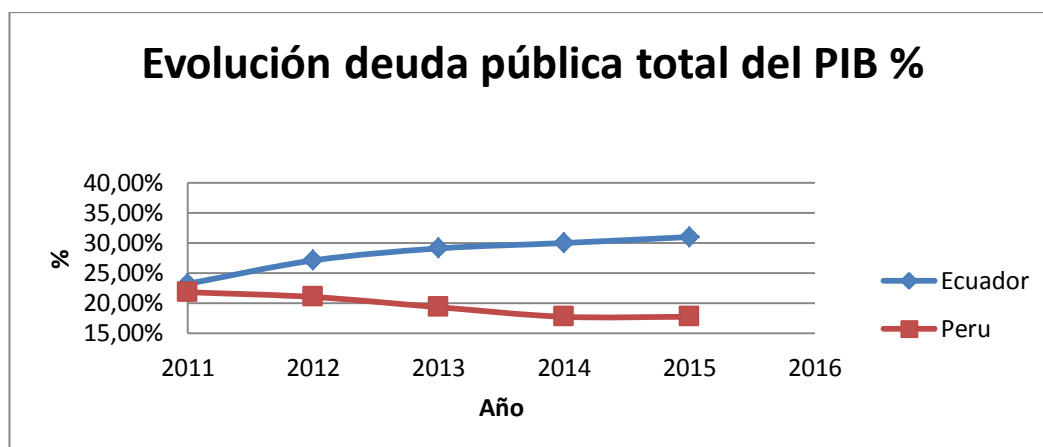
**Gráfico 3.4: Deuda Pública**



**Autores:** Felipe Aguirre y Pedro García

**Fuente:** Ministerio de Finanzas. (2015). Proforma del Presupuesto General del Estado

**Gráfico 3.5: Deuda pública con respecto al PIB**



**Autores:** Felipe Aguirre y Pedro García

**Fuente:** Ministerio de Finanzas. (2015). Proforma del Presupuesto General del Estado

#### **4. Desempeño Socioeconómico**

De acuerdo al censo del 2010, Ecuador tiene 14,4 millones de habitantes, de acuerdo a la tasa de crecimiento poblacional del 1,95 %, la población estimada para el año 2014 es de 16,2 millones de habitantes. La PEA registró 7,1 millones, concentradas en el área urbana<sup>44</sup>. De acuerdo a cifras del Banco Central del Ecuador, el PIB per capital muestra tendencia creciente que va en relación con el crecimiento general de la economía, al pasar de US\$ 4.637 en 2010 a US\$ 6.308 en 2014.

<sup>44</sup> INEC. Censo de Población y Cifras. Fecha de Consulta el 5 de Octubre de 2015, de <http://www.ecuadorencifras.gob.ec/>

Por otro lado, la mejora en los indicadores socioeconómicos del país se debe al incremento del gasto social del Gobierno del Eco. Rafael Correa Delgado; el gasto social<sup>45</sup> pasó del 7,90% del PIB en 2011 al 9,60% en 2013. Para el 2014 el gasto social fue del 8,75% del PIB y representó el 25,78% del Presupuesto General del Estado<sup>46</sup>. En índices de pobreza el Ecuador para el año 2007 registró el 37% a Junio de 2015 descendió al 22,01 %, de igual manera el índice de pobreza extrema paso del 15,49 % (2007) a 7,36 % (Junio, 2015).<sup>47</sup>

Al final del 2014, el desempleo se ubicó en 49,00%, el porcentaje de las personas que no se encuentran satisfechas por sus empleos es del 47,00% y el desempleo en 4,00%<sup>48</sup>. Estos indicadores han permanecido estables durante los últimos 4 años. A pesar de la disminución en el desempleo y subempleo, los elevados porcentajes de subempleo reflejan la realidad social del país, desigualdad de oportunidades educativas para la formación de una fuerza laboral. como la calificación y concursos por parte del sector público, además de la incapacidad de la economía para emplear una mayor proporción de la mano de obra que integra la PEA, provocado principalmente por la falta de inversión privada, creadora de nuevas plazas de empleos alternativas a las que pueda generar el Estado.

## **5. Sistema Financiero y Monetario**

Tras la crisis neoliberal de los 90's, los porcentajes de inflación de la economía ecuatoriana presentan una tendencia a disminuir a consecuencia de la estabilidad que brinda la dolarización y por políticas económicas implementadas por el Gobierno para frenar la hiperinflación que llegó a su punto más alto registrando una tasa del 96% en 2000, en 2008 fue 8,8% mientras que en 2014 (2,66%). El salario básico unificado dictado por el Estado en el 2014 fue de US\$ 354 para mantener el poder adquisitivo y brindar mayor estabilidad económica.

---

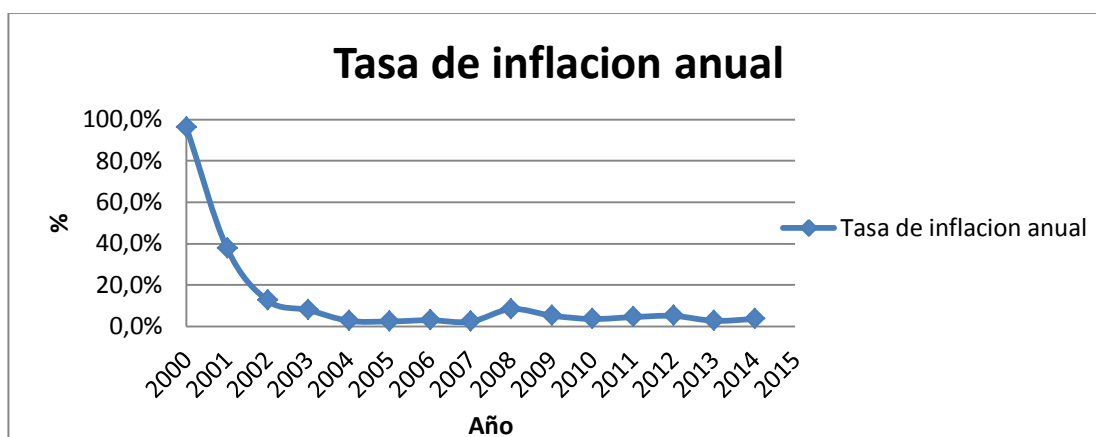
<sup>45</sup> Gasto Social del Gobierno = Salud, educación, bienestar social, desarrollo urbano y trabajo.

<sup>46</sup> Ministerio de Finanzas. Fecha de consulta el 5 de Octubre del 2015, de <http://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2014/10/Justificativo-de-Ingresos-y-Gastos-de-Proforma-2014-PDF.pdf> y Ministerio Coordinador de Política Económica. <http://www.politicaeconomica.gob.ec/wpcontent/%20uploads/downloads/2014/08/mayo-2014.pdf>

<sup>47</sup> Inec. (2015). Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo. Fecha de Consulta el 5 de Octubre de 2015, de [http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2015/Junio2015/Presentacion\\_pobreza\\_y\\_desigualdad\\_junio15.pdf](http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2015/Junio2015/Presentacion_pobreza_y_desigualdad_junio15.pdf)

<sup>48</sup> Inec. (2015). Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo.

**Gráfico 3.6: Inflación Anual**

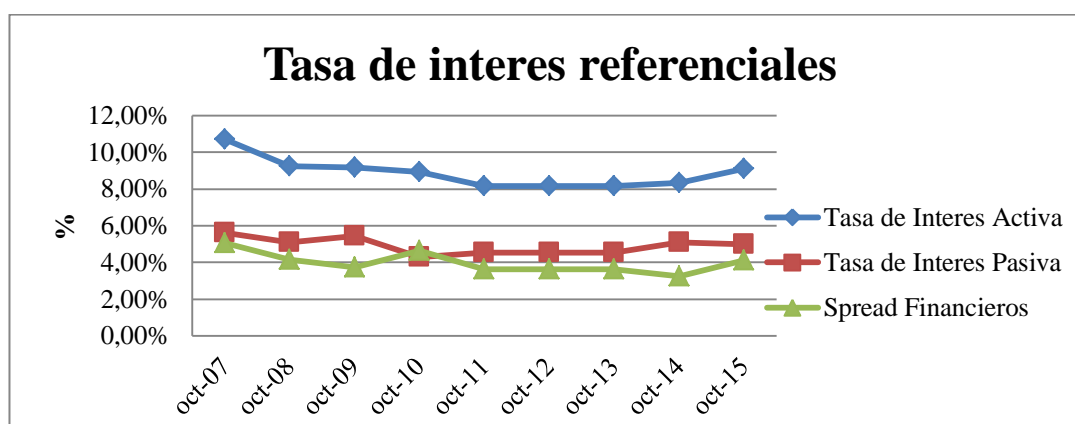


**Autores:** Felipe Aguirre y Pedro García

**Fuente:** Banco Mundial

En la actualidad Ecuador mantiene una política de fijación de tasas de interés. Según datos del Banco Central tras permanecer constantes por tres años las tasas referenciales, en el 2014 se evidenció un incremento de la tasa activa (de 8,17% a 8,19%) y de la tasa pasiva (de 4,53% a 5,18%), lo que generó una reducción de la compra y venta de activos financieros “*Spread*”. Además de las tasas referenciales se debe tomar en cuenta las tasas efectivas que se toman como referencia de acuerdo al segmento de industria, tipo de instrumento y el plazo. (Véase Anexo 6).

**Gráfico 3.6: Tasa de interés referencial Activa / Pasiva y Spread Financiero**



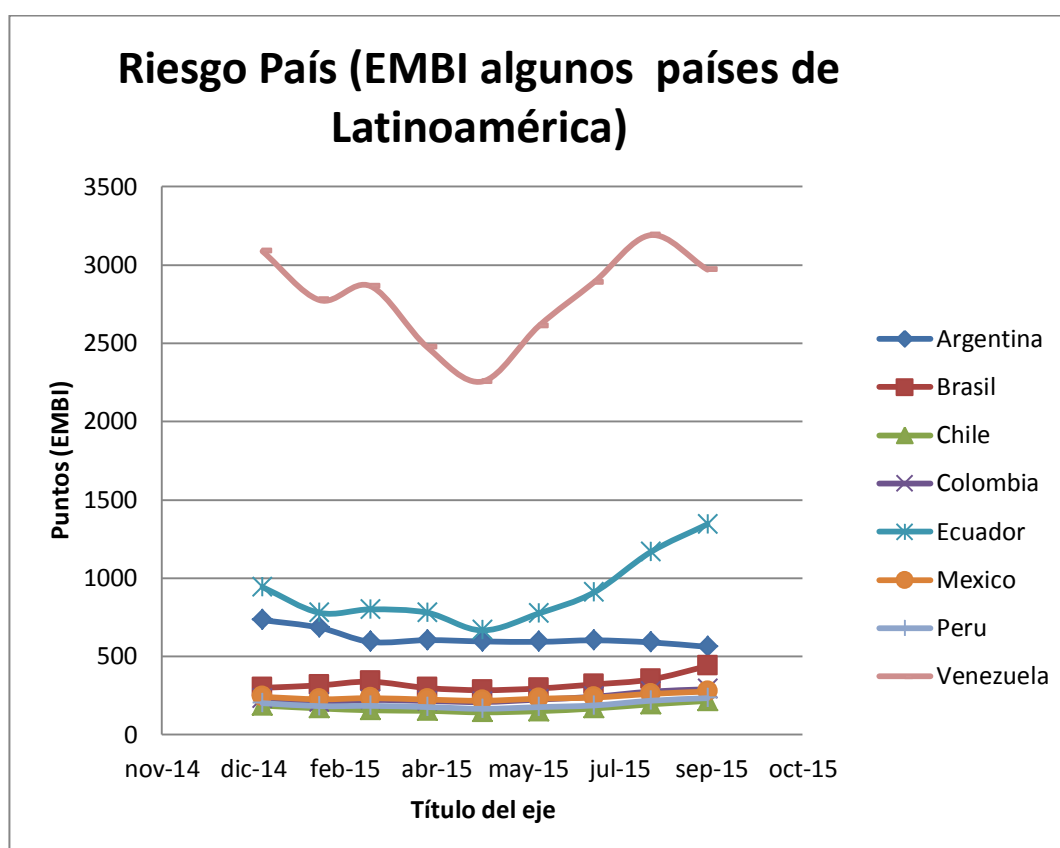
**Autores:** Felipe Aguirre y Pedro García

**Fuente:** Banco Central del Ecuador

## 6. Riesgo País

El indicador financiero EMBI<sup>49</sup>, para el año 2015 alcanzó su punto más alto en Octubre registrando 1498 puntos básicos, muy por encima al año anterior, ya que en el 2014 se cerró en 817 puntos básicos. Por lo que a medida que incrementa este indicador, la incertidumbre crece e invertir se vuelve mucho más riesgoso. Este índice mide la percepción de los inversionistas en las finanzas nacionales. El riesgo país muestra una tendencia a la baja a partir del 2008 y 2009, años en que el Gobierno incumplió el pago de deuda pública por US\$ 3.200 millones, que fue cuando el índice mostró su nivel más alto desde finales de los años 90.

Gráfico 3.7: Riesgo País (EMBI algunos países de Latinoamérica)



Elaborado por: Felipe Aguirre y Pedro García

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú

<sup>49</sup> EMBI (Indicador de Bonos de Mercados Emergentes) se define como un índice de bonos de mercados emergentes, el cual refleja el movimiento en los precios de sus títulos negociados en moneda extranjera. Se la expresa como un índice o como un margen de rentabilidad sobre aquella implícita en bonos del tesoro de los Estados Unidos. En otras palabras se lo conoce como riesgo país cuyo índice mide la sobretasa o costo financiero que debe pagar un país al colocar sus bonos en el mercado en correlación la tasa que paga los bonos emitidos por el departamento de Tesoro de Estados Unidos (*United States Department of the Treasury*)

**Tabla 3.2: Índices macroeconómicos del Ecuador**

Deuda Externa Publico cómo % del PIB (Diciembre de 2014)	17,40%
Inflación Anual (Diciembre-2015/Diciembre-2014)	3,38%
Inflación Mensual (Diciembre de 2015)	0,09%
Tasa de Desempleo Urbano (Septiembre 30 de 2015)	5,48%
Tasa de interés activa (Enero de 16)	9,15%
Tasa de interés pasiva (Enero de 16)	5,62%
Barril Petróleo (WTI 13 de Octubre de 2016)	\$ 30,48
Índice Dow Jones (13 de Octubre de 2016)	16151,41
Riesgo País (12 de Enero de 2016)	999,99

**Autores:** Felipe Aguirre y Pedro García

**Fuente** Banco Central del Ecuador

### **3.5.1.1 Posibles políticas futuras de acuerdo al alineamiento del gobierno.**

#### **Estabilidad Política e Incertidumbre Jurídica.**

Desde que el actual presidente de Ecuador asumió el poder en el 2007, el país mantiene una relativa estabilidad política pero existe un panorama de incertidumbre jurídica por los continuos cambios normativos que afectan a distintos sectores de la economía. En los últimos tres años, se establecieron la Ley de Economía Popular y Solidaria y del Sector Financiero popular, Ley Reformatoria a la Ley de Propiedad Horizontal, Ley de Regulación y Control del Poder de Mercado, Ley Orgánica de Incentivos para el sector productivo, Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del sector Societario y Bursátil, Código Orgánico Monetario y Financiero, y Ley Orgánica para la Justicia Laboral y Reconocimiento del Trabajo en el Hogar. Estas leyes modificaran a todos los sectores de la economía ecuatoriana, por lo que los participantes de estos sectores, deberán ajustarse a los nuevos cambios.

### **3.5.2 Requerimientos previos para incursión de PyME en Mercado de Valores**

Para enfocarnos al segmento industrial PyME del Ecuador, en esta guía se detallará cuáles son los requerimientos que debe cumplir la empresa para incursionar en el Mercado de Valores y posteriormente iniciar un proceso de emisión de papel comercial y obligaciones, para ello se detalla a continuación.

## 1. Formalización de la PyME.

Como hemos analizado en el capítulo 2 de las PyME, un requisito fundamental para que una PyME incurra en el Mercado de Valores es estar debidamente formalizada, constituida legalmente mediante el registro mercantil autorizado por la Superintendencia de Compañías, en la constitución de la entidad debe estar establecido un capital autorizado (si existiera), suscrito y pagado<sup>50</sup>.

Sus estatutos deben estar establecidos: la empresa tendrá a cargo un propietario o una junta general de accionistas (se establecerá las normas de repartición de utilidades), personal administrativo, tener definido sus derechos de propiedad (activos, patrimonio, productos, patentes, marcas), referencias bancarias (cuenta corriente), permisos de funcionamiento otorgados por Gobiernos Autónomos Descentralizados, certificado de seguridad del cuerpo de bomberos, se deberá cumplir con los pagos periódicos de impuesto a la renta, aportar al IESS los porcentajes de seguros (aporte patronal 9,35% al 9,45% del salario nominal) por parte de sus empleados y trabajadores.

Esta empresa para realizar operaciones mercantiles podrá ser: compañía en comandita simple y dividida por acciones, compañía en nombre colectivo, compañía anónima, compañía de responsabilidad limitada y compañía de economía mixta. La empresa estará sujeta al control de la Superintendencia de Compañía. Beneficios y ventajas:

- ✓ Se eliminarán problemas legales de cualquier índole en el mercado
- ✓ Posicionamiento en el mercado y expansión dentro de la misma
- ✓ Credibilidad en cartera de clientes
- ✓ Asociación y fusión con otras personas y empresas
- ✓ Mayor facilidad para acceder a financiamiento ya sea en el Mercado de Dinero o Mercado de Valores.

---

<sup>50</sup> El capital autorizado es el límite definido por el propietario o socios en el momento de constituirse la empresa. El capital suscrito es el capital que el socio se compromete a aportar a la entidad ya sea mediante acciones o de capital mismo que aporte para ser parte de la misma como un socio o accionista. El capital pagado es la suma de capital devengado que anteriormente los socios se comprometieron a pagar y una vez realizado el pago del mismo la empresa se constituye formalmente

## 2. Control financiero interno y auditoría externa.

Para que una PyME pueda incursionar al Mercado de Valores, deberá tener un control financiero interno, buena práctica administrativa, eficiencia y confiabilidad de la información financiera que a la vez deberá cumplir con estándares internacionales NIIF aplicada para las PyME<sup>51</sup>.

El personal encargado deberá tener un alto estándar de profesionalismo y calidad para realizar dicha función, las cuentas del balance general, los estados financieros, y razones financieras deben ser contundentes, claras y precisas reflejando la situación progresiva de la PyME. El control interno contable se debe realizar con adecuados procesos y registros para proteger los activos de la empresa y promover las eficiencias de las operaciones.

La PyME una vez formalizada deberá realizar contribuciones anuales hasta el 30 de Septiembre de cada año, el monto de contribución dependerá de los activos reales. Presentará también estados auditados externamente por una firma auditora autorizada por la Superintendencia de Bancos y Seguros, este requerimiento se lo realizará siempre y cuando la empresa (PyME) tenga más de \$1'000.000,00 en activos.<sup>52</sup> Este requerimiento será de vital importancia para la empresa (PyME) pueda incursionar en el Mercado de Valores ya que servirá como requisito para poder efectuar una estructuración de emisión de papel comercial y obligaciones y posteriormente efectuar una oferta pública de las mismas.

La PyME formalizada que posee una estructurada e información financiera estable, cuya información contable concuerdan con los informes presentados por auditores externas reflejando la veracidad de la información podrá incursionar como un participante o emisor en el Mercado de Valores.

---

<sup>51</sup> Para consulta de un manual de proceso de las NIIF para PyME proporcionaremos el siguiente manual titulado "NIIF para las PyMES" publicado por la firma de consultores ecuatoriano Grant Thornton a través del siguiente link <http://181.198.3.74/wps/wcm/connect/4da67f78-3deb-49d8-b309-f326ac774bfa/GUIA+RAPIDA+DE+NIIF+PARA+LAS+PYMES+Y+DIFERENCIAS+CON+NIIF+FULL.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=4da67f78-3deb-49d8-b309-f326ac774bfa>

<sup>52</sup> En el caso de no realizar una auditoría externa, en el proceso de la preparación de la emisión de papel comercial y obligaciones, se indicará como la empresa debe realizarse dicho proceso y que además se dispondrá de definiciones y que se entiende por una auditoría externa, requisitos para efectuar una auditoría y listado general de las firmas auditoras que operan en el mercado financiero.

### 3.5.3 Estructuración de Emisión (Papel Comercial y Obligaciones).

La Junta General de Accionistas o de Socios, o propietario de la empresa, según el caso, resolverá sobre la emisión de obligaciones (Prospecto de Oferta Pública) o papel comercial (Circular De Oferta Pública)<sup>53</sup>.

#### **Papel Comercial**

La emisión de papel comercial, consiste en la venta de títulos a corto plazo; la tasa de interés, el plazo (360 días o 1 año), y el sistema de amortización de capital e intereses, son estipulados previamente en un folleto denominado Circular de Oferta Pública. El papel comercial como título valor de deuda se lo utiliza como una alternativa de financiamiento a corto plazo con un costo bajo para financiar las operaciones diarias o capital de trabajo de la empresa.

El programa de revolvencia en emisiones de papel comercial, cuentan con un plazo de hasta 720 días. Durante este período, se puede dividir al cupo de emisión según establecido en la circular de oferta pública, en la cantidad de clases y series, de acuerdo a las capacidades de pago, necesidades de liquidez y solvencia de la empresa. Una vez se cumplen los primeros 359 días desde la primera serie y hayan sido pagadas los cupones y capital a los inversionistas, se puede emitir un nuevo programa de iguales características de la serie anterior, a un plazo de pago de hasta 359 días, y respetando el plazo máximo de duración del programa de 720 días.

#### **Garantías en emisiones de papel comercial**

- **Garantía General (Obligatoria):** Monto máximo de endeudamiento, 80% activos libres de gravamen, excepto activos diferidos, perecibles o en litigio
- **Garantía Específica (Opcional):** Garantía que respalda a la General, que puede ser real o personal: hipotecas, prendas, avales, fianzas, cartas de crédito, fideicomisos mercantiles o administración que constituyan fuente de pago y mitigación de riesgo.

---

<sup>53</sup> Circular De Oferta Pública y Prospecto de Oferta Pública se puede realizar de forma independiente por el propio emisor o se lo realiza mediante una Casa de Valores, este método es el más recomendable. Prospecto de Oferta Pública es el documento o folleto usado para realizar una oferta pública específicamente de obligaciones y la Circular de Oferta Pública de igual manera es el documento usado para realizar una oferta pública de papel comercial



## **Obligaciones.**

Una emisión de obligaciones, consiste en la venta de valores a plazo fijo de largo plazo; la tasa de interés, el plazo y el sistema de amortización de capital e intereses, son estipulados previamente en un “Prospecto de Oferta Pública”, en donde se estructura la información de los títulos que emitirá la empresa; se puede dividir a la emisión de obligaciones en la cantidad de clases y series de acuerdo a las necesidades de la empresa.

El prospecto de oferta pública tiene un plazo de vigencia de 9 meses, contados a partir de su aprobación por la Superintendencia de Compañías para salir al mercado con la primera colocación de obligaciones. Al vencimiento del plazo, el emisor puede solicitar una prórroga de 9 meses adicionales, una solo vez, siempre que se actualice la información remitida para el trámite inicial y no haya variado sustancialmente su situación legal y económico – financiera.

Las garantías en emisiones de obligaciones al igual que las de papel comercial, son las mismas, pues deberán contar con garantía general y garantía específica, para respaldo de emisión y mitigación de riesgo de los inversionistas

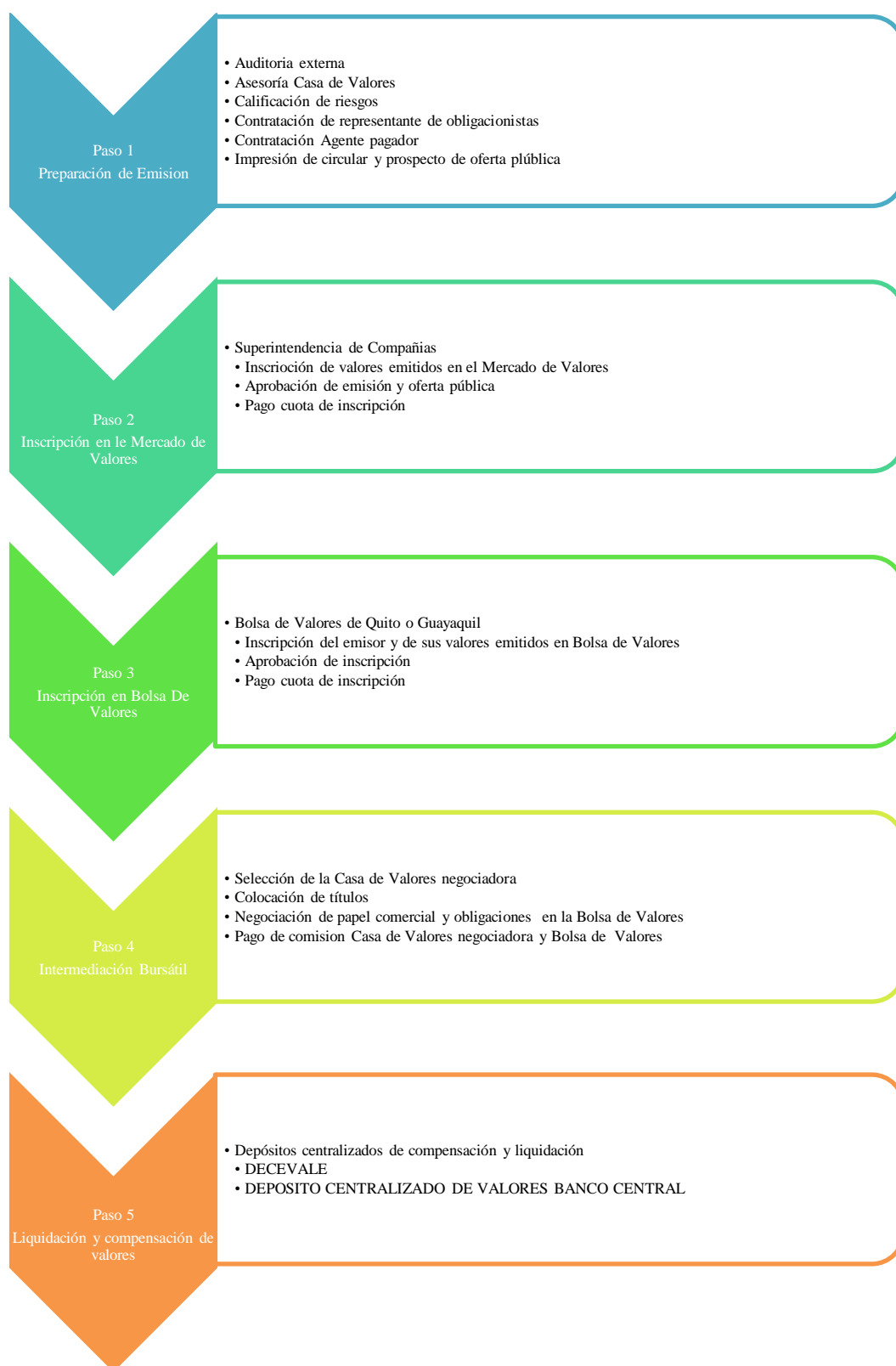
## **Inscripción del Emisor en el Mercado de Valores**

La empresa emisora de títulos deberá proceder a inscribirse en primera instancia en el Mercado de Valores del Ecuador como requisito para participar en este mercado. El proceso de tramitación se lo realizará en un tiempo estipulado de 15 días hábiles. Una vez revisado y cumpliendo con todos los requisitos la Superintendencia de Compañías expedirá la correspondiente resolución ordenando la inscripción en el Registro del Mercado de Valores, la cual se publicará en un diario del país. Como consecuencia de la inscripción, se culmina el proceso, se le entregará un certificado de inscripción para exhibición por parte de la empresa.

Tanto para la inscripción inicial como para el mantenimiento de la misma deberá incluirse una certificación expresa del respectivo representante legal de la empresa, que acredite la veracidad de la información presentada a la Superintendencia de Compañías y que será materia de inscripción.

## Proceso de emisión de papel comercial y obligaciones.

**Esquema 3.1: Proceso de emisión de papel comercial y obligaciones.**



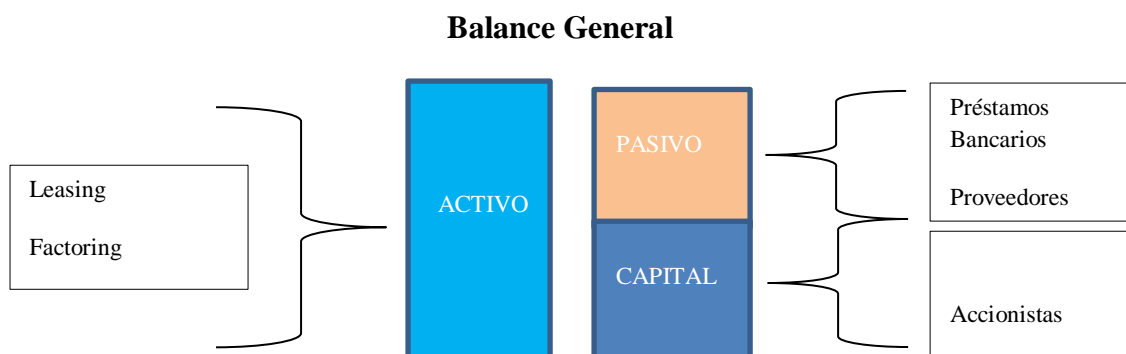
**Autores:** Felipe Aguirre y Pedro García

### 3.5.3.1 Preparación de Emisión.

#### 3.5.3.1.1 Construcción mecanismos para la correcta estructuración financiera

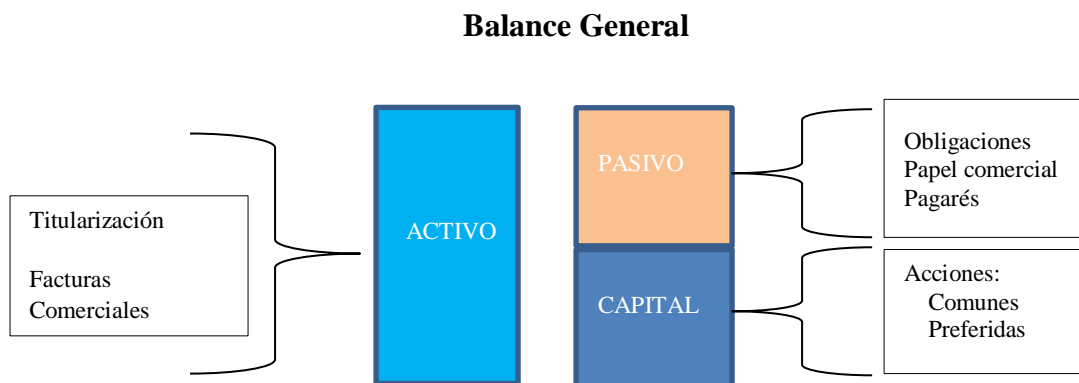
Como punto de partida se debe establecer el monto de financiamiento necesario para ello el emisor tiene 2 alternativas: optar por un financiamiento tradicional o no tradicional. Por financiamiento no tradicional se puede emitir deuda mediante activos financieros de renta fija y por el lado del patrimonio se emitirán acciones, lo que implica buscar accionistas que buscan invertir en empresas y a cambio reciben un porcentaje de propiedad de la empresa y re-participación de utilidades. En esta guía no descartamos que los métodos tradicionales de financiamiento como puedan ser posibles opciones para la empresa, la opción es de libre elección para el usuario de acuerdo a costos de capital, amortización y tiempo.

**Gráfico 3.8: Financiamiento Tradicional**



Autores: Felipe Aguirre y Pedro García

**Gráfico 3.9: Financiamiento No Tradicional**



Autores: Felipe Aguirre y Pedro García

Si se realiza una emisión vía deuda (se tomara en cuenta que el monto máximo de endeudamiento será como máximo el 80% de los activos fijos libres de gravamen Véase Anexo 7), se debe realizar un flujo de caja, para canalizar como va a cubrir los costos del proyecto, de esta manera se podrá determinar qué tipo de título le resulta mejor emitir y de qué manera van hacer los pagos de la deuda (Véase Anexo 8). Para agilizar el proceso de emisión la empresa emisora deberá preparar y anexar información financiera que servirá como requisitos para estructurar una emisión obligaciones y papel comercial que se detallará más adelante en el contenido de un Prospecto de Oferta Pública y Circular de Oferta Pública.

### **3.5.3.1.2 Patrocinadores de emisión**

#### **3.5.3.1.2.1 Auditoras Externas**

Como primer paso se requerirá que la empresa posea sus estados, balances e información financiera auditados externamente por una firma auditora para representar la situación financiera y los resultados de las operaciones de la empresa. La auditora externa deberá también comparar sus resultados financieros con la información que se le fue entregada en principio por la empresa en cuestión para constatar su veracidad y real estado de la misma.

Una auditoria se enfocará en responder algunas preguntas como:

1. ¿Estuvieron los informes financieros exactos durante el año en cuestión?
2. ¿Se siguieron las medidas, normas, regulaciones y políticas que regían?
3. ¿Concuerdan con los informes presentados por auditores anteriores o la propia empresa?
4. ¿Existen cuentas cuestionables o dudosas?

La auditoría externa tiene la finalidad de diseñar una estrategia adecuada al sector industrial que pertenece la empresa y procede a evaluar tanto los factores internos como externos basados en análisis FODA, 5 fuerzas de Porter, Cadena de Valor y otros métodos, esto permite obtener un riesgo combinado que alteran los estados financieros. Para realizar estas funciones estas compañías tendrán pleno conocimiento y acceso a los libros contables y documentos de la identidad auditada.

De acuerdo a la Resolución expedida por la Superintendencia de Compañías “Están obligadas a someter sus estados financieros anuales al dictamen de auditoría externa las compañías nacionales, sucursales de compañías o empresas organizadas como personas jurídicas que se hubieran establecido en el país y asociaciones que:

- a) Las compañías nacionales de economía mixta y anónimas con participación de personas jurídicas de derecho público o de derecho privado con finalidad social o pública, cuyos activos excedan de 100.000,00 dólares;
- b) Las sucursales de compañías o empresas extranjeras organizadas como personas jurídicas que se hubieran establecido en el Ecuador y las asociaciones que éstas formen entre sí o con compañías nacionales, siempre que los activos excedan los 100.000,00 dólares y,
- c) Las compañías nacionales anónimas, en comandita por acciones y de responsabilidad limitada, cuyos montos de activos excedan el 1'000.000,00 de dólares de los Estados Unidos de América.”<sup>54</sup>

Cabe resaltar que el artículo 321 de la Ley de Compañías del Ecuador señala que las empresas deben tener la contratación de servicios de los auditores externos, realizados y presentados hasta el 30 de Septiembre de cada año, debido a que las empresas deben presentar dichos informes a la Superintendencia de Compañías. Se recomienda realizarlos con anterioridad para evitar posibles problemas y retrasos al proceso de estructuración de emisión de papeles comercial y obligaciones. Por últimos se informa que en el caso de que una empresa no realice una auditoría externa será sancionada por la Superintendencia de Compañías con una multa por cada día de retraso, a partir de la fecha máxima de contratación de estos servicios y se entenderá hasta un máximo de 40 días; vencimiento este plazo, la Superintendencia de Compañías procederá con la intermediación directa ocasionando incluso sanciones más drásticas que perjudiquen a la empresa.<sup>55</sup>

### **Contratación de una firma Auditora Externa**

Se debe celebrar un contrato entre la empresa que será auditada y la firma auditora. Este procedimiento, se puede realizar en línea en la página de la

---

<sup>54</sup> Superintendencia de Compañías. (2002). Resolución No. 02.Q.ici.0012.

<sup>55</sup> Ley de Compañías del Ecuador. (1999). Sección de la Auditoría externa Art. 325.

Superintendencia de Compañías<sup>56</sup>. Además de acuerdo al Art. 321 de la Ley de Compañías del Ecuador se podrá realizar la contratación de los servicios de una firma auditoria con hasta 90 días antes de la fecha de cierre del ejercicio económico.

### **Listado de firmas auditoras externas en el Ecuador**

Hasta la última actualización del 13 de noviembre del 2015, en el Ecuador constan 52 Firmas Auditoras Externas inscritas y calificadas (*Véase Anexo 9*).

### **Requisitos para una realizar una auditoría externa**

Los requisitos que deberá presentar la empresa para realizar una auditoría externa son muy generales, pero de ser el caso cambiará de acuerdo a las distintas firmas auditoras que existen en el país. Por lo que a manera de simplificar la empresa a auditarse deberá tomar en cuenta los siguientes requerimientos:

- Declaraciones financieras:
  - ✓ Declaración de "Ganancias y pérdidas"
  - ✓ Balance General
  - ✓ Estado de Variaciones en el Capital Contable
  - ✓ Estado de Flujo de Efectivo
  - ✓ Notas aclaratorias a los estados financieros
- Cronograma de auditores anteriores (Auditoria Interna)
- Informe del auditor interno:
  - Informe sobre las declaraciones financieras
  - Informe sobre los costos cuestionables
  - Informe sobre los controles internos para cumplimiento de las normas
  - Informe sobre los controles internos para la declaración financiera
- Plan de medidas correctivas

Cabe recalcar que la empresa (PyME) que tiene un control financiero interno previo o auditoria interna genera sinergia para sus estrategias, menores costos y agiliza cualquier proceso de auditoría y estructuración de emisión de deuda.

---

<sup>56</sup>Para la contratación de una auditoría se puede consultar el manual "Notificación de Contratación de Auditoría Externa" expedido por la Superintendencia de Compañías siguiendo el siguiente link: [http://appscvs.supercias.gob.ec/guiasUsuarios/images/guias/not\\_con\\_audit/MANUAL\\_USUARIO\\_CONTRATACION\\_AUDITORIA\\_EXTERNA.pdf](http://appscvs.supercias.gob.ec/guiasUsuarios/images/guias/not_con_audit/MANUAL_USUARIO_CONTRATACION_AUDITORIA_EXTERNA.pdf)

### Costos de un proceso de auditoría externa

Los costos de una auditoría externa varían de acuerdo al tiempo empleado en realizar dicha función, dependerá de la complejidad y volumen de las operaciones de la empresa. No obstante, el promedio de trabajo de una auditoría oscila entre dos semanas a un mes en el mejor escenario. Este periodo puede variar en función de las necesidades que se requiere y el tamaño de la empresa. Es por esto que desde un principio se recomendó tener una información financiera y contable clara para agilizar el proceso, disminuyendo los costos.

Las tarifas en el mercado fluctúan entre \$40 y \$60 por hora, debido a que los precios se establecen en función del personal calificado y riesgos de la profesión. Si por ejemplo una empresa contrata los servicios de una auditora, el tiempo empleado para realizar la función es de un mes, contando 8 horas diarias de lunes a viernes y la tarifa es de \$60, los costos se presentan de la siguiente manera:

**Tabla 3.3: Resumen de Costos por realizar una auditoría externa**

Costo por hora	# Horas a la semana	# Semanas requeridas	Total Horas del servicio de Auditoría	Total Servicio Auditoría Externa*
\$ 60,00	40	4	160	\$ 9.600,00

Autores: Felipe Aguirre y Pedro García

\* El Costo total de servicio de auditoría externa será anual, ya que el informe de auditoría externa se debe presentar a la Superintendencia de Compañías el 30 de septiembre de cada año.

#### 3.5.3.1.2.2 Casas de Valores.

La empresa deberá acudir o contactarse con una Casa de Valores, entidad encargada de estructurar una emisión de Papel Comercial u Obligación. Esta asesora en la obtención de financiamiento, mediante un representante legal (Para ejemplo de contrato véase Anexo 9). Se encargan de la estructuración, emisión y colocación de activos financieros en el Mercado de Valores (de acuerdo a la nueva codificación de la ley Mercado de Valores, las Casa de Valores podrán solo estructurar y las Bancas de Inversión podrán estructurar y colocar activos en Bolsa de valores) .Una vez estructurada la emisión, esta entidad procede a realizar el Prospecto de Oferta Publica (obligaciones) y Circular de Oferta Publica (Papel Comercial) para su posterior negociación.

## **Formulario de Registro de la Casa de Valores**

Este formulario consiste que el cliente o empresa mediante un representante de está, debe llenar con información general de la empresa. El formulario que hemos tomado de ejemplo es de ALBION Casa de Valores (Véase Anexo 11).

## **Lista de Casas de Valores en el Mercado de Valores del Ecuador**

Actualmente en el Mercado de Valores en el Ecuador constan alrededor de 32 Casas de Valores inscritas y autorizadas por la Superintendencia de Compañías. (Véase Anexo 12).

## **Requisitos para contratar los servicios de una estructuración de emisión de papel comercial y obligaciones mediante una Casa de Valores.**

Los requisitos que se necesitan para proceder a una estructuración mediante una Casa de Valores pueden variar de acuerdo a la institución que se contrate:

- ✓ Copia del Nombramiento del Representante Legal.
- ✓ Copia de la constitución de la Compañía.
- ✓ Copia de los estatutos legales vigentes.
- ✓ Papeleta de Votación de Firmas Autorizadas declaradas.
- ✓ Nómina de socios o accionistas actualizados en el que consten los montos de acciones o participaciones otorgada por el ente de control.
- ✓ Nómina de socios actualizado en el que consten los montos de acciones hasta llegar al nivel de personas naturales en la estructura de propiedad según Artículo 11 de la Sección IV del Capítulo VIII “Normas para Prevenir el Lavado de Activos y el Financiamiento de Terrorismo y Otros Delitos” (Resolución No. CNV-2011-008 del Consejo Nacional de Valores).
- ✓ Papeleta de Votación Actualizada de Representantes o Apoderados
- ✓ Copia del RUC de la Compañía.
- ✓ Copia de Cédula de Identidad y Certificado de Votación Representante Legal.
- ✓ Formulario de Registro de Cliente (Persona Jurídica).
- ✓ Planilla de Servicio Básico.
- ✓ Certificado de Cumplimiento de obligaciones otorgada por el organismo de control correspondiente.



- ✓ Estados Financieros auditados mínimo del año anterior, si aplica.
- ✓ Certificado de pago del impuesto a la renta del año inmediato anterior o constancia de la información publicada por el Servicio de Rentas Internas a través de la página web, en caso de ser aplicable.
- ✓ Copias de cédula de personas autorizadas a firmar órdenes de negociación.
- ✓ Referencias Bancarias (Cta. Ahorro, Cta. Corriente, etc)

### **Costos de servicios de una Casa de Valores**

Los costos o tarifas que cobran una Casa de Valores dependen del monto, plazo y tipo de instrumento del papel que se desea emitir, por lo que en este guía se enfocada a los títulos de renta fija en papel comercial y obligaciones y además se debe distinguir entre dos rubros de costos que son los siguientes:

#### **A. Costos de Estructuración de una Emisión**

Costos de dar asesoría al cliente que en primera instancia, la Casa de Valor es la encargada de determinar el título que mejor se acopla las necesidades de la empresa en temas de tasa de interés, monto requerido, amortización, pago de capital, etc. Después procede a estructurar los valores negociables, para ello debe adjudicarse a todos los pasos, normas y requerimientos que establezca la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera a través de la ley de Mercado de Valores.

**Tabla 3.4: Costos de la Casa de Valores por realizar estructuración de emisión**

<b>Producto</b>	<b>Comisión Mínima*</b>	<b>Comisión Máxima**</b>
Papel Comercial y Obligaciones	\$10.000,00 o 0.10%	2,00 %

**Autores:** Felipe Aguirre y Pedro García

\* La comisión mínima se establece de acuerdo al mercado en ese momento; el porcentaje está en función del monto de emisión

\*\* La Comisión Máxima es de acuerdo al monto de emisión

#### **B. Costos de Intermediación Bursátil de una Casa de Valores**

Este proceso consiste en la colocación de los títulos en el mercado de valores e intermediaciones de compra - venta de títulos (papel comercial y obligaciones)

**Tabla 3.5: Costos de la Casa de Valores por Intermediaciones Bursátiles.**

<b>Producto</b>	<b>Comisión Mínima</b>	<b>Comisión Máxima **</b>
Papel Comercial y Obligaciones	\$1000,00 o 0,05%	2,00 %

**Autores:** Felipe Aguirre y Pedro García

\*La comisión mínima se establece de acuerdo al mercado en ese momento; el porcentaje está en función del monto de emisión colocado. La Comisión mínima por solo negociar los títulos para su venta es de 20 dólares

\*\*La Comisión Máximo es de acuerdo al monto de emisión

### **Contrato de Underwriting para colocación de títulos en el Mercado de Valores**

La empresa emisora realizará un contrato Underwriting, convenio entre la empresa emisora y Casa de Valores, está asuma la obligación de al menos adquirir el primer paquete de valores; o garantice la colocación o venta en el Mercado de Valores, o que se comprometa a realizar el mejor esfuerzo posible en servicios de intermediación bursátil. (Véase Anexo 13) Para el papel comercial no es obligatorio realizar dicho contrato, y en el caso de una emisión de obligaciones será opcional.

#### **3.5.3.1.2.3 Bancas de Inversión.**

A diferencia de las casas de valores que solo pueden estructurar, estas son encargas de estructurar y colocar títulos. Las resoluciones todavía no se encuentran emitidas por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. “...las bancas de inversión efectúan actividades especializadas orientadas a la búsqueda de opciones de inversión financiamiento efectuada por entes dedicados especialmente a esta actividad. Solamente podrán realizar actividades de banca de inversión las casas de valores y el Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social.”<sup>57</sup>

<sup>57</sup> Ley de Mercado de Valores (2014). Título XII del capítulo II de la Banca De Inversión. Pág. 28.

#### 3.5.3.1.2.4 Calificadoras de riesgo.

Se deberá contratar los servicios de una Calificadora de Riesgos inscrita en el registro del Mercado de Valores encargadas de dar una opinión con respecto al riesgo de solvencia y probabilidad de pago de los emisores. 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 la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.<sup>58</sup> A continuación los parámetros a tomar en cuenta (*Véase Anexo 13*).

- 1. Riesgo de Entorno Económico:** Cualquier emisión está ligada al ciclo económico del Ecuador (PIB, Tasa de Inflación, tasa de interés, desempleo, riesgo país, etc.). En el informe de Calificación de Riesgo se realiza una coyuntura de la economía ecuatoriana para revisar políticas y acontecimientos que pueden alterar una emisión de valores
- 2. Riesgo Sectorial:** El sector industrial al cual depende la empresa, afectará a la calificación de riesgo que se le otorgue, por ello se analiza el entorno sectorial para conocer sus fortalezas y debilidades (5 Fuerzas de Porter)
- 3. Riesgo del Emisor y Garantía:** Se analiza las características que posee la empresa, sus activos libres de gravamen que respalda la emisión de los títulos (garantía general) y también las garantías específicas.
- 4. Riesgo de la Estructura Administrativa y Gerencial:** La junta general de accionistas, administración, políticas internas, estrategias, etc. se analiza de manera “in situ” para determinar la calificación de riesgo.<sup>59</sup>
- 5. Riesgo Liquidez, Solvencia y Garantías del Emisor y Valores:** Se analiza información financiera y las razones financieras, para determinar si posee la capacidad para la liquidación de los activos financieros, en caso de insolvencia, las garantías serán respaldo de la emisión de los títulos, este análisis afectará la calificación que se le otorgue.

---

<sup>58</sup> Ley de Mercado de Valores (2014). Art. 161.- Requisito de calificación de riesgo. Pág. 65.

<sup>59</sup> La compañía calificadora para realizar este análisis minucioso, prepara un cuestionario para indagar toda la información posible de sus propietarios, accionistas y administradores en materia de su educación, experiencia y conocimientos. Para cualquier consulta en este manual / guía promocionamos el cuestionario utilizado por la Calificadora de Riesgo Summaratings S.A siguiendo el siguiente link: [http://www.summaratings.com/pdf/manual\\_funciones\\_competencias\\_laborales.pdf](http://www.summaratings.com/pdf/manual_funciones_competencias_laborales.pdf)

**Tabla 3.6: Categoría de calificación de riesgo**

<b>Calificación*</b>	<b>Definición</b>
Categoría AAA:	Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen excelente capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general.
Categoría AA:	Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy buena capacidad del pago de capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general.
Categoría A:	Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una buena capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, pero que es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía.
Categoría B:	Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen capacidad para el pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, y presentan la posibilidad de deteriorarse ante cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y del capital.
Categoría C:	Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen un mínimo de capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, pero que es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general, pudiendo incurrir en pérdidas de intereses y capital.
Categoría D:	Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes no tienen capacidad para el pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, y presentan posibilidad de incumplimiento efectivo de pago de intereses y capital.
Categoría E:	Corresponde a los valores cuyo emisor y garante no tienen capacidad para el pago de capital e intereses, o se encuentran en estado de suspensión de pagos o no cuentan con activos suficientes para el pago, en caso de quiebra o liquidación.

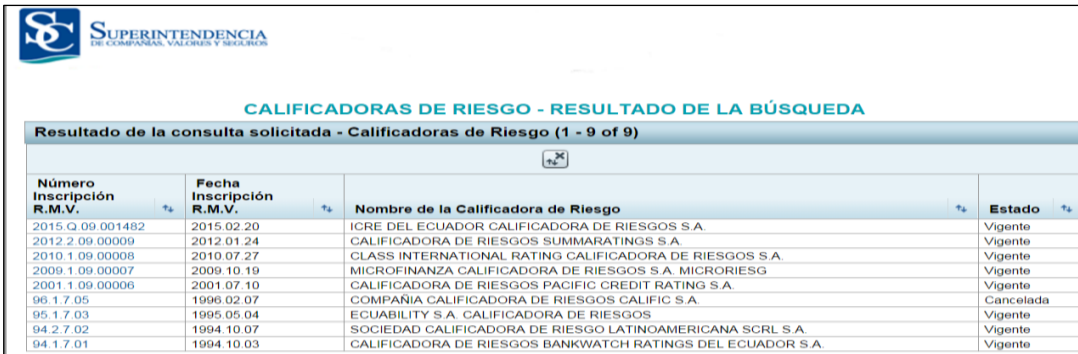
Fuente: ICRE DEL ECUADOR

\***Indicador de tendencia** Las categorías de calificación descritas, pueden incluir signos más (+) o menos (-). El signo más (+) indica que la calificación podría subir hacia su inmediata superior, mientras que el signo menos (-) advierte un descenso a la categoría inmediata inferior.

## Listado de Calificadoras de Riesgo en el Ecuador

Actualmente en el Mercado de Valores del Ecuador, existen 9 compañías Calificadoras de Riesgo, 2 se encuentran canceladas “Compañía Calificadora de Riesgos Calific S.A.” y “Ecuability S.A calificadora de riesgos<sup>60</sup>.”,

**Imagen 3.1: De las Calificadoras de Riesgo autorizadas por la Superintendencia de Compañías**



Número Inscripción R.M.V.	Fecha Inscripción R.M.V.	Nombre de la Calificadora de Riesgo	Estado
2015.Q.09.001482	2015.02.20	ICRE DEL ECUADOR CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.	Vigente
2012.2.09.00009	2012.01.24	CALIFICADORA DE RIESGOS SUMMARATINGS S.A.	Vigente
2010.1.09.00008	2010.07.27	CLASS INTERNATIONAL RATING CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.	Vigente
2009.1.09.00007	2009.10.19	MICROFINANZA CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. MICRORIESG	Vigente
2001.1.09.00006	2001.07.10	CALIFICADORA DE RIESGOS PACIFIC CREDIT RATING S.A.	Vigente
96.1.7.05	1996.02.07	COMPANÍA CALIFICADORA DE RIESGOS CALIFIC S.A.	Cancelada
95.1.7.03	1995.05.04	ECUABILITY S.A. CALIFICADORA DE RIESGOS	Vigente
94.2.7.02	1994.10.07	SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO LATINOAMERICANA SCRL S.A.	Vigente
94.1.7.01	1994.10.03	CALIFICADORA DE RIESGOS BANKWATCH RATINGS DEL ECUADOR S.A.	Vigente

Fuente: Superintendencias de Compañías

Estas 7 compañías calificadoras de riesgo se encuentran inscritas debidamente en el Mercado de Valores del Ecuador, y solo están pueden otorgar una calificación de riesgo en la emisión de papel comercial y obligaciones (*Véase Anexo 15*).

### Requisitos para contratar una calificación de riesgo.

Para el proceso de calificación de papeles comercial y obligaciones, la empresa emisora puede realizar de manera independiente al contactar directamente con la compañía calificadora o también es asesorada por una Casa de Valores, para ello deberá contar con dos requisitos mínimos a solicitar como:

<sup>60</sup> Ecuability S.A. mediante resolución SBS 2008-418 expedida por la Superintendencia de Bancos y Seguros (SBS), resolvió descalificar a la Compañía como calificadoras de riesgo debido a la negligencia realizada por una calificación de riesgo efectuada a la Mutualista de Ahorro y Crédito “Sebastián de Benalzar” en su cierre de ejercicio al 31 de diciembre del 2007, otorgando una Calificación “AA-“ pese a no conocer hechos relevantes y haber omitido los mismos, la Mutualista el 28 de Abril del 2008, registró un patrimonio técnico negativo de -5,86%, por lo sucedido, Ecuability realizó una actualización de la calificación ubicándola en la categoría “E”, este suceso fue decisivo para que la SBS destituya a la compañía

- ✓ Los estados financieros auditados por auditores externos e independientes, de la empresa emisora, para los últimos tres años;
- ✓ Estados financieros trimestrales presentados durante el período de esos años.

### **Costos para otorgar una calificación de riesgo a las obligaciones y papel comercial**

Los costos de calificar las obligaciones y papel comercial pueden variar en: a) monto de emisión y b) el número de calificaciones realizadas, adicionalmente los valores se debe actualizar semestralmente la calificación cuya norma es expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. Los costos de actualización semestral tiene una aproximado entre el 1,5 % por mil al 2% por mil del monto de emisión. Los costos de calificación se basan en factores como monto de emisión, horizonte de planeación, requerimiento de analistas, entre otros.

**Tabla 3.7: Resumen de costos por calificaciones en función del monto de emisión**

<b>Tarifario Honorarios Calificación por obligaciones y papel comercial*</b>	
<b>Monto Emisión</b>	<b>Honorario anual en porcentaje al monto</b>
Hasta 1, 5 millones	0,60%
De 1,5 a 3 millones	0,50%
De 3 a 6 millones	0,40%
De 6 a 10 millones	0,20%
De 10 a 15 millones	0,10%
De 15 a 25 millones	0,06%
De 25 a 50 millones	0,04%
Más de 50 millones	0,035%

**Autores:** Felipe Aguirre y Pedro García

**Fuente:** Class International Rating

\* Los honorarios indicados no incluyen el Impuesto al Valor Agregado. Los honorarios descritos son aquellos requeridos por la Calificadora por sus servicios profesionales y no incluyen ningún elemento adicional a dicho servicio tales como gastos notariales, inscripciones, movilización, viáticos, etc. Los honorarios podrán ser sujetos a negociación con cada cliente.

**Tabla 3.8: Costos en función al número de calificaciones realizadas.**

<b>Tarifario Honorarios Calificación de Riesgo por Obligaciones y Papel Comercial</b>			
<b>Producto</b>	<b>Rango Horarios</b>	<b>Calificación Inicial y Primera Revisión</b>	<b>Calificaciones Posteriores (Periodicidad Anual)</b>
Obligaciones y Papel Comercial	Mínimo	\$ 7.000,00	\$ 4.000,00
	Máximo	\$ 16.000,00	\$ 12.000,00

**Autores:** Felipe Aguirre y Pedro García

**Fuente:** Class International Rating

### **3.5.3.1.2.5 Contratación de representante de obligacionistas.**

Se contratará un representante de los obligacionistas persona jurídica especializada, que velará por los derechos e intereses de los obligacionistas (inversionistas que adquieren obligaciones y papel comercial) durante la vigencia de la emisión y hasta su cancelación total. Realizará el control sobre el agente pagador encargado de pagar los cupones (interés) y amortizaciones (capital pagado).

La empresa está en la obligación de acuerdo a la ley de Mercado de Valores de contratar a una persona jurídica, especializada en tal objeto, para un convenio de representación a fin de que ésta tome a su cargo la defensa de los derechos e intereses de los obligacionistas, dicho representante quedará sujeto a la supervisión y control de la Superintendencia de Compañías, de no cumplir el convenio, este ente fiscalizador procederá con la cancelación de la emisión y sancionará tanto al representante de obligacionistas como a la entidad emisora de ser el caso.

Podrán ser representantes de obligacionistas:

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

### **Contenido mínimo del Convenio de Representación:**

El Contenido mínimo de representación entre la entidad emisora y la persona jurídica establecerá la cláusulas, la persona jurídica podrá supervisar el pago de los intereses y capital, no existirá ningún tipo de vínculo con la empresa emisora, Casa de Valores estructuradora, agente pagador u otras relacionadas por gestión. (Véase Anexo 15). El costo de un representante de obligacionistas se estima alrededor del 0,05% sobre el monto de emisión o US\$1000 a US2000 por cada semestre.

### **3.5.3.1.2.6 Agente Pagador**

Institución del sector financiero (Banca) o un depósito de compensación y liquidación de valores (DECEVALE S.A), realiza los pagos de intereses y capital (cupones y amortización) en las fechas y condiciones establecidas en la circular de oferta pública o prospecto de oferta pública. La misma entidad emisora puede actuar como agente pagador si cumple con los requisitos necesarios.

### **Costos de servicios de una institución como agente pagador**

Los costos suelen ser un 0,01% a 0,05% en función del monto de emisión y se paga comúnmente semestralmente o negociado por las partes involucradas.

#### **3.5.3.1.2.7 Depósitos centralizados de compensación y liquidación**

“Se denomina compensación de valores de las operaciones bursátiles al proceso mediante el cual los depósitos, luego de recibir la información de las bolsas de valores, confirman a través de los depositantes directos la identidad de los titulares de las subcuentas, y su disponibilidad de valores y de fondos; y por liquidación<sup>61</sup> al perfeccionamiento de la entrega de los fondos y valores a los depositantes directos y a los titulares de las subcuentas.

El proceso de compensación y liquidación de valores incluye varias fases:

1. La confirmación de los términos de la negociación;
2. El cálculo de las obligaciones de las partes resultantes del proceso de confirmación, lo cual se conoce como compensación;
3. Transferencia definitiva de los valores vendidos (entrega) contra la transferencia definitiva de los fondos (pago)

Además de liquidar y compensar los valores, realiza la confirmación de los detalles de la operación entre intermediadores y compradores (inversionistas), recibe en depósito los títulos negociados en la Bolsa para su custodia, administración, compensación y liquidación mediante el sistema de registros contables denominados “anotación en cuenta”, detalla las instrucciones de liquidación a las centrales de depósito de valores. Los inversionistas utilizan este servicio para mantener seguros sus valores adquiridos.

Últimamente para mejorar el procedimiento y agilización de compensación y liquidación de valores, se realiza la desmaterialización de los títulos físicos emitidos por la empresa en una cuenta electrónica de alta seguridad. Los beneficios que genera son los siguientes:

---

<sup>61</sup>Liquidación. La liquidación de valores es la ejecución de la operación acordada, realizada en los mercados bursátiles o extrabursátiles que se efectuará de acuerdo con el formulario de liquidación expedido por la correspondiente bolsa de valores o mecanismo centralizado de negociación bursátil



- ✓ Seguridad y velocidad en la transmisión de reporto bursátil;
- ✓ Eliminación de costos en entrega física de los títulos;
- ✓ Disminución de tiempo en la liquidación de transacciones y entrega de valores para el emisor;
- ✓ Automatización de pago de los cupones y capital de los títulos emitidos
- ✓ Se elimina el pago atrasado de los intereses por la presentación tardía del título en la fecha de pago establecida.
- ✓ Minimización de costos de custodia de los títulos del inversor
- ✓ Disminuye el riesgo del tenedor de títulos por posible pérdida, por falsificación o robo de los mismos
- ✓ Eliminación de riesgo de inmovilización para posibles negociaciones (mercado secundario)

En el Ecuador actualmente solo existe una compañía privada autorizada para realizar este trabajo, DECEVALE S.A. y por parte del sector público se encuentra el Deposito Centralizado de Valores del Banco Central Del Ecuador

### Imagen 3.2: Los Decevals autorizados por la Superintendencia de Compañías

DECEVALES - RESULTADO DE LA BÚSQUEDA			
Resultado de la consulta solicitada - Decevals (1 - 2 of 2)			
Número Inscripción R.M.V.	Fecha Inscripción R.M.V.	Nombre de la Bolsa de Valores	Estado
2009.2.05.00002	2009.07.03	DEPOSITO CENTRALIZADO DE COMPENSACION Y LIQUIDACION DE VALORES DEL BANCO CENTRAL	Vigente
1999.2.05.00001	1999.05.31	DEPOSITO CENTRALIZADO DE COMPENSACION Y LIQUIDACION DE VALORES DECEVALE S.A.	Vigente

Fuente: Superintendencias de Compañías

#### 3.5.3.1.2.7.1 DECEVALE S.A

DECEVALE S.A es una sociedad anónima privada única que opera desde el 14 de Enero de 1994, hasta el 2002 hacia la fase pre-operativa de funcionamiento, realizando investigaciones y capacitaciones para implementar mejores mecanismos y poder brindar los servicios de compensación, liquidación y custodia de valores, Opera en las ciudades de Guayaquil y Quito, está aprobada por la Superintendencia de Compañías e inscrita en el Registro Mercantil (*Véase Anexo 17*). Entre sus objetivos son de:

- ✓ Agilizar las transacciones;
- ✓ Reducir costos de custodia de títulos físicos o desmaterializados y disminuir riesgos de transporte de valores.
- ✓ Ejercer el cobro de derechos patrimoniales inherentes a los valores

### **3.5.3.1.2.7.2 DEPÓSITO CENTRALIZADO DE VALORES**

El Depósito Centralizado de Valores del Banco Central del Ecuador como sector público, se crea mediante promulgación de la ley de la creación de la red de seguridad financiera en el año 2009, con la finalidad de incentivar la desmaterialización de títulos y contribuir al desarrollo del mercado de valores del Ecuador y al crecimiento de transacciones.

Al igual que DECEVAL esta entidad se especializa en recibir valores para custodiar, administrar, registrar operaciones, compensar y liquidar valores, y transferencias que se realizan en el mercado financiero, en el mercado bursátil y extrabursátil; para realizar estas funciones se utiliza el sistema informático “DCV-BCE” de alta seguridad, mediante anotaciones en cuenta basada en estándares internacionales para garantizar su seguridad.

#### **Requisitos para contratar servicios de compensación y liquidación de valores**

Es necesario crear una cuenta través del sistema informático “DCV-BCE” o “DECEVALE”, esta cuenta solo podrá ser manejada por miembros de las Casas de Valores para realizar actividades de compra y venta de títulos, para el caso de agente pagador, la Casa de Valores será la encargada de efectuar la contratación. Para contratar los contratar servicios de compensación y liquidación de valores se deberá tener lo siguiente:

- Cuenta corriente en el Banco Central del Ecuador, para débito de comisiones
- Suscribir un contrato de depósito con el DCV-BCE; de emisión desmaterializada para emisores, custodia para inversionistas y depósito para casas de valores.
- Certificado de firma electrónica, obligatorio para las casas de valores y opcional para los emisores e inversionistas

## Costos por servicios de compensación y liquidación de valores

Los costos de un depósito centralizado de compensación y liquidación de valores, puede variar de acuerdo a sus productos y/o servicios. A continuación se muestra los costos en sus diferentes rubros:

**Tabla 3.9: Costos de los servicios de los Depósitos Centralizados de Compensación y Liquidación**

<b>TARIFARIO</b>	
Concepto	Tarifa
<b>1. REGISTRO DE EMISIONES</b>	
1.1 Corto Plazo (Anualizado por el plazo de la emisión del monto registrado)	0,03% Anualizado
1.2 Largo Plazo (FLAT por el monto registrado)	0,04% FLAT*
<b>2. CUSTODIA DE VALORES DESMATERIALIZADOS</b>	
2.1 De 1 a 100 millones	0,02%
2.2 Mayor a 100 millones Tarifa anual a cargo del Depositante directo. La tarifa será calculada sobre el saldo diario de los valores en la cuenta del depositante, a valor nominal. El cobro de esta tarifa se efectuará mensualmente en los primeros cinco días laborables del mes siguiente. <b>Excepciones.</b> No se cobrará la tarifa por custodia en los siguientes casos: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Por el saldo de emisiones de valores registrados y no colocados que se mantengan en el portafolio.</li> <li>• Cuando el depósito se realice en cumplimiento de disposiciones legales.</li> <li>• Cuando los valores depositados en custodia desmaterializada correspondan a terceros.</li> </ul>	0,01%
<b>3. CUSTODIA DE VALORES FÍSICOS</b>	
Tarifa anual a cargo del Depositante directo. La tarifa será calculada sobre el saldo diario a valor nominal. El cobro de esta tarifa se efectuará mensualmente en los primeros cinco días laborables del mes siguiente. <b>Excepciones.</b> No se cobrará esta tarifa cuando el depósito se lo haga en cumplimiento de disposiciones legales	0,04%
<b>4. GESTIÓN ANTE EMISORES</b>	
4.1 Por fraccionamiento** de valores sobre el saldo de valor a fraccionar.	0,05%
4.2 Consolidación de valores La tarifa se cobrará sobre el monto fraccionado o consolidado y se efectuará previo acuerdo entre el emisor y el depositante directo, valores físicos.	0,05%

<b>5. TRANSFERENCIA ENTRE DEPÓSITOS</b>	
5.1 Transferencia local de un depósito de valores a otro La tarifa se cobrará por cada transferencia de valores en la cuenta de depósito del DCV-BCE	\$ 5,00 x C/T
5.2 Transferencia con depósitos de valores en el exterior Los costos que se generen por las transferencias, estarán a cargo del depositante directo que ordena la transacción	\$ 10,00 x Transf
<b>6. VALORES EN GARANTÍA</b>	
6.1 Bloqueo de valores por garantía Débito a cada cuenta de los depositantes directos participantes	\$ 5,00
6.2 Liberación de valores en garantía. Débito a cada cuenta de los depositantes directos participantes	\$ 5,00
<b>7. COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES</b>	
7.1 Renta variable y fija a corto plazo y largo plazo y operaciones de reporto. Se cobrará sobre el valor de la comisión de piso de Bolsa de cada liquidación de compra o venta liquidada en el DCV-BCE. Esta tarifa se cobra a las Bolsas de Valores	5,00%
7.2 Incumplimiento de operaciones Sobre el monto de operación fallida por el depositante directo incumplido, en procesos de compensación y liquidación	1,00%
<b>8. OPERACIONES EXTRABURSÁTILES</b>	
8.1 Renta Variable y renta fija a largo plazo Sobre de la operación fallida de compra y venta en mercado secundario	0,002% FLAT
8.2 Renta Fija a corto plazo. Anualizado por el plazo del valor calculado sobre el monto de la operación de compra y venta	0,002% Anual
<b>9. CERTIFICACIONES</b>	
9.1 Certificación de saldos en cuentas de custodia Por certificación de saldos	\$2.00 por cada certificado

Fuente: DEPÓSITO CENTRALIZADO DE VALORES (BANCO CENTRAL DEL ECUADOR)

\* **FLAT.** El FLAT es la estipulación de la tasa de interés en un contrato financiero de bonos o de préstamos y significa sin interés acumulado

\* **\*Fraccionamiento de títulos valores.** Cuando una o varias sumas depositadas deban entregarse en varias cuotas o a varias personas, el funcionario judicial ordenará al Depósito centralizado de compensación y liquidación que el depósito global se divida en varias de menor valor, según el número en que deba repartirse, sin que en ningún caso la suma de los depósitos resultantes sea superior o inferior al valor del inicial.

### 3.5.3.1.3 Contrato de emisión

La oferta pública de Papel Comercial (OPPC) no requerirá de escritura pública, pero se deberá suscribir un Contrato de Emisión entre la entidad emisora y el representante de los obligacionistas, este contrato contendrá información: 1) legal, económica y financiera actualizada del emisor; 2) modalidades y características del

programa de emisión; 3) él o los propósitos y justificaciones de la emisión de títulos; 4) monto de emisión, lugar y fecha para el pago de capital e intereses; 5) obligaciones y restricciones del emisor; y, 6) derechos, deberes y responsabilidades de los inversionistas como tenedores de papeles comerciales

Para una emisión de obligaciones necesariamente se requiere de una escritura pública. El contrato de emisión de obligaciones al igual que del papel comercial deberá contener las características de la emisión, los derechos y obligaciones del emisor, de los obligacionistas y de la representante de estos últimos.

### **Contenido mínimo del Contrato de Emisión:**

Dicho contrato de emisión las siguientes cláusulas:

- “Nombre y domicilio del emisor, fecha de la escritura de constitución de la compañía emisora y fecha de inscripción en el Registro Mercantil;
- 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;
- Indicación de la garantía específica de la obligación y su constitución;
- En caso de títulos, la indicación de ser a la orden o al portador;
- 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;
- Limitaciones del endeudamiento a que se sujetará la compañía emisora;
- 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, 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;
- Objeto de la emisión de obligaciones;

- 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;
- Indicación del representante de obligacionistas y su remuneración;
- Indicación del agente pagador y del lugar de pago de la obligación y, determinación de su remuneración;
- 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.

Para el caso de emisión de obligaciones se deberán incorporar como documentos habilitantes de la escritura pública, lo siguiente:

- Copia certificada del acta de la junta general de accionistas o de socios, que resuelve la emisión de obligaciones y las características de la emisión.
- Nombramiento del representante legal del emisor.
- Convenio de representación, con el nombramiento del representante legal de la persona jurídica representante de los obligacionistas.
- Contrato suscrito con el agente pagador y nombramiento del representante legal del agente pagador, cuando se trate de una persona jurídica.
- Contrato de underwriting, si lo hubiere.”<sup>62</sup>

### **3.5.3.1.3.1 Elaboración de prospecto de oferta pública y circular de oferta pública**

El prospecto y circular de Oferta Pública de las obligaciones y papel comercial, es la propuesta u oferta pública dirigida al Mercado de Valores, específicamente a inversionistas, cuyo propósito es el de negociar valores en el mercado.

---

<sup>62</sup> Ley de Mercado de Valores. (2014). Título XVII. Art. 164.- Del proceso de emisión. Recuperado el 2 de Enero de 2016, de [http://www.bolsadequito.info/uploads/normativa/normativa-del-mercado-de-valores/ley-de-mercado-de-valores/141024195748-4df8d7eda00bdc4ba0e84cd4b59cbe50\\_leyMercadoValores.pdf](http://www.bolsadequito.info/uploads/normativa/normativa-del-mercado-de-valores/ley-de-mercado-de-valores/141024195748-4df8d7eda00bdc4ba0e84cd4b59cbe50_leyMercadoValores.pdf)

La circular de oferta pública (OPPC) y prospecto de oferta pública (OPO) son los documentos que contiene las características 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 la Junta de Políticas y Regulación Monetaria y Financiera, nombre de la Casa de Valores estructuradora, informe de la calificadora de riesgo con su respectiva calificación de los títulos a ser emitidos y el emisor, representante de obligacionistas y agente pagador. Los representantes de los emisores tendrán la responsabilidad de garantizar que la información publicada en este folleto es segura, real y completa; y serán penados por la ley, por cualquier falsedad u omisión contenida en ellas (Véase Anexo 18). Este prospecto deberá ser revisado por la Superintendencia de Compañías antes de ser inscrito en el Mercado de Valores y aprobado por el mismo para su registro e inscripción.

#### **Impresión del Prospecto y Circular de Oferta Pública.**

Una vez elaborado el OPPC o OPO se imprime y entregará 3 ejemplares impresos a la Casa de Valores estructuradora y a la Superintendencia de Compañías para inscribirlo. Los costos de publicación e impresión esta entre 500 a 1000 dólares, pues estos costos pueden variar de acuerdo a la extensión del tiempo que se realice.

#### **3.5.3.2 Inscripción de valores en el registro Mercado de valores**

El representante legal de la empresa utilizará la escritura pública de emisión antes mencionada, para presentar una solicitud a la Superintendencia de Compañías para su respectiva aprobación. Dicho proceso de inscripción será suspendido en el de incumplimiento de la ley, falta de requisitos necesarios y por causas supervinientes de los representantes de emisión. (Véase Anexo 19).

#### **Aprobación de la inscripción, autorización de emisión y oferta pública**

El tiempo en proceder a revisión se estipula hasta un máximo de 15 días hábiles, luego, la Superintendencia de Compañías aprueba la inscripción en el registro de mercado de valores, autoriza la aprobación de emisión de Papel Comercial u Obligaciones, y consecuentemente la oferta pública. La aprobación de inscripción puede ser cancelada por solicitud del emisor o por oficio de la Superintendencia de Compañías por fallos en la revisión.

## **Oferta Pública**

El emisor procede a efectuar una oferta pública (OPPC y OPO), esta deberá ser difundida en los medios de comunicación, ya sean electrónicos o tradicionales, prensas o periódicos del país. “Requisitos:

- Tener la calificación de riesgo para aquellos valores representativos de deuda provenientes de procesos de titularización, de conformidad al criterio de calificación establecido en esta Ley.
- Encontrarse inscrito, emisor y valores en el Registro del Mercado de Valores.
- Haber puesto en circulación un prospecto o circular de oferta pública que deberá ser aprobado por la Superintendencia de Compañías.”<sup>63</sup>

## **Costos de inscripción de valores en el Mercado de Valores**

Inscripción de valores al registro de Mercado de Valores, el emisor presenta a la Superintendencia de Compañías una copia de la publicación de OPO u OPPC por medio de una orden, solo una vez en el proceso de emisión, esta tarifa será del alrededor del 0,04% con respecto al monto registrado. Esta tasa se actualiza anualmente y no debe exceder de 2500 dólares. Luego de haber cancelado la cuota, el departamento de Mercado de Valores entregará un número de inscripción.

### **3.5.3.3 Inscripción de valores en Bolsa de Valores**

Para la inscripción los requisitos que la Bolsa exige a los emisores son reconocidos en el mercado como una garantía de información y prestigio. Para el proceso el emisor enviará una solicitud a la Secretaria General de Valores solicitando la inscripción como emisor y de sus valores, adjuntando toda la documentación y requerimientos correspondientes (*Véase Anexo 20*). Si el registro se lo hace mediante una Casa de Valores, ésta solo adjuntará la declaración de inscripción.

---

<sup>63</sup> Ley de Mercado de Valores. (2014). Título IV de la Oferta Pública, Capítulo, Art. 12 de los requisitos. Recuperado el 2 de Enero de 2016, de [http://www.bolsadequito.info/uploads/normativa/normativa-del-mercado-de-valores/ley-de-mercado-de-valores/141024195748-4df8d7eda00bdc4ba0e84cd4b59cbe50\\_leyMercadoValores.pdf](http://www.bolsadequito.info/uploads/normativa/normativa-del-mercado-de-valores/ley-de-mercado-de-valores/141024195748-4df8d7eda00bdc4ba0e84cd4b59cbe50_leyMercadoValores.pdf)



## Trámite de Inscripción en la Bolsa de Valores

El emisor al entregar los requisitos y requerimientos necesarios señalados, los departamentos competentes de la Bolsa emitirán un informe para conocimiento del directorio de la institución, en caso de presentarse eventos adversos esta misma resolverá el problema comunicando al emisor para que realice las correcciones del caso, para aprobar la inscripción. De forma inmediata la Bolsa de Valores procederá a inscribir en sus registros al emisor y sus valores y expedirá un Certificado de Inscripción. Esta institución difundirá al mercado la inscripción, señalando la fecha a partir de la cual se podrán negociar los valores inscritos

## Costos de Inscripción en la Bolsa de Valores

**Tabla 3.10: Costos de inscripción y mantenimiento en Bolsa de Valores**

Para Inscripción y Mantenimiento de títulos específicos de renta fija		
Monto / Saldo por amortizar:		% *
Menos de	USD\$ 3.000.000,00	0,103%
Desde	USD\$ 3.000.001,00 hasta 10.000.000,00	0,078%
Desde	USD\$ 10.000.000,00 hasta 20.000.000,00	0,053%
Desde	USD\$ 20.000.000,00 hasta 30.000.000,00	0,028%
Más de	USD\$ 30.000.001,00 en adelante	0,003%

**Autores:** Felipe Aguirre y Pedro García

**Fuente:** Bolsa de Valores de Quito

\* Porcentaje sobre el monto de la emisión aprobada. El pago de la cuota anual de mantenimiento deberá realizarse dentro del primer semestre del año. Los emisores que efectúen el pago hasta el mes de mayo, obtendrán un descuento por pronto pago del 5% sobre la cuota respectiva. La cuota mínima, tanto de inscripción como de mantenimiento, es de 200 dólares y la cuota máxima de 25,000 dólares.

Los Costos de inscripción se pagan una sola vez y la tarifa se desembolsará respecto al monto inscrito, existen descuentos por pronto pago. Por otro lado los costos de mantenimiento serán anuales y se los pagará durante el primer semestre del año, de ser primera emisión, el emisor deberá cancelar tanto la cuota de inscripción como la de inscripción en proporción a los días del año que faltaren hasta el 31 de diciembre, contados a partir de la fecha de autorización de la inscripción por parte del directorio de la corporación.

Para el mantenimiento de inscripción de obligaciones y papel comercial, el emisor deberá enviar la información continua que se describe a continuación:

- “En forma mensual
- Fecha de colocación, monto colocado, precio, serie y clase activo financiero, mientras esté vigente la autorización de oferta pública.
- Monto de activos en circulación, reporte de amortización capital e intereses.
  - En forma semestral:
  - Publicación de sus estados financieros condensados con la calificación de riesgo actualizada. La publicación que deberán realizar las instituciones del sistema financiero se sujetarán a las disposiciones de la Superintendencia de Bancos y Seguros.
  - Detalle de las colocaciones y/o negociaciones de los valores emitidos realizadas a través del mercado extrabursátil.”<sup>64</sup>

#### **3.5.3.4 Colocación de títulos**

La Casa de Valores estructuradora será, en la gran mayoría de los casos, la que coloque los títulos en el mercado. Se procede a imprimir los títulos físicos de ser el caso, el costo de impresión suelen ser de US4.500; el emisor podrá también solicitar a DECEVALE o Deposito Centralizado de Valores el servicio y registro de títulos desmaterializados. Los costos suelen ser de un 0,05% del monto de emisión.

Una vez impresos o desmaterializados los títulos se colocará y venderán en la Bolsa de Valores, de acuerdo al contrato de underwriting preestablecido. La colocación de títulos tiene un costo del 0,1% al 0,2% del monto de la emisión.

#### **Intermediación bursátil**

La Casa de Valores colocara el número de series y clases de los títulos emitidos por la empresa en días y horarios que se negociarán en el mercado bursátil. La Casa de Valores cobrará una comisión por la venta de los títulos de alrededor de 1% al 3% del monto negociado y vendido, la comisión mínima es de 20 dólares. La Bolsa cobra una comisión a la Casa de Valores negociadora sobre el valor efectivo de la transacción. Tarifas:

---

<sup>64</sup> Bolsa de Valores de Quito. (2015). BVQ. Obtenido de [http://www.bolsadequito.info/hecho.php?hec\\_codigo=16100](http://www.bolsadequito.info/hecho.php?hec_codigo=16100)

**Tabla 3.11: Comisiones de la Bolsa de valores por las operaciones efectuadas**

Concepto	Comisión
Comisión Mínima	US\$4.00; excepto para las Operaciones con <u>Notas de Crédito</u> donde se cobrará la comisión resultante de aplicar el porcentaje de comisión de piso establecido.
Rueda de Piso Extendida	0.045% y se calculará de acuerdo al plazo y tipo de operación o la Comisión mínima establecida, valor mayor.
Tipo de Operación: <ul style="list-style-type: none"> <li>Operaciones de Renta Fija</li> </ul>	Corto Plazo: Menor o igual a 360 días – 0.09 % anual, calculado sobre el valor efectivo de cada transacción, o la comisión mínima establecida, el valor que sea mayor. Largo Plazo: Mayor a 360 días – 0.09% Flat, calculado sobre el valor efectivo de cada transacción, o la comisión mínima establecida, el valor que sea mayor.
Descuento en Comisiones	Para las operaciones cerradas por una misma casa de valores o institución del sector público, en una misma rueda, con valores del mismo emisor y título, sean de renta variable o renta fija a corto o largo plazo, que individualmente o en conjunto, sean iguales o superiores a quince millones de Dólares de los Estados Unidos de América (USD 15.000.000,00), se aplicará una comisión de piso de bolsa del cero punto cero cinco por ciento.

**Autores:** Felipe Aguirre y Pedro García

**Fuente:** Bolsa de Valores de Guayaquil

### 3.5.3.5 Resumen de Costos de emisión.

**Tabla 3.12: Resumen Costos Totales por una emisión de papel comercial**

Lácteos del Sur S. A (A manera de ejemplo)		
Emisión de papel comercial		
Costos de la emisión		
Monto de la Emisión	\$ 1.500.000	
Costos de la emisión	\$	% monto
Estructuración de proceso de emisión	10.000,00	0,67%
Colocación de valores por Casa De Valores	1.000,00	0,07%
Comisión de Bolsa de Valores	1.500,00	0,10%
Calificadora de Riesgo	9.000,00	0,60%
Representante de obligacionistas	1.000,00	0,07%
Elaboración de circular	500,00	0,03%
Publicaciones	500,00	0,03%
Inscripción en el registro de Mercado de Valores	600,00	0,04%
Desmaterialización (DECEVALE)	1.050,00	0,07%
Gestión de Pago (DECEVALE)	750,00	0,05%
Inscripción y mantenimiento en Bolsa de Valores	1.545,00	0,10%
Otros gastos.	1.000,00	0,07%
<b>Total costos</b>	<b>28.445,00</b>	<b>1,90%</b>

**Autores:** Felipe Aguirre y Pedro García

**Tabla 3.13: Características del programa de emisión de papel comercial.**

Lácteos del Sur S. A Primera Emisión papel comercial (A manera de ejemplo)	
Monto Emitido	\$ 1.500.000
Plazo de Emisión	2 años
Rendimiento promedio	7%
Destino de Emisión	Requiere capital de trabajo

Autores: Felipe Aguirre y Pedro García

**Tabla 3.14: Resumen de Costos Totales por una emisión de obligaciones**

Lácteos del Sur S. A (A manera de ejemplo)		
Emisión de obligaciones		
Costos de la emisión		
Detalle:		
Monto de la Emisión	\$ 4.000.000	
Costos	\$	% Monto
Estructuración de proceso de emisión	10.000,00	0,25%
Colocación de valores por Casa De Valores	2.800,00	0,07%
Comisión de Bolsa de Valores	4.000,00	0,10%
Calificadora de Riesgo	16.000,00	0,40%
Representante de obligacionistas	2.000,00	0,05%
Elaboración de Prospecto	500,00	0,01%
Publicaciones	500,00	0,01%
Inscripción en el registro de Mercado de Valores	1.600,00	0,04%
Desmaterialización (Decevale)	4.000,00	0,10%
Gestión de Pago (Decevale)	2.000,00	0,05%
Inscripción y mantenimiento en Bolsa de Valores	3.120,00	0,08%
Otros gastos.	2.000,00	0,05%
<b>Total costos</b>	<b>48.520,00</b>	<b>1,21%</b>

Autores: Felipe Aguirre y Pedro García

**Tabla 3.15: Características del programa de emisión de obligaciones**

Lácteos del Sur S. A Primera Emisión obligaciones (A manera de ejemplo)	
Monto Emitido	\$ 4.500.000
Plazo de Emisión	4 años
Rendimiento promedio	8%
Destino de Emisión	Proyecto de crecimiento: La empresa lanza un nuevo producto al mercado

Autores: Felipe Aguirre y Pedro García

### **3.5.4 Negociación de títulos en la Bolsa de Valores**

Para realizar las operaciones en Bolsa de Valores dentro de los diferentes tipos de mecanismos de negociación que existen, los operadores o intermediadores de las Casas de Valores presentan las ofertas y demandas llamadas también posturas de los valores, pues a su vez estos operadores deben acatar las órdenes de sus comitentes o clientes. En estas órdenes se especifica las instrucciones de los valores a negociarse como son el tipo de valor, monto, precio, serie, clase, rendimiento. etc.

#### **Mecanismos de Negociaciones**

Para efectuar las negociaciones en la Bolsa, existe un lugar propicio y específico para realizarlo, este espacio se lo denomina “Rueda de Bolsa”, que es el lugar en el que se desarrollan las operaciones bursátiles. La Rueda de Bolsa se puede clasificar mediante 2 sistemas de negociación: Rueda de Voz y Rueda Electrónica y otra alternativa media Subastas

##### **3.5.4.1 Rueda de Voz**

También conocida como “Rueda de Piso”, es un lugar físico dentro de la infraestructura de la Bolsa de Valores, Se realiza de lunes a viernes, excluyendo los días festivos, en el horario determinado por el Directorio<sup>65</sup>, Para realizar la rueda de piso se requiere de un Director de Rueda. Este mecanismo ya casi no se utiliza ya que todo ha sido puesto en plataformas digitales.

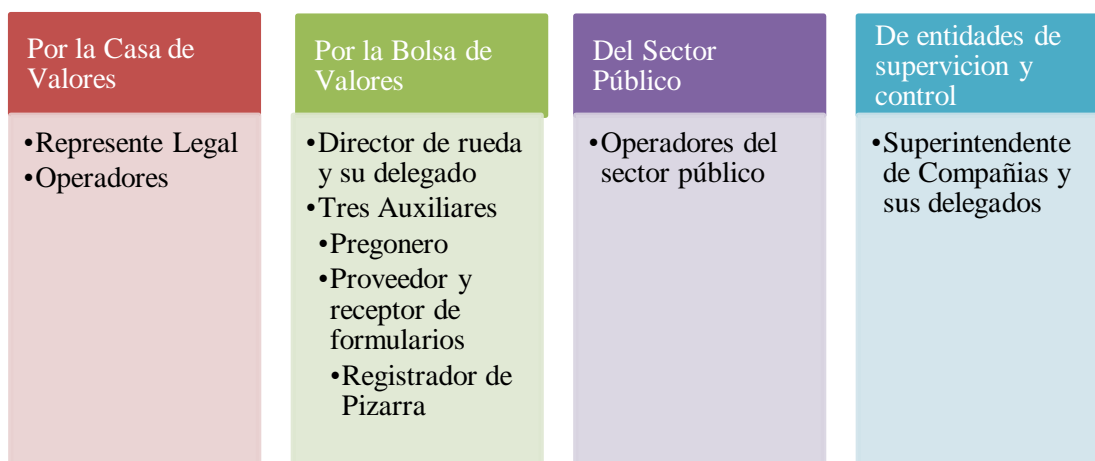
Los operadores colocan posturas de los valores de sus comitentes, en formularios utilizados como registro y prueba de las posturas. Una vez entregadas las posturas, los pregoneros de la Bolsa de Valores las anuncian. Cuando existe una postura de compra y una de venta de iguales características se produce el calce, este es registrado e ingresado en el sistema de liquidaciones donde se ilustra el detalle del valor negociado, el comprador, el vendedor y las comisiones pactadas, para la emisión de la factura que constituye la liquidación y el contrato.<sup>66</sup>

---

<sup>65</sup> El calce es la igualación de todas las características de la compra y venta de un valor que permite ir al cierre automático de la negociación y posteriormente de la transacción.

<sup>66</sup> Liquidación y contrato (factura). Es el documento que detalla el acuerdo sobre la transacción y por lo mismo genera obligaciones y comisiones para el comprador y vendedor.

### Esquema 3.2: Del Personal Autorizado en la rueda de piso



**Autores:** Felipe Aguirre y Pedro García

**Fuente:** Bolsa de Valores de Quito

#### 3.5.4.2 Rueda Electrónica

La rueda electrónica o Sistema Electrónico Bursátil (SEB), no necesita de la presencia física del operador de la Casa de Valores, pues este no acude a los horarios de las negociaciones, simplemente permanece dentro de la institución y se conecta con un computador a la Bolsa de Valores mediante un sistema central de negociación, el mismo se enlaza con el sistema matriz de la Bolsa (para la Bolsa de Valores de Quito se utiliza el sistema “SIBE – Quito”). El sistema tiene la opción de registro de diversos tipos de órdenes, lo que permite a los operadores de valores ejecutar las instrucciones dadas por sus comitentes de manera más rápida y eficaz.

Se realiza de lunes a viernes, excepto en días festivos, en un horario determinado por el Directorio. Actualmente es de 9:00 a 16:00; incluyendo un lapso para la subasta de apertura de 30 minutos y 5 minutos para la subasta de cierre al final de la rueda electrónica; en los dos casos, el sistema ejecuta la adjudicación en un momento aleatorio después del periodo de cada subasta. Cuando se realiza un calce, el sistema electrónico cierra automáticamente la transacción<sup>67</sup>; en el caso de no estarlo utiliza el sistema denominado “Advanced Trader Sector Privado”

<sup>67</sup> Los valores estandarizados son aquellos que se emiten en serie, por lo que todas las unidades tienen características idénticas

### 3.5.4.3 Subastas

Mecanismo de negociación en el cual se colocan las posturas de compra y venta. La subasta en el ámbito bursátil se entiende a un grupo de valores con iguales características entre sí, estas son objeto de una postura que no puede ser fraccionada.

#### Clases de Subastas

- **Subastas en paquete:** Las posturas de compra y venta son indivisibles.
- **Subasta en paquete de puja:** Las posturas son indivisibles, pero se permite la puja para mejorar el precio o rendimiento.
- **Subasta parcial:** Permite fraccionar la postura de la oferta, para que cubra la demanda de la postura, se debe especificar el paquete fraccionario mínimo
- **Subasta parcial con puja.** Se permite fraccionar la postura de oferta, para que cubra la postura de demanda, pero se debe especificar el paquete fraccionario mínimo; permitiendo mejorar el precio mediante la puja.

Estas subastas tienen una duración de 50 minutos; de acuerdo a lo dispuesto por el directorio y también determina el monto mínimo negociables de los valores a negociarse, anunciándolos al menos 3 días antes. Actualmente existen 4 subastas durante al día y es la institución pública que decide en que subasta desea participar.

#### Fases de la subasta.

1. **La presentación de la postura.** El operador público ingresa las posturas con los precios mínimos o el rendimiento máximo en 15 minutos.
2. **Inscripción.** Los operadores de las Casas de Valores y otros demandantes, seleccionarán las posturas que más les interese, 15 minutos.
3. **Subasta.** La subasta dura 30 minutos, durante este período los participantes registran sus demandas. Al término de la subasta el demandante que haya ofrecido el mejor precio serán asignados.
4. **Asignación.** Las demandas se adjudican en función del mejor precio o rendimiento. Si se presentase el caso de que dos o más posturas se hayan ofrecido el mismo precio o rendimiento, se adjudicará en orden cronológico de ingreso.
5. **Liquidación y compensación.** Demanda adjudicada se liquida.

#### **3.5.4.4 Registro Posturas.**

Las posturas son intenciones de compra y venta de un valor determinado durante un lapso que se desarrolla la rueda de voz o electrónica.

Las posturas se manifiestan en formularios donde son registrados cuando se realiza una rueda de voz e ingresados digitalmente en una rueda electrónica y se los registra mediante terminal, aquí se ingresa digitalmente la postura y para registrarla al sistema el operador tiene una clave de acceso o mediante un formulario óptico que procede de acuerdo a lo establecido en el período de pre-apertura de la rueda, el sistema ordena las posturas rechazando las no válidas y determina el cierre y calce de las posturas de oferta y demanda mejores registradas. Para realizar una postura, el operador lo hace de 4 maneras diferentes, y dependerá de su cliente.

- 1. En firme.** Los posturas se inscriben con precio definido
- 2. En Cruce.** Posturas compra y venta presentadas por la Casa de Valores
- 3. De mercado.** Las posturas se manifiesta ante las fuerzas de mercado, es decir, se ejecutan al mejor precio o rendimiento de compra o venta. De no existir una postura contraria se la da de baja automática.
- 4. De Fracciones o Postura fraccionada.** Transacciones que no alcanza a cumplir los requisitos mínimos de la postura por lo que no marca precio

#### **Tiempo de vigencia y retiro de postura.**

Las posturas duran todo el tiempo que se realiza la rueda, pero se puede retirar si el operador no ha recibido una contrapartida de otro operador y si la postura posee características y un valor negociable pero diferente precio, el retiro solicitado lo debe anunciar el pregonero y el mismo operador que colocó la postura procede a retirar; en una rueda electrónica simplemente se realiza el retiro digitalmente.

#### **Calce de las posturas.**

El calce es la igualación de todas las características de la compra y venta de un valor que permite ir al cierre automático de la negociación y posteriormente de la transacción. En una rueda electrónica las posturas calzarán con otras por la similitud de precio y se cerrará posteriormente para registran la transacción.



#### 3.5.4.5 Liquidez de títulos.

Se describe el grado de facilidad o dificultad de buscar una contrapartida de postura de compra y venta, esto se debe a las expectativas y noticias que están en conocimiento del público en el caso de renta variable, cuantificar liquidez de renta variable es difícil ya que todos son emitidos en forma seriada de acuerdo a ciertas características comunes en calificación de riesgo, rendimiento, plazo de vencimiento y otras características que puedan tener en similitud con otras emisiones y puede darse el caso que estos títulos se negocien simultáneamente.

#### .Clasificación de liquidez de los títulos.

Estos se clasifican en:

- **Títulos muy líquidos.** Cerrados en 7 días hábiles.
- **Títulos medianamente líquidos.** Cerrados en más de 7 y menos de 30 días.
- **Títulos poco líquidos.** No cerrados en más de 30 días
- **Títulos muy poco líquidos.** Son operaciones que no se han cerrado en los últimos 30 días calendario, por lo tanto el precio es de libre variación.

#### 3.5.4.6 Reporto Bursátil

El reposto bursátil se considera a la acción de compra – venta de valores que se realiza a través de la Bolsa de Valores. También se lo puede definir como la venta temporal de títulos ya sea de variable o fija y en recompra a un valor predeterminado y el vencimiento a un plazo no mayor a 180 días y serán liquidados dentro de la misma Bolsa.

Para realizar el reposto bursátil las parte interesadas deben realizar un contrato de mandato y custodia (*Véase Anexo 21*)

Los participantes del Reposto Bursátil son:

1. **Reportante o Comprador:** Es el que entrega el dinero para adquirir temporalmente los valores, que luego revenderá a un precio y plazo establecido, obteniendo un rendimiento ganado por la valor de compra y la recompra final.

2. **Reportado o Vendedor.** Vende los valores material del reporto, pero con el compromiso de recomprarlos a un valor y plazo establecido, obteniendo una ganancia por la venta temporal de los papeles.

#### **Tipos de Reporto.**

1. **Sin derechos accesorios:** El conserva los derechos derivados de los valores y los mantendrá hasta que concluya la fecha de vencimiento.
2. **Con derechos accesorios:** El reportante obtiene los derechos derivados de los valores desde la fecha de contado normal hasta la fecha de valor de cumplimiento o recompra
3. **Reporto General:** El reportante no establece los títulos materia de la operación permitiendo cumplir con la fecha de contado a la transacción con cualquiera de los valores aprobados por la Bolsa como reporto.
4. **Reporto Específico.** El reportante indica la clase de valores negociados, que luego deberá entregar en la fecha de contado los valores anteriormente escogidos para dar cumplimiento a la operación.

#### **3.5.4.7 Cumplimientos de las Operaciones**

Luego de haberse cerrado las operaciones de la rueda, las posturas cerradas y registradas en las papeletas, se procede a cumplir con los términos de la negociación efectuando la entrega de los valores (para nuestro caso obligaciones y papel comercial) y el pago correspondiente de los mismos, descontando las comisiones de las partes operadoras y la comisión de Bolsa de Valores. En este punto se culmina el paso 4 de la Intermediación bursátil de las obligaciones y papel comercial.

De existir incumplimientos por alguna de las partes operadoras, se instaurará una comisión que penalizará este tipo de actos, pues previamente por políticas del director de la rueda, no se reconoce excusas para incumplir este tipo de acuerdos.

Las operaciones de acuerdo a su liquidación de pueden clasificar en:

1. **Fecha Valor Hoy.** La operación se liquida en el mismo día o máximo el siguiente día hábil, en este último existirá un compromiso entre las partes.

2. **Contado.** Operaciones usadas para el mercado de renta variable, estas negociaciones deberán ser cumplidas al término de 3 días laborables.
3. **A plazo.** Las operaciones que tienen plazo, deben ser liquidadas en 5 días laborables, pues estas operaciones no tendrán extensión de plazo, ni tampoco marcarán precio.

### 3.5.5 Compensación y liquidación de operaciones en Bolsa

El proceso de compensación y liquidación de operaciones y valores tiene que ver con el proceso de entrega oficial o contable de los valores negociados del vendedor hacia el comprador (“Compensación” o “Clearing”) – recepción de los valores negociados, como la transferencia o flujo de los medios de pago que respaldan la operación realizada del comprador hacia el vendedor (“Liquidación” o “Settlement”). Estas acciones deben efectuarse simultáneamente, de tal forma que se garantice el “pago contra entrega”. Para este proceso la Bolsa de Valores, emite un documento oficial, denominado factura “liquidación-contrato”<sup>68</sup>, donde se registran todos los datos y características del valor objeto de una transacción.

Se llamará “Liquidador, a la institución delegada por la Bolsa de Valores para efectuar la liquidación de las operaciones y estas pueden ser como aclaramos anteriormente mediante un Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación, para nuestro caso tenemos a DECEVALE S.A, el Depósito Centralizado de Valores Banco Central del Ecuador y la misma Bolsa de Valores ( Véase Anexo 22). Para realizar las respectivas transacciones se utiliza un mecanismo de liquidación conocido como “Compensación de Saldos Netos de Operaciones”, que es el origen y destino de fondos a cuentas en los Bancos Privados, si son instituciones del sector público será por cuentas en el Banco Central, utilizando transferencias de fondos.

“Aplicando el caso en el país DECEVALE toma en cuenta los saldos deudores y acreedores de cada una de las Casas de Valores, resultantes de equiparar el volumen de las ventas con el volumen de las compras efectuadas y que deben

---

<sup>68</sup> La liquidación-contrato es un documento muy importante para las Casas de Valores y la Bolsa De Valores, ya que detalla la información a ejecutarse a la respectiva compensación de valores, así como a través de ésta los inversionistas, tanto comprador como vendedor de los títulos colocados en la Bolsa de Valores, pueden determinar exactamente los valores a pagar (valor efectivo, intereses y comisiones) y recibir respectivamente.

cumplirse en una determinada fecha valor. Ese saldo neto lo ejecuta mediante transferencias a las cuentas abiertas en el Banco Central por el DECEVALE, así como por los bancos privados con los que operan las casas de valores.

Con el reporte de saldos netos, que pueden ser obtenidos por las Casas de Valores en forma remota, éstas conocen si en un determinado día deben enviar o recibir transferencias por parte del DECEVALE. Así mismo, el DECEVALE realiza los trámites e instrucciones respectivas para la efectivización de las transferencias desde la cuenta del DECEVALE hacia las cuentas de las Casas de Valores en los bancos privados, o de las cuentas que hayan señalado cada una de las Casas de Valores que han participado en las transacciones.

Las transferencias se realizarán si el valor de las ventas totales es mayor al de las compras totales, el valor neto es negativo, es decir es un valor a favor de la Casa de Valores que debe ser cubierto por DECEVALE. Si el valor de las ventas es inferior al de las compras totales, el valor neto es positivo, es decir es un valor a favor del DECEVALE, que debe ser cubierto por la casa de valores.<sup>69</sup>

La compensación se realiza todos los días hábiles en cinco horarios diferentes durante el día, Los procesos de liquidación se realiza hasta 11h30, 15h30, 16h00, 17h00 y 18h00 respectivamente, se describe a continuación:

- **(11h30) Proceso Compensación Temprana:** Horario para efectuar las operaciones de cumplir con la entrega de los títulos negociados como de transferencia de fondos en la cuenta del liquidador.
- **(15h30) Segundo Proceso.** Horario en que se compensan las operaciones de ventas puras (Casas de Valores o Entidades Públicas interventoras diferentes por cada punta de la transacción) y cruzadas (comisiones de los operadores y personal de Bolsa).
- **(16h00) Tercer Proceso:** Horario para operaciones de Reporto Bursátil cerradas del sector público o privado.
- **(17h00) Cuarto Proceso:** Se Compensa las operaciones de ventas puras pendientes de cumplir y compensar en el proceso anterior. En este caso, la

---

<sup>69</sup> Bolsa de Valores de Quito. (2006). Guía del Inversionista Bursátil. Quito.

Bolsa de Valores o respectivo liquidador instruye la transferencia de fondos al Banco Central, sin responsabilizarse por que el crédito final a la cuenta destinataria de los fondos se realice en el mismo día.

- **(18h00) Quinto Proceso:** Horario única para las operaciones cruzadas. Las comisiones serán acreditadas en la cuenta de las Casas de Valores y Entidades Públicas, que hayan realizado operaciones cruzadas, en la mañana del siguiente día hábil bursátil.

Para cumplir con las operaciones el vendedor por obligación deberá efectuar la entrega de los títulos valores en los siguientes lugares:

- Departamento de Valores de la Bolsa de Valores
- Oficinas de representación de otras ciudades
- Oficinas de DECEVALE

Todo proceso de compensación y liquidación de las operaciones y valores debe tener un control, para ello la Bolsa de Valores o el liquidador tiene la obligación de entregar todos los días por el internet a partir de las 18H00 a la Casa de Valores e Instituciones Públicas los siguientes reportes:

- **Planilla de Compensación:** Detalla los valores de las operaciones realizadas y compensadas, se visualiza comisiones, multas y servicios contabilizados durante el día, consolidado por todos los procesos de compensación.
- **Distribución de Saldos a Favor:** Este reporte detalla los saldos positivos, banco, cuenta, propietario de fondos y la suma acreditada.
- **Reporte del Impuesto a la Renta:** Detalla el valor retenido por concepto de impuestos de todas las operaciones realizadas y compensadas.
- **Estado de Cuenta:** Detalle de las operaciones, comisiones y servicios a compensarse a partir del siguiente día hábil

Luego de esto el liquidador preparara la distribución de los valores a compensarse en el Banco Central, mediante una unidad de almacenamiento magnético (disco) que será entregado junto con el formulario de "Transferencia entre Cuentas Corrientes" debidamente firmado por el personal autorizado del Liquidador,

para debitar la cuenta del Liquidador “Orden de Crédito por Compensación”, a cada cuenta corriente en este caso de los Bancos, de las Casas de Valores e Instituciones Públicas. La información se entrega en una ventanilla especial las veces que sean necesarias.

En la fecha de cumplimiento de la operación, el departamento de valores de la Bolsa de Valores, representante encargado o el Deposito Centralizado de Compensación y Liquidación, en el caso de haber entregado en sus oficinas, deberá entregar los títulos valores junto con el formulario “Acta de Entrega/Recepción de Títulos Valores” y el original de la “Liquidación de Bolsa”.

Si los títulos valores fueron entregados en las Oficinas de Representación del emisor, el funcionario responsable de dicha oficina, procederá de la siguiente manera:

- “Remitirá al Liquidador hasta las 16h30 la lista de las operaciones cumplidas por los vendedores con la entrega de los títulos, dicho reporte contendrá el número de la operación y el nombre de la Casa de Valores o Institución Pública.
- El último día laborable de cada semana enviará a la Bolsa de Valores las transferencias procesadas en el Banco Central, las “Cartas de solicitud de Transporte” y los originales del formulario “Acta de Entrega/Recepción de Títulos Valores”.
- A solicitud del Liquidador, confirmará por fax la presentación de los valores o el pago de una operación en particular.”<sup>70</sup>

### **3.5.5.1 Métodos para calcular los valores negociados de los emisores**

Luego de haberse emitido la factura de liquidación – contrato por las negociaciones, se procede a ejecutar la respectiva compensación de valores para nuestro caso de papel comercial y obligaciones descontando comisiones.

---

<sup>70</sup> Directorio de la Corporación Civil de la Bolsa de Valores de Guayaquil. (2005). Reglamento de Compensación y Liquidación de Operaciones de Bolsa. Guayaquil.

## Cálculos

Para los cálculos de la liquidación-contrato que recibirá el emisor de papel comercial y obligaciones, se resumen en la siguiente manera:

1. **Cálculo del valor efectivo.** Para calcular el valor en efectivo del papel comercial y obligaciones negociadas, dependerá de su valor nominal y el precio expresado en porcentaje:

$$V.E. = V.N * p$$

V.E = Valor Efectivo

V.N = Valor Nominal

P = Precio expresado en porcentaje

Ejemplo: Se desea saber cuál es el valor de efectivo de una operación por la serie de papel comercial cupón cero; cuyo monto nominal es de \$500.000,00 al 98,5 % de precio de descuento

$$V.E. = 500.000,00 * 98,5\%$$

$$V.E. = \$492500$$

R= El valor efectivo de esta operación será de \$492.500,00

2. **Cálculo de las Comisiones.** Las comisiones que se pagan es sobre el valor en efectivo calculado anteriormente y estas son: 1) las comisiones que cobran las casas de valores a sus comitentes y 2) la segunda comisión es por el pago de la Casa de Valores a la bolsa, por el servicio que ésta le ha prestado. Las 2 comisiones son cobradas a ambas partes (comprador y vendedor), estas comisiones son pagadas en el día que se efectúa la compensación. El lector deberá tomar en cuenta que existe comisiones en porcentajes por montos mínimos de transacción mínimas fijadas en 4 dólares, según fijadas por el Directorio de la Bolsa. Una vez desglosado las comisiones del valor efectivo de los valores negociados, el comitente recibe un Valor de Venta.

### Cálculo de la comisión en renta fija

**A). Corto Plazo:** para el cálculo de las comisiones en títulos de renta fija a corto plazo, ésta dependerá del plazo de vencimiento del título. Por lo tanto se expresa de la siguiente manera

$$C.T = p.t * F * V.E$$

C.T = Comisión Total (CCV + CBV)

p.t = Porcentaje total (Casa de Valores y Bolsa de Valores)

F = Factor de anualización

V.E = Valor Efectivo

Para el cálculo de la comisión de la Bolsa, expresamos lo siguiente:

$$C.B.V = \% * F * V.E$$

C.B.V = Comisión Bolsa de Valores

% = Porcentaje mínimo de la Bolsa

F = Factor de anualización

V.E = Valor Efectivo

Obteniendo la Comisión de Bolsa de Valores, se puede deducir la comisión de la Casa de Valores de la siguiente manera

$$C.C.V = C.T - C.B.V$$

C.C.V = Comisión Casa de Valores

C.T = Comisión Total

C.B.V = Comisión Bolsa de Valores

El factor de anualización es el período de veces que se repite durante un año, es decir si es Semestral; F = 2. Cuatrimestral; F = 3. Trimestral: F = 4. Bimensual; F = 6 y mensual; F = 12. Para periodos que no son los anteriores la formulas es:  $F = \frac{n}{360}$

**B). Largo Plazo:** para el cálculo de las comisiones en títulos de renta fija a largo plazo se usará la misma metodología, pero exceptuando la periodicidad del título, ya que estos vencen en un plazo de tiempo mayor a un año. Por lo tanto porcentaje de comisión que se aplica es total al valor efectivo:

$$C.T = p.t * V.E$$

Que de igual manera utilizada para los títulos de renta a corto plazo, la deducción de la comisión de la Bolsa de Valores y Casa de Valores será la misma empleada anteriormente. Tenemos:



$$C.B.V = \% * V.E$$

C.B.V = Comisión Bolsa de Valores

% = Porcentaje mínimo de la Bolsa

V.E = Valor Efectivo

$$C.C.V = C.T - C.B.V$$

C.C.V = Comisión Casa de Valores

C.T = Comisión Total

C.B.V = Comisión Bolsa de Valores

- 3. Cálculo del monto total de venta.** Aquí el vendedor recibirá el monto total de venta, del cual se le descontará la comisión total y los intereses (este último para el caso de una obligación o papel comercial sin cupón)

**A). Renta Fija a corto plazo con interés o cupón:** El valor venta resulta de descontar las comisiones totales y sumar los intereses que serán pagados.

$$T.V = V.E - C.T + I$$

T.V = Total Vendedor

V.E = Valor Efectivo

C.T = Comisión Total

I. = Intereses

**Renta Fija a corto plazo sin cupón:** Se le descuenta la comisión y los intereses ya que al ser cero cupones, estos títulos no generan intereses:

$$T.V = V.E - C.T - I$$

V.E = Valor Efectivo

T.V = Total Vendedor

C.T = Comisión Total

I. = Intereses

**Nota:** Para pago de los intereses y capital a los inversionistas, se realizará de acuerdo al programa de emisión de Papel Comercial u Obligaciones, donde estipulará el vencimiento del título, lo cual mostrará las fechas y lugar de pagado (Agente Pagador) en donde el inversionista deberá acudir para recibir el cupón éste solo recibirá la amortización y si estos títulos gravara cupones, el inversionista recibirá intereses y capital.

### **3.5.6 Identificación de empresas que puedan utilizar la guía.**

Las PyME facturan alrededor de 100.000 a 5 millones de dólares, hablando de las empresas formalizadas que cuenta con un control interno financiero y que están registradas en la Superintendencia de Compañías, realizan obligatoriamente auditorías externas, dándonos un hincapié inicial que son capaces para incursionar al Mercado de Valores no solo a través de las REB (Registro Especial Bursátil) a manera de tener experiencia por primera vez, sino como emisores de títulos de papel comercial y obligaciones que emiten las grandes empresas por poseer garantías generales, calificación de riesgo, etc. hacen que estos títulos sean atractivos para los inversionistas que buscan el menor riesgo, además como hemos hablado en el capítulo 2, del fracaso de las REVNI que brindaba a las PyME un espacio a manera de incursión al Mercado de Valores, estos valores exceptuaban de varios pagos como de inscripción en el Mercado de Valores e inscripción en la Bolsa de Valores y sobre todo de no necesitar de una calificación de riesgo, esto provocaba una gran incertidumbre para los inversionistas al momento de evaluar estos títulos.

Al final nuestro objetivo con este trabajo es que aporte a la sociedad en general refiriéndonos también a los propietarios de las empresas para que les sirva como una guía, que conozcan más del Mercado de Valores, y sus activos financieros, con la sinergia del análisis de las PyME Ecuatorianas como eje fundamental en la Economía dándoles un manual que ilustre todo el proceso de emisión.

### **3.5.7 Responsabilidades.**

Nuestro compromiso y responsabilidad como autores de este trabajo es de dar a conocer los alcances y límites que permite la normativa legal, mostrando y citando sus prohibiciones, obligaciones y de las sanciones respectivas en caso de violar las leyes en toda la normativa legal existente en el Mercado de Valores.

## CONCLUSIONES GENERALES

Es necesario que la población en general conozca acerca de esta importantísima herramienta que está al alcance de todos, el Mercado de Valores y todas sus distintas alternativas para buscar financiamiento o posibilidades de inversión. Se debe cambiar la idiosincrasia de la población en general y abolir el paradigma de que buscar financiamiento por cualquier otro método que no sea el tradicional (préstamos bancarios), y la incursión en la Bolsa de Valores, son de uso exclusivo de grandes empresas que cuentan con departamentos financieros manejados por expertos en el tema. El objetivo de nuestra Tesis es brindar al usuario, al propietario de una PyME, una herramienta importantísima que le demostrará que la incursión en el Mercado de Valores no es algo inalcanzable.

Creemos importante que el usuario en primera instancia debe empaparse completamente de los conocimientos básicos y conozca todos los por menores de los Mercados existentes en una Economía a breves rasgos pero haciendo un análisis más exhausto en los Mercados de Capitales y comprender la diferencia entre sus dos subdivisiones el Mercado de Dinero y Valores, dentro de este último el usuario podrá conocer los diferentes activos financieros existentes para el financiamiento mediante la utilización de su plataforma, La Bolsa de Valores y analizar más a fondo los activos de nuestro interés; obligaciones y papel comercial.

Es evidente la tremenda importancia que tienen a nivel mundial las PyME, en Latinoamérica son estas empresas las de mayor representación de la Economía y este común denominador está presente de manera más fuerte en el Ecuador en donde debido al gran porcentaje de empresas que laboran bajo el marco informal de la Economía las Pymes pasan a tener una gran representación del PIB no petrolero y de la PEA. Un sector económica tan importante no puede quedar desamparado en cuanto a Financiamiento requerido, la gran mayoría de PyME utilizando solo métodos tradicionales no es capaz de satisfacer sus necesidades de financiamiento, por lo que es necesaria otra alternativa. Existió un intento de introducir a las PyME dentro de estos mercados, la REVNI, estas no fueron apropiadamente analizadas y fallaron. Brindaban facilidades a las PyME pero convertían a las emisiones en

activos financieros poco atractivos al inversionista al ser considerados de mucho riesgo. El momento que vivimos es crucial ya que están en proceso la nueva Ley de Mercado de Valores y uno de los grandes cambios será la sustitución de las REVNI con el REB. El REB debe estar constituido con buenas y firmes bases legales para que intereses privados no dañen su funcionamiento. Se debe tener en cuenta a otros mercados parecidos a nivel mundial y sobre todo Latinoamericano que han logrado tener éxito y emularlos. Este mercado debe dar facilidades a las PyME para la emisión y negociación de sus activos financieros pero creando nuevos parámetros para los mismos

La guía para la emisión de obligaciones y papel comercial se trata de una herramienta informativa que contiene absolutamente todo lo necesario para una correcta incursión en el Mercado de Valores. Hemos creído importante señalar en primera instancia que el usuario de la guía debe saber que un correcto manejo de su información contable y financiera es fundamental para el desarrollo y futuro de su negocio, esta información debe ser revisada por personal capacitado interno o rentado para asegurar su veracidad, esta información puede agilizar de sobremanera una estructuración. Es necesario que el usuario sepa los parámetros básicos a tomar en cuenta de acuerdo al momento coyuntural de su país, cual es el alineamiento del régimen de turno y como este maneja su relación con el sector industrial de interés. Gracias a este análisis, el usuario podrá darse cuenta si es apropiado y oportuno incursionar en un proyecto o expansión que requiere buscar financiamiento y como conseguirlo. Hemos hecho este análisis con un ejemplo para el año 2015 que podrá ser utilizado como base.

Está por demás decir que cualquier PyME que pase del millón de dólares en activos deberá ya presentar informes de auditoras externas periódicas a la Superintendencia de Compañías, de no ser este el caso y se desea hacer una emisión será necesario acudir a una de estas instituciones. La casa de valores es la empresa que ayudara al propietario a que de acuerdo a sus necesidades busque financiamiento y será la que le recomiende el camino a seguir, nuestro trabajo se centra en obligaciones y papel comercial, activos financieros recomendables para PyME; serán entonces estas

instituciones las encargadas de estructurar las circulares y prospectos de oferta pública.

La casa de valores o Banca de Inversión requerirá ciertos requisitos a cumplir: la nota de una calificadora de riesgo certificada, que emitirá sus comentarios y apreciación de la empresa en cuanto a su estado y sobre todo a su capacidad de pago, contratación de un representante legal de accionistas quien velará por los intereses de los posibles inversionistas y por último la contratación de un agente pagador o un deposito central de compensación y liquidación tanto para pago de cupones (intereses) como montos totales y compensación de títulos que ahora casi en su totalidad son desmaterializados, estos pueden ser DECEVALE, el Banco Central o cualquier Banco Privado (solo agente pagador), de cumplir los requisitos podrá ser la misma empresa emisora la que realice los pagos. Para cada una de las instituciones antes mencionadas se provee una lista con requisitos, información, costos, comisiones, contratos y un listado de las empresas existentes en el Ecuador.

Está por demás decir que este trabajo tiene como propósito ayudar a PyME que laboren bajo el marco formal de la Economía y se encuentran debiente inscritas en la Superintendencia de Compañías desde sus inicios. Acudiremos pues a esta institución con el prospecto o circular de oferta pública solo para que se revisen las misas y previa autorización de emisión y difusión se pague la inscripción en el Mercado de Valores. Por último acudiremos a la inscripción en la Bolsa de Valores, institución que también revisara los prospectos y circulares para que no exista ningún error, luego del pago de la inscripción tanto de la empresa emisora como de su emisión se podrán difundir y comercializar los activos financieros, este trabajo lo hacen los brókeres de la casa de valores negociadora que cobrarán comisiones extras por este servicio.



## RECOMENDACIONES

La imagen de un Mercado de Valores como una opción imposible de financiamiento reservada para grandes empresas con desarrollados departamentos financieros debe ser abolida; el gobierno ecuatoriano debe impartir constantes capacitaciones en el sector público y privado que informen sobre las distintas opciones de financiamiento existentes y por sobre todo como acceder a las mismas. Varias entidades dedican su existencia al desarrollo de las PyME, son estas las que puede usar el gobierno como fuentes de información y capacitación. Se debe difundir cuales son las empresas que brindan asesoramiento en el Mercado de Valores. Debe crearse consciencia sobre la correcta administración financiera y contable dentro de las PyME, esto no solo para agilizar procesos si no como plataforma previa a una incursión en el Mercado.

Estamos viviendo un momento trascendental en la historia del Mercado de Valores, se escriben las leyes para el REB para sustituir a las REVNI que desde sus inicios tenía falencias que la destinaban a fallar. Emisiones menos estrictas que convertían a los activos financieros en documentos poco atractivos al inversionista por el gran riesgo que representaban. Creemos que no es necesario eximir a las PyME de algún requisito de emisión todo lo contrario se debe mostrar su estado y capacidad de pago sin embargo los parámetros de medición sobre todo en las Calificadoras de Riesgo deben ser diferentes, así como los montos fijos que estas empresas cobran deben replantearse para ajustarse a la realidad de los montos que una PyME podría llegar a emitir. En cada reforma de la ley de Mercado se han dejado vacíos legales que permiten su manipulación para beneficiar ciertos grupos, es importante que las leyes para el REB tengan un pilar legal bien fundamentado y un objetivo claro el de brindar un alternativa de financiamiento a las PyME. Es prudente analizar los casos de mercados alternativos a nivel mundial pero sobre todo en Latinoamérica donde las realidades políticas económicas son más parecidas y emular lo que se ha hecho bien.

Las entidades que asesoraran a empresas e inversionistas para entrar en el Mercado de Valores, deben hacerlo de la manera correcta, mostrándoles las bondades de diversificar su portafolio y tener más aversión al riesgo, más confianza en PyME en desarrollo que ofrecen tasas pasivas más interesantes.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

### Libros, Revistas e Informes.

Frank J. Fabozzi / Franco Modiglian / Michael G. Ferri. (1996). *MERCADOS E INSTITUCIONES FINANCIERAS*. México: Prentice Hall.

Acuerdo Ministerial No. 281. (2012). Registro Oficial 618.

(2014). *CÓDIGO ORGÁNICO MONETARIO Y FINANCIERO* Segundo Suplemento Registro Oficial N° 332. Quito.

Acuerdo Ministerial No. 281. (2012). Registro Oficial 629.

Bolsa de Valores de Quito. (2014). *Cómo anotar valores en el registro especial para valores no inscritos REVNI*.

Bolsa de Valores de Quito. (2006). *Guía del Inversionista Bursátil*. Quito.

Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones. (2010). *TÍTULO I Del Fomento a la Micro, Pequeña y Mediana Empresa, art Art. 53.-* Definición y Clasificación de las MIPYMES.

Directorio de la Corporación Civil de la Bolsa de Valores de Guayaquil. (2005). *Reglamento de Compensación y Liquidación de Operaciones de Bolsa*. GYE.

FMI Perspectivas Económicas. (2014). *El crecimiento en América Latina disminuirá por quinto año consecutivo*. Santiago, Chile.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL. (2015). *Perspectivas Economía Mundial*.

Inec. (2015). *Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo*.

Ley de Compañías del Ecuador. (1999). *Sección de la Auditoría externa Art. 325*.

Ley de Mercado de Valores. (2014). *Art. 177.- De las facultades de las calificadoras de riesgo. Del TÍTULO XVIII DE LAS CALIFICADORAS DE RIESGO*. UIO.

Ley de Mercado de Valores. (2014). *Art. 62.- De las operaciones autorizadas. TÍTULO XIII DE LOS DEPÓSITOS CENTRALIZADOS DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES*. Quito.

Ley de Mercado de Valores. (2014). *Título II, Art. 10.- De las atribuciones y funciones de la Superintendencia de Compañías*

Ley de Mercado De Valores. (2014). Título XXI de la Auditoria Externa Art. 194.77.

Ministerio de Finanzas. (2015). *Proforma del Presupuesto General del Estado*.



Ley de Mercado de Valores. (2014). *Título X del capítulo I de las Bolsas de Valores*.

Silva, Elizondo M. (7 de Noviembre 2015.). El Mercado de Valores de Mexico., (pág. 5). Ciudad de Mexico.

SUBSECRETARÍA DE MIPYMES Y ARTESANÍAS . (2012). *Alternativas de Financiamiento a través del Mercado de Valores para PyMES*.

Superintendencia de Compañías. (2002). Resolución No. 02.Q.ici.0012.

Superintendencia del Mercado de Valores. (2012). *Titulo I Disposiciones generales del Artículo 4 Premisas que definen el mav* . Lima.

Ley de Mercado de Valores (2014). Art. 161.- Requisito de calificación de riesgo. Pág 65. Quito.

Ley de Mercado de Valores (2014). Título XII del capítulo II de la Banca De Inversión. Pág. 28. Quito.

### **Documentos en Línea y Sitio Web**

Bolsa De Valores de Guayaquil. (2015). *Casa de Valores*. Recuperado el 12 de Agosto de 2015, de <http://www.mundobvg.com/casadevalores.asp>

Banco Central del Ecuador. (2015). Recuperado el 5 de octubre de 2015, de <http://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/TasasHistorico.htm>

Banco Central del Ecuador (BCE). (2015.). *bce*. Recuperado el 5 de Octubre de 2015, de <http://www.bce.fin.ec/index.php/component/k2/item/310-producto-interno-bruto>

Bolsa de Valores De Quito. (2015). *¿Cómo emitir papel comercial?* Obtenido de [http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/manuales-de-inscripcion-de-valores/papel-comercial/110517212004-413c04d70e09492d8e18ffdfaf76d8d8\\_comoemitirpapelcomercial.pdf](http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/manuales-de-inscripcion-de-valores/papel-comercial/110517212004-413c04d70e09492d8e18ffdfaf76d8d8_comoemitirpapelcomercial.pdf)

Bolsa de Valores de Quito. (2015). *BVQ*. Obtenido de [http://www.bolsadequito.info/hecho.php?hec\\_codigo=16100](http://www.bolsadequito.info/hecho.php?hec_codigo=16100)

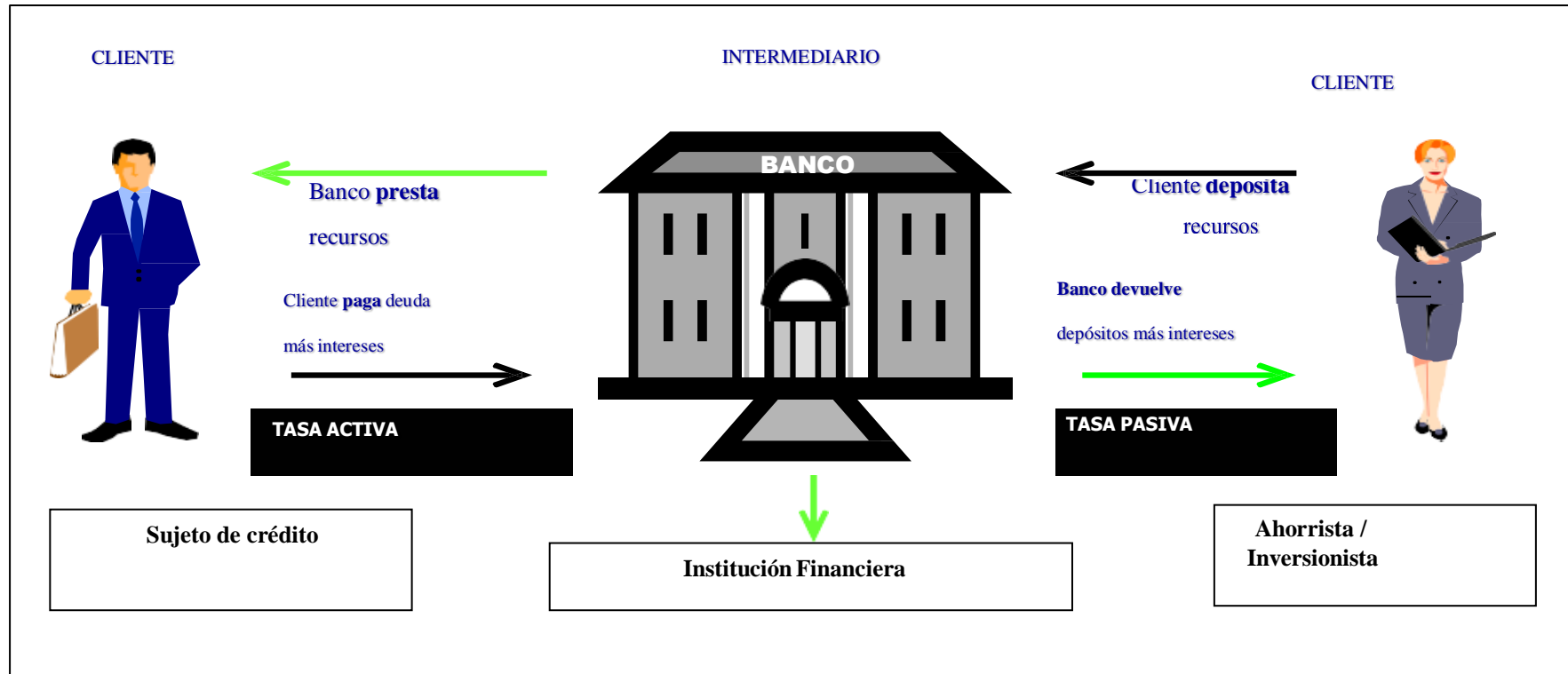
Superintendencia de Compañías (2015). *SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑIAS, VALORES Y SEGUROS*. Recuperado el 13 de Agosto de 2015, de <http://181.198.3.74/wps/portal/Inicio/Inicio/MercadoValores/Informacion/Historia>

ICRE DEL ECUADOR (2015). Recuperado el 2 de Enero de 2016, de [www..com/adjuntos/METODOLOGIA-CALIFICACION-VALORES-DEUDA.pdf](http://www.icre.com/adjuntos/METODOLOGIA-CALIFICACION-VALORES-DEUDA.pdf)

- Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. (2015). *juntamonetariafinanciera*. Recuperado el 13 de Agosto de 2015, de <http://www.juntamonetariafinanciera.gob.ec/>
- Inec. (2015). Recuperado el 5 de Octubre de 2015, de [http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2015/Junio2015/Presentacion\\_pobreza\\_y\\_desigualdad\\_junio15](http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2015/Junio2015/Presentacion_pobreza_y_desigualdad_junio15).
- INEC. (2015). Recuperado el 5 de Octubre de 2015, de <http://www.ecuadorencifras.gob.ec/>
- Ley de Mercado de Valores. (2014). *Capítulo II de la compensación y liquidación*. Obtenido de [http://www.bolsadequito.info/uploads/normativa/normativa-del-mercado-de-valores/ley-de-mercado-de-valores/141024195748-4df8d7eda00bdc4ba0e84cd4b59cbe50\\_leyMercadoValores.pdf](http://www.bolsadequito.info/uploads/normativa/normativa-del-mercado-de-valores/ley-de-mercado-de-valores/141024195748-4df8d7eda00bdc4ba0e84cd4b59cbe50_leyMercadoValores.pdf)
- Ley de Mercado de Valores. (2014). *Titulo IV de la Oferta Pública, Capitulo, Art. 12 de los requisitos*. Recuperado el 2 de Enero de 2016, de [http://www.bolsadequito.info/uploads/normativa/normativa-del-mercado-de-valores/ley-de-mercado-de-valores/141024195748-4df8d7eda00bdc4ba0e84cd4b59cbe50\\_leyMercadoValores.pdf](http://www.bolsadequito.info/uploads/normativa/normativa-del-mercado-de-valores/ley-de-mercado-de-valores/141024195748-4df8d7eda00bdc4ba0e84cd4b59cbe50_leyMercadoValores.pdf)
- Ley de Mercado de Valores. (2014). *Titulo XVII. Art. 164.- Del proceso de emisión*. Recuperado el 2 de Enero de 2016, de [http://www.bolsadequito.info/uploads/normativa/normativa-del-mercado-de-valores/ley-de-mercado-de-valores/141024195748-4df8d7eda00bdc4ba0e84cd4b59cbe50\\_leyMercadoValores.pdf](http://www.bolsadequito.info/uploads/normativa/normativa-del-mercado-de-valores/ley-de-mercado-de-valores/141024195748-4df8d7eda00bdc4ba0e84cd4b59cbe50_leyMercadoValores.pdf)
- NU.CEPAL. (2015). *La Inversión Extranjera Directa en América Latina y el Caribe*. Recuperado el 6 de Octubre de 2015, de [http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/38214/S1500535\\_es.pdf?sequence=4](http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/38214/S1500535_es.pdf?sequence=4)
- Bolsa de Valores de Quito (2015). Recuperado el 12 de Agosto de 2015, de <http://www.bolsadequito.info/inicio/conozca-el-mercado/el-mercado-de-valores/>
- RESOLUCIONES JUNTA DE POLÍTICA Y REGULACIÓN MONETARIA Y FINANCIERA. (2014). *Resoluciones RESOLUCIONES JUNTA DE POLÍTICA Y REGULACIÓN MONETARIA Y FINANCIERA*. Recuperado el 13 de Agosto de 2015, de [http://www.juntamonetariafinanciera.gob.ec/resolucion\\_V.html?dl=0](http://www.juntamonetariafinanciera.gob.ec/resolucion_V.html?dl=0)
- Servicio de Rentas Internas. (2015). *Pymes*. Recuperado el 26 de Noviembre de 2015, de <http://www.sri.gob.ec/web/guest/pymes>
- Ley de Mercado de Valores (2014). Recuperado el 13 de Agosto de 2015, de [http://www.bolsadequito.info/uploads/normativa/normativa-del-mercado-de-valores/ley-de-mercado-de-valores/141024195748-4df8d7eda00bdc4ba0e84cd4b59cbe50\\_leyMercadoValores.pdf](http://www.bolsadequito.info/uploads/normativa/normativa-del-mercado-de-valores/ley-de-mercado-de-valores/141024195748-4df8d7eda00bdc4ba0e84cd4b59cbe50_leyMercadoValores.pdf)

## ANEXOS

### Anexo 1. Ámbito Bancario: Operación Intermediada



Fuente: Fuente: Bolsa de Valores de Quito

Banco se gana un margen  
Margen = Tasa Activa - Tasa Pasiva  
Banco asume responsabilidad

**Anexo 2. Ámbito Bursátil: Operación No intermediada**

Emisor



Cliente entrega papel



Cliente recibe papel



Inversionista



Cliente recibe dinero



Cliente entrega dinero



**CASA DE VALORES  
(Operación en Bolsa)**



**Gana Comisión  
Comisión es mucho menor al margen  
No asume responsabilidad respecto de la solvencia del emisor**

Fuente: Superintendencia de Compañías

### Anexo 3. Miembros de la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera

<p><b>Econ.</b> <b>Patricio Rivera Yánez</b> MINISTRO COORDINADOR DE POLÍTICA ECONÓMICA <b>PRESIDENTE DE LA JUNTA DE POLÍTICA Y REGULACIÓN MONETARIA Y FINANCIERA</b></p>	<p><b>Econ.</b> <b>Diego Martínez Vinuesa</b> <b>DELEGADO DEL SEÑOR PRESIDENTE DE LA REPÚBLICA</b></p>	<p><b>Soc.</b> <b>Pabel Muñoz L.</b> <b>SECRETARIO NACIONAL DE PLANIFICACIÓN Y DESARROLLO</b></p>	<p><b>Econ.</b> <b>Richard Espinosa Guzmán</b> <b>MINISTRO COORDINADOR DE LA PRODUCCIÓN, EMPLEO Y COMPETITIVIDAD</b></p>
<p><b>Econ.</b> <b>Fausto Herrera Nicolalde</b> <b>MINISTRO DE FINANZAS</b></p>	<p><b>Econ.</b> <b>Christian Cruz</b> <b>SUPERINTENDENTE DE BANCOS</b></p>	<p><b>Ab.</b> <b>Suad Manssur Villagrán</b> <b>SUPERINTENDENTA DE COMPAÑÍAS, VALORES Y SEGUROS</b></p>	<p><b>Ing.</b> <b>Hugo Jácome Estrella</b> <b>SUPERINTENDENTE DE ECONOMÍA POPULAR Y SOLIDARIA</b></p>
	<p><b>Econ.</b> <b>Miguel Ruiz Martínez</b> <b>PRESIDENTE DEL DIRECTORIO DE LA CORPORACION DE SEGURO DE DEPOSITOS, FONDO DE LIQUIDEZ Y FONDO DE SEGUROS PRIVADOS</b></p>	<p><b>Econ.</b> <b>Mateo Villalba Andrade</b> <b>GERENTE GENERAL DEL BANCO CENTRAL DEL ECUADOR</b></p>	

**Autores:** Felipe Aguirre y Pedro García

**Fuente:** Junta de Regulación Monetaria Financiera. Fecha de Consulta el 13 de Agosto de 2015, de <http://www.juntamonetariafinanciera.gob.ec/>

#### **Anexo 4. Encuesta para investigar a las PyME en materia de Mercado de**

##### **Valores**

Estimado usuario, el siguiente cuestionario tiene el propósito investigativo de evidenciar el conocimiento general que poseen las PyME acerca de algunas de las formas de financiamiento existentes en el Mercado de Valores y su posición frente al resto de opciones en el Mercado Financiero Ecuatoriano.

Nombre Comercial Empresa:

Giro Comercial de la Empresa:

1. ¿Está Ud. familiarizado con lo que es el Mercado de Valores? (Si su respuesta es no, responder y pasar a la pregunta 2)

Si

No

2. Conoce Ud. la diferencia entre buscar financiamiento en el Mercado de Valores y buscarlo en el Mercado de Dinero?

Si; ¿Cuál cree Ud. es la diferencia principal?:

No; ¿Conoce Ud. que es el Mercado de Dinero?:

3. ¿Está Ud. de acuerdo con la siguiente afirmación: "La Bolsa de Valores es utilizada y realmente útil solo para grandes empresas o expertos en finanzas"?

Si

No

4. ¿Cuál es el método que tradicionalmente se utiliza en esta empresa para obtener financiamiento? Marcar varias opciones de ser el caso.

- a) Préstamo bancario, línea de crédito, préstamos hipotecarios etc. (bancos, cooperativas, mutualistas etc.)
- b) Financiamiento espontaneo o crédito comercial (periodos promedios de cobro y pago con proveedores).
- c) Emisión de acciones.
- d) Emisión de documentos de renta fija (papel comercial, obligaciones, pagarés u otros).
- e) Reinversión de utilidades.
- f) Capital Propio
- g) Otros; favor especificar:

5. ¿Este o estos métodos se utilizan tanto para financiamiento de capital de trabajo a corto plazo (operaciones diarias), como para adquisición de activos a mediano largo plazo (proyectos de expansión o crecimiento)?

- a) Se utiliza el mismo método para cualquier necesidad
- b) Se utilizan distintos métodos de acuerdo a la necesidad; de un breve ejemplo:

ejemplo:

6. ¿Conoce Ud qué es y cuál es el propósito de una emisión de deuda por papel comercial?

Si

No

7. ¿Conoce Ud. que es y cuál es el propósito de una emisión de deuda por obligaciones?

Si

No

8. ¿Conoce usted los pasos a seguir para la emisión de este tipo de documentos (papel comercial y obligaciones)?

Si

No

9. ¿Estaría Ud. dispuesto a dar información financiera y contable a una empresa privada que evalúa su desempeño para emisiones de títulos de deuda?

Si

No

10. ¿De ser necesaria una auditoria externa o calificación de riesgos; ¿considera Ud. que la empresa está en condiciones de entregar información veraz y concisa acerca del estado financiero y contable de la misma?

Si

No

11. ¿Conoce Ud, a quien acudir por asesoría en el tema de incursión en el Mercado de Valores?

Si

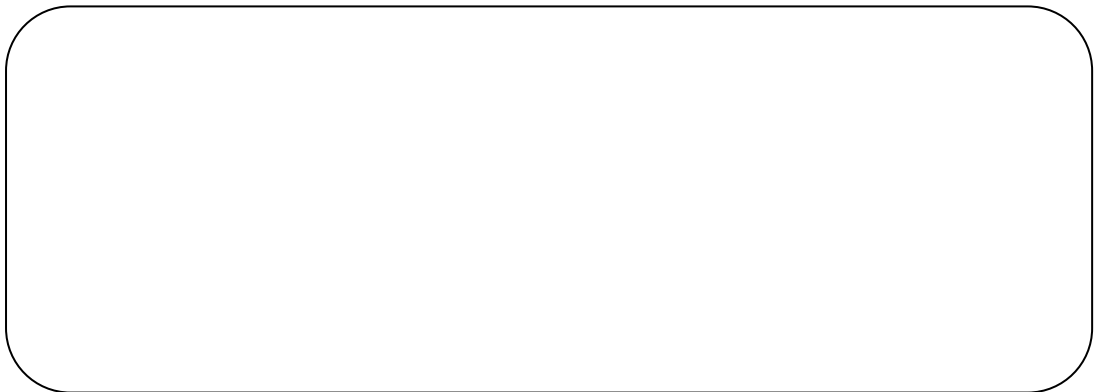
No

12. ¿Cree Ud, que al tener una guía paso a paso que ilustre la manera de incursionar en el Mercado de Valores mediante la emisión de renta fija de papel comercial y obligaciones, su empresa estaría dispuesta a utilizarla?

Si

No

13. ¿Cree Ud. necesario algún tipo de incentivo o campaña por parte del gobierno para la discusión de información que permita a las PyME incursionen en el Mercado de Valores?



**Autores:** Felipe Aguirre y Pedro García



**Anexo 5. Cuadro de Proyecciones de Crecimiento para los años 2015 y 2016  
para las regiones de América del Norte, Sur, Central y el Caribe**

Ultimas Proyecciones del FMI				
(Crecimiento del PIB real, variación porcentual anual)				
	2013	2014	2015	2016
		Est	Proyecciones	
<b>América del Norte</b>				
Canada	2	2,5	2,2	2
Estados Unidos	2,2	2,4	3,1	3,1
Mexico	1,4	2,1	3	3,3
<b>América del Sur</b>				
Argentina	2,9	0,5	-0,3	0,1
Bolivia	6,8	5,4	4,3	4,3
Brasil	2,7	0,1	-1	1
Chile	4,3	1,8	2,7	3,3
Colombia	4,9	4,6	3,4	3,7
Ecuador	4,6	3,6	1	3,6
Guyana	5,2	3,8	3,8	4,4
Paraguay	14,2	4,4	4	4
Peru	5,8	2,4	3,8	5
Suriname	4,1	2,9	2,7	3,8
Uruguay	4,4	3,3	2,8	2,9
Venezuela	1,3	-4	-7	-4
<b>América Central</b>				
Belice	1,5	3,4	2	3
Costa Rica	3,4	3,5	3,8	4,4
El Salvador	1,7	2	2,5	2,6
Guatemala	3,7	4	4	3,9
Honduras	2,8	3,1	3,3	3,4
Nicaragua	4,4	4,5	4,6	4,3
Panama	8,4	6,2	6,1	6,4
<b>EL Caribe</b>				
Antigua y Barbuda	1,8	2,4	1,9	2,3
Las Bahamas	0,7	1,3	2,3	2,8
Barbados	0	-0,3	0,8	1,4
Dominica	-0,9	1,1	2,4	2,9
Granada	2,4	1,5	1,5	2
Haiti	4,2	2,7	3,3	3,8
Jamaica	0,2	0,5	1,7	2,2
Republica Dominicana	4,8	7,3	5,1	4,5
Saint Kitts y Nevis	3,8	7	3,5	3
Santa Lucía	-0,5	-1,1	1,8	1,4
San Vicente y las Granadinas	2,4	1,11	2,1	3,1
Trinidad y Tobago	1,7	1,11	1,2	1,5
<b>América Latina y El Caribe</b>	2,9	1,3	0,9	2

Elaborado por: Felipe Aguirre y Pedro García

Fuente: Perspectivas de la Economía Mundial (2015). Cálculos y Proyecciones del personal técnico del FMI

## Anexo 6. Cuadro Tasas de Interés efectivas vigentes

Tasas de Interés			
Ene-16			
1. Tasas de interés Activas efectivas vigentes			
Tasas Máximas			
Tasa Activa Efectiva Máxima para el segmento:		% anual	
Productivo Corporativo		9.33	
Productivo Empresarial		10.21	
Productivo PYME		11.83	
Comercial Ordinario		11.83	
Comercial Prioritario Corporativo		9.33	
Comercial Prioritario Empresarial		10.21	
Comercial Prioritario PYME		11.83	
Consumo Ordinario		<b>17.30*</b>	
Consumo Prioritario		<b>17.30**</b>	
Educativo		9.50	
Inmobiliario		11.33	
Vivienda de Interés Público		4.99	
Microcrédito Minorista		30.50	
Microcrédito de Acumulación Simple		27.50	
Microcrédito de Acumulación Ampliada		25.50	
Inversión Pública		9.33	
2. Tasas de interés pasivas efectivas promedio por instrumento			
Tasas Referenciales	% anual	Tasas Referenciales	% anual
Depósitos a plazo	5.62	Depósitos de Ahorro	1.21
Depósitos monetarios	0.56	Depósitos de Tarjetahabientes	1.24
Operaciones de Reporto	0.08		
3. Tasas de interés pasivas efectivas referenciales por plazo			
Tasas Referenciales	% anual	Tasas Referenciales	% anual
Plazo 30-60	4.73	Plazo 121-180	6.20
Plazo 61-90	5.22	Plazo 181-360	6.79
Plazo 91-120	5.60	Plazo 361 y más	7.77

Autores: Felipe Aguirre y Pedro García

Fuente: Banco Central del Ecuador

\* Según la Resolución 140-2015-F, publicada en el Suplemento del Registro Oficial No. 627 de 13 de noviembre de 2015

\*\* Según la Resolución 154-2015-F, de 25 de noviembre de 2015

## Anexo 7. Cálculo de los Activos Libres de Gravamen

Cuadro Activos Libres de Gravamen	31-oct-15
Activos Totales (activo corriente + Activo no corriente)	\$ 9.316.042,00
(-) Impuestos diferidos ó activos diferidos	\$ 37.924,00
(-) Activos en litigio	\$ -
(-) Impugnaciones tributarias	\$ -
(-) Monto no redimido de obligaciones en circulación (*)	\$ 2.000.000,00
(-) Monto no redimido de titularizaciones de flujos	\$ -
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados	\$ -
(-) Derechos fiduciarios de negocios fiduciarios que garanticen obligaciones propias o terceros	\$ -
(-) Saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados a través de REVNI	\$ -
(-) Inversiones en acciones de empresas vinculadas que no coticen en Bolsa	\$ -
<b>Total</b>	<b>\$ 7.278.118,00</b>
<b>80% de activos libres de gravamen (**)</b>	<b>\$ 5.822.494,40</b>

Fuente: Caterpremier S.A (2015). Circular de Oferta Pública. Publicado a través de la página de la Bolsa de Valores de Quito

(\*) Monto de papel comercial en circulación.

(\*\*) Monto o cupo Máximo de emisión

**Nota Explicativa.** El propietario PyME debe tener en cuenta el cálculo del 80% de los activos libres de gravamen se debe restar el monto a emitirse, ya que este genera gravamen y por lo tanto el total de los activos libres de gravamen disminuirán

## Anexo 8 Elaboración de un flujo de caja de un proyecto que busca lanzar un nuevo producto al mercado

		Flujo de beneficios Lácteos del Sur S. A					
		0	1	2	3	4	5
<b><u>Inversiones</u></b>							
Inv. Fijas (Anexo 1)	\$ (1.300.000,00)	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Inv. Kapital de trabajo (Anexo1)	\$ (600.000,00)	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Inv. Diferidas	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
<b>Total Inversiones</b>	<b>\$ (1.900.000,00)</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>
<b><u>Flujo Operativo</u></b>							
<b>Ingresos</b>							
Ventas estimadas de yogurt (anexo 2)	\$ -	\$ 1.040.000,00	\$ 1.076.400,00	\$ 1.130.220,00	\$ 1.186.731,00	\$ 1.246.067,55	
<b>Total Ingresos</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ 1.040.000,00</b>	<b>\$ 1.076.400,00</b>	<b>\$ 1.130.220,00</b>	<b>\$ 1.186.731,00</b>	<b>\$ 1.246.067,55</b>	
<b>Egresos</b>							
Gastos administrativos (Anexo 2)	\$ -	\$ (26.000,00)	\$ (26.910,00)	\$ (28.255,50)	\$ (29.668,28)	\$ (31.151,69)	
Costos Fijos (Anexo 2)	\$ -	\$ (104.000,00)	\$ (107.640,00)	\$ (113.022,00)	\$ (118.673,10)	\$ (124.606,76)	
Costos variables (Anexo 2)	\$ -	\$ (208.000,00)	\$ (215.280,00)	\$ (226.044,00)	\$ (237.346,20)	\$ (249.213,51)	
Depreciación (Anexo 1)	\$ -	\$ (430.000,00)	\$ (280.000,00)	\$ (180.000,00)	\$ (180.000,00)	\$ (80.000,00)	
<b>Total Egresos</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ (768.000,00)</b>	<b>\$ (629.830,00)</b>	<b>\$ (547.321,50)</b>	<b>\$ (565.687,58)</b>	<b>\$ (484.971,95)</b>	
<b>Utilidad Antes Imp.</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ 272.000,00</b>	<b>\$ 446.570,00</b>	<b>\$ 582.898,50</b>	<b>\$ 621.043,43</b>	<b>\$ 761.095,60</b>	
Imp. Renta (40%)	\$ -	\$ 108.800,00	\$ 178.628,00	\$ 233.159,40	\$ 248.417,37	\$ 304.438,24	
<b>Utilidad Neta</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ 163.200,00</b>	<b>\$ 267.942,00</b>	<b>\$ 349.739,10</b>	<b>\$ 372.626,06</b>	<b>\$ 456.657,36</b>	
Depreciación	\$ -	\$ 430.000,00	\$ 280.000,00	\$ 180.000,00	\$ 180.000,00	\$ 80.000,00	
<b>Total Flujo Operativo</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ 593.200,00</b>	<b>\$ 547.942,00</b>	<b>\$ 529.739,10</b>	<b>\$ 552.626,06</b>	<b>\$ 536.657,36</b>	
<b><u>Valor Residual</u></b>							
Inv. Fijas (Anexo 2)	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 150.000,00	
Inv. Kapital de trabajo	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 600.000,00	
Inv. Diferidas	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	
<b>Total valor residual</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ 750.000,00</b>	
<b>Flujo de Beneficios</b>	<b>\$ (1.900.000,00)</b>	<b>\$ 593.200,00</b>	<b>\$ 547.942,00</b>	<b>\$ 529.739,10</b>	<b>\$ 552.626,06</b>	<b>\$ 1.286.657,36</b>	
<b>Emisión de Obligaciones (Anexo 3)</b>							
Pago Principal	\$ -	\$ (405.410,61)	\$ (433.789,35)	\$ (464.154,61)	\$ (496.645,43)	\$ -	
Pago Intereses (7%)	\$ -	\$ (126.000,00)	\$ (97.621,26)	\$ (67.256,00)	\$ (34.765,18)	\$ -	
Escudo Fiscal (40%)	\$ -	\$ 50.400,00	\$ 39.048,50	\$ 26.902,40	\$ 13.906,07	\$ -	
<b>Flujo de Beneficios del Inversionista</b>	<b>\$ (100.000,00)</b>	<b>\$ 112.189,39</b>	<b>\$ 55.579,89</b>	<b>\$ 25.230,89</b>	<b>\$ 35.121,52</b>	<b>\$ 1.286.657,36</b>	

Tasa de descuento	27%	CPPK (Anexo3)	4,83%
VAN	(\$ 232.701,70)	VAN	\$ 1.124.828,73
TIR	21,38%	TIR	111,75%

**Anexo 1**

**Inversiones**

<b>Inversiones</b>	<b>Monto</b>	<b>Años Uso/Depreciación</b>	
Maquinaria (yogurt)	\$ 1.000.000,00	5	Depreciación Acelerada
Edificio(yogurt)	\$ 300.000,00	10	Depreciación Lineal
Capital de trabajo	\$ 600.000,00		
<b>Total Inversiones</b>	<b>\$ 1.900.000,00</b>		

**Depreciación Anual**

Detalle/Año	1	2	3	4	5
Tasa Depreciación Acelerada	40%	25%	15%	15%	5%
Maquinaria (yogurt)	\$ 400.000,00	\$ 250.000,00	\$ 150.000,00	\$ 150.000,00	\$ 50.000,00
Dep. Edificio(yogurt)	\$ 30.000,00	\$ 30.000,00	\$ 30.000,00	\$ 30.000,00	\$ 30.000,00
<b>Total depreciaciones</b>	<b>\$ 430.000,00</b>	<b>\$ 280.000,00</b>	<b>\$ 180.000,00</b>	<b>\$ 180.000,00</b>	<b>\$ 80.000,00</b>

Descripción	Valor	Años Uso
Maquinaria (ordeño)	\$ 50.000,00	3
Herramientas (ganadería)	\$ 5.000,00	2
Vida Útil del proyecto	5	años

Valor residual											
Año/detalle	0	1	2	3	4	5	Valor Contable Mercado %	Valor Contable Mercado \$	Pérdida/Ganancia	Imp.	Valor Residual Neto
Maquinaria (yogurt)	\$ 1.000.000,00	\$ 600.000,00	\$ 350.000,00	\$ 200.000,00	\$ 50.000,00	<b>\$ 0,00</b>	100%	\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 0,00
Dep. Edificio(yogurt)	\$ 300.000,00	\$ 270.000,00	\$ 240.000,00	\$ 210.000,00	\$ 180.000,00	<b>150.000,00</b>	100%	\$ 150.000,00	\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 150.000,00
										<b>Total</b>	<b>\$ 150.000,00</b>

**Anexo 2**

**Ingresos anuales**

Ventas de leche:	\$ 200.000,00
Ventas derivados de la leche (queso):	\$ 15.000,00
Ventas estimadas de yogurt	\$ 1.000.000,00
<b>Total Ingresos</b>	<b>\$ 1.215.000,00</b>

Detalle/Año	1	2	3	4	5
Inflación	4,00%	3,50%	5,00%	5,00%	5,00%
Ventas estimadas de yogurt	\$ 1.040.000,00	\$ 1.076.400,00	\$ 1.130.220,00	\$ 1.186.731,00	\$ 1.246.067,55
Ventas de leche:	\$ 208.000,00	\$ 215.280,00	\$ 226.044,00	\$ 237.346,20	\$ 249.213,51
Ventas derivados de la leche (queso):	\$ 15.600,00	\$ 16.146,00	\$ 16.953,30	\$ 17.800,97	\$ 18.691,01
<b>Total Ingresos</b>	<b>\$ 1.040.000,00</b>	<b>\$ 1.076.400,00</b>	<b>\$ 1.130.220,00</b>	<b>\$ 1.186.731,00</b>	<b>\$ 1.246.067,55</b>

**Ventas anuales** \$ 1.000.000,00

**Egresos anuales**

Gastos administrativos	\$ 25.000,00
Costos fijos	\$ 100.000,00
Costos Variables (Los Costos Variables representan el 20 % de las ventas anuales del Yogurt)	200.000,00

Año	1	2	3	4	5
Gastos administrativos	\$ 26.000,00	\$ 26.910,00	\$ 28.255,50	\$ 29.668,28	\$ 31.151,69
Costos fijos	\$ 104.000,00	\$ 107.640,00	\$ 113.022,00	\$ 118.673,10	\$ 124.606,76
Costos Variables	\$ 208.000,00	\$ 215.280,00	\$ 226.044,00	\$ 237.346,20	\$ 249.213,51

\* Las Ventas y los costos están sujetas a inflación

Anexo 3

Fuentes de Financiamiento	Monto	W	Costo	Escudo Fiscal Interés	Costo Real	CPPK
Emisión de obligaciones	\$ (1.800.000,00)	94,74%	7,00%	2,80%	4,20%	3,98%
Inversionistas	\$ (100.000,00)	5,26%	27,00%	10,80%	16,20%	0,85%
Total	\$ (1.900.000,00)	100,00%			<b>CPPK</b>	<b>4,83%</b>

Tasa de Impuestos	40%
-------------------	-----

**a) Emisión de obligaciones tipo II por un monto de \$1.800.000 a 4 años plazo, costo 7% anual y amortización anual**

Monto De duda	\$ (1.800.000,00)	Numero de pagos	4
Plazo (años)	4	Pago	\$ 531.410,61
Monto Inicial	\$ (1.800.000,00)	Tasa de interés	7%

Tabla de amortización				
Año	Saldo Insoluto	Cuota	Interés	Amortización
1	\$ (1.800.000,00)	\$ 531.410,61	\$ (126.000,00)	\$ 405.410,61
2	\$ (1.394.589,39)	\$ 531.410,61	\$ (97.621,26)	\$ 433.789,35
3	\$ (960.800,04)	\$ 531.410,61	\$ (67.256,00)	\$ 464.154,61
4	\$ (496.645,43)	\$ 531.410,61	\$ (34.765,18)	\$ 496.645,43
5	\$ -	\$ -		

Flujo de beneficios Lácteos del Sur S.A. (La empresa requiere capital de trabajo)

	0	1	2
<b><u>Inversiones</u></b>			
Inv. Fijas	\$ -	\$ -	\$ -
Inv. Kapital de trabajo (Anexo1)	(600.000,00)	\$ -	\$ -
Inv. Diferidas	\$ -	\$ -	\$ -
<b>Total Inversiones</b>	<b>(600.000,00)</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>
<b><u>Flujo Operativo</u></b>			
Ingresos			
Ventas Leche y Queso (Anexo 1)	\$ -	\$ 270.000,00	\$ 303.000,00
<b>Total Ingresos</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ 270.000,00</b>	<b>\$ 303.000,00</b>
Egresos			
Gastos administrativos (Anexo 1)	\$ -	\$ (26.000,00)	\$ (26.910,00)
Costos Fijos (Anexo 1)	\$ -	\$ (41.600,00)	\$ (43.056,00)
Costos variables (Anexo 1)	\$ -	\$ (44.720,00)	\$ (46.285,20)
Depreciación (Anexo 1)	\$ -	\$ -	\$ -
<b>Total Egresos</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ (112.320,00)</b>	<b>\$ (116.251,20)</b>
<b>Utilidad Antes Imp.</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ 157.680,00</b>	<b>\$ 186.748,80</b>
Imp. Renta (40%)	\$ -	\$ 63.072,00	\$ 74.699,52
<b>Utilidad Neta</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ 94.608,00</b>	<b>\$ 112.049,28</b>
Depreciación	\$ -	\$ -	\$ -
<b>Total Flujo Operativo</b>	<b>(600.000,00)</b>	<b>94.608,00</b>	<b>112.049,28</b>
<b><u>Valor Residual</u></b>			
Inv. Fijas (Anexo 2)	\$ -	\$ -	\$ -
Inv. Kapital de trabajo	\$ -	\$ -	\$ 600.000,00
Inv. Diferidas	\$ -	\$ -	\$ -
<b>Total valor residual</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ 600.000,00</b>
<b>Flujo de Beneficios</b>	<b>(600.000,00)</b>	<b>94.608,00</b>	<b>712.049,28</b>
<b>Emisión de Papel Comercial Tipo II (Anexo 2)</b>	<b>(500.000,00)</b>		
Pago Principal	\$ -	\$ (240.384,62)	\$ (259.615,38)
Pago Intereses (7%)	\$ -	\$ (40.000,00)	\$ (20.769,23)
Escudo Fiscal (40%)	\$ -	\$ 16.000,00	\$ 8.307,69
<b>Flujo de Beneficios del Inversionista</b>	<b>(100.000,00)</b>	<b>(169.776,62)</b>	<b>439.972,36</b>

Tasa de descuento	27%
<b>VAN</b>	<b>(\$ 84.034,08)</b>
<b>TIR</b>	<b>17,11%</b>

CPPK (Anexo 2)	7%
<b>VAN</b>	<b>\$ 127.337,03</b>
<b>TIR</b>	<b>41,39%</b>



Anexo 1

**Inversiones**

<b>Inversiones</b>	Monto
Capital de trabajo	\$ 600.000,00
<b>Total Inversiones</b>	\$ 600.000,00

**Ingresos anuales**

Año		1	2
Ventas de leche:	\$ 200.000,00	\$ 250.000,00	\$ 280.000,00
Ventas derivados de la leche (queso):	\$ 15.000,00	\$ 20.000,00	\$ 23.000,00
<b>Total Ingresos</b>	\$ 215.000,00	\$ 270.000,00	\$ 303.000,00

<b>Ventas anuales</b>	\$ 215.000,00
Gastos administrativos	\$ 25.000,00
Costos fijos	\$ 40.000,00
Costos Variables	\$ 43.000,00

**Egresos anuales**

Año	1	2	3	4	5
Inflación	4,00%	3,50%	5,00%	5,00%	5,00%
Gastos administrativos	\$ 26.000,00	\$ 26.910,00	\$ 27.313,65	\$ 27.313,65	\$ 27.313,65
Costos fijos	\$ 41.600,00	\$ 43.056,00	\$ 43.701,84	\$ 43.701,84	\$ 43.701,84
Costos Variables	\$ 44.720,00	\$ 46.285,20	\$ 46.979,48	\$ 46.979,48	\$ 46.979,48

\* Las Ventas y los costos están sujetas a inflación

**Anexo 2**

**Costo Promedio Ponderado de Kapital**

<b>Fuentes de Financiamiento</b>	<b>Monto</b>	<b>W</b>	<b>Costo</b>	<b>Escudo Fiscal Interés</b>	<b>Costo Real</b>	<b>CPPK</b>
<b>Emisión de papel comercial tipo II</b>	\$ 500.000,00	83,33%	8,00%	3,20%	4,80%	4,00%
<b>Inversionistas</b>	\$ 100.000,00	16,67%	27,00%	10,80%	16,20%	2,70%
<b>Total</b>	\$ 600.000,00	100,00%			<b>CPPK</b>	<b>6,70%</b>

Tasa de Impuestos	40%
-------------------	-----

**a) Emisión de papel comercial tipo 2 por un monto de \$500.000 a 2 años plazo, costo 8% anual y amortización anual**

Monto De duda	\$ (500.000,00)	Numero de pagos	2
Plazo	2	Pago	\$ 280.384,62
Monto Inicial	\$ (500.000,00)	Tasa de interés	8%

<b>Tabla de amortización</b>				
<b>Año</b>	<b>Saldo Insoluto</b>	<b>Cuota</b>	<b>Interés</b>	<b>Amortización</b>
1	\$ (500.000,00)	\$ 280.384,62	\$ (40.000,00)	\$ 240.384,62
2	\$ (259.615,38)	\$ 280.384,62	\$ (20.769,23)	\$ 259.615,38
3	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -

## Anexo 9. Listado Firmas Auditoras Externas

FIRMA AUDITORA	REPRESENTANTE LEGAL	CIUDAD	DIRECCION	TELF.	CORREO ELECTRONICO
ACEVEDO & ASOCIADOS CIA.	Gindier Acevedo Amaya	QUITO	av. amazonas 477 oficina 1003	2527-100	-
ALCIVAR PIN MILTON NAPOLEON	Milton Napoleón Alcívar	GUAYAQUIL	Elizalde 119 piso 5 ofic. 54	-	-
AENA CIA. LTDA.	Silva Mantilla Wilson	QUITO	Av. 12 de octubre 1830 y Cordero World Trade Center torre B ofic. 201,2,3	2557-173	<a href="mailto:wsilva@aena.ws">wsilva@aena.ws</a> <a href="http://www.aena.ws">www.aena.ws</a>
		GUAYAQUIL	Chimborazo y Vélez	2557-174	
AUDIFINS CIA. LTDA	Luis Bolívar Granados	QUITO	Catalina Aldaz 245 y Portugal casillero de SBS	0999728768	-
AUDIPAC S.A.	Inés Duran García	GUAYAQUIL	Av. Orrantía y Juan Tanca marengo edificio profesional center oficina 416	2280-660	<a href="mailto:lduran@duranconsult.com">lduran@duranconsult.com</a> <a href="http://www.audipac.info">www.audipac.info</a>
AUDITGROUP S.A.	Alex Palacios León	GUAYAQUIL	Av. 9 de octubre 100 y malecón Simón Bolívar	230-9022	<a href="mailto:apalacios@audit-group.com">apalacios@audit-group.com</a>
AUREA & CO., CPA'S CÍA. LTDA. AGN INTERNATIONAL	Juan Puente V.	GUAYAQUIL	Rendón 301 y Carbo	2560-055	<a href="mailto:info@solcrear.com">info@solcrear.com</a>
		QUITO	Av. 10 de Agosto y San Gregorio edif. Santa Ros, piso 5, of. 501	2544-007	-
BAKER TILLY ECUADOR CIA. LTDA.	Elena Pazmiño Mejía	QUITO	Av. Amazonas 4600 y Pereira	2266283	<a href="mailto:info@bakertilvecuador.com">info@bakertilvecuador.com</a>
BATALLAS & BATALLAS AUDITORES	augusto batallas Pérez	QUITO	Mercadillo 141 y Ulpiano Páez	2902-339	<a href="mailto:auditoria@batallas.com">auditoria@batallas.com</a>
BDO ECUADOR CIA. LTDA. BDO BINDER	Román Wilfrido Pineda	QUITO	Av. Amazonas 540 y Carrión edif. Londres, piso 6	2544-024	<a href="http://www.bdostern.com">www.bdostern.com</a> <a href="mailto:rpineda@bdostern.com">rpineda@bdostern.com</a>
		GUAYAQUIL	General Córdova 1040 y Av. 9 de oct. edif. banco. prestamos, piso 8	2565-394	
BESTPOINT CIA. LTDA	Jorge Loja Criollo	CUENCA	Av. 12 de abril y Floreana piso 2	4101-116	<a href="mailto:info@bestpointauditor.com">info@bestpointauditor.com</a>
CAMPAÑA IZURIETA FERNANDO	Fernando Campaña	AMBATO	Sucre y Guayaquil 03-04	3282-9314	<a href="mailto:ate@andinanet.net">ate@andinanet.net</a>
CEPEDA, LEON AUDITORES ASOCIADOS CIA. LTDA.	Carlos León Guerra	GUAYAQUIL	Cuenca 3425 y Octava/ Guayaquil 222 y Pedro Carbo, piso 4, of. 45	2371-152	<a href="mailto:auditoresexternos@gmail.com">auditoresexternos@gmail.com</a>
CAMPOS & ASOCIADOS CIA. LTDA.	Xavier campos cruz	GUAYAQUIL	Chimborazo 2108 y Francisco Marcos, edif. Primavera, piso 2	2400-013	<a href="mailto:camposociado@gmail.com">camposociado@gmail.com</a>
CONSULTORA GABELA CIA. LTDA.	Andrea Álvarez Hurtado	QUITO	Av. de los Shyris 41-151 e Isla Floreana edif. Axios, piso 5, of. 507	2255-825	<a href="mailto:info@congabela.com">info@congabela.com</a>
CONSULTORA JIMENEZ ESPINOSA CIA. LTDA.	Cesar Jiménez Zapata	QUITO	Av. Orellana y 10 de Agosto edif. El Cid piso 6, ofic. 603	2549-820	<a href="mailto:gerencia@consultorajimene">gerencia@consultorajimene</a>
CONSULTORES MORAN CEDILLO CIA. LTDA. HBL INTERNATIONAL LTD.	Juan Moran Cedillo	GUAYAQUIL	Junín 114 y Panamá	42-309403	<a href="mailto:guayaquil@hblmoran.com">guayaquil@hblmoran.com</a>
		QUITO	av. Colón # 1463 y 9 de Octubre, piso 3, ofi. 3	222-088	<a href="mailto:quito@hblmoran.com">quito@hblmoran.com</a>
		CUENCA	Gran Colombia 7-39	2842-059	<a href="mailto:cuenca@hblmoran.com">cuenca@hblmoran.com</a>

<b>CHANGO BAUTISTA FLOR ADELAIDA</b>	Flor Chango Bautista	QUITO	av. 12 de octubre 959 y Veintimilla 1078 edificio El Girón, torre e	2220-800	<a href="mailto:florchango@latinmail.com">florchango@latinmail.com</a>
<b>CUEVA PEREZ JORGE ENRIQUE</b>	-	QUITO	18 de Septiembre 213 y av. 6 de Diciembre edificio 6 de Diciembre	2602320	-
<b>DELOITTE &amp; TOUCHE ECUADOR CIA. LTDA.</b>	Frederick Brown	QUITO	Av. Amazonas 3617 y Pablo Sanz edif. Xerox.	251-319	-
<b>ERNST &amp; YOUNG ECUADOR E&amp;Y</b>	Pablo Cornejo Mignone	QUITO	Andalucía y Cordero edificio Cyede	255-5553	<a href="mailto:franciscornejo@ecevi.com">franciscornejo@ecevi.com</a>
<b>ESTRELLA SILVA LUIS IDRIAN</b>	Luis Estrella Silva	QUITO	Veintimilla 878 y Av. Amazonas edif. Amazonas, piso ,3 ofi. 307	2529-356	<a href="http://www.estrella-apollo-consultores.com">www.estrella-apollo-consultores.com</a>
<b>FREIRE HIDALGO AUDITORES</b>	Jaime Freire hidalgo	QUITO	Av. República 700 y Pradera edificio María Victoria, piso 1, ofi. 106	2548-566	<a href="mailto:jfreire@freirehidalgo.com">jfreire@freirehidalgo.com</a>
<b>GRANT THORNTON DBRAG ECUADOR CIA. LTDA. GRANT THORNTON INTERNATIONAL LTD.</b>	María Guijarro	QUITO	Av. Amazonas y Roca	2551-811	<a href="http://www.grantthorton.ec">www.grantthorton.ec</a>
<b>HANSEN-HOLM &amp; CO. CIA. LTDA MORISON INTERNATIONAL</b>	Mario Hansen-Holm	GUAYAQUIL	9 de Octubre 416 y Chile edificio Citibank, piso 4	2302-742	-
		QUITO	Av. Atahualpa 116 y Juan González		
<b>HERRERA CHANG &amp; ASOCIADOS R.S.M. INTERNATIONAL</b>	ing. francisco Guillermo herrera jurado	GUAYAQUIL	Carchi 601 y Quisquis edificio Quil, piso 3	2292-000	-
<b>HERRERA ROMERO OMAR V.</b>	Omar Herrera	QUITO	Pedro de Ayala 361 y Jorge Gutiérrez	2471-372	<a href="mailto:omarito49@gmail.com">omarito49@gmail.com</a>
<b>HERRERA ROSALES JORGE</b>	Oswald Herrera Rosales	QUITO	José María Vargas 54 y de la Torcaza Urb. del Valle 2 y 3	-	<a href="mailto:jherrerar4@hotmail.com">jherrerar4@hotmail.com</a>
<b>KPMG DEL ECUADOR CIA. LTDA. KLYNVELD PEAT MARWICK GOERDELER</b>	Leónidas Sánchez	GUAYAQUIL	Kennedy norte av. miguel Alcívar mz.302	2290-697	<a href="mailto:aditorg@kpmg.com.ec">aditorg@kpmg.com.ec</a>
	Patricia Mendoza	QUITO	Av. República del Salvador 734 y Portugal, edif. Athos, piso 3	4442-25/8	
<b>LEON GUERRA CARLOS ALBERTO</b>	Carlos León Guerra	GUAYAQUIL	Cuenca 3425 y Alfredo Valenzuela	2453-917	<a href="mailto:calos-leon-g@hotmail.es">calos-leon-g@hotmail.es</a>
<b>MARTINEZ MORA MAGDALENA ELIZABETH</b>	Elizabeth Martínez Mora	QUITO	Tumbaco Av. Interoceánica km 17	-	<a href="mailto:mgmartinez@gmail.com">mgmartinez@gmail.com</a>
<b>MORA VEGA HUGO DELFIN</b>	Hugo Mora vega	RIOBAMBA	Av. 9 de octubre y Juan Montalvo	2946-221	<a href="mailto:hfdlara@hotmail.com">hfdlara@hotmail.com</a>
<b>MOORE STEPHENS &amp; ASOCIADOS</b>	Vladimir Amoroso	GUAYAQUIL	av. francisco de Orellana y miguel Alcívar edificio las cámaras	2683-789	<a href="mailto:vniama@moorestephens-ec.com">vniama@moorestephens-ec.com</a>
<b>MORILLO MUÑOZ MARCELO</b>	David Morillo Muñoz	QUITO	Espectador 150 y ultimas noticias	2461-081	<a href="mailto:mmorillo@punto.net.ec">mmorillo@punto.net.ec</a>

<b>OHM &amp; CO CIA. LTDA. AUDITORES Y CONSULTORES</b>	Patricio Mahauad León	GUAYAQUIL QUITO	Av. Miguel Alcívar y Arboleda edif. Plaza Center, piso 3, ofi. 306 edificio Renazzo Plaza, piso 4, ofi. 409	(4)2280318 (4)2290006 (2)2262908 (2)3331027	<a href="mailto:ohm@ohmecuador.com">ohm@ohmecuador.com</a>
<b>PAEZ, FLORENCIA &amp; CO. CIA. LTDA.</b>	William Florencia	QUITO	Av. Brasil 40-38 y Charles Darwin- edificio Kaufer- piso 4 - oficina 9	3318022	<a href="mailto:lapaez@cablemode.com.ec">lapaez@cablemode.com.ec</a>
		GUAYAQUIL	Junín 203 y Panamá - edificio Teófilo Bucar	2304762	<a href="mailto:pfcotad@easynet.net.ec">pfcotad@easynet.net.ec</a>
<b>PKF &amp; CO. CIA. LTDA. Antes Naranjo López Cía. Ltda. PANNELL KERR FORSTER</b>	Edgar Naranjo López	GUAYAQUIL	9 de octubre 1911 y los ríos edif. Finansur, piso 12, ofi. 2	453-883	<a href="mailto:pkf-ec@gu.pro.ec">pkf-ec@gu.pro.ec</a>
		QUITO	Av. Amazonas y Atahualpa edif. Corfinsa, piso 3	09-739-334	
<b>PRICE WATERHOUSE COOPERS DEL ECUADOR CIA. LTDA. PRICE WATERHOUSE</b>	-	QUITO	Av. Diego de Almagro 2054 y Wimper edif. IBM	562-288	-
		GUAYAQUIL	Carchi 702 y 9 de Octubre edif. Salco, pisos 2 y 3	288-199 281-555	
<b>ROMERO &amp; ASOCIADOS</b>	José Romero Montiel	GUAYAQUIL	Junín 114 y malecón edif. Torres del Río, piso 6, ofi. 8	565-657	<a href="mailto:raul.g.ortiz@ec.evi.com">raul.g.ortiz@ec.evi.com</a> <a href="mailto:jose.t.romero@ec.evi.com">jose.t.romero@ec.evi.com</a>
		QUITO	Av. Amazonas 2953 y Rumipamba edif. Torre Carolina, pent-house	2267-012	
<b>RUSSELL BEDFORD ECUADOR S.A.</b>	Ramiro Pinto	QUITO	Av. de la República 3-30 y Ulloa edf. Pinto Holding	3317-794	<a href="mailto:rpinto@rbecuador.com">rpinto@rbecuador.com</a> <a href="http://www.russellbedbord.com.ec">www.russellbedbord.com.ec</a>
<b>RVL CONSULTORES &amp; AUDITORES CIA. LTDA.</b>	Edgar Regalado Vargas	GUAYAQUIL	Lorenzo de Garaicoa 821 y Manuel Rendón, piso 3, ofi. 301	2249-328	<a href="mailto:rvlconsultor@hotmail.com">rvlconsultor@hotmail.com</a>
<b>SANCHEZ ALBARRACÍN MARCELO SANTIAGO</b>	Santiago Sánchez	LOJA	Olmedo 09-84 y Miguel Riofrio	-	<a href="mailto:msa_caa@hotmail.com">msa_caa@hotmail.com</a>
<b>SAYCO CIA. LTDA.</b>	Joel Muriel Rodríguez	QUITO	Capitan Rafael Ramos 1205 y av. 10 de Agosto	2540-087	-
<b>SBV AUDITORES ASOCIADOS CIA. LTDA.</b>	Pablo Díaz Rosero	QUITO	Av. República del Salvador 354 y Moscú	2249-283	<a href="mailto:gerenciageneral@auditoresbv.com">gerenciageneral@auditoresbv.com</a>
<b>KRESTON AUDIT SERVICES ECUADOR</b>	Luis Sánchez Moncayo	QUITO	El Comercio 402 y Av. de los Shyris edificio Andre, piso 2	2257-779	<a href="mailto:uhy@uhyecuador.com">uhy@uhyecuador.com</a>
<b>VALAREZO &amp; ASOCIADOS VALASOC CIA. LTDA.</b>	Douglas Valarezo	GUAYAQUIL	Urb. Ciudad Colon, parque empresarial Colon, edificio 3, piso 1, ofi. 2	3903-047	<a href="mailto:dvalarezo@valarezoasociados.co">dvalarezo@valarezoasociados.co</a>
<b>VS&amp;P AUDITUM S.A.</b>	Paulina Proaño	QUITO GUAYAQUIL	Av. Shyris 34-40 y ReRepúblicael Salvador edificio Tapia, piso 8, ofi. 802	3331-946	<a href="mailto:nancy.proanio@auditum.com.ec">nancy.proanio@auditum.com.ec</a>
<b>WILLI BAMBERGER &amp; ASOCIADOS CIA. LTDA. HORWATH INTERNATIONAL</b>	Marco Yépez	QUITO	Av. 10 Barón de Carondelet 1-20 y Av. 10 Agotos edificio Barón de Carondelet.	2436-513	<a href="mailto:wbambaerger@horwathecuador.com">wbambaerger@horwathecuador.com</a>
<b>ZURITA ZURITA HOMERO</b>	Homero Zurita Zurita	QUITO	9 de Octubre y Roca edificio Santa Teresita – ofi. 10	256-1321	<a href="mailto:hozrauditores@hotmail.com">hozrauditores@hotmail.com</a>

**Autores:** Felipe Aguirre y Pedro García

**Fuente:** Seguros, S. d. (2015). Superintendencia de Bancos y Seguros. Fecha de consulta: el19 de Noviembre de 2015, de [http://www.sbs.gob.ec/medios/PORTALDOCS/downloads/main/firmas\\_auditoras\\_externas/directorio\\_13\\_nov\\_15.pdf](http://www.sbs.gob.ec/medios/PORTALDOCS/downloads/main/firmas_auditoras_externas/directorio_13_nov_15.pdf)

## **Anexo 10. Formatos mínimos de los contratos de asesoría**

- 1. Lugar y fecha de la firma del contrato.**
- 2. Comparecientes.-** La casa de valores comparecerá por medio de su representante legal o de la persona facultada para el efecto. Se le denominará “Asesora”. Al cliente, se lo denominará “Asesorado”. Es importante verificar la capacidad legal para contratar, en el caso de personas naturales, y la representación contractual (nombramientos, poderes, estatutos sociales) en el caso de personas jurídicas.
- 3. Objeto.-** Se especificará el tipo, alcance y forma de ejecución del servicio con sujeción al numeral 5, del artículo 58 de la Ley de Mercado de Valores.
- 4. Honorarios.-** Se estipulará el monto o porcentaje de los honorarios que cancelará el Asesorado a la Asesora y la forma de pago de los mismos.
- 5. Plazo.-** Se debe establecer plazo del contrato de asesoría el que, de acuerdo a lo que dispongan las partes, puede ser renovado las veces que consideren necesario.
- 6. Obligaciones de las partes.-** Determinar las obligaciones de las partes.

### **Asesora:**

- Desarrollar exclusivamente las actividades que constan en el objeto del contrato, no pueden confundirse con las de intermediación del valor
- Diligencia en la ejecución del contrato y defensa de los intereses generales del Asesorado.
- No utilizar información privilegiada.
- Provisión oportuna de info pública, completa y clara, al Asesorado.
- Obligaciones de confidencialidad, según proceda.
- Sujeción a normas legales, reglamentarias y éticas

### **Asesorado:**


- Proporcionar oportunamente la información que le requiera la Asesora para el cumplimiento del objeto del contrato, la misma que deberá ser clara, completa y veraz.
- No utilizar información privilegiada.
- Obligación de confidencialidad, según proceda.
- Pago de honorarios a la Asesora
- Sujeción a las normas legales, reglamentarias y éticas.

7. **Causas de terminación del contrato.-** Puede ser por el acuerdo de las partes, el cumplimiento, el incumplimiento. La resolución y la rescisión del contrato.
8. **Responsabilidad de la Asesora.-** Normas de responsabilidad por el incumplimiento de las obligaciones contractuales y legales. Exclusiones de responsabilidad en casos de fuerza mayor o caso fortuito.
9. **Cláusula arbitral.-** Tomando en consideración que la resolución de conflictos es más ágil y eficiente por la vía arbitral, se recomienda sujetarse a ese procedimiento. El texto sugerido es el siguiente:


“Cualquier controversia relacionada con, o derivada de, este contrato y su ejecución y que no pueda ser resuelta mediante mutuo acuerdo entre las partes, se someterá a la decisión de los Tribunales de Arbitraje de la Cámara de Comercio de Quito, a la Ley de Arbitraje y Mediación, al Reglamento del Centro de Mediación de la Cámara de Comercio de Quito y a las siguientes normas: (a) Los árbitros serán seleccionados conforme a lo establecido en la Ley de Arbitraje y Mediación; (b) Los árbitros de dicho centro efectuarán un arbitraje en derecho y quedan facultados para dictar medidas cautelares, solicitando el auxilio de funcionarios públicos judiciales, policiales y administrativos, sin que sea necesario recurrir a un juez ordinario para tales efectos; (c) El Tribunal de Arbitraje estará integrado por tres árbitros; y, (d) El procedimiento arbitral tendrá lugar en las instalaciones del Centro de Arbitraje y Mediación de la Cámara de Comercio de Quito.”
10. **Legislación aplicable.-** En atención a la naturaleza jurídica del contrato (en este caso el Código Civil y Código de Comercio); y, sujeción específica a las normas del mercado de valores.
11. **Declaración de las partes.-** Sobre el conocimiento y conformidad de las condiciones del contrato, las leyes y normas complementarias a las que se sujeta.
12. Firma de la Asesora y del Asesorado en dos ejemplares del mismo tenor, uno de los cuales deberá entregarse al Asesorado.

Fuente: Bolsa de Valores de Quito

## Anexo 11. Formulario de inscripción para contratación de casa de valores.

 <b>ALBION CASA DE VALORES</b>		<b>FORMULARIO "Inicio de Relación Comercial"</b> <b>Personas Jurídicas</b>		
Av. 9 de Octubre # 109 y Malecón, Edif. Santistevan 2do. Piso Ofic. 2 PBX. (593) 04 2523-823 Fax: 04 2523-826 Guayaquil – Ecuador		<b>MANUAL DE CONTROL INTERNO PARA LA PREVENCIÓN DE LAVADO DE ACTIVOS, PARA LA PROTECCIÓN DEL CLIENTE</b>		<b>DPTO. RESPONSABLE: NEGOCIOS</b>
FAVOR LLENAR EN LETRA				Formulario 2014-01-
<b>1.- Datos de la Empresa / Institución:</b>				
Razón Social		Nacionalidad	Tipo de Identificación RUC <input type="checkbox"/> ANALOG <input type="checkbox"/> O <input type="checkbox"/>	Número de Identificación
Empresa, Compañía o Sociedad: <input type="checkbox"/> Sociedad Anónima <input type="checkbox"/> Compañía Limitada <input type="checkbox"/> Comandita <input type="checkbox"/> Otras <input type="checkbox"/>	Sector Económico: <input type="checkbox"/> Privada Financiera <input type="checkbox"/> Privada No Financiera <input type="checkbox"/> Públicas <input type="checkbox"/> Otras <input type="checkbox"/>	Actividad Económica Principal:  Actividad Económica Secundaria:		Fecha de Constitución DÍA <input type="text"/> MES <input type="text"/> AÑO <input type="text"/>  Es cliente de ALBION CASA DE VALORES DÍA <input type="text"/> MES <input type="text"/> AÑO <input type="text"/>
<b>2.- Dirección de la Empresa:</b>				
(Ciudadela, Barrio, Calles)				Parroquia
Provincia	Cantón	Teléfono, Extensión	Página web de la Empresa	
<b>3.- Representante Legal de la Empresa:</b>				
Apellidos	Nombres	Profesión	No. Cédula	Pasaporte
Nacionalidad	Dirección Domiciliaria	Teléfono domicilio	Cargo Desempeña	
Tiempo/Permanencia en la Empresa		Fecha de Vencimiento del Nombramiento	DÍA <input type="text"/>	MES <input type="text"/> AÑO <input type="text"/>
<b>4.- Referencia Bancaria y/o Comercial de la Empresa / Institución:</b>				
Institución Financiera:		Tipo de Cuenta: Ahorros: <input type="checkbox"/> Corriente: <input type="checkbox"/>		No. de Cuenta:
Casa Comercial	Dirección	Teléfono	Monto	Fecha Adquisición
<b>5.- Dirección donde le gustaría recibir su Estado de Cuenta, Notificaciones y Liquidaciones:</b>				
Dirección física:				
Dirección electrónica:				
Especificar Nombre del Contacto:				
<b>6.- En ausencia del contacto autorizado se notificará a:</b>				
Apellidos y Nombres		Cargo	Teléfono	Dirección
<b>7.- Apertura de Portafolio de Valores:</b>				
Amparados en la Ley de Mercado de Valores y las disposiciones del Código de Comercio, autorizo a ALBION Casa de Valores S. A., para la apertura y manejo de un Portafolio de Valores <span style="float: right;">Sí <input type="checkbox"/> No <input type="checkbox"/></span>				
<b>8.- Registro de Firmas Autorizadas:</b>				
Complete este espacio, sólo si solicita o tiene vigente un Contrato de Administración de Portafolio				
Apellidos y Nombres	Cargo	N° Identificación	Firma	Registro de Firmas
			<input type="text"/>	
			<input type="text"/>	
			<input type="text"/>	



 <b>ALBION CASA DE VALORES</b> <small>Av. 9 de Octubre # 109 y Malecón, Edif. Santistevan 2do. Piso Ofic. 2  PBX. (593) 04 2523-823 Fax: 04 2523-826  Guayaquil - Ecuador</small>		<b>FORMULARIO "Inicio de Relación Comercial"</b> <b>Personas Jurídicas</b>			
<b>MANUAL DE CONTROL INTERNO PARA LA PREVENCIÓN DE LAVADO DE ACTIVOS, PARA LA PROTECCIÓN DEL CLIENTE</b>		<b>DPTO. RESPONSABLE: NEGOCIOS</b>			
<small>FAVOR LLENAR EN LETRA</small> <span style="float: right;"><small>Formulario 2014-01-</small></span>					
<b>9.- Nómina de Socios/Accionistas: (A partir del 25% de Participación)</b>					
<b>En cumplimiento a la Resolución del Consejo Nacional de Valores CNV-004-2012; en caso de ser Personas Jurídicas, detallar hasta llegar a la Persona Natural que detente la propiedad.</b>					
Apellidos y Nombres	Nº Identificación	Nacionalidad	Domicilio	Número Acciones	Participación en
<b>10.- Política Conozca a su Cliente:</b>					
a) Por favor indique el origen de los fondos que piensa negociar a través de nuestra firma.					
b) Por favor indicar sus:					
( A )		( B )		( A - B )	
Activos US\$		Pasivos US\$		Patrimonio US\$	
c) Algún Socio, Accionista o Representante Legal desempeña o ha desempeñado funciones en el Sector Público, en los últimos 4 años, dentro o fuera del país?					
				Si <input type="checkbox"/>	No <input type="checkbox"/>
d) Si en el literal anterior la respuesta es Positiva, Detalle los Apellidos y Nombres completos y cuál es o era la Remuneración Mensual Unificada percibida en el Sector Público:					
Apellidos y Nombres		Remuneración		Apellidos y Nombres	
1				2	
3				4	
<b>LOS DATOS PROPORCIONADOS POR EL CLIENTE A ALBION CASA DE VALORES S. A., SERAN MANEJADOS CON ESTRICTA RESERVA BASADOS EN EL ARTÍCULO 226 DE LA LEY DE MERCADO DE VALORES REFERENTE AL SIGILO BURSÁTIL.</b>					
<b>AUTORIZACION</b>					
Conocedor (a) de las disposiciones de la "Ley de Prevención, Detección y Erradicación del Delito de Lavado de Activos y del Financiamiento de Delitos", autorizo expresamente a <b>ALBION CASA DE VALORES S. A.</b> , realizar el análisis y verificaciones que considere necesarios; así como a las Autoridades Competentes en caso de llegar a determinar la existencia de Operaciones y/o Transacciones Inusuales o Injustificadas; en virtud de lo autorizado, renuncio a instaurar por este motivo cualquier tipo de acción civil, penal o administrativa en contra de ALBION Casa de Valores S.A. o sus funcionarios.					
En nombre de mi representada, declaro que la información proporcionada en este documento es verdadera y correcta, eximo a ALBION Casa de Valores S. A., de toda responsabilidad, inclusive respecto a terceros, si esta declaración fuese falsa o errónea.					
En caso de que la información declarada pueda variar en el futuro, me comprometo a mantener informado y actualizado a ALBION Casa de Valores S. A.					
_____ Firma del Representante Legal					
<b>EL FUNCIONARIO RESPONSABLE DEBERÁ INFORMAR AL CLIENTE QUE ESTE FORMULARIO ESTA BASADO EN LA POLITICA "CONOZCA A SU CLIENTE", RECOMENDADA EN LA "LEY DE PREVENCIÓN, DETECCIÓN Y ERRADICACIÓN DEL DELITO DE LAVADO DE ACTIVOS Y DEL FINANCIAMIENTO DE DELITOS".</b>					
<b>Para uso interno de ALBION Casa de Valores S. A.</b>					
Apellidos y Nombre del Funcionario:		Área / Departamento:	Fecha de Ingreso o Actualización:	Revisión SRI <input type="checkbox"/>	Revisión Listas: <input type="checkbox"/>
_____ Firma del Funcionario Responsable					









Fuente: ALBION Casa de Valores

## Anexo 12. Casas de Valores que operan en el Mercado de Valores del Ecuador.

CASA DE VALORES	ADMINISTRADOR	OPERADORES	DATOS
	<p><b>PRESIDENTE</b> José Alberto Ampuero</p> <p><b>GERENTE GENERAL</b> Manfred Hohenleitner</p>	<p>William Pazmiño</p> <p>Vanessa Serrano</p>	<p><b>DIRECCIÓN UIO:</b> Av. Colón E4-105 y Av. Amazonas, Edif. Solamar, Piso 5, Oficina 502. <b>Telf. UIO:</b> +593 (02) 6004-670</p> <p><b>DIRECCIÓN GYE:</b> Av. Francisco de Orellana, World Trade Center Piso 10 Of. 1003 <b>Telf. GYE:</b> +593 (04) 2631-400</p> <p><b>E-MAIL:</b> <a href="mailto:manfred.hohenleitner@accival.ec">manfred.hohenleitner@accival.ec</a></p>
	<p><b>PRESIDENTE</b> Alfredo Javier Barandearán</p> <p><b>GERENTE GENERAL</b> Melania Gutiérrez</p>	<p>Melania Gutiérrez</p> <p>Katherine Galarza</p>	<p><b>DIRECCIÓN GYE:</b> Av. 9 de Octubre y Malecón, Edif. Previsora, Piso 25, Oficina 7 <b>Telf. GYE:</b> +593 (04) 2327-892</p> <p><b>E-MAIL:</b> <a href="mailto:abarande@advifinsa.com">abarande@advifinsa.com</a></p>
	<p><b>GERENTE GENERAL</b> Ramón Reyes Esmeraldas</p>	<p>Isabel Sánchez</p> <p>Ma. Fernanda Plaza</p>	<p><b>DIRECCIÓN GYE:</b> Av. 9 de Octubre 100 Malecón, Edif. La Previsora, Piso 21, Oficina 2107 <b>Telf. GYE:</b> +593 (04) 2523-823</p> <p><b>E-MAIL:</b> <a href="mailto:rreyes@albioncasadevalores.co">rreyes@albioncasadevalores.co</a></p> <p><b>WEB:</b> <a href="http://www.albioncasadevalores.com">www.albioncasadevalores.com</a></p>
	<p><b>PRESIDENTE EJECUTIVO</b> Ramiro Crespo Fabara</p>	<p>Ramiro Esteban Crespo Fabara</p> <p>Fernanda Paredes</p>	<p><b>DIRECCIÓN UIO:</b> Av. 12 de Octubre 1942 y Cordero, Edif. World Trade Center, Piso 15, Oficina 1505 <b>Telf. UIO:</b> +593 (02) 2226640</p> <p><b>E-MAIL:</b> <a href="mailto:maife@analyticasecurities.com">maife@analyticasecurities.com</a></p>
	<p><b>PRESIDENTE</b> Gonzalo Alberto Cucalón</p> <p><b>GERENTE GENERAL</b> Perla Ramírez</p>	<p>Josefina Ramírez</p> <p>Verónica Semiglia</p> <p>Eduardo Vergara</p> <p>Alfonso Torres</p>	<p><b>Dirección GYE:</b> Junín 105 y Malecón Edif. Intercambio, Piso 5 Oficina 3 <b>Telf. GYE:</b> +593 (04) 2313-338</p> <p><b>E-MAIL:</b> <a href="mailto:info@casadevaloresbanrio.com">info@casadevaloresbanrio.com</a></p>
	<p><b>PRESIDENTE</b> María Beatriz Castro</p> <p><b>GERENTE GENERAL</b> Juan Bernardo Acosta</p>	<p>Blanca Yépez</p> <p>Bernardo Acosta</p> <p>Beatriz Castro</p>	<p><b>Dirección GYE:</b> Andalucía N24-212 y Cordero (2 cuadras detrás del Swisshotel) <b>Telf. UIO:</b> +593 (02) 2232-050</p> <p><b>E-MAIL:</b> <a href="mailto:combursatil@bolsadequito.com">combursatil@bolsadequito.com</a></p>
	<p><b>PRESIDENTE</b> Alicia Pesantez</p> <p><b>GERENTE GENERAL</b> Carlos Casares</p>	<p>Carlos Casares</p> <p>Alicia Pesantez</p> <p>Cecilia Casares</p>	<p><b>Dirección UIO:</b> Páez 370 y Robles, Edif. Valladolid, Piso 2 <b>Telf. UIO:</b> +593 (02) 2521-736</p> <p><b>E-MAIL:</b> <a href="mailto:ecofsag@andinanet.net">ecofsag@andinanet.net</a></p>
	<p><b>PRESIDENTE</b> Álvaro Landázuri</p> <p><b>GERENTE GENERAL</b> Fernando Pérez</p>	<p>Fernando Pérez</p>	<p><b>Dirección UIO:</b> Av. Naciones Unidas E3-39 y Amazonas Edif. La Previsora, Torre B, Piso 2, Oficina 209 <b>Telf. UIO:</b> +593 (02) 2460-474</p> <p><b>Dirección GYE:</b> Junín 114 y Panamá, Edif. Torres del Río, Piso 4, Oficina 6 <b>Telf. GYE:</b> +593 (04) 3904-406</p> <p><b>E-MAIL:</b> <a href="mailto:simof@ecuabursatil.com">simof@ecuabursatil.com</a></p>

	<p><b>PRESIDENTE</b> Patricio Durán</p> <p><b>VICEPRESIDENTE</b> Ciro Velasco</p> <p><b>PRESIDENTE EJECUTIVO</b> Ximena Durán</p>	<p>Patricio Durán</p> <p>Ximena Durán</p>	<p><b>Dirección UIO:</b> Av. República de El Salvador 880 y Suecia, Edif. Almirante Colón, piso 7, Oficina 81</p> <p><b>Telf. UIO:</b> +593 (02) 2251-826</p> <p><b>E-MAIL:</b> <a href="mailto:pduran@fiduvalorsa.com">pduran@fiduvalorsa.com</a></p>
	<p><b>GERENTE GENERAL</b> Marcelo Granja</p>	<p>Gonzalo Román</p>	<p><b>Dirección UIO:</b> Av. República del Salvador N35-146 y Portugal, Edif. Prisma Norte, piso 10</p> <p><b>Telf. UIO:</b> +593 (02) 3946-740</p> <p><b>E-MAIL:</b> <a href="mailto:groman@holdum.com">groman@holdum.com</a></p>
	<p><b>PRESIDENTE</b> Jorge Calero</p> <p><b>GERENTE GENERAL</b> Denisse Nankervis</p>	<p>Jorge Calero</p>	<p><b>Dirección UIO:</b> Calle Muros N27-95 y Av. 12 de Octubre, Edif. New Corp, Piso 3</p> <p><b>Telf. UIO:</b> +593 (02) 2562-198</p> <p><b>E-MAIL:</b> <a href="mailto:inmovalor@inmovalor.ec">inmovalor@inmovalor.ec</a></p>
	<p><b>PRESIDENTE</b> Pedro Malaver</p>	<p>Héctor García</p> <p>Verónica Silva</p>	<p><b>Dirección GYE:</b> Ciudad del Río, solar 8-1 Edif. The Point Piso 30, oficinas 3004 y 3005</p> <p><b>Telf. UIO:</b> +593 (04) 3885-018</p> <p><b>E-MAIL:</b> <a href="mailto:pmalaver@kapitalone.com.ec">pmalaver@kapitalone.com.ec</a></p>
	<p><b>PRESIDENTE</b> Diego Lavalle</p> <p><b>GERENTE GENERAL</b> Daniela Cruz</p>	<p>Elisa Cantos</p> <p>Daniela Cruz</p> <p>Vicente Jiménez</p>	<p><b>Dirección UIO:</b> Av. 12 Octubre 26-97 y Lincoln, Edif. Torre 1492, Oficina 407</p> <p><b>Telf. UIO:</b> +593 (02) 2905-344</p> <p><b>E-MAIL:</b> <a href="mailto:dcruz@mercapital.ec">dcruz@mercapital.ec</a></p> <p><b>WEB:</b> <a href="http://www.mercapital.com">www.mercapital.com</a></p>
	<p><b>PRESIDENTE EJECUTIVO</b> Washington Toaza</p> <p><b>GERENTE GENERAL</b> Elsa Mogollon</p>	<p>Elsa Mogollon</p> <p>Rocío Cárdenas</p> <p>Alejandra Lozano</p>	<p><b>Dirección UIO:</b> Av. Colón E4-112 y Av. Amazonas Edif. Arista, Piso 3, Oficina 303</p> <p><b>Telf. UIO:</b> +593 (02) 2554-016</p> <p><b>E-MAIL:</b> <a href="mailto:memogollon@merchantbansa.com">memogollon@merchantbansa.com</a></p>
	<p><b>PRESIDENTE DEL DIRECTORIO</b> Álvaro Páez</p> <p><b>PRESIDENTE EJECUTIVO</b> David Alvear</p> <p><b>GERENTE FINANZAS CORPORATIVAS</b> Julio Solórzano</p>	<p>David Alvear</p> <p>Andrea Sáenz</p>	<p><b>Dirección UIO:</b> Av. República de El Salvador N35-82, Edif. Twin Towers, Oficina 5C</p> <p><b>Telf. UIO:</b> +593 (02) 2266-400</p> <p><b>E-MAIL:</b> <a href="mailto:info@metrovalores.com.ec">info@metrovalores.com.ec</a></p> <p><b>WEB:</b> <a href="http://www.metrovalores.com.ec">www.metrovalores.com.ec</a></p>
	<p><b>PRESIDENTE</b> Janeth Moreano</p> <p><b>GERENTE GENERAL</b> Fernando Moreano</p>	<p>Fernando Moreano</p> <p>Alberto Dorfzaum</p>	<p><b>Dirección UIO:</b> Av. Amazonas 477 y Roca, Edif. Río Amazonas, Piso 2, Oficina 202</p> <p><b>Telf. UIO:</b> +593 (02) 2541-162</p> <p><b>E-MAIL:</b> <a href="mailto:patricio@moreanvalores.com">patricio@moreanvalores.com</a></p>

	<p><b>PRESIDENTE</b> Roció Procel</p> <p><b>PRESIDENTE EJECUTIVO</b> Luis Gonzales</p>	<p>Luis González</p> <p>Luis Naranjo</p>	<p><b>Dirección UIO:</b> Av. Orellana E4-430 y Av. Amazonas, Edif. Orellana 500, piso 7, Oficina 702</p> <p><b>Telf. UIO:</b> +593 (02) 2551-353</p> <p><b>E-MAIL:</b> <a href="mailto:info@orion.com.com">info@orion.com.com</a></p>
	<p><b>PRESIDENTE</b> Gustavo Jácome</p> <p><b>GERENTE GENERAL</b> Jorge Vélez</p>	<p>Grace Balladares</p> <p>Maribel Morales</p> <p>Denise Ramón</p> <p>Hilda Rossignoli</p> <p>Carolina Espinoza</p> <p>Piedad Moreano</p>	<p><b>Dirección UIO:</b> Av. 12 de octubre N24-562 y Cordero, Edif. World Trade Center, Torre A, Piso 12, Oficina 1209</p> <p><b>Telf. UIO:</b> +593 (02) 2908-600</p> <p><b>Dirección GYE:</b> Parque Empresarial Colón, Edif. Empresarial 1, piso 1, Oficina 103</p> <p><b>Telf. GYE:</b> +593 (04) 2136-323</p> <p><b>E-MAIL:</b> <a href="mailto:denise.ramon@picaval.ec">denise.ramon@picaval.ec</a></p>
	<p><b>PRESIDENTE</b> Monserrath Viteri</p> <p><b>GERENTE GENERAL</b> Flavia Viteri</p>	<p>Flavia Viteri</p> <p>Edison Tito</p> <p>Lilia Mancheno</p> <p>Marco Viteri</p>	<p><b>Dirección UIO:</b> Av. República E3-32 y Azuay</p> <p><b>Telf. UIO:</b> +593 (02) 2242-149</p> <p><b>Dirección GYE:</b> Circunvalación 617 y Las Monjas, Piso 2 (Urdesa)</p> <p><b>E-MAIL:</b> <a href="mailto:kviteri@plusvalores.com.ec">kviteri@plusvalores.com.ec</a></p>
	<p><b>GERENTE GENERAL Y VICEPRESIDENTE</b> Alfredo Chiriboga</p> <p><b>PRESIDENTE</b> Álvaro de Guzmán</p>	<p>Carmen Rodríguez</p> <p>Víctor Chiriboga</p> <p>Álvaro de Guzmán</p>	<p><b>Dirección UIO:</b> Av. 6 de Diciembre 2816 y Paúl Rivet, Edif. Josuet González, Piso 6</p> <p><b>Telf. UIO:</b> +593 (02) 2222-601</p> <p><b>E-MAIL:</b> <a href="mailto:cirodriguez@portafolio.com.ec">cirodriguez@portafolio.com.ec</a></p>
	<p><b>PRESIDENTE</b> Diego Cornejo</p> <p><b>GERENTE GENERAL</b> Pedro Cornejo</p>	<p>Pedro Cornejo</p>	<p><b>Dirección UIO:</b> Av. 12 de Octubre N26-97 y Lincoln, Edif. Torres 1492, Oficina 607</p> <p><b>Telf. UIO:</b> +593 (02) 2986-465</p> <p><b>E-MAIL:</b> <a href="mailto:santiagocornejom@gmail.com">santiagocornejom@gmail.com</a></p>
	<p><b>PRESIDENTE</b> Victor Abboud</p> <p><b>GERENTE GENERAL</b> Silvia Abboud</p>	<p>Silvia Abboud</p> <p>Antienta Merino</p>	<p><b>Dirección GYE:</b> Av. Rodrigo de Chávez Parque Empresarial Colon, Edif. Empresarial 1 Piso 1 Oficinas 205</p> <p><b>Telf. UIO:</b> +593 (04) 2322-974</p> <p><b>E-MAIL:</b> <a href="mailto:ryh@dogo.com.ec">ryh@dogo.com.ec</a></p>
	<p><b>GERENTE GENERAL</b> Boris Loor</p>	<p>Irene Cabrera</p>	<p><b>Dirección GYE:</b> Av. 9 de Octubre 100 y Malecón, Edif. La Previsora, Piso 30, Oficina 3004</p> <p><b>Telf. UIO:</b> +593 (04) 2136-775</p> <p><b>EMAIL:</b> <a href="mailto:balascano@casareal.com.ec">balascano@casareal.com.ec</a></p>
	<p><b>PRESIDENTE</b> Luis Vázquez</p> <p><b>PRESIDENTE EJECUTIVO</b> Beatriz Lastra</p> <p><b>VICEPRESIDENTE EJECUTIVO</b> Jeanette Espinosa</p>	<p>Dora Lastra</p> <p>Luis Vázquez</p> <p>Tamara Espinosa</p>	<p><b>Dirección UIO:</b> Juan González 35-26 y Juan Pablo Sanz, Edif. Vizcaya II, Piso 3, Oficina 3ª, Torre Sur.</p> <p><b>Telf. UIO:</b> +593 (02) 2460-092</p> <p><b>Dirección GYE:</b> Vélez 503 y Boyacá, Edif. Redena, Piso 5, Oficina 3.</p> <p><b>Telf. GYE:</b> +593 (04) 2321-221</p> <p><b>E-MAIL:</b> <a href="mailto:negociacion@santafevalores.com">negociacion@santafevalores.com</a></p>

 <p><b>SILVERCROSS S.A</b> CASA DE VALORES</p>	<p><b>GERENTE GENERAL</b> Germán Cobos</p>	<p>Luis Ayala Herminia Procel Carol Wolf Rosa Gallardo</p>	<p><b>Dirección UIO:</b> Av. 12 de Octubre y Cordero, Edif. World Trade Center, Torre A, Piso 10, oficina 1005 <b>Telf. UIO:</b> +593 (02) 2223-990 <b>Dirección GYE:</b> Av. Luis Orrantía y Justino Cornejo, Urbanización Kennedy Norte, Edif. Atlas, Piso 6, Oficina 4 <b>Telf. GYE:</b> +593 (04) 2118-380 <b>E-MAIL:</b> <a href="mailto:gcobos@silvercrosscv.com">gcobos@silvercrosscv.com</a></p>
 <p><b>STRATEGA</b> CASA DE VALORES</p>	<p><b>PRESIDENTE</b> Lenin Quirola <b>GERENTE GENERAL</b> Jannia Galarza</p>	<p>Lenin Quirola Jannia Galarza Luis Luna Carlos Benavides Enrique Valencia</p>	<p><b>Dirección UIO:</b> Av. La Coruña E25-58 y Av. 12 de Octubre, Edif. Altana Plaza, Piso 1, Oficina 205 <b>Telf. UIO:</b> +593 (02) 3230-082 <b>E-MAIL:</b> <a href="mailto:lquirola@stratega.fin.ec">lquirola@stratega.fin.ec</a></p>
 <p><b>SUCAVAL</b> CASA DE VALORES</p>	<p><b>PRESIDENTE</b> Iván Nieto <b>GERENTE GENERAL</b> Rafael Racines</p>	<p>Pablo Romero</p>	<p><b>Dirección UIO:</b> Av. de los Shyris N32-40 y Antonio Navarro, Edif. Aveiro Piso 11 <b>Telf. UIO:</b> +593 (02) 6044-365 <b>E-MAIL:</b> <a href="mailto:inieto@sucaval.com">inieto@sucaval.com</a></p>
	<p><b>PRESIDENTE</b> Lastenia Apolo <b>GERENTE GENERAL</b> Vicente Apolo</p>	<p>Lastenia Apolo Sergio Apolo</p>	<p><b>Dirección UIO:</b> Av. Amazonas y Naciones Unidas, Edif. Unicornio, Torre Empresarial, Piso 7, Oficina 705 <b>Telf. UIO:</b> +593 (02) 2250-981 <b>E-MAIL:</b> <a href="mailto:serapolo@valorapolo.com">serapolo@valorapolo.com</a></p>
 <p><b>CASA DE VALORES DEL PACIFICO</b> VALPACIFICO S.A. Subsidiaria del Banco del Pacífico Grupo Financiero</p>	<p><b>GERENTE GENERAL</b> Jorge Ramos</p>	<p>Jorge Ramos</p>	<p><b>Dirección UIO:</b> Av. Naciones Unidas 680 y Shyris, Edif. Banco del Pacífico, Piso 2 <b>Telf. UIO:</b> +593 (02) 2250-991 <b>Dirección GYE:</b> Av. 9 de Octubre y Pichincha 200 Edif. CFN Mezanine <b>Telf. GYE:</b> +593 (04) 2511-800 <b>E-MAIL:</b> <a href="mailto:jramos@valpacifico.fin.ec">jramos@valpacifico.fin.ec</a></p>
 <p><b>VALUE</b> CASA DE VALORES</p>	<p><b>PRESIDENTE</b> Dolores Nieto <b>GERENTE GENERAL</b> Luis Nieto</p>	<p>Luis Nieto</p>	<p><b>Dirección UIO:</b> Av. De los Shyris N32-40 y Av. 6 de Diciembre, Edif. Aveiro Piso 12 Oficina 1201 <b>Telf. UIO:</b> +593 (02) 3946-010 <b>E-MAIL:</b> <a href="mailto:lnieto@value.com.ec">lnieto@value.com.ec</a></p>
 <p><b>VENTURA</b> Casa de Valores S.A.</p>	<p><b>GERENTE GENERAL</b> Luis Dominguez</p>	<p>Estefanía Pérez Giuliana Javier Caputi</p>	<p><b>Dirección GYE:</b> Av. 9 de Octubre 100 y Malecón, Edif. La Previsora, Piso 27, Oficina 2705 <b>Telf. GYE:</b> +593 (04) 6014-278 <b>MAIL:</b> <a href="mailto:eperezllona@vencasa.com.ec">eperezllona@vencasa.com.ec</a></p>
 <p><b>VectorGlobal WMC</b> Wealth Management Group Casa de Valores S.A.</p>	<p><b>PRESIDENTE EJECUTIVO</b> Claudia Delgado <b>GERENTE GENERAL</b> César Morales</p>	<p>César Morales Claudia Delgado Mauricio Zurita Pablo Terán</p>	<p><b>Dirección UIO:</b> Av. Amazonas N34-33 y Azuay, Edif. Torre del Parque, Oficina 302 <b>Telf. UIO:</b> +593 (04) 2270-899 <b>MAIL:</b> <a href="mailto:cmorales@vectroglobalwmcv.com">cmorales@vectroglobalwmcv.com</a></p>

Fuente: Bolsa de Valores de Quito. (Junio de 2015). Bolsa de Quito. Fecha de consulta: el 26 de Junio de 2015, de

<http://www.bolsadequito.info/casas-de-valores/casas-de-valores/lista-de-c-v/>

## **Anexo 13. Contrato de Underwriting**

### **Convenio mínimo del contrato de underwriting**

- La identificación de las partes y sus respectivas obligaciones.
- Una descripción completa de los valores objeto del contrato.
- La modalidad del contrato, esto es, si es en firme, con garantía total o parcial,
- Precio de los valores, comisiones del underwriter, formas y plazo de pago a emisor o tenedor, sector del mercado al que va dirigida la colocación y otras condiciones relativas a la colocación.
- Cláusulas en las que se establezcan las penalidades o sanciones por el incumplimiento del contrato.
- Cláusulas que determinen la liberación de las responsabilidades de las partes. Cláusulas de jurisdicción y competencia para dirimir las controversias.

### **Modalidades de underwriting:**

- **En firme:** La casa de valores adquiere inicialmente toda la emisión o paquete y asume toda la responsabilidad y riesgo en la venta en el mercado de valores
- **Con garantía total o parcial de adquisición:** el consorcio adquiere el paquete de valores en un determinado tiempo la totalidad o parcial.
- **Del mejor esfuerzo:** La casa de valores solo actúa como intermediador en la venta de los paquetes de valores, para ello se dispondrá a poner su mejor empeño para colocar y vender el mayor monto de emisión en paquetes de valores dentro de un plazo determinado.

### **Condiciones Especiales**

Las Casas de Valores mantendrán contratos de underwriting para adquisición de valores, en sus modalidades de firme y garantía parcial o total hasta 3 veces su patrimonio. Para la modalidad del mejor esfuerzo, no habrá ninguna limitación.

**Fuente:** Bolsa de Valores De Quito

## **Anexo 14. Metodología para calificación de papel comercial y obligaciones**

### **VALORES DE DEUDA: OBLIGACIONES EMITIDAS POR EMPRESAS**

Para este efecto, se entenderá por obligaciones, los valores de oferta pública representativos de deuda, los que podrán ser de largo o corto plazo en este último caso se trata de papel comercial, se entenderá que son obligaciones de largo plazo cuando éste sea superior a 360 días desde su emisión hasta su vencimiento.

La metodología de calificación de obligaciones emitidas por empresas no financieras se compone de dos etapas:

- Análisis Previo, consiste en determinar si la empresa emisora cuenta con información representativa y es suficiente para proceder a su utilización.
- Procedimientos Normales de Calificación, emisores que superaron el análisis.
  - Calificación Preliminar de la capacidad de pago.
  - Características Propias del instrumento analizado.
  - Determinación de la Calificación Final, misma que será otorgada por el Comité de Calificación alineados al reglamento interno.

#### **Análisis previo**

En forma previa a la aplicación de los procedimientos normales de calificación, descritos más adelante, la Calificadora deberá verificar si el emisor presenta información representativa y suficiente. Se entenderá por información representativa aquella, que permite inferir razonablemente la situación financiera del emisor. La información a solicitar será como mínimo, los estados financieros auditados por auditores externos e independientes, de la empresa a ser evaluada, para los últimos tres años y los estados financieros trimestrales presentados durante el período de esos tres años.

La información no será considerada como suficiente si, siendo representativa, impide concluir en forma clara respecto de una calificación. Ello acontecerá si la empresa no cuenta con estados financieros auditados o teniendo estados financieros auditados, existen notas que indiquen que estos no son confiables o tienen salvedades

de importancia para considerarlos suficientes para obtener una evaluación de la empresa a evaluar.

Si en vista de aplicar el análisis previo, un instrumento es calificado en categoría N/A, el Comité de Calificación de ICRE podrá modificar su calificación si estima que las garantías propias del instrumento son suficientes de acuerdo a lo definido más adelante en esta metodología. En el caso en que se mantenga la calificación N/A, ICRE notificará al emisor y a la Superintendencia de Compañías.

### **Procedimiento**

La calificación de riesgo de obligaciones, deberá comprender tres etapas: la calificación preliminar, que tiene por objeto estimar la capacidad de pago del emisor, el análisis de las características propias del instrumento y la determinación de la calificación final del instrumento, que combina la calificación preliminar con el resultado del análisis de las características del instrumento.

### **Calificación preliminar de la capacidad de pago**

- Características de la industria a la que pertenece el emisor
  - a. Fase en que se encuentra la industria.
  - b. Sensibilidad de la industria.
  - c. Análisis de la naturaleza e intensidad de la competencia.
  - d. Existencia de mercados potenciales nacionales e internacionales.
  - e. Caracterización de los productos.
  - f. Existencia de ciclos propios de la industria que sean independientes de los ciclos económicos globales.
  - g. Proveedores de la industria.
  - h. Características institucionales de la industria.
  - i. Especial importancia se tendrá en el análisis de los aspectos legales y normativos que regulan a la industria.
- Posición de la empresa en la industria que pertenece
  - a. Grado de riesgo de sustitución al que se ven o pueden verse expuestos los productos o servicios de la empresa.
  - b. Identificación de las principales empresas que conforman la industria.



- c. Proveedores.
  - d. Concentración de compradores y dependencia del emisor.
  - e. Eficiencia relativa de la empresa en la producción de bienes o prestación de servicios e incorporación de tecnologías.
  - f. Liderazgo.
- Indicadores de la posición financiera del emisor
 

En cuanto a los indicadores de la posición financiera del emisor, la calificadora tendrá que evaluarlos en el contexto de su evolución histórica y cómo esta evolución histórica puede llegar a afectar o favorecer el comportamiento de la empresa, bajo el entendido que estos indicadores deben evaluarse en un contexto dinámico. Para ello se tendrán en cuenta los siguientes indicadores: a) Cobertura de gastos financieros, b) Estabilidad de la cobertura de gastos financieros, c) Rentabilidad, d) Flujos de caja, e) Calces de flujos, f) Liquidez, g) Endeudamiento, h) Calce de monedas, i ) Contratos a futuro, j ) Incidencia de los resultados no operacionales e ítems extraordinarios, k ) Contingencias y compromisos, l ) Acceso al crédito y m ) Operaciones con personas relacionadas.
  - Características de la administración y propiedad de la empresa
 

Se deberá analizar, entre otras, las características de la administración tales como: la preparación profesional de los administradores para la toma de decisiones y para enfrentar los desafíos propios del negocio; y variables de análisis como, la estructura de la organización, los sistemas de administración y planificación, los centros de poder de decisión dentro de la empresa o el grupo empresarial; antecedentes de los ejecutivos, antigüedad y rotación de la plana ejecutiva; el buen gobierno corporativo y cualquier antecedente que se estime relevante y que pueda influir en la gestión del negocio.

Asimismo se analizará la propiedad y se deberán contemplar aspectos tales como su concentración, antecedentes financieros de los propietarios, la forma en que ellos influyen el control sobre la toma de decisiones, los intereses de los principales dueños en relación al comportamiento de la empresa, el grupo empresarial en que eventualmente estuviere inserto el emisor, la importancia estratégica de éste en el grupo, o cualquier antecedente que se estime relevante y que pudiera influir en la gestión del negocio, y que no estuviere incluido en las secciones anteriores.

- Racionalidad del producto o servicio  
En el análisis de la racionalidad del producto o servicio, deberán considerarse, entre otros, los siguientes aspectos:
  - a. Mercado objetivo.
  - b. Ventajas y desventajas de costos.
  - c. Las condiciones de abastecimiento de materias primas.
    1. Las características de la tecnología.
    2. La disponibilidad de infraestructura básica para la operación de las instalaciones a costos competitivos.
    3. La disponibilidad de mano de obra calificada o factibilidad de capacitar u obtener los recursos de capital humano.
    4. Las fortalezas y debilidades de la red de distribución.

### **Características del instrumento**

Para los efectos de evaluar se consideran los resguardos y las garantías.

- **Resguardos del instrumento**  
Se entiende por resguardos del instrumento aquellas cláusulas del contrato de emisión del mismo, en las que el emisor se compromete a mantener algunos de sus indicadores financieros dentro de ciertos márgenes, o someter sus operaciones a ciertas restricciones, o cumplir determinadas condiciones en sus negocios tendientes a evitar efectos negativos para los tenedores de los títulos y cuyo incumplimiento genera, por disposición expresa del contrato de emisión, la exigibilidad inmediata del pago de la deuda.  
Dependiendo de las características de la sociedad, del giro de sus negocios o de su administración y propiedad, serán diferentes los resguardos que un calificador considerará como más relevantes. Los resguardos serán suficientes si, a juicio de la calificadora, constituyen una protección efectiva para los tenedores de los títulos. En todo caso la calificadora deberá calificar la suficiencia o insuficiencia del conjunto de los resguardos, examinando, entre otros, aquellos que:
  - a. Obligan al emisor a no superar cierto grado de endeudamiento.
  - b. Comprometen al emisor a mantener activos libres de gravámenes por un monto superior o igual a los pasivos exigibles no garantizados o, en su

defecto, le prohíben caucionar el pago de deudas propias o de terceros sin que simultáneamente se constituyan garantías reales o personales, al menos proporcionalmente equivalentes en favor de los tenedores de obligaciones.

- c. Establecen que el pago del capital no amortizado e intereses devengados, se podrá exigir anticipadamente si el emisor no pagare oportunamente alguna obligación importante o si otros acreedores hacen uso de su facultad para exigir anticipadamente el pago de sus respectivos créditos.

Para estos efectos, se considerará que una obligación es importante si representa más de un 3% de los activos totales individuales del emisor.

- d. Aseguran que se podrá exigir anticipadamente el pago del capital no amortizado e intereses devengados si se acordare la reducción del plazo de duración de la sociedad y este fuere menor que el plazo que falte para el vencimiento de las obligaciones; o si se produjere la disolución anticipada de la sociedad.
- e. Obligan al emisor a mantener los seguros mínimos necesarios para proteger sus principales activos operacionales. El emisor deberá comprometerse a velar por el cumplimiento de esta condición.
- f. Establecen restricciones respecto de inversiones en instrumentos representativos de deuda emitidos por personas relacionadas a la sociedad y sobre el otorgamiento a estas de préstamos que sean ajenos a la operación comercial normal del emisor. El deudor deberá comprometerse a velar por el cumplimiento de estas restricciones por parte de sus filiales.

- **Garantías del Instrumento**

Las garantías de un instrumento, son todas aquellas cauciones, reales o personales, que se estipulan en el contrato de emisión del mismo, tales como la fianza, la prenda, la hipoteca, etc., que tienen por objeto proteger el pago de las obligaciones del instrumento.

Para que las garantías de un instrumento sean consideradas suficientes, debería analizarse, al menos, lo siguiente:

- a. Que el monto o valor estimado y plazo de liquidación de los bienes que las constituyen, en el caso de cauciones reales, sean considerados razonables por la calificadora.

- b. Que los bienes entregados en prenda o hipoteca tengan los seguros mínimos necesarios.

En la evaluación de las garantías personales se deberían analizar los siguientes aspectos:

- a. Capacidad crediticia y de pago pasada, actual y futura del garante.
- b. Existencia de beneficio de exclusión u otras circunstancias que permitan al garante evitar o postergar el ejercicio de la garantía.
- c. Otras garantías reales o personales otorgadas por el garante.
- d. En caso de garantías personales otorgadas por personas jurídicas sujetas a calificación, deberá considerarse la calificación que se les haya asignado.
- e. Cumplimiento de las formalidades legales en la constitución de las garantías personales y f. Expectativas de vida física o institucional del garante.

### **Determinación de la calificación final**

Se tomarán como antecedentes todos los factores que se cuantifican al momento de ponderar cada uno de los elementos que se toma en cuenta en el estudio global de la obligación. Una vez ponderados cada uno de estos factores se determina el Índice Ponderado de Calificación, lo que da como resultado una calificación que sirve como base para una calificación final.


A continuación se resumen los criterios de determinación de la calificación final para un determinado Instrumento:

- La calificación final podrá bajar de categoría respecto a la calificación preliminar si el instrumento no contare con resguardos suficientes ni garantías suficientes.
- La calificación preliminar se mantendrá si el instrumento contare con resguardos suficientes, y no gozare de garantías suficientes.
- La calificación final podrá subir de categoría respecto a la calificación preliminar cuando el instrumento contare con garantías suficientes.

La calificación final sólo podrá subirse a categoría AAA cuando el instrumento contare con garantías suficientes que aseguren que el pago total se hará en las mismas condiciones y plazos pactados con el emisor.

**Fuente:** ICRE DEL ECUADOR (2015). Recuperado el 2 de Enero de 2016, de [www..com/adjuntos/METODOLOGIA-](http://www..com/adjuntos/METODOLOGIA-CALIFICACION-VALORES-DEUDA.pdf)

**Anexo 15. Listado Calificadoras de Riesgo que operan en el Mercado de Valores del Ecuador.**

	<b>ICRE DEL ECUADOR CALIFICADORA DE RIESGOS S.A</b>
---	---

<b>R.U.C.:</b>	1792500370001
<b>Fecha de constitución:</b>	13/03/2014
<b>No. Resolución aprobatoria:</b>	SCV.IRQ.DRMV.2015.0196
<b>Fecha Resolución aprobatoria:</b>	28/01/2015
<b>No. Inscripción en R.M.V.:</b>	2015.Q.09.001482
<b>Fecha Inscripción en R.M.V.:</b>	20/02/2015
<b>Capital suscrito:</b>	65,000.00
<b>Provincia:</b>	Pichincha
<b>Ciudad:</b>	Quito
<b>Dirección:</b>	Av. Amazonas y Naciones Unidas. Edificio Puerta del Sol, piso 3 oficina 307
<b>Teléfono:</b>	022261250 / 0984899769
<b>Página Web:</b>	<a href="http://www.icredelecuador.com/">http://www.icredelecuador.com/</a>
<b>Email:</b>	<a href="mailto:mariani.1@hotmail.com">mariani.1@hotmail.com</a> / <a href="mailto:hlopez@icredelecuador.com">hlopez@icredelecuador.com</a> / <a href="mailto:mavila@icredelecuador.com">mavila@icredelecuador.com</a>

**Listado de Administradores:” ICRE DEL ECUADOR CALIFICADORA DE RIESGOS S.A”**

<u>Nombre</u>	<u>Cargo</u>	<u>Fecha Nombramiento</u>	<u>Representante Legal</u>
CLARKE DE LA CERDA ÁLVARO EDUARDO	PRESIDENTE	2014.03.17	
LÓPEZ AGUIRRE HERNÁN ENRIQUE	GERENTE GENERAL	2014.03.17	SI



**CALIFICADORA DE RIESGOS SUMMARATINGS S.A.**

<b>R.U.C.:</b>	0992615966001
<b>Fecha de constitución:</b>	02/04/2009
<b>No. Resolución aprobatoria:</b>	SC-IMV-DJMV-DAYR-G-11-7261
<b>Fecha Resolución aprobatoria:</b>	21/12/2011
<b>No. Inscripción en R.M.V.:</b>	2012.2.09.00009
<b>Fecha Inscripción en R.M.V.:</b>	24/01/2012
<b>Capital suscrito:</b>	40,000.00
<b>Provincia:</b>	Guayas
<b>Ciudad:</b>	Guayaquil
<b>Dirección:</b>	Av. Rodrigo Chávez. Parque Empresarial Colón. Edificio Empresarial 1. Piso 3, Oficina 304
<b>Teléfono:</b>	(593-4) 2136118 / 2136117
<b>Página Web:</b>	<a href="http://www.summaratings.com/">http://www.summaratings.com/</a>
<b>Email</b>	<a href="mailto:info@summaratings.com">info@summaratings.com</a> / <a href="mailto:fbocca@summaratings.com">fbocca@summaratings.com</a>

**Listado de Administradores: “CALIFICADORA DE RIESGOS SUMMARATINGS S.A.”**

<b>Nombre</b>	<b>Cargo</b>	<b>Fecha Nombramiento</b>	<b>Representante Legal</b>
BOCCA RUIZ FELIPE ANTONIO	GERENTE GENERAL	2012.07.01	SI



**CLASS INTERNATIONAL RATING CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.**

<b>R.U.C.:</b>	1792232767001
<b>Fecha de constitución:</b>	22/01/2010
<b>No. Resolución aprobatoria:</b>	Q.IMV.10.3006
<b>Fecha Resolución aprobatoria:</b>	22/07/2010
<b>No. Inscripción en R.M.V.:</b>	2010.1.09.00008
<b>Fecha Inscripción en R.M.V.:</b>	27/07/2010

<b>Capital suscrito:</b>	56,000.00
<b>Provincia:</b>	Pichincha
<b>Ciudad:</b>	Quito
<b>Dirección:</b>	César Borja Oe4-45 y Alberto Einstein. Urb. La Floresta de Carcelén.
<b>Teléfono:</b>	(593 2) 344 4451 / (593 2) 344 4470 / (593 2) 344 2519 / (593 2) 247 3772228
<b>Página Web:</b>	<a href="http://classinternationalrating.com/">http://classinternationalrating.com/</a>
<b>Email:</b>	<a href="http://classinternationalrating.com/index.php/contactos">http://classinternationalrating.com/index.php/contactos</a>

<b>Listado de Administradores: "CLASS INTERNATIONAL RATING CALIFICADORA DE RIESGOS S.A."</b>			
<b>Nombre</b>	<b>Cargo</b>	<b>Fecha Nombramiento</b>	<b>Representante Legal</b>
JARAMILLO JIMÉNEZ LUIS RENATO	GERENTE GENERAL	2012.05.31	SI
YONT ARTEAGA ÁNGELA MARISELA	PRESIDENTE	2012.05.31	NO

<b>Comité de calificación "CLASS INTERNATIONAL RATING CALIFICADORA DE RIESGOS S.A."</b>	
<b>Nombre</b>	<b>Fecha de Nombramiento</b>
PINTO TABINI JAVIER ALFREDO	2010.02.24
DAVALOS GARCIA PAOLA ALEJANDRA	2012.03.16
PACHECO OSORIO FRANCISCO ADOLFO	2012.03.16
CHICAIZA VIZCAINO GABRIEL PATRICIO	2012.11.16
CISNEROS CADENA ANDRES FERNANDO	2013.09.18
ESPINOSA SILVA FRANCISCO XAVIER	2013.11.12
GARCES PAREJA VERONICA PAMELA	2014.01.24
ESCALANTE BOTTIA EDDY JOHANA	2014.05.07
PIZARRO DELGADO MARIENA SOLEDAD	2014.05.07



MICROFINANZA CALIFICADORA DE RIESGOS S.A  
MICRORIESGO

<b>R.U.C.:</b>	1792147921001
<b>Fecha de constitución:</b>	16/07/2008
<b>No. Resolución aprobatoria:</b>	Q.IMV.09.3845
<b>Fecha Resolución aprobatoria:</b>	15/09/2009
<b>No. Inscripción en R.M.V.:</b>	2009.1.09.00007
<b>Fecha Inscripción en R.M.V.:</b>	19/10/2009
<b>Capital suscrito:</b>	93,000.00
<b>Provincia:</b>	PICHINCHA
<b>Ciudad:</b>	QUITO
<b>Dirección:</b>	La Niña E8-52 y Yáñez Pinzón; Edificio Royal Business, Oficina 806
<b>Teléfono:</b>	02 600 2974
<b>Página Web</b>	<a href="http://www.microfinanzarating.com/">http://www.microfinanzarating.com/</a>
<b>Email / Contacto</b>	<a href="mailto:mateo.hedian@microfinanzarating.com">mateo.hedian@microfinanzarating.com</a>

**Listado de Administradores “MICROFINANZA CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. MICRORIESGO”**

Nombre	Cargo	Fecha Nombramiento	Representante Legal
KIRIMKAN EVRIM	GERENTE GENERAL	2014.03.31	SI
ALDO MOAURO	PRESIDENTE	2015.03.20	NO

**Listado de Accionistas de la Calificadora de Riesgos “MICROFINANZA CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. MICRORIESGO”**

Nombre	Tipo	Valor	Porcentaje
MICROFINANZA RATING SRL	JURIDICA	88,350.00	95,00%
KIRIMKAN EVRIM	NATURAL	4,650.00	5,00%

**Comité de calificación de la Calificadora de Riesgos “MICROFINANZA CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. MICRORIESGO”**

Nombre	Fecha Nombramiento
CALVI PARISSETTI GIOVANNI	2012.06.10
MOAURO ALDO	2012.06.10
SANNINO IVAN	2012.06.10





CALIFICADORA DE RIESGOS PACIFIC CREDIT RATING

S.A.

<b>R.U.C.:</b>	1791753593001
<b>Fecha de constitución:</b>	19/10/2000
<b>No. Resolución aprobatoria:</b>	Q.IMV.01.3474
<b>Fecha Resolución aprobatoria:</b>	10/07/2001
<b>No. Inscripción en R.M.V.:</b>	2001.1.09.00006
<b>Fecha Inscripción en R.M.V.:</b>	10/07/2001
<b>Capital suscrito:</b>	110,565.00
<b>Provincia:</b>	PICHINCHA
<b>Ciudad:</b>	QUITO
<b>Dirección:</b>	Catalina Aldaz N 34-131 y Portugal, Edificio La Suiza piso 4 of 401, Quito.
<b>Teléfono:</b>	023331573 / 2 333 1685 / 2 332 4089 / 2 332 5321
<b>Página Web</b>	<a href="http://www.ratingspcr.com/ecuador.html">http://www.ratingspcr.com/ecuador.html</a>
<b>Email / Contacto</b>	<a href="http://www.ratingspcr.com/contacto-ecuador.html">http://www.ratingspcr.com/contacto-ecuador.html</a>

**Listado de Administradores “CALIFICADORA DE RIESGOS PACIFIC CREDIT RATING S.A.”**

<b>Nombre</b>	<b>Cargo</b>	<b>Fecha Nombramiento</b>	<b>Representante Legal</b>
KIRIMKAN EVRIM	GERENTE GENERAL	2014.03.31	SI
ALDO MOAURO	PRESIDENTE	2015.03.20	NO

**Comité de calificación “CALIFICADORA DE RIESGOS PACIFIC CREDIT RATING S.A.”**

<b>Nombre</b>	<b>Fecha Nombramiento</b>
TORRES PERUGACHI NATALIA CAROLINA	2013.07.05
MELO MATOS DELIA MAYERLINE	2013.07.05
REDIN ESCOBAR XIMENA	2013.08.23
LOZADA CARRERA LIZETH CAROLINA	2013.11.11
OROZCO ALEJANDRA	2014.01.06
PEÑAHERRERA BUNCE ANDREA ELIZABETH	2014.05.16
DUEÑAS VASCONEZ SOFIA ALEXANDRA	2014.05.16
VASCONEZ VAREA DANIELA ALEJANDRA	2014.06.24



**SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO  
LATINOAMERICANA SCRL S.A.**

<b>R.U.C.:</b>	991278648001
<b>Fecha de constitución:</b>	30/12/1993
<b>No. Resolución aprobatoria:</b>	94-2-5-1-4750
<b>Fecha Resolución aprobatoria:</b>	26/09/1994
<b>No. Inscripción en R.M.V.:</b>	94.2.7.02
<b>Fecha Inscripción en R.M.V.:</b>	07/10/1994
<b>Capital suscrito:</b>	40,000.00
<b>Provincia:</b>	Guayas
<b>Ciudad:</b>	Guayaquil
<b>Dirección:</b>	Av. Juan Tanca Marengo y Joaquín Orrantía Edificio Executive Center piso 3 oficina 311
<b>Teléfono:</b>	042158322 / 2158422 / 2158230
<b>Sitio Web</b>	<a href="http://www.scrla.fin.ec/">http://www.scrla.fin.ec/</a>
<b>Email / contacto</b>	<a href="http://www.scrla.fin.ec/opción contactos">http://www.scrla.fin.ec/ opción contactos</a>

<b>Listado de Administradores “SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO LATINOAMERICANA SCRL S.A”</b>			
<b>Nombre</b>	<b>Cargo</b>	<b>Fecha Nombramiento</b>	<b>Representante Legal</b>
NEIRA ALEJANDRO CRISTINA IVONNE	PRESIDENTE	2012.12.18	SI
PANCHANA CHALEN PILAR	GERENTE GENERAL	2012.12.18	SI

<b>Comité de calificación “SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO LATINOAMERICANA SCRL S.A”</b>	
<b>Nombre</b>	<b>Fecha Nombramiento</b>
VALLEJO LUZURIAGA MARTHA	2012.07.17
JACQUELINE CAMACHO SIGUENCIA	2012.07.17
LOPEZ PORTALANZA CECILIA A. DE	2012.07.17
PILAR PANCHANA CHALEN	2012.07.17
VITERI MIRANDA MARCOS	2012.07.17
FERES GELO ANTONIETA	2012.10.22
ALCIVAR GUZMAN GENE OMAR	2014.09.15



BANKWATCH RATINGS S.A

<b>R.U.C.:</b>	1791252799001
<b>Fecha de constitución:</b>	05/07/1993
<b>No. Resolución aprobatoria:</b>	2419
<b>Fecha Resolución aprobatoria:</b>	23/09/1994
<b>No. Inscripción en R.M.V.:</b>	94.1.7.01
<b>Fecha Inscripción en R.M.V.:</b>	03/10/1994
<b>Capital suscrito:</b>	126,510.00
<b>Provincia:</b>	PICHINCHA
<b>Ciudad:</b>	QUITO
<b>Dirección:</b>	Pasaje José Puerta N-39-201 y Eloy Alfaro (Una cuadra al sur de la Gaspar de Villarroel)
<b>Teléfono:</b>	2922426
<b>Sitio web</b>	<a href="http://www.bankwatchratings.com/">http://www.bankwatchratings.com/</a>
<b>Email / contacto</b>	<a href="http://www.bankwatchratings.com/index.php?option=com_ckforms&amp;view=ckforms&amp;id=2&amp;Itemid=13">http://www.bankwatchratings.com/index.php?option=com_ckforms&amp;view=ckforms&amp;id=2&amp;Itemid=13</a>

<b>Listado de Administradores “Bankwatch Ratings S.A”</b>			
<b>Nombre</b>	<b>Cargo</b>	<b>Fecha Nombramiento</b>	<b>Representante Legal</b>
BAUS HERRERA PATRICIO VICENTE	GERENTE GENERAL	2014.04.14	SI
PINTO CHIRIBOGA PATRICIA MARIA ISABEL	PRESIDENTE	2014.04.14	NO

<b>Comité de calificación “Bankwatch Ratings S.A”</b>	
<b>Nombre</b>	<b>Fecha Nombramiento</b>
BAUS HERRERA PATRICIO VICENTE	1994.08.02
PALLARES GANDARA DIEGO	1994.08.02
PINTO CHIRIBOGA PATRICIA	1995.07.19
RODAS ZUMBA SONIA MERCEDES	1997.01.17
CORDERO ARAUJO TOMAS	1997.10.17
PEREZ ORDOÑEZ LUIS ENRIQUE	2007.09.26
JUAN SEBASTIAN BAUS PINTO	2007.09.26
MOLINA BAÑO JEANNETH VERONICA	2007.09.26
CARLOS A. ORDOÑEZ CRESPO	2007.09.26
FITCH RATINGS	2007.09.26
LOUP VILLAFUERTE ANA MARIA	2010.11.04
NAVAS NARANJO XAVIER ANDRES	2013.07.01
ZURITA RAMIREZ ANA LORENA	2014.04.14

Autores: Felipe Aguirre y Pedro García Fuente: Superintendencia de Compañías

## **Anexo 16. Contenido mínimo del Convenio de Representación:**

La identificación del emisor y de la persona jurídica que actuará como representante de los obligacionistas.


- La declaración de que el representante de los obligacionistas no tiene conflicto de interés ni está vinculado con la emisora, el asesor, el agente pagador, el garante, ni con las compañías relacionadas por gestión, propiedad o administración del emisor.
- Las cláusulas que hayan de regir las relaciones jurídicas entre la entidad emisora y el representante legal de los obligacionistas.
- Las obligaciones del representante de los obligacionistas:
  - Verificar el cumplimiento por parte del emisor, de las cláusulas, términos y demás obligaciones contraídas en el contrato de emisión;
  - 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;
  - Verificar periódicamente el uso de fondos declarados por el emisor, en la forma y conforme a lo establecido en el contrato de emisión;
  - 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;
  - Acordar con el emisor las reformas específicas al contrato de emisión que hubiera autorizado la junta de obligacionistas;
  - Elaborar el informe de gestión para ponerlo a consideración de la asamblea de obligacionistas; y,
  - Ejercer las otras funciones y atribuciones que establezca el contrato.
  - Realizar todos los actos que sean necesarios para el ejercicio de los derechos y la defensa de los intereses comunes de los tenedores.
  - Llevar a cabo actos de disposición para los cuales lo faculte la asamblea de tenedores.

- Actuar, en nombre de los tenedores de las obligaciones, en los procesos judiciales y en los de quiebra o concordato; así como también, en los que se adelanten como consecuencia de la toma de posesión de los bienes y haberes o la intervención administrativa de que sea objeto la entidad emisora.
- Para esto, el representante de los obligacionistas deberá hacerse parte en el respectivo proceso dentro del término legal, para lo cual acompañará a su solicitud copia de contrato de emisión y constancia con base en sus registros, sobre el monto insoluto y sus intereses.
- Representar a los tenedores en todo lo concerniente a su interés común colectivo.
- Intervenir, previa autorización de la asamblea de tenedores de obligaciones, con voz pero sin voto, en todas las reuniones de la junta general de accionistas o junta de socios de la entidad emisora; siempre y cuando dentro del orden del día, se trate sobre la emisión de obligaciones o la emisión de papel comercial.
- Convocar y presidir la asamblea de tenedores de obligaciones.
- Solicitar a la Superintendencia de Compañías las revisiones de los libros de contabilidad y demás documentos de la sociedad emisora.
- Informar a los tenedores de obligaciones o papel comercial y a la Superintendencia de Compañías, sobre cualquier incumplimiento por parte de la entidad emisora.
- Guardar reserva sobre los informes que reciba respecto de la entidad emisora y no deberá revelar o divulgar las circunstancias o detalles que hubiere conocido sobre los negocios de ésta, en cuanto no fuere estrictamente indispensable para el resguardo de los intereses de los tenedores de obligaciones o papel comercial.
- Facultades del Representante de los Obligacionistas
  - El Representante de los Obligacionistas contará con facultades y deberes que le otorga esta Ley y sus normas, con las otorgadas e impuestas en el contrato de emisión o asamblea de obligacionistas.
  - Los honorarios de este representante correrán a cargo de la emisora.

- El representante de los obligacionistas podrá solicitar del emisor los informes que sean necesarios para una adecuada protección de los intereses de sus representados.
- Obligaciones de la compañía emisora
  - Suministrar al representante de los obligacionistas todas las informaciones que éste requiera para el desempeño de sus funciones, y de permitirle inspeccionar, en la medida que sea necesario para el mismo fin, sus libros, documentos y demás bienes.
  - 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.
  - Informar al Representa de los Obligacionistas de toda situación que implique el incumplimiento de las condiciones del contrato de emisión, tan pronto como ello ocurra.
  - La información que el representante de los obligacionistas requiera para el desempeño de sus funciones.

**Fuente:** Bolsa de Valores de Quito

## Anexo 17. Listado de DECEVALE, contactos, teléfonos y sus miembros


 <b>DECEVALE S.A.</b>	
<b>R.U.C.:</b>	0991283765001
<b>Fecha de constitución:</b>	31/03/1994
<b>No. Resolución aprobatoria:</b>	99-2-5-1-1505
<b>Fecha Resolución aprobatoria:</b>	04/05/1999
<b>No. Inscripción en R.M.V.:</b>	1999.2.05.00001
<b>Fecha Inscripción en R.M.V.:</b>	31/05/1999
<b>Capital suscrito:</b>	1,000,000.00
<b>Provincia:</b>	GUAYAS
<b>Ciudad:</b>	GUAYAQUIL
<b>Dirección:</b>	Guayaquil: 9 de Octubre 110 y Pichincha (Matriz) Quito: Av. Amazonas N21-276 entre Carrión y Roca
<b>Teléfono:</b>	Guayaquil (593-4)2533625 / Quito: 02-2921650 02-2258940 02-2264661 02-2264613
<b>Sitio web</b>	<a href="http://www.decevale.com/">http://www.decevale.com/</a>
<b>Email / contacto</b>	<a href="mailto:decevale@decevale.com">decevale@decevale.com</a>

Listado de Administradores "DECEVALE S.A."			
Nombre	Cargo	Fecha Nombramiento	Representante Legal
CARBO COX CARLOS ALBERTO	GERENTE GENERAL	2012.12.18	SI

Miembros del directorio "DECEVALE S.A."		
Nombre	Fecha Nombramiento	Cargo
ABBOUD FAYAD VICTOR ARMANDO	2009.03.18	Vocal Principal
ACOSTA ANDRADE JUAN BERNARDO	2009.03.18	Vocal Suplente
AROSEMENA DURAN CARLOS JULIO	2009.03.18	Vocal Principal
BARANDEARAN OYAGUE ALFREDO	2009.03.18	Vocal Suplente
FAIDUTTI ESTRADA JUAN CARLOS	2009.03.18	Vocal Principal
FIORAVANTI VILLANUEVA MARTIN	2009.03.18	Vocal Suplente
GALLEGOS VALLEJO ROMULO	2009.03.18	Vocal Principal
KRONFLE AKEL RODOLFO	2009.03.18	Presidente del Directorio
NEIRA SALAZAR CARLOS XAVIER	2009.03.18	Vocal Principal
NIETO JARRIN JOSE LUIS	2009.03.18	Vocal Suplente
PEÑA ROMERO PATRICIO	2009.03.18	Vocal Principal
TRUJILLO BUSTAMANTE JUAN	2009.03.18	Vocal Suplente

Autores: Felipe Aguirre y Pedro García Fuente: Superintendencia de Compañías

DEPÓSITO CENTRALIZADO DE VALORES BANCO CENTRAL DEL ECUADOR, contactos, teléfonos y sus miembros

	
<b>Depósito Centralizado de Valores Banco Central del Ecuador</b>	
<b>R.U.C.:</b>	1760002600001
<b>Fecha de constitución:</b>	19/06/2009
<b>No. Resolución aprobatoria:</b>	09-G-IMV-3517
<b>Fecha Resolución aprobatoria:</b>	19/06/2009
<b>No. Inscripción en R.M.V.:</b>	2009.2.05.00002
<b>Fecha Inscripción en R.M.V.:</b>	03/07/2009
<b>Provincia:</b>	PICHINCHA
<b>Ciudad:</b>	QUITO
<b>Dirección:</b>	Quito: Edificio Matriz del Banco Central del Ecuador Av. 10 de Agosto NII-539 y Briceño, frente a la Plaza Bolívar Guayaquil: Sucursal Mayor del Banco Central del Ecuador Av. 9 de Octubre No.200 entre Pichincha y Pedro Carbo
<b>Teléfono:</b>	Guayaquil (593) 4-2563-103 / (593) 4-2566 333 Exts: 2175, 2173 y 2178 Quito: (593) 2-2289 594 / (593) 2-2572 522 Exts: 2840, 2829, 2865 Fax: (573)2-959 808
<b>Sitio web</b>	<a href="http://www.bce.fin.ec/index.php/deposito-centralizado-de-valores">http://www.bce.fin.ec/index.php/deposito-centralizado-de-valores</a>
<b>Email / contacto</b>	<a href="mailto:dcv@bce.ec">dcv@bce.ec</a>

<b>Miembros del directorio “Depósito Centralizado de Valores Banco Central del Ecuador.”</b>		
<b>Nombre</b>	<b>Fecha Nominamiento</b>	<b>Cargo</b>
BORJA CORNEJO DIEGO	2010.06.01	Presidente del Directorio
KING KATIUSKA	2010.06.01	Director Principal
PEÑA ROMERO MAURICIO	2010.06.01	Director Principal
RAMIREZ MIÑO JORGE PATRICIO	2012.09.26	Director Principal
RAMIREZ RENE	2010.06.01	Director Principal
RIVERA YÁNEZ PATRICIO	2010.06.01	Director Principal
SAMAN SALEM CAMILO	2010.06.01	Director Principal
VALLEJO LOPEZ CARLOS DANILLO	2008.07.22	Director Principal

**Autores:** Felipe Aguirre y Pedro García

**Fuente:** Superintendencia de Compañías



## **Anexo 18. Contenido de Circular y Prospecto de Oferta Pública**

### **Circular de Oferta Pública**

#### **PORTADA:**

- Título: "CIRCULAR DE OFERTA PUBLICA DE PAPEL COMERCIAL", debidamente destacado.
- Razón social o nombre comercial del emisor,
- Número y fecha de la resolución expedida por la Superintendencia de Compañías que aprueba la emisión y el contenido del prospecto, autoriza la oferta pública y dispone su inscripción en el Registro del Mercado de Valores; y, número y fecha de la resolución expedida por la Superintendencia de Bancos y Seguros que aprueba la emisión de obligaciones, de ser el caso.
- Razón social de la calificadora y las categorías de calificación de riesgo del programa y del garante si es que se trata de un aval o fianza.
- Nombre y firma del estructurador o asesor, cuando sea del caso; y,
- Cláusula de exclusión. 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.

#### **INFORMACIÓN GENERAL**

- Fecha de constitución, plazo de duración, actividad principal, domicilio principal de la compañía, dirección, número de teléfono, número de fax, página web de la oficina principal y de sus sucursales, de ser el caso.
- Capital suscrito, pagado y autorizado de ser el caso.
- Indicadores o resguardos al que se obliga el emisor.

## **CARACTERÍSTICAS DEL PROGRAMA**

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

## **CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN**

- Monto de la emisión.
- Tasa de interés y forma de reajuste, de ser el caso.
- Plazo de la emisión.
- Indicación de ser desmaterializada o no.
- Indicación de ser a la orden o al portador.
- Indicación del número de serie, el monto de cada serie, el valor nominal de cada valor y el número de títulos a emitirse en cada serie, en el caso de estar representada por títulos.
- Sistema de amortización para el pago del capital e intereses.
- Sistema de sorteos y rescates anticipados, en caso de haberlos.
- Destino de los recursos a captar.
- Indicación del nombre del representante de los obligacionistas con la dirección, número de teléfono, dirección de correo electrónico.

## **INFORMACIÓN ECONÓMICO – FINANCIERA**

- Los estados financieros del emisor con el dictamen de un auditor externo independiente, correspondientes a los tres últimos ejercicios económicos. En el caso de emisores de reciente constitución, deberán entregar la información antes mencionada, de uno ó dos ejercicios económicos según corresponda.

- Estado de situación a la fecha del cierre del mes anterior, y de resultados, por el período comprendido entre el 1 de enero y la fecha de cierre del mes inmediato anterior a la presentación del trámite

Si el emisor presentare la información financiera para el trámite de aprobación dentro de los primeros quince días del mes, será necesario únicamente que el corte de dicha información tenga como base el último día del mes considerando dos meses inmediatamente anteriores; pero, si la información financiera fuere presentada a partir del primer día hábil luego de transcurridos los primeros quince días del mes, la obligatoriedad en el corte de dicha información tendrá como base el último día del mes anterior.

- Estados de resultados y flujos de efectivo trimestrales proyectados al menos, para el plazo de la vigencia del programa.
- Indicadores que deberán ser calculados, en base a los estados financieros históricos presentados para efectos del trámite:
  - Capital de trabajo.
  - Liquidez.
  - Prueba ácida.
  - Deuda total sobre activo total.
  - Deuda total sobre patrimonio.
  - Deuda total sobre ventas.
  - Utilidad por acción.
  - Utilidad neta sobre el activo total.
  - Utilidad neta sobre el patrimonio.
  - Utilidad neta sobre ventas.
- Extracto de la calificación de riesgo.
- Declaración juramentada del representante legal de la compañía emisora, en la que conste que la información contenida en la circular de oferta pública es fidedigna real y completa; y que será penal y civilmente responsable por cualquier falsedad u omisión contenida en ella.

**NOTA: Anexo a la Circular de Oferta Pública**

Para cada programa de emisión de papel comercial se requerirá una sola circular de oferta pública, siendo necesario en cada emisión, adjuntar a la circular un anexo que

contendrá el saldo disponible del programa, el monto de papel comercial en circulación y las características de la nueva emisión. En el caso de que se vaya a emitir o colocar papel comercial en un nuevo ejercicio fiscal además se deberá actualizar, hasta el 30 de abril de ese año, la información financiera en la circular de oferta pública. Este documento deberá remitirse a la Superintendencia de Compañías y a las Bolsas de Valores del país.

### **Prospecto de Oferta Pública**

#### **PORTADA**

- Título: "PROSPECTO DE OFERTA PUBLICA", debidamente destacado.
- Razón social, y en caso de existir el nombre comercial del emisor, del estructurador, del colocador y de los promotores.
- Características de la emisión.
- Razón social de la calificadora de riesgo y la categoría de la calificación de la emisión.
- Número y fecha de la resolución expedida por la Superintendencia de Compañías que aprueba la emisión y el contenido del prospecto, autoriza la oferta pública y dispone su inscripción en el Registro del Mercado de Valores; y, número y fecha de la resolución expedida por la Superintendencia de Bancos y Seguros que aprueba la emisión de obligaciones, de ser el caso.
- Cláusula de exclusión. En todo prospecto de oferta pública deberá hacerse mención expresa de que su aprobación no implica de parte de la Superintendencia de Compañías ni de los miembros de la Junta de Políticas y Regulación Monetaria y Financiera, recomendación alguna para la suscripción o adquisición de valores, ni pronunciamiento sobre su precio, la solvencia de la entidad emisora, el riesgo o rentabilidad de la emisión.

#### **INFORMACIÓN GENERAL SOBRE EL EMISOR**

- Razón social, y en caso de existir el nombre comercial del emisor.
- Número del R.U.C.
- Domicilio, dirección, número de teléfono, número de fax y dirección de correo electrónico del emisor y de sus oficinas principales.

- Fechas de otorgamiento de la escritura pública de constitución e inscripción en el Registro Mercantil.
- Plazo de duración de la compañía.
- Objeto social.
- Capital suscrito, pagado y autorizado, de ser el caso.
- Número de acciones, valor nominal de cada una, clase y series.
- Nombres y apellidos de los principales accionistas propietarios de más del diez por ciento de las acciones representativas del capital suscrito de la compañía, con indicación del porcentaje de su respectiva participación.
- Cargo o función, nombres y apellidos del representante legal, de los administradores y de los directores, si los hubiere.
- Número de empleados, trabajadores y directivos de la compañía.
- Organigrama de la empresa.
- Referencia de empresas vinculadas, de conformidad con lo dispuesto en la Ley de Mercado de Valores, así como en la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero y en sus normas complementarias, de ser el caso.
- Participación en el capital de otras sociedades.

### **DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO DEL EMISOR**

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

## **CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN**

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

- Descripción del sistema de colocación, con indicación del responsable y del asesor de la emisión.
- Resumen del contrato de underwriting, de existir.
- Procedimiento de rescates anticipados.
- Detalle del destino de los recursos a captar.
- Extracto del estudio de la calificación de riesgo actualizada.

### **INFORMACIÓN ECONÓMICO FINANCIERA DEL EMISOR**

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

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

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

El formato de los valores a ser emitidos deberá contener por lo menos:

- La denominación de: "Obligación", en la parte superior central de cada título, los mismos que deberán numerarse continua y sucesivamente.
- El nombre y domicilio del emisor.
- Fecha y número de la notaría pública en la que se otorgó la escritura pública de la emisión.
- La indicación de ser, a la orden o al portador; y, si tiene cupones para reconocer los intereses, éstos podrán ser a la orden o al portador.
- Se podrán emitir obligaciones sin cupón de interés; los aspectos relacionados al pago de intereses no serán aplicables a este tipo de obligaciones.
- El plazo de la emisión.
- El factor de conversión, para obligaciones convertibles en acciones.
- La especificación de la forma de amortización, con las fechas, tanto para el pago de la obligación como para el de sus intereses.
- La fecha de escritura de constitución de la compañía emisora y la de su inscripción en el Registro Mercantil.
- La indicación de la garantía de la obligación.
- El valor nominal, precisando la moneda o unidad monetaria.
- La indicación de la tasa de interés, que será de libre contratación y su forma de reajuste, en caso de haberlo.
- La indicación del representante de los obligacionistas: nombre, dirección, número de teléfono y dirección de correo electrónico del mismo.




- La indicación del agente pagador y lugar de pago de la obligación.
- El número y fecha de la resolución de inscripción en el Registro del Mercado de Valores.

**Fuente:** Bolsa de Valores de Quito

### Superintendencia de Compañías Direcciones y Teléfonos

**Autores:** Felipe Aguirre y Pedro García

**Fuente:** Bolsa de Valores de Quito

 <b>SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS, VALORES Y SEGUROS</b>	
<b>Dirección:</b>	Guayaquil (Matriz): Centro Financiero Público 9 de Octubre 200 y Pichincha Quito: Calle Roca 660 y Amazonas
<b>Teléfono:</b>	Quito: (04) 3728500 Guayaquil: (02) 2997800
<b>Sitio web</b>	<a href="http://www.supercias.gob.ec/portal/">http://www.supercias.gob.ec/portal/</a>

## **Anexo 19. Requisitos para la inscripción de valores en el Mercado de Valores del Ecuador.**

### **Papel Comercial**

Para la inscripción de papel comercial en el Registro del Mercado de Valores se deberá presentar la siguiente información:

- Solicitud suscrita por el representante legal solicitando la aprobación de la emisión, del contenido de la circular de oferta, autorización de oferta pública de inscripción de los valores y del emisor, cuando este no se halle inscrito.  
A la solicitud se debe adjuntar certificados conferidos por el Registrador de la Propiedad y por el Registrador Mercantil, de los cuales se desprenda si sobre los activos de la compañía no pesa algún tipo de gravamen, limitación al dominio, prohibición de enajenar y/o prenda industrial; en relación exclusivamente al monto máximo a ser autorizado para emisiones de papel comercial amparadas con garantía general. Para las instituciones sometidas al control de la Superintendencia de Bancos y Seguros, declaración juramentada del representante legal otorgada ante Notario Público, de que la entidad emisora cuenta con activos suficientes libres de gravámenes, prendas o limitaciones que sirvan de garantía del monto del papel comercial a emitirse.
- Circular de la oferta pública.
- Aprobación de la emisión por parte de la Superintendencia de Bancos y Seguros, a través de su máxima autoridad, en el caso de instituciones del sistema financiero, para lo cual esta entidad efectuará el análisis de orden técnico en el ámbito financiero y de riesgos, y determinará su capacidad financiera, a fin de resguardar el cumplimiento de sus obligaciones con los depositantes, inversionistas y otros acreedores, entre los que se cuentan aquellos que efectuaron sus inversiones en el mercado de valores. Sin perjuicio de lo establecido por la Ley de Mercado de Valores, los análisis realizados por la Superintendencia de Bancos y Seguros, determinarán la fijación del cupo de emisión de los emisores del sistema financiero

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

### **Obligaciones**

Con la escritura pública de emisión, se deberá realizar una solicitud a la Superintendencias, dicha solicitud requerida lo siguiente:

- Aprobación de la emisión, para las sociedades sujetas al control de la Superintendencia de Compañías.
- Aprobación del contenido del prospecto de oferta pública.
- Autorización de oferta pública.
- Inscripción de los valores en el Registro del Mercado de Valores.
- Inscripción del emisor, cuando éste no se halle inscrito.

A la solicitud deberá adjuntar:

- Escritura de emisión de obligaciones.
- Prospecto de oferta pública de las obligaciones.
- Certificados conferidos por el Registrador de la Propiedad y por el Registrador Mercantil, de los cuales se desprenda si sobre los activos de la compañía no pesa algún tipo de gravamen, limitación al dominio, prohibición

de enajenar y/o prenda industrial; en relación exclusivamente al monto máximo a ser autorizado para emisiones de obligaciones amparadas con garantía general. En el caso de las instituciones sometidas al control de la Superintendencia de Bancos y Seguros, declaración juramentada del representante legal otorgada ante Notario Público, de que la entidad emisora cuenta con activos suficientes libres de gravámenes, prendas o limitaciones que sirvan de garantía general del monto de obligaciones a emitirse.

- Copia del facsímile del valor.
- Resolución de aprobación de la emisión por parte de la Superintendencia de Bancos y Seguros, en el caso de Instituciones del Sistema Financiero, para lo cual esta entidad efectuará el análisis de orden técnico en el ámbito financiero y de riesgos, y determinará su capacidad financiera, a fin de resguardar el cumplimiento de sus obligaciones con los depositantes, inversionistas y otros acreedores, entre los que se cuentan aquellos que efectuaron sus inversiones en el mercado de valores. Sin perjuicio de lo establecido por la Ley de Mercado de Valores, los análisis realizados por la Superintendencia de Bancos y Seguros, determinarán la fijación del cupo de emisión de los emisores del sistema financiero el cual no podrá exceder el monto máximo de emisión de obligaciones con garantía general previsto en esta Codificación.
- Ficha registral, del valor y del emisor, de ser el caso

**Fuente:** Bolsa de Valores de Quito

## **Anexo 20. Requisitos para la inscripción en Bolsa de Valores**

### **Requisitos de inscripción de los emisores**

La inscripción de una entidad emisora del sector privado se hará previo el cumplimiento de los siguientes requisitos:

- Solicitud firmada por el representante legal de la empresa o su apoderado.
- Breve descripción de la empresa.
- Copia de la escritura pública de constitución de la compañía, con la razón de inscripción en el Registro Mercantil.
- Copia de la escritura pública que contenga el último aumento de capital y reforma de los estatutos, con razón de la inscripción en el Registro Mercantil.
- Codificación de Estatutos Sociales, de ser el caso.
- Copia certificada del nombramiento del representante legal o apoderado conferido por el Registrador Mercantil o autoridad competente.
- Estados financieros auditados de los últimos tres ejercicios económicos.
- Si se trata de una empresa nueva o de reciente creación, deberá presentar la descripción del proyecto de factibilidad de la empresa y entorno económico dentro del cual desarrollará su actividad y los estados financieros proyectados de los próximos tres años.
- Nómina de directores y administradores, según corresponda.
- Para compañías del sector no financiero, copia del acta de la Junta General o del órgano competente donde conste autorización de inscripción.
- Pago de la cuota de inscripción y de la cuota de mantenimiento fijada por el directorio de la institución.
- Otros que considere el directorio cuando existan características especiales.

### **Requisitos de inscripción de valores**

Para la inscripción de papel comercial y obligaciones de largo plazo, a más de los requisitos solicitado para la inscripción en el Registro de Mercado de Valores, se deberá presentar a la siguiente información para la inscripción en el Registro de la Bolsa de Valores de Quito:

- Una copia de la resolución aprobatoria del prospecto o circular de oferta pública o del prospecto o circular informativo, y del certificado de inscripción de la oferta pública, emitidos por la Superintendencia de Compañías;
- Una copia del prospecto o circular de oferta pública o del prospecto o circular informativo, según sea mercado primario o secundario, aprobado por la Superintendencia de Compañías;
- Cien prospectos o circulares de oferta pública, que deberán entregarse con al menos tres días bursátiles hábiles de anticipación a la negociación, los mismos que pueden ser remitidos en medio físico o en archivo magnético;
- Una copia de la parte pertinente del acta de junta general que autoriza la oferta pública; y,
- Los números del Registro Único de Contribuyentes.
- Una copia certificada del contrato de underwriting, en caso de existir;
- El informe completo de la calificación de riesgo;
- El flujo de fondos proyectado durante el plazo de la emisión de los valores;
- Los balances no auditados del emisor, del último mes anterior a la fecha en la que presente la solicitud, si ésta es presentada del 15 y al último día del mes; y, el penúltimo balance no auditado, si la solicitud es presentada del 1 al 14; y
- Estados financieros del emisor proyectados durante la vigencia de la emisión.

**Fuente:** Bolsa de Valores de Quito

## **Anexo 21. Celebración obligatoria del contrato del reportado o reportante con sus comitentes.**

Los reportados o reportantes en forma previa a la realización de operaciones de reporto, deberán suscribir con cada uno de sus comitentes por cada operación un contrato de mandato que contenga al menos las siguientes estipulaciones:

1. La indicación de la fecha y lugar de celebración del contrato.
2. Nombre de las personas autorizadas para representar al comitente reportado o reportante frente a la casa de valores.
3. La declaración del comitente de que conoce y acepta los términos del respectivo contrato de mandato que celebra con su respectivo reportado y reportante, así como las disposiciones del reporto bursátil de este capítulo.
4. El detalle de los valores que son materia de la operación de reporto, indicando las características como plazo, interés, valor nominal, entre otros; según corresponda a la naturaleza del contrato.
5. El compromiso por parte del comitente reportado o reportante de constituir y ajustar las garantías que correspondan.
6. La aceptación expresa e irrevocable por parte del comitente reportado o reportante para que el reportante liquide a través de cualquier mecanismo de negociación bursátil autorizado y disponga, de ser necesario, de las garantías constituidas, que deberán ser entregadas por la respectiva bolsa de valores que mantenga su custodia.
7. La manifestación de que el comitente exonera al reportado o reportante, según sea el caso, y a la bolsa de valores por los daños y perjuicios que pudiera sufrir por hechos que constituyan fuerza mayor o caso fortuito, de conformidad con lo previsto en el Código Civil.
8. Cláusula de sometimiento de las controversias que puedan surgir entre las partes a la decisión de árbitros, de conformidad con lo previsto en la Ley de Arbitraje y Mediación.
9. Declaración sobre el origen lícito de los recursos.

**Fuente:** Directorio de la Corporación Civil de la Bolsa de Valores de Guayaquil

Anexo 22. Sistema de Compensación y Liquidación de Operaciones y Valores.

# BANCO CENTRAL DEL ECUADOR

## ESQUEMA DE OPERACIÓN





Doctora Jenny Ríos Coello, Secretaria de la Facultad de Ciencias de la Administración  
de la Universidad de Azuay

**CERTIFICA:**

Que, el Consejo de Facultad en sesión del 31 de julio de 2015, conoció la petición de los estudiantes **ISAAC FELIPE AGUIRRE ORTEGA** con código 49974 y **PEDRO MANUEL GARCIA NEIRA** con código 60776, que denuncian su trabajo de titulación **“EMISION Y NEGOCIACION DE OBLIGACIONES Y PAPEL COMERCIAL COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO EN EL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO PARA PYMES.”**, presentado como un requisito previo a la obtención del título de Economista Mención Economía Empresarial. El Consejo de Facultad acoge el informe de la Junta Académica y aprueba la denuncia. Designa como **Director al economista Bladimir Proaño Rivera** y como miembros del **Tribunal Examinador a las economistas Silvia Mejía Matute y Andrea Freire Pesántez**. De conformidad con el Instructivo para la Creación y Funcionamiento de la Unidad de Titulación Especial y Of. No 660V-15-UDA del Vicerrectorado, la peticionaria para desarrollar y presentar su trabajo de titulación, tiene un plazo de **DIECIOCHO MESES**, contados a partir de la fecha de aprobación del Consejo de Facultad, estos es **hasta el 31 de enero de 2017**. Los peticionarios deberán registrarse en la Unidad de Titulación en el mes de septiembre de 2015.

Cuenca, agosto 3 de 2015



Dra. Jenny Ríos Coello  
Secretaria de la Facultad de  
Ciencias de la Administración

AZUAY  
FACULTAD DE  
ADMINISTRACION  
SECRETARIA

Cuenca, 28 de Julio de 2015

Señor Ingeniero

Xavier Ortega

**DECANO DE LA FACULTAD DE CIENCIAS DE LA ADMINISTRACION**

**U.D.A.**

Presente

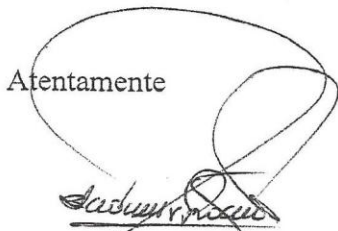
De mi consideración

Junto con enviarle un afectuoso saludo, me permito informar, que luego de haber dado seguimiento a los cambios propuestos por el tribunal reunido el lunes 27 de julio del 2015 conformado por Eco. Silvia Mejía Matute, Eco. Andrea Freire Pesantez y mi persona de la tesis propuesta por los estudiantes: Felipe Aguirre y Pedro García, bajo el título: "*Emisión y Negociación de Obligaciones y Papel Comercial como Alternativa de Financiamiento en el Mercado de Valores Ecuatoriano para Pymes*". Puedo informar que los cambios se realizaron satisfactoriamente y destaco lo siguiente:

1. Se enmarca dentro de los lineamientos y acápites dispuestos por la Universidad para el trabajo de pregrado.
2. Existe una concordancia sustentada entre la problemática, las preguntas de investigación y los objetivos propuestos.
3. Las técnicas de investigación propuestas viabilizaran el trabajo de grado.

Por lo expuesto y en espera de continuar con el proceso de aprobación, me suscribo.

Atentamente



ECON BLADIMIR PROAÑO R.  
PROFESOR



ACTA

SUSTENTACIÓN DE PROTOCOLO/DENUNCIA DEL TRABAJO DE TITULACIÓN

- 1.1 Nombre del estudiante: Isaac Felipe Aguirre Ortega y Pedro Manuel García Neira  
Código 49974 y 60776
- 1.2 Director sugerido: Eco. Bladimir Proaño Rivera
- 1.3 Codirector (opcional): \_\_\_\_\_
- 1.4 Tribunal: Eco. Silvia Mejía Matute / Eco. Andrea Freire Pesantez
- 1.5 Título propuesto: "Emisión y Negociación de Obligaciones y Papel Comercial como alternativa de Financiamiento en el Mercado de Valores Ecuatoriano para Pymes"
- 1.6 Resolución:

1.6.1 Aceptado sin modificaciones \_\_\_\_\_

1.6.2 Aceptado con las siguientes modificaciones: (#2)

1) Recalcar en la Metodología que se trata de una Investigación no Probabilística

2) Sistematizar las Preguntas de la investigación en función de Objetivos específicos.

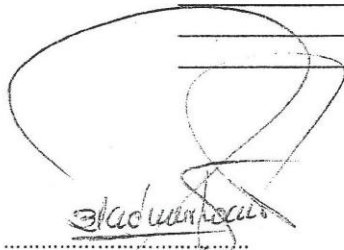
1.6.3 Responsable de dar seguimiento a las modificaciones: Eco. Bladimir Proaño Rivera


1.6.4 No aceptado


• Justificación:

\_\_\_\_\_  
 \_\_\_\_\_  
 \_\_\_\_\_

**Tribunal**

  
 .....  
 Eco. Bladimir Proaño Rivera

  
 .....  
 Eco. Silvia Mejía Matute

  
 .....  
 Eco. Andrea Freire Pesantez

  
 .....  
 Sr. Isaac Felipe Aguirre Ortega

  
 .....  
 Sr. Pedro Manuel García Neira

  
 .....  
 Dra. Jenny Ríos Coello  
 Secretario de Facultad

Fecha de sustentación: Lunes 27 de julio de 2015 a las 08h00



**RÚBRICA PARA LA EVALUACIÓN DEL PROTOCOLO DE TRABAJO DE TITULACIÓN**

**1.1 Nombre del estudiante:** Isaac Felipe Aguirre Ortega y Pedro Manuel García Neira

1.1.1 Código 49974 y 60776

**1.2 Director sugerido:** Eco. Bladimir Proaño Rivera

**1.3 Codirector (opcional):**

**1.4 Título propuesto:** "Emisión y Negociación de Obligaciones y Papel Comercial como alternativa de Financiamiento en el Mercado de Valores Ecuatoriano para Pymes"

**1.5 Revisores (tribunal):** Eco. Silvia Mejía Matute / Eco. Andrea Freire Pesantez

**1.6 Recomendaciones generales de la revisión:**

	Cumple totalmente	Cumple parcialmente	No cumple	Observaciones (*)
<b>Línea de investigación</b>				
1. ¿El contenido se enmarca en la línea de investigación seleccionada?	✓			
<b>Título Propuesto</b>				
2. ¿Es informativo?	✓			
3. ¿Es conciso?	✓			
<b>Estado del arte</b>				
4. ¿Identifica claramente el contexto histórico, científico, global y regional del tema del trabajo?		✓		
5. ¿Describe la teoría en la que se enmarca el trabajo	✓			
6. ¿Describe los trabajos relacionados más relevantes?		✓		
7. ¿Utiliza citas bibliográficas?	✓		✗	
<b>Problemática y/o pregunta de investigación</b>				
8. ¿Presenta una descripción precisa y clara?	✓			
9. ¿Tiene relevancia profesional y social?	✓			
<b>Hipótesis (opcional)</b>				
10. ¿Se expresa de forma clara?	✓			
11. ¿Es factible de verificación?	✓			
<b>Objetivo general</b>				
12. ¿Concuerda con el problema formulado?	✓			
13. ¿Se encuentra redactado en tiempo verbal infinitivo?	✓			
<b>Objetivos específicos</b>				



14.¿Concuerdan con el objetivo general?	✓			
15.¿Son comprobables cualitativa o cuantitativamente?	✓			
<b>Metodología</b>				
16.¿Se encuentran disponibles los datos y materiales mencionados?	✓			
17.¿Las actividades se presentan siguiendo una secuencia lógica?	✓			
18.¿Las actividades permitirán la consecución de los objetivos específicos planteados?	✓			
19.¿Los datos, materiales y actividades mencionadas son adecuados para resolver el problema formulado?	✓			
<b>Resultados esperados</b>				
20.¿Son relevantes para resolver o contribuir con el problema formulado?	✓			
21.¿Concuerdan con los objetivos específicos?	✓			
22.¿Se detalla la forma de presentación de los resultados?	✓			
23.¿Los resultados esperados son consecuencia, en todos los casos, de las actividades mencionadas?	✓			
<b>Supuestos y riesgos</b>				
24.¿Se mencionan los supuestos y riesgos más relevantes?	✓			
25.¿Es conveniente llevar a cabo el trabajo dado los supuestos y riesgos mencionados?	✓			
<b>Presupuesto</b>				
26.¿El presupuesto es razonable?	✓			
27.¿Se consideran los rubros más relevantes?	✓			
<b>Cronograma</b>				
28.¿Los plazos para las actividades son realistas?	✓			
<b>Referencias</b>				
29.¿Se siguen las recomendaciones de normas internacionales para citar?		✓		
<b>Expresión escrita</b>				
30.¿La redacción es clara y fácilmente comprensible?	✓			
31.¿El texto se encuentra libre de faltas ortográficas?	✓			

(\* ) Breve justificación, explicación o recomendación.



- Opcional cuando cumple totalmente,
- Obligatorio cuando cumple parcialmente y NO cumple.

.....  
.....

.....  
Eco. Bladimir Proaño Rivera

.....  
Eco. Silvia Mejía Matute

.....  
Eco. Andrea Freire Pesantez

## CONVOCATORIA

Por disposición de la Junta Académica de Economía, se convoca a los Miembros del Tribunal Examinador, a la sustentación del Protocolo del Trabajo de Titulación: "Emisión y Negociación de Obligaciones y Papel Comercial como alternativa de Financiamiento en el Mercado de Valores Ecuatoriano para Pymes", presentado por los estudiantes Isaac Felipe Aguirre Ortega con código 49974 y Pedro Manuel García Neira con código 60776, previa a la obtención del grado de Economista mención en Economía, para el día LUNES 27 DE JULIO DE 2015 A LAS 08h00.

Cuenca, 23 de julio de 2015



Eco. Bladimir Proaño Rivera



Dra. Jenny Ríos Coello  
Secretaria de la Facultad

Eco. Silvia Mejía Matute



Eco. Andrea Freire Pesantez

Comunicado  
Isaac A.

Sustentación del Diseño de Tesis

Fecha: 22-07-2015

**ESCUELA DE ECONOMIA EMPRESARIAL**

**Diseños de Tesis**

**Escuela de Economía Empresarial**

**Estudiante:** Aguirre Ortega Isaac Felipe con código 49974 y Pedro Manuel García Neira con código 60776.

**Tema:** "EMISION Y NEGOCIACION DE OBLIGACIONES Y PAPEL COMERCIAL COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO EN EL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO PARA PYMES."

**Para:** La obtención del título de Economistas Mención en Economía Empresarial

**Director:** Econ. Bladimir Proaño Rivera

**Tribunal:** Econ. Silvia Mejía

**Tribunal:** Andrea Freire.

DIA: LUNES.

FECHA: 27 DE JULIO/2015

HORA: 08h00.



Cuenca, 22 de julio de 2015

Ing.

Xavier Ortega Vásquez

Decano de la Facultad de Ciencias de la Administración de la Universidad del Azuay  
Ciudad.-


De mi consideración:

La Junta Académica de la Carrera de Economía Empresarial, reunida el 22 de julio de 2015 conoció el diseño de trabajo de graduación titulado: "Emisión y Negociación de Obligaciones y Papel Comercial como Alternativa de Financiamiento en el Mercado de Valores Ecuatoriano para Pymes", elaborado y presentado por los señores estudiantes: Isaac Felipe Aguirre Ortega, con código N°. 49974 y Pedro Manuel García Neira, con código No. 60776, como requisito previo a la obtención del título de Economista Empresarial.

Una vez revisado el documento en referencia que cumple con todos los requisitos legales y académicos que dispone el Reglamento de Graduación de la Facultad, la Junta resolvió sugerir como miembros del Tribunal correspondiente al : Eco. Proaño Bladimir Proaño como director del trabajo; y a las economistas Silvia Mejía y Andrea Freire como miembros del tribunal.

En tal sentido, agradeceré a Usted se sirva -a nombre de la Junta- realizar el trámite correspondiente.

Atentamente,



Econ. Mauro Calle C.

Director de la Carrera de Economía Empresarial



# **Universidad del Azuay**

**Facultad de Ciencias de la Administración.**

**Escuela de Economía.**

**“Emisión y Negociación de Obligaciones y Papel Comercial como Alternativa de  
Financiamiento en el Mercado de Valores Ecuatoriano para Pymes”.**

**Trabajo de graduación previo a la obtención del título de  
Economista, Mención Economía Empresarial.**

**Autores: Aguirre Ortega Isaac Felipe.**

**García Neira Pedro Manuel.**

**Director: Proaño Rivera Washington Bladimir MBA.**

**Cuenca, Ecuador**

**2015**

Edición autorizada de 30.000 ejemplares  
Del 678.501 al 708.500

**Nº**

**0698876**



## 1. DATOS GENERALES.

UNIVERSIDAD DEL

1.1 Nombre del estudiante: **Algarre Ortega Isaac Felipe.**

1.1.1. Código: 49974

1.1.2. Contacto: C:2861526, M: 0984609896

Correo electrónico: [philip8234@hotmail.com](mailto:philip8234@hotmail.com)

1.2 Nombre del estudiante: **García Neira Pedro Manuel.**

1.2.1 Código: 60776

1.2.2 Contacto: C: 2846750 M: 0998765069, 0986414820

Correo electrónico: [pedrogarcianeira@gmail.com](mailto:pedrogarcianeira@gmail.com)

1.3 Director Sugerido: **Proaño Rivera Washington Bladimir MBA.**

1.3.1 Contacto: M: 0999245871

Correo electrónico: [wproano@uazuav.edu.ec](mailto:wproano@uazuav.edu.ec)

1.4 Asesor metodológico: **Calle Lituma Sebastián MBA.**

1.4.1 Contacto: M: 0984649494

Correo electrónico: [scalle@uazuav.edu.ec](mailto:scalle@uazuav.edu.ec)

1.5 Tribunal designado: **Pendiente.**

1.6 Aprobación: **Pendiente.**

1.7 Líneas de Investigación de la carrera:

Código UNESCO: 531102 Gestión Financiera.

1.7.1 Tipo de trabajo.

a) Investigación Formativa.

b) Diagnóstico del funcionamiento del mercado bursátil Ecuatoriano. Análisis de indicadores económicos básicos internos de Pymes para emisión de obligaciones y papeles comerciales.

1.8 Área de estudio: **Contabilidad, Derecho, Evaluación de Inversiones**

**Finanzas, Gestión de Riesgos, Macroeconomía, Microeconomía,**

Edición autorizada de 30.000 ejemplares  
Del 678.501 al 708.500

Nº 0698890

**Título propuesto:** Emisión y Negociación de Obligaciones y Papel Comercial como Alternativa de Financiamiento en el Mercado de Valores Ecuatoriano para Pymes.

**1.9 Estado del proyecto:** La presente investigación es nueva.

## **2. Contenido**

### **2.1 Motivación de la investigación**

Los métodos tradicionales de financiamiento para Pymes en el Ecuador al igual que en gran parte del mundo son limitados siendo estos: préstamos bancarios, crédito de proveedores y recursos propios. Para superar estas limitaciones surge la propuesta de realizar una guía fácil para la emisión de obligaciones y papel comercial, facilitando e incentivando la incursión de Pymes al mercado de valores, previo análisis de la problemáticas que impiden su incursión en el mismo.

### **2.2 Problemática**

El método de financiamiento más común en el marco de las Pymes es el endeudamiento con préstamos Bancarios, método muy limitado y de difícil acceso, con altas tasas de interés por el perfil de riesgo que involucra una Pyme. A pesar de no ser la primera vez que se solicita u obtiene un préstamo bancario y sin importar el monto, los procesos son exhaustivos y repetitivos significando una pérdida de tiempo y dinero. Proporcionar información específica acerca de la justificación del préstamo puede dejar al descubierto posibles estrategias de la compañía.

Se acude también a alternativas que funcionan al margen de la ley; una de ellas conocida vulgarmente como “Chulco”; personas sin ningún tipo de regulación o control por parte de una entidad financiera, que pactan directamente con los interesados las reglas de juego. A primera vista las condiciones son inmejorables, sin embargo las personas interesadas en los préstamos se verán siempre perjudicadas sin mencionar que la proveniencia del dinero es en la gran mayoría de los casos de cuestionable procedencia.



El mercado de Valores funciona con regularidad en el Ecuador, sin embargo existe un gran desconocimiento y miedo general de la población hacia el mismo; incluyendo por supuesto, a los propietarios de Pymes. No existen barreras marcadas que impidan la incursión de este segmento a este mercado, sin embargo es necesario analizar las trabas que persisten ofreciendo posibles soluciones para facilitar la entrada de las Pymes

### 2.3 Preguntas de Investigación:

- ¿Cómo funcionan el Mercado Financiero y el Mercado de Valores en Ecuador y cuál es su estructura?
- ¿Cuál es la caracterización para ser considerado una Pyme en el Ecuador? ¿Es posible que por su importancia y tamaño las Pymes incursionen en el mercado de valores?
- ¿Cómo se debe hacer la correcta estructura financiera de mi empresa? ¿quién avala, coloca y regula esta información en el mercado?

### 2.4 Resumen

Con el presente trabajo se pretende desarrollar una guía paso a paso accesible a cualquier individuo que tenga conocimientos básicos financieros y una perspectiva del funcionamiento del mercado bursátil. Se mostrarán los pros y contras de este sistema de acuerdo al tipo de Pyme. Se evidenciará cómo valorar y cuantificar su empresa, para posteriormente con todo el conocimiento apoyo, capacitación necesaria; saber y poder emitir obligaciones y papeles comerciales.

Conocer cuáles son, cómo acceder y registrarse en las instituciones reguladoras pertinentes. Se dará a conocer los pormenores legales que este procedimiento implica, saber cómo asesorarse efectivamente para una auditoría interna, calificadora de riesgo; diferenciar los tipos de obligaciones que se pueden emitir para acudir a la Superintendencia de Compañías y Bolsa de valores, es decir, todo el proceso "Due diligence"

Una vez emitidos los títulos con el aval de la Superintendencia de Compañías, se dará las pautas para entrar en contacto con agentes de

casas de valores ecuatorianas, así como herramientas para saber leer la información emitida por las mismas y para monitorear estos valores.

## 2.5 Estado del Arte y marco teórico

De acuerdo con Arellano y Loffredo<sup>1</sup> “Toda economía requiere de un mercado de capitales que canalice los recursos financieros de agentes que tengan excedentes de los mismos (ahorristas/inversores) hacia los agentes económicos que los requieran (empresas); a fin de dinamizar el proceso de financiamiento-producción-generación de riqueza” (2012).

Según la afirmación de Loffredo<sup>2</sup> “Si una empresa necesita financiarse tiene dos opciones, la primera recurrir a un endeudamiento (préstamo) o la segunda emitir diferentes títulos valores para venderlas al público”.

Al enfocarnos en la interacción entre bancos y empresas, estamos hablando en primera instancia de un sistema tradicional de crédito o financiamiento, donde las instituciones financieras siempre han sido la primera opción para las empresas al necesitar recursos financieros. Arellano y Loffredo<sup>3</sup>, recalcan que dichos recursos son necesarios para las empresas en el período de tiempo que transcurre el momento de efectuar un gasto o inversión y los momentos futuros en que se percibirán las rentas monetarias (flujos de caja) que lo respaldan.

En los mercados financieros se encuentran otras alternativas de financiamiento, pues siguiendo su definición<sup>4</sup> son lugares físicos o electrónicos donde compradores y vendedores pueden demandar y ofertar activos financieros, aclarando que los mercados financieros se clasifican por su naturaleza<sup>5</sup>: Mercado de deuda o acción; por su vencimiento: Mercado de dinero o capitales; por su madurez: Primario o secundario;

<sup>1</sup> Fabricio Arellano y Jean Paul Loffredo. (2012). Bolsa y Economía. Guayaquil: Guayaquil: Bolsa de Valores de Guayaquil.

<sup>2</sup> Loffredo, J. P. (2012). Obligaciones y Papel Comercial. En J. P. Loffredo, Manual de Renta Fija. Guayaquil: Bolsa de Valores de Guayaquil.

<sup>3</sup> Fabricio Arellano y Jean Paul Loffredo. (2012). Bolsa y Economía. Guayaquil: Guayaquil: Bolsa de Valores de Guayaquil.

<sup>4</sup> Fabricio Arellano y Jean Paul Loffredo. (2012). Bolsa y Economía. Guayaquil: Guayaquil: Bolsa de Valores de Guayaquil.

<sup>5</sup> Frank J. Fabozzi/Franco Modigliani y Michael G. Ferri. (1996). Mercados E Instituciones Financieras. Naucalpan de Juárez/México: PRENTICE HALL.



por su entrega inmediata futura: Mercados spots o derivado y por su estructura organizacional Mercado de subasta, mostrador o intermediado.

Centraremos nuestra investigación en los mercados de capitales sub clasificados de acuerdo a diferentes criterios<sup>6</sup>, estos pueden ser mercados de renta variable y mercados de renta fija, pueden de igual manera ser documentos negociados en el mercados primario al tratarse de un documento emitido y negociado originalmente o mercado secundario, cuando es parte de una nueva negociación o reventa. Por último las negociaciones pueden llevarse a cabo con acuerdos directos entre las partes, mercado extrabursátil u “Over The Counter” o en el mercado bursátil, con la bolsa de valores como intermediario donde se manejan reglas como oferentes, demandantes, montos mínimos, comisiones etc.

“El Mercado de Valores del país en su principal función es proveer financiamiento de mediano y largo plazo a los sectores productivos. El Mercado de Valores en el país es pequeño en relación a otras bolsas de valores de la región y en relación a los demás componentes del PIB ecuatoriano. Por ejemplo en 2009 el porcentaje de negociaciones en relación al PIB nominal en Brasil significo el 40.23%”.<sup>7</sup>

La ley de mercado de valores utiliza varios términos para referirse a un mismo concepto al hablar de títulos valores, sin embargo según el artículo<sup>8</sup> “Los títulos valores son documentos necesarios para legitimar el ejercicio del derecho literal y autónomo que en ellos se incorpora, pueden ser de contenidos crediticio, corporativo y representativo de mercancías”.

No todo título de valor es de crédito, pero todo título de crédito es un título valor, de acuerdo a Gómez<sup>9</sup> “un título valor es de contenido

<sup>6</sup> Fabricio Arrellano y Jean Paul Loffredo. (2012). Bolsa y Economía. Guayaquil: Guayaquil: Bolsa de Valores de Guayaquil.

<sup>7</sup> Rosero, L. (2010). El desarrollo del mercado de valores en el Ecuador. Ecuador Debate, 23-34 p.

<sup>8</sup> Artículo 619. (Decreto 410 de 1971). En Código de Comercio de Colombia. Bogotá.

<sup>9</sup> Linda Gómez. (02 de Febrero de 2012). [www.gerencia.com](http://www.gerencia.com)

crediticio cuando el objeto sobre el cual recae la prestación que puede exigirse como efecto de ese título, es dinero”.

Los títulos valores crediticios de renta fija según Loffredo<sup>10</sup> pueden ser: obligaciones convertibles en acciones, obligaciones a corto plazo o papel comercial, obligaciones cupón cero, cheques, certificados de depósito, de inversión o de depósito a la vista, pagarés bancarios, letras de cambio, avales o aceptaciones bancarias, cédulas hipotecarias, cartas de crédito o arrendamiento mercantil, bonos del estado, certificado de tesorería, títulos u obligaciones del banco central, certificados de la CFN o Banco Nacional de Fomento, notas de crédito tributarias o aduaneras etc. Nos concentraremos en los títulos-valores de contenido crediticio de renta fija emitidos por Pymes, negociados directamente en el mercado primario bursátil conocidos como bonos corporativos u obligaciones.

Las obligaciones consisten en un préstamo a una compañía, en el cual, el tenedor del documento, es el prestamista. Las empresas emiten obligaciones cuando quieren aumentar sus fondos, a cambio del préstamo, se promete un interés llamado “cupón”. Las obligaciones o bonos corporativos son: obligaciones convertibles en acciones, obligaciones de corto plazo o papel comercial y obligaciones de cupón cero. Para necesidades básicas de operación o capital de trabajo se emitirán papeles comerciales; para financiar activos fijos tangibles se emitirán obligaciones de renta fija a mediano y largo plazo

El caso de las Pymes es que tradicionalmente no han incursionado en este mercado sin embargo es un grupo potencial que puede dinamizarlo pues según cifras del 2010<sup>11</sup> el 90% de las empresas registradas en Ecuador son PYMES, representan el 25% del PIB no petrolero y el 65% del mercado laboral. De acuerdo a un nuevo estudio<sup>12</sup> el dinamismo de

<sup>10</sup> Loffredo, J. P. (2012). Obligaciones y Papel Comercial. En J. P. Loffredo, Manual de Renta Fija. Guayaquil: Bolsa de Valores de Guayaquil.

<sup>11</sup> Morillo, M. (2010). Las Pymes ecuatorianas en cifras. Ekos, 14-19.

<sup>12</sup> Ministerio de industrias y productividad. (2012). Alternativas de financiamiento a través del Mercado de Valores para Pymes. [http://www.industrias.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2012/08/2012\\_Alternativas\\_Financiamiento\\_PYMES\\_mercado\\_Valores.pdf](http://www.industrias.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2012/08/2012_Alternativas_Financiamiento_PYMES_mercado_Valores.pdf)





UNIVERSIDAD DEL  
AZUAY

financiamiento para el sector productivo y sobre todo las PYMES es ínfimo, más aun el que proviene del Mercado de Valores. Partiendo de su rol fundamental; canalizar el ahorro hacia la inversión productiva. Se puede afirmar que el Mercado de Valores este en dificultad, no cumple su papel esencial, la dinamización necesaria para despuntar el sector productivo. En 2010, 284 empresas de las 499.045 existentes pudieron acceder al mercado de valores; esto representa apenas el 0.056%.

La historia de las empresas se escribe continuamente y las Pymes (acrónimo de pequeñas y medianas empresas) no son la excepción. Según Morillo<sup>13</sup> se conoce que el término se usó por primera vez a mitad del siglo XX, y desde siempre se las segmentó bajo algunos parámetros. De acuerdo a Cerna<sup>14</sup> existen dos tipos diferenciados que encajan como Pyme: una empresa propiamente dicha, en la que desde su constitución se puede observar cierto grado de organización estructural, jerárquica y departamental que opera en el sector formal de la economía. La segunda clasificación contiene a las Pymes que tienen como punto de partida los negocios familiares, de crecimiento más lento y penetración de mercado desacelerado. Este tipo de emprendimientos suelen caracterizarse por su informalidad y falta de conocimientos técnicos.

Definir una Pyme no es una tarea fácil, los parámetros para ser considerada una, varía de país en país<sup>15</sup>, en Estados Unidos se considera Pyme a una empresa que factura máximo \$45 millones al año, en Europa una empresa con mil trabajadores sigue siendo considerada Pyme. El panorama para Ecuador es completamente diferente (Tabla 1.1)<sup>16</sup>, hay tres parámetros cuantificables principales<sup>17</sup>, PO (Personal ocupado), VA (Ventas anuales sin IVA ni impuestos) y AP (Valor de activos productivos fijos).

<sup>13</sup> Morillo, M. (2010). Las Pymes ecuatorianas en cifras. Ekos, 14-19.

<sup>14</sup> Cerna, M. F. (2003). Análisis y Diagnóstico de la Situación Actual de las Pymes Dentro del Desarrollo Económico-Productivo Local. Cuenca - Ecuador: Universidad del Azuay.

<sup>15</sup> Morillo, M. (2010). Las Pymes ecuatorianas en cifras. Ekos, 14-19.

<sup>16</sup> Clasificación de las Pymes Ecuatorianas (Anexo)

<sup>17</sup> Cerna, M. F. (2003). Análisis y Diagnóstico de la Situación Actual de las Pymes Dentro del Desarrollo Económico-Productivo Local. Cuenca - Ecuador: Universidad del Azuay.

A pesar de estas medidas cuantificables<sup>18</sup> existen empresas que tienen más de 250 colaboradores y facturan menos de 4 millones anualmente; existen empresas con menos de 50 colaboradores que facturan menos de 5 millones y empresas con una oficina que facturan más 90 millones anualmente. No se toman en cuenta empresas y microempresas informales, tampoco artesanales cuya actividad se ejerce en forma individual o colectiva en la transformación de materia prima en bienes o artesanías, labor manual, no maquinaria.

El gran florecimiento de las Pymes en el Ecuador<sup>19</sup> se da en los años 60 y 70 gracias a la extensa bonanza en la Economía Ecuatoriana en consecuencia de los altísimos precios del petróleo. Fue una época de grandes restricciones de importación, y el gobierno dio extensas incentivos y facilidades a las PYMES ecuatorianas. Las Pymes han crecido en cuanto a su aporte al PIB no petrolero hasta el 25% y llegado a representar el 65% del mercado laboral<sup>20</sup>. En comparación con datos de Cerna de 1975 donde las Pymes representaban el 16% del PIB no petrolero y representaban el 64% del mercado laboral.<sup>21</sup>

Es importante tener claro la importancia de los mercados financieros en la economía, el papel que juegan como método de financiamiento para las Pymes, que tipos de documentos se comercializan en ellos. Conocer la industria de Pymes Cuenecanas, su definición, clasificación e importancia.

## 2.6 Objetivo general

Elaborar un manual, enfocado a las Pymes Ecuatorianas que ilustre el proceso de emisión de obligaciones y papel comercial como alternativa de financiamiento; con el propósito de generar un crecimiento en el segmento económico de las Pymes, y por ende el mercado de valores del Ecuador.

<sup>18</sup> Morillo, M. (2010). Las Pymes ecuatorianas en cifras. Ekos, 14-19.

<sup>19</sup> Cerna, M. F. (2003). Análisis y Diagnóstico de la Situación Actual de las Pymes Dentro del Desarrollo Económico-Productivo Local. Cuenca - Ecuador: Universidad del Azuay.

<sup>20</sup> Morillo, M. (2010). Las Pymes ecuatorianas en cifras. Ekos, 14-19.

<sup>21</sup> Cerna, M. F. (2003). Análisis y Diagnóstico de la Situación Actual de las Pymes Dentro del Desarrollo Económico-Productivo Local. Cuenca - Ecuador: Universidad del Azuay.



## 2.7 Objetivos específicos.

2.7.1 Realizar una sistematización teórica del funcionamiento de los mercados financieros y sus activos financieros básicos en Ecuador.

2.7.2 Levantar información que ilustre la importancia de las Pymes en Ecuador, así como las barreras que impiden su participación en los mercados bursátiles.

2.7.3 Elaborar un manual ilustrativo para emisiones de obligaciones y papeles comerciales enfocadas a las Pymes.

## 2.8 Metodología

### 2.8.1 Técnicas de Investigación.

Técnicas para la realización de la investigación planteada para conocer el marco teórico, su funcionamiento y aplicación real, así como el funcionamiento del mercado bursátil y la apreciación del mismo por parte del segmento empresarial estudiado.

- Estudios Bibliográficos: autores varios, sus distintas teorías, supuestos y fundamentos sobre el tema para conocer los pormenores teóricos.
- Observación y análisis: Ecuador y su coyuntura, entender los aspectos económicos, políticos y sociales actuales.
- Estudios de campo: levantamiento de información acerca del tema aplicado a Cuenca y entender su funcionamiento real.
- Encuestas profesionales: dirigidas a propietarios de Pymes en Cuenca y profesionales del mundo bursátil, para conocer de primera mano su percepción de estos mercados.
- Grupos focales: percepción del mercado financiero por parte de profesionales de los mercados financieros y propietarios de Pymes.

Es importante señalar que el muestreo tanto para encuestas como para grupos focales no será de carácter probabilístico sino más bien se lo hará de carácter selectivo y cualitativo siempre, que su significancia sea relevante para la investigación.

### **2.9 Beneficiarios.**

El beneficiario directo está conformado por los propietarios de Pymes, ya que les ayudaría a incursionar en un mundo completamente nuevo y ajeno a ellos, un abanico entero de posibilidades de financiamiento. El beneficiario indirecto son los autores de la tesis, dicha investigación cumple como requisito para su graduación. El conocimiento adquirido les será de gran ayuda en sus vidas profesionales.

### **2.10 Alcance y resultados esperados**

El proyecto consiste en dar conocer los conceptos teóricos de distintos autores al respecto del tema propuesto. Es imperativo conocer cuáles son y cómo funcionan los distintos mercados dentro de la economía y saber los pormenores del mercado de valores Ecuatoriano mostrando las bondades de incursionar en el mismo. Se demostrará la importancia que tienen las Pymes en el mercado Ecuatoriano. Es importante conocer el momento coyuntural del país, y el lineamiento político del régimen.

Se pondrá a disposición del usuario los pasos a dar para la emisión de las distintos obligaciones. Apropiaada estructuración financiera interna, se detallará a quien acudir para asesoría legal, auditorias, calificación de riesgos. Se darán a conocer cuáles son los principales entes reguladores para la legalización de estos documentos y las casas de valores que negociarán los mismos.

### **2.11 Supuestos y riesgos**

Un gran problema será el acceso a información verídica y de calidad más allá de la teórica. Representará un costo extra pero necesario ir a la fuente de información. Será necesario solicitar acceso a la bolsa e



instituciones relacionadas al mercado de valores en Quito y Guayaquil para ver de cerca cual es el comportamiento de las Pymes en el mismo.

No se podrá hacer un gran muestreo de Pymes en Cuenca, para que el proyecto se factible será necesario realizar un muestreo selectivo. Una vez elaborado el manual instructivo estará a la expectativa si realmente tiene una acogida a los lectores que buscan una guía que les informe e ilustre paso a paso el proceso de emisión de obligaciones y papeles comerciales en el mercado de valores.

### 2.12 Presupuesto

PRESUPUESTO			
RUBRO	CU(SEMANAS)	TOTAL	JUSTIFICACIÓN
Papelería e impresiones		\$50,00	Presentación de los tres anillados requeridos por parte de la universidad y avances.
Transporte		\$280,00	Costo que representará la utilización de vehículo propio y otros gastos de transporte público.
Asesoría y permisos		\$30,00	Costo de asesoría profesional, solicitudes para otorgar los permisos. Costo de visita técnica a la bolsa de valores de Quito y Guayaquil.
Alimentación	\$5,00	\$60,00	Costo de alimentación al momento de realizar visitas técnicas a las instituciones financieras.
Equipos informáticos		\$30,00	Gastos de depreciación de la impresora, equipos informáticos y gastos como CD's y memory flash
Comunicación	\$3,00	\$30,00	Gastos de comunicación en telefonía móvil e internet para comunicación y pedido de citas con distintas instituciones.
Trámites universitarios		\$70,00	Gasto en solicitudes, derechos de grado etc.
Misceláneos		\$30,00	Otros gastos en el transcurso del proyecto
Hospedaje		\$120,00	Representará hospedaje para los viajes de visitas técnicas a la ciudad de Quito y Guayaquil.
	<b>TOTAL</b>	<b>\$700,00</b>	

### 2.13 Financiamiento

El financiamiento del proyecto de tesis correrá por cuenta propia de sus integrantes: Felipe Aguirre y Pedro García.

## 2.14 Esquema tentativo

### INTRODUCCION

### CAPITULO I.- MARCO CONCEPTUAL

#### 1.1 Mercados existentes en la Economía Ecuatoriana.

##### 1.1.1.1 Mercado Financieros.

###### 1.1.1.1.1 Mercados Monetarios.

###### 1.1.1.1.2 Mercados de Capitales.

##### 1.1.2 Clasificación de mercados de Capitales.

###### 1.1.2.1 Mercados Bursátiles.

##### 1.1.3 Bolsa de Valores Ecuatoriana.

###### 1.1.3.1 Funcionamiento.

###### 1.1.3.2 Beneficios y ventajas.

###### 1.1.3.3 Actores.

###### 1.1.3.4 Emisión de renta variable.

###### 1.1.3.5 Emisión de renta fija.

###### 1.1.3.5.1 Títulos de renta fija del Sector Financiero Privado.

###### 1.1.3.5.2 Títulos de renta Fija del Sector Financiero Público.

###### 1.1.3.5.3 Emisión de renta fija negociadas en Bolsa.

###### 1.1.3.5.3.1 Obligaciones.

###### 1.1.3.5.3.2 Obligaciones convertibles en acciones

###### 1.1.3.5.3.3 Obligaciones a corto plazo o papel comercial

###### 1.1.3.5.3.4 Obligaciones cupón cero.

###### 1.1.3.6 Nuevas ley del mercado de valores.

##### 1.1.4 Marco Legal.

### CAPÍTULO II.- ANÁLISIS DE LAS PYMES ECUATORIANAS Y SU ROL EN EL MERCADO BURSÁTIL.

#### 2.1 Pymes.

##### 2.1.1 Definición de la pequeña y mediana empresa en Ecuador.

##### 2.1.2 Características de una Pyme.

#### 2.2 Relación del papel que ejercen las Pymes en Ecuador.

##### 2.2.1 Definición de la importancia de las Pymes en el PIB como un eje fundamental en el desarrollo de la economía.

##### 2.2.2 Ilustración del porcentaje que significan las pymes sobre el PIB.



2.2.3 Limitación de financiamiento de las Pymes en el Mercado Financiero.

2.2.4 Demostración de problemáticas que impiden la incursión de Pymes en el mercado bursátil.

2.2.4.1 Falta de diversificación en mercados potenciales.

2.2.4.2 Analizar el porqué del desconocimiento y miedo general hacia el mercado de valores.

2.2.4.3 Impedimentos y limitaciones para la inversión extranjera.

2.2.4.4 REVNI

2.2.4.4.1 Análisis

2.2.4.4.2 Posibles explicaciones de su fracaso.

2.2.4.4.3 Recomendaciones.

### CAPÍTULO III.- CONSTRUCCIÓN DE MANUAL ILUSTRATIVO.

3.1 Introducción.

3.2 Objetivos.

3.3 Alcances

3.4 Métodos de trabajo.

3.5 Flujo de proceso de emisión y negociación de títulos valores.

3.5.1 Análisis Coyuntural Ecuatoriano.

3.5.1.1 Postura del régimen en cuanto al sector industrial de interés.

3.5.1.2 Posibles políticas futuras de acuerdo al alineamiento del gobierno.

3.5.2 Construcción de mecanismos para la correcta estructuración financiera.

3.5.2.1 Análisis de distintos de tipos de estructuración financiera.

3.5.2.2 Identificar modo de financiamiento óptimo.

3.5.2.2.1 Estructuración de Emisión

3.5.3 Patrocinadores para emisión

3.5.3.1 Casas de Valores.

3.5.3.1.1 Análisis.

3.5.3.1.2 Listado.

3.5.3.1.3 Requisitos.

3.5.3.1.4 Costos.

3.5.3.1.5 Estructuración de Emisión.

3.5.3.1.6	Colocación de Emisión.
3.5.3.2	Bancas de Inversión.
3.5.4	Asesores externos.
3.5.4.1.1	Auditoras externas.
3.5.4.1.1.1	Análisis.
3.5.4.1.1.2	Listado.
3.5.4.1.1.3	Requisitos.
3.5.4.1.1.4	Costos.
3.5.4.1.2	Calificadoras de riesgo.
3.5.4.1.2.1	Análisis.
3.5.4.1.2.2	Listado
3.5.4.1.2.3	Requisitos.
3.5.4.1.2.4	Costos.
3.5.4.1.3	Contratación de representante de obligacionistas.
3.5.5	Esquematzación de pasos para la emisión legal de Títulos Valores.
3.5.5.1	Requerimientos.
3.5.5.2	Entidades públicas y privadas encargadas de revisión para emisión de títulos valores.
3.5.5.2.1	Junta de Políticas y Regulación Monetaria y Financiera
3.5.5.2.1.1	Superintendencia de compañías.
3.5.5.2.1.1.1	Revisión de prospecto o circular.
3.5.5.2.1.1.2	Pago de tasa.
3.5.5.2.1.1.3	Inscripción.
3.5.5.2.1.2	Bolsa de valores.
3.5.5.2.1.2.1	Revisión de prospecto o circular.
3.5.5.2.1.2.2	Pago de tasa.
3.5.5.2.1.2.3	Inscripción.
3.5.5.2.1.2.4	Difusión de prospecto o circular.
3.5.5.2.1.3	Contratación depósitos centralizados de compensación y liquidación.
3.5.5.2.1.3.1	Decevale S.A
3.5.5.2.1.3.1.1	Análisis.
3.5.5.2.1.3.1.2	Requisitos.
3.5.5.2.1.3.1.3	Costos.



3.5.5.2.1.3.2 Depósito Centralizado de Valores (Banco



3.5.5.2.1.3.2.1 Análisis.

3.5.5.2.1.3.2.2 Requisitos.

3.5.5.2.1.3.2.3 Costos.

3.5.6 Colocación por parte de casa de valores de títulos valores en bolsa.

3.5.6.1 Requerimientos.

3.5.7 Negociación de títulos valores.

3.5.7.1 Mecanismos de negociación para emisores.

3.5.7.1.1 Tipos de rueda.

3.5.7.1.2 Pujas y mejoras de precio.

3.5.7.1.3 Información del mercado.

3.5.8 Breve introducción del papel del inversionista.

3.5.8.1 Tipos de perfil de inversionista.

3.6 Identificación de empresas que puedan utilizar la guía.

3.7 Responsabilidades.

CONCLUSIONES GENERALES

RECOMENDACIONES

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANEXOS.

2.15 Cronograma

CRONOGRAMA			
Objetivo Especifico	Actividad	Resultado Esperado	Tiempo (Semanas)
Sistematización teórica del Mercado Financiero y sus activos financieros.	Recopilar la teoría del Mercado Financiero, sus activos financieros y marco legal	Conocer las concepciones teóricas de los distintos autores que han expresado al respecto del tema propuesto; enfocado al Mercado Financiero.	3
Levantamiento de la información que indique la importancia de las Pymes en Ecuador; así como las barreras que impiden su participación en los mercados bursátiles.	Relacionar el papel que ejercen las Pymes en el Ecuador; su aporte al PIB y problemática al incursionar al Mercado de Valores	Analizar con profundidad el impacto que juegan las Pymes ecuatorianas en el desarrollo de la economía ecuatoriana y exponer las barreras de entrada de las Pymes en los Mercado de Valores; de tal manera que sirva como información previo a la construcción de la guía	5
Construcción manual ilustrativo	Construir mecanismos para estructurar una emisión de títulos valores interna de la empresa	Recopilar los distintos métodos que existen para estructurar una emisión internamente por una empresa y enumerar las principales consultoras o calificadoras de riesgo que existen en el país y el mundo	6
	Esquematizar pasos para la emisión legal de papeles comerciales y obligaciones.	Esquematizar los pasos y procedimientos legales vigentes para la emisión papeles comerciales y obligaciones, detallando los participantes y reguladores que intervienen en el Mercado de Valores	
	Esquematizar pasos para la colocación y negociación de papeles comerciales y obligaciones emitidos en el mercado bursátil.	Enumerar los pasos que guiarán al usuario al momento de incursionar en los mercados bursátiles una vez emitidos y los diferentes tipos de negociaciones que se realizan en la Bolsa de Valores	
total			12
			Semanas

## 2.16 Referencias Bibliográficas

### Libros y Revistas:

- Frank J. Fabozzi/Franco Modigliani y Michael G. Ferri. (1996).  
Mercados E Instituciones Financieras. Naucalpan de Juárez/México:  
Fabricio Arrellano y Jean Paul Loffredo. (2012). Bolsa y Economía.  
Guayaquil: Guayaquil: Bolsa de Valores de Guayaquil.  
Cerna, M. F. (2003). Análisis y Diagnóstico de la Situación Actual de  
las Pymes Dentro del Desarrollo Económico-Productivo Local.  
Cuenca - Ecuador: Universidad del Azuay.  
Morillo, M. (2010). Las Pymes ecuatorianas en cifras. Ekos, 14-19.  
Artículo 619. (Decreto 410 de 1971). Código Comercio de Colombia.  
Loffredo, J. P. (2012). Obligaciones y Papel Comercial. En J. P.  
Loffredo, Manual de Renta Fija. Guayaquil: Bolsa de Valores de

### Sitio Web:

- Rosero, L. (2010). El desarrollo del mercado de valores en el Ecuador.  
Ministerio de industrias y productividad. (2012). Alternativas de  
financiamiento a través del Mercado de Valores para Pymes.  
Superintendencia de Compañías Anuarios estadísticos. (2010).  
Obtenido de [www.supercias.gob.ec](http://www.supercias.gob.ec)  
Mariela Méndez Prado <http://www.marielamendezprado.com/>  
MaB Bolsas y Mercados Españoles  
<https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/Home.aspx>  
Ministerio de industrias y productividad. (2012). Alternativas de  
financiamiento a través del Mercado de Valores para Pymes.  
[http://www.industrias.gob.ec/wp-  
content/uploads/downloads/2012/08/2012\\_Alternativas\\_Financiamien  
to\\_PYMES\\_mercado\\_Valores.pdf](http://www.industrias.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2012/08/2012_Alternativas_Financiamiento_PYMES_mercado_Valores.pdf)

2.17 Anexos



UNIVERSIDAD DEL AZUAY  
Clasificación de las PYMES Ecuatorianas

Tipo de Empresa <sup>2</sup>	VAP (Valor Activo Fijo Productivo) <sup>2</sup>	PO (Personal Ocupado) <sup>2</sup>	VA (Ventas anuales sin IVA ni impuestos) <sup>1</sup>
Micro-Empresa	\$ 20.000,00	1 a 10	De Usd 0 a Usd 99999
Pequeña	\$ 120.000,00	5 a 50	De Usd 100000 a Usd 999999
Mediana	\$ 150.000,00	50 a 100	De Usd 1'000000 a Usd 499999

Autores:

Tabla 1.1 Clasificación de las Pymes Ecuatorianas

<sup>1</sup>Morillo, M. (2010). Las Pymes ecuatorianas en cifras. Ekos, 14-19.

<sup>2</sup>Cerna, M. F. (2003). Análisis y Diagnóstico de la Situación Actual de las Pymes Dentro del Desarrollo Económico-Productivo

Local. Cuenca - Ecuador; Universidad del Azuay.

2.18 Firma de responsabilidad

*Isaac Aguirre Ortega*

Aguirre Ortega Isaac Felipe

Código: 49974

*García Neira Pedro Manuel*

García Neira Pedro Manuel

Código: 60776

2.19 Firma de responsabilidad: Director sugerido

*Washington Bladimir Mgt.*

Proaño Rivera Washington Bladimir Mgt.

DIRECTOR

2.20 Fecha de entrega: Pendiente



Cuenca, 5 de Junio de 2015

Señor Ingeniero  
Xavier Ortega

**DECANO DE LA FACULTAD DE CIENCIAS DE LA ADMINISTRACION  
U.D.A.**

Presente

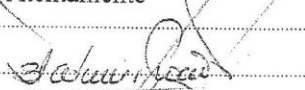
De mi consideración

Junto con enviarle un afectuoso saludo, me permito informar, que luego de revisar el diseño de tesis propuesto por las estudiantes: Felipe Aguirre y Pedro García, bajo el título: *"Guía para la Emisión y Negociación de Títulos Valores como Alternativa de Financiamiento en el Mercado Bursátil Ecuatoriano para Pymes en Cuenca"*. Destaco lo siguiente:

1. Se enmarca dentro de los lineamientos y acápites dispuestos por la Universidad para el trabajo de pregrado.
2. Existe una concordancia sustentada entre la problemática, las preguntas de investigación y los objetivos propuestos.
3. Las técnicas de investigación propuestas viabilizaran el trabajo de grado.

Por lo expuesto y en espera de continuar con el proceso de aprobación, me suscribo.

Atentamente



ECON. BLADIMIR PROAÑO R.  
PROFESOR



Cuenca, 5 de Junio de 2015

Ing.

Xavier Esteban Ortega Vázquez

DECANO DE LA FACULTAD DE ADMINISTRACIÓN DE LA UNIVERSIDAD DEL AZUAY

Su Despacho.

De nuestra consideración.

Yo, Isaac Felipe Aguirre Ortega, con código estudiantil: 49974 y Pedro Manuel García Neira con código estudiantil 60766, estudiantes de la Escuela de Economía, de la Facultad de Administración, solicitamos comedidamente que se nos autorice la aprobación de nuestro diseño con el tema "GUÍA PARA LA EMISIÓN Y NEGOCIACIÓN DE TÍTULOS VALORES COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO EN EL MERCADO BURSÁTIL ECUATORIANO PARA PYMES EN CUENCA"; previo a la obtención del título "Economista, Mención Economía Empresarial". Por cual adjuntamos los documentos y requisitos necesarios para que dé el respectivo procedimiento de acuerdo a los artículos 3 y 4 del Reglamento de grados y títulos de la facultad de Ciencias de la Administración (de la denuncia de tesis);

Esperando que nuestra petición sea acogida y tenga una respuesta favorable nos suscribimos muy agradecidos.

Atentamente

Isaac Aguirre Aguirre Ortega

Ua0499741

Pedro Manuel García Neira

Ua060766



DOCTORA JENNY RIOS COELLO SECRETARIA DE LA FACULTAD DE  
CIENCIAS DE LA ADMINISTRACION DE LA UNIVERSIDAD DEL AZUAY

CERTIFICA:

Que, el Señor Isaac Felipe Aguirre Ortega registrado con código 49974 perteneciente a  
la Escuela de Economía tiene aprobado más del 80% de pensum de estudios.

Cuenca, Mayo 14 de 2015.

Derecho 79303  
vcf.-



DOCTORA JENNY RIOS COELLO SECRETARIA DE LA FACULTAD DE  
CIENCIAS DE LA ADMINISTRACION DE LA UNIVERSIDAD DEL AZUAY

CERTIFICA:

Que, el Señor Pedro Manuel García Neira registrado con código 60766 perteneciente a la  
Escuela de Economía tiene aprobado más del 80% de pensum de estudios.

Cuenca, Mayo 14 de 2015.

Derecho 79302  
vcf.-