

**ESCUELA SUPERIOR POLITECNICA DEL LITORAL**



**INSTITUTO DE CIENCIAS HUMANISTICAS Y ECONOMICAS**

**ECONOMIA EN GESTION EMPRESARIAL**

*Emisión de Obligaciones: “Una alternativa en el mercado de capitales ecuatoriano para el financiamiento de las empresas.”*

**TESIS DE GRADO**

**Previa a la obtención del Título de:  
ECONOMISTA CON MENCIÓN EN GESTIÓN EMPRESARIAL  
ESPECIALIZACIÓN FINANZAS**

**Presentado por:**

**NATALIA ELIZABETH FIGUEROA ARGUELLO**

**JANINA ELIZABETH VALENCIA FRANCO**

**GUAYAQUIL**

**ECUADOR**

**1.999**

*A nuestros padres que nos dieron apoyo y orientación en todo momento.*

*A nuestros maestros que nos supieron guiar en el desarrollo de la investigación e impartieron sus conocimientos que nos servirán para aportar con el desarrollo de nuestro país.*

---

**Ing. Washington Martínez  
Sud – Director I.C.H.E.**



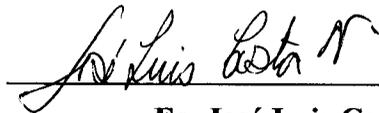
---

**Ing. Michael Chong  
Director de Tesis**



---

**Ec. César Gutiérrez  
Vocal Principal**



---

**Ec. José Luis Costa  
Vocal Principal**

“La responsabilidad por los hechos, ideas y doctrinas expuestas en ésta Tesis de Grado, nos corresponden exclusivamente y, el patrimonio intelectual de la misma, a la Escuela Superior Politécnica del Litoral”.

Natalia E. Figueroa A.  
Natalia Elizabeth Figueroa Arguello

Janina Valencia  
Janina Elizabeth Valencia Franco

## **RESUMEN**

La emisión de obligaciones es una de las alternativas de financiamiento que ofrece a las empresas el mercado de capitales, los cuales son títulos valores que permiten obtener recursos y a cambio las empresas se comprometen a pagar cargos fijos periódicamente y devolver el principal en una fecha predeterminada.

Este tipo de documentos ofrece una variedad de ventajas para el emisor, como las siguientes: se puede realizar la emisión a bajos costos debido a que la colocación se la hace directamente, es decir, se aplica desintermediación financiera por lo cual éstos títulos se los coloca bajo la tasa activa referencial, otras de las ventajas importantes que presentan las obligaciones es que posibilita financiarse a largo plazo lo que permite adaptar el endeudamiento a los requisitos de inversión y presenta algunas flexibilidades como son que se puede realizar la colocación total o parcial y realizar la emisión en distintas monedas.

Otras de las ventajas con que cuenta éste tipo de documentos es que se encuentran exentos del 8% a los rendimientos financieros de los inversionistas, lo cual le significaría ingresos al Estado.

Pero también se encuentran desventajas y problemas en el proceso de emisión como la falta de información y trámite engorroso.

A partir de 1.994 año en que por primera vez se presentó a la emisión de obligaciones como medio de financiamiento en la Ley de Mercado de Valores se han ido incrementando los montos de emisión y las principales razones que motivaron a los empresarios a utilizar este mecanismo de financiamiento fue la dotación de capital de trabajo, para financiar planes de crecimiento, financiar activos y reestructuración de pasivos.

Antes de que las empresas realicen la emisión deben cumplir con una serie de requisitos como realizar un estudio detallado de la empresa (Due Diligence), que comprende un análisis de los antecedentes de la empresa, un análisis económico, industrial y estratégico de la empresa, luego debe expresarse la voluntad de la empresa la cual debe estar soportada por un Acta de la Junta General de Accionistas. También se deberá contar con una garantía que puede ser una garantía general o específica. Luego se debe realizar una Calificación de Riesgo y poner en circulación el prospecto, se inscribe los valores en el Registro de Mercado de Valores, se procede a la colocación primaria y la redención de las obligaciones.

## **INTRODUCCION**

Actualmente el sector productivo se encuentra estancado, atravesando problemas de liquidez y poco motivado a realizar inversiones debido a la “inestabilidad económica” que existe en el país. Por ello, las empresas necesitan obtener recursos que le permitan enfrentar circunstancias como éstas y evitar la paralización de sus actividades productivas.

Para el sector empresarial es de suma importancia contar con diversas formas de financiamiento. Una de ellas la constituye la “emisión de obligaciones”, que es una de las alternativas que para éste fin existen en el mercado. En nuestro país, la difusión de éste medio de financiamiento ha sido mínima y a esto se debe que muchos empresarios no recurren a el y utilizan otros que no van de acuerdo a sus intereses. Por ésta razón se presenta a la emisión de obligaciones como una alternativa válida en el financiamiento de las empresas. El estudio ayudará, entre otros aspectos, a dar a

conocer en forma detallada y precisa en que consiste la emisión de obligaciones y los múltiples beneficios para las empresas.

La tesis consta de cuatro capítulos, a través de los cuales se presenta a la emisión de obligaciones como una alternativa de financiamiento para las empresas.

En el capítulo 1 y 2 se tratan aspectos conceptuales referentes al Mercado de Valores en el Ecuador, su importancia y evolución; así mismo, se presenta a la emisión de obligaciones a través de sus características, clases y ventajas que ofrece a las empresas.

El capítulo 3 es de suma importancia en este estudio, ya que describe el proceso de emitir obligaciones que deben seguir las empresas que decidan utilizar éste medio como mecanismo de financiamiento, así como el estudio evaluativo a través de una encuesta que se realizó a un grupo de empresas que emitieron obligaciones.

En el capítulo 4 se presentan todas las alternativas de financiamiento a las que pueden recurrir las empresas para obtener recursos, y un análisis comparativo de los costos, características, ventajas y desventajas de las alternativas de financiamiento más utilizadas como son las acciones, obligaciones y préstamos bancarios. Y un análisis sobre los impuestos a los rendimientos financieros de los títulos valores.

## INDICE GENERAL

<b>INTRODUCCION.....</b>	<b>XIII</b>
<b>I.    MERCADO DE VALORES EN EL ECUADOR.- CONCEPTO Y EVOLUCION.....</b>	<b>15</b>
1.1 Significado del Mercado de Valores.....	15
1.1.1 Títulos Valores.....	17
1.1.2 Importancia del Mercado de Valores.....	19
1.2 El Mercado de Valores en el Ecuador.....	20
1.2.1 La Ley de Mercado de Valores.- Innovaciones.....	23
1.2.2 Superintendencia de Compañías.- Organismo Contralor.....	26
1.3 Bolsa de Valores.- Su significado y Evolución.....	27
1.3.1 Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil.....	30
<b>II.    OBLIGACIONES.- GENERALIDADES.....</b>	<b>33</b>
2.1 Concepto de Obligaciones.....	33
2.2 Características de las obligaciones.....	35
2.3 Clasificación de las Obligaciones.....	38
2.3.1 Por Tipo de Emisión.....	38
2.3.1.1 Obligaciones como tal.....	38
2.3.1.2 Obligaciones Convertibles en Acciones.....	39
2.3.1.3 Papel Comercial.....	40

2.3.2	Por tipo de Garantías.....	41
2.3.2.1	Garantía General.....	41
2.3.2.2	Garantía Específica.....	41
2.4	Ventajas de las Obligaciones.....	42

### **III. PROCESO DE EMISIÓN DE OBLIGACIONES EN EMPRESAS PRIVADAS DE LOS SECTORES FINANCIERO Y NO FINANCIERO.....45**

3.1	Circunstancias en las que se desarrolla el proceso de la Emisión de Obligaciones.....	45
3.1.1	Plazos de la Emisión de Obligaciones.....	48
3.1.2	Costos de la Emisión de Obligaciones.....	48
3.1.3	Características de la Emisión de Obligaciones.....	55
3.1.4	Momento de la negociación de la Emisión de Obligaciones.....	65
3.1.5	Forma de negociación de la Emisión de Obligaciones.....	66
3.2	Estudio evaluativo de las empresas que se financiaron mediante Emisión de Obligaciones.....	68
3.2.1	Características más ventajosas en la Emisión de Obligaciones.....	79
3.2.2	Problemas que se pueden presentar en la Emisión de Obligaciones.....	81
3.3	Proceso de Emisión de Obligaciones que deben seguir las empresas.....	82

### **IV. ANALISIS DE LA EMISION DE OBLIGACIONES COMO UNA ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO.....92**

<b>4.1</b>	Instrumentos alternativos de financiamiento para las empresas.....	92
<b>4.1.1</b>	Análisis comparativo de los costos financieros de las diferentes alternativas de financiamiento.....	101
<b>4.1.2</b>	Análisis comparativo de las características de las alternativas de financiamiento.....	108
<b>4.1.3</b>	Análisis de las ventajas y desventajas de las alternativas de financiamiento.....	110
<b>4.2</b>	Exención tributaria a los Rendimientos financieros de las Obligaciones.....	119
<b>4.2.1</b>	Análisis del Proyecto de Ley que elimina las exenciones tributarias a los rendimientos financieros de las Obligaciones.....	120
<b>4.2.2</b>	Análisis comparativo del financiamiento a través de Emisión de Obligaciones con exención tributaria contra la Emisión de Obligaciones sin exención tributaria.....	122

## CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

## ANEXOS Y TABLAS

## BIBLIOGRAFÍA

## INDICE DE GRÁFICOS

<b>Gráfico 3.1.-</b> Clasificación de las empresas que emitieron obligaciones por sectores.....	69
<b>Gráfico 3.2.-</b> Monto en sucres de las empresas que se financiaron con obligaciones en el período Enero 94 – Enero 98.....	72
<b>Gráfico 3.3.-</b> Monto en dólares de las empresas que se financiaron con obligaciones en el período Enero 94 – Enero 98 .....	73
<b>Gráfico 3.4.-</b> Monto en UVC's de las empresas que se financiaron con obligaciones en el periodo Enero 94 – Enero 98 .....	73
<b>Gráfico 3.5.-</b> Razones que determinaron la utilización de emisión de obligaciones..	75
<b>Gráfico 3.6.-</b> Dificultades en el proceso de emisión de obligaciones.....	77
<b>Gráfico 3.7.-</b> Existe suficiente información en el mercado acerca de las ventajas de la emisión de obligaciones .....	78
<b>Gráfico 3.8.-</b> Calificación de Riesgo de las empresas.....	87
<b>Gráfico 3.9.-</b> Cronograma de un Proceso de Emisión .....	89
<b>Gráfico 4.1.-</b> Principales alternativas de financiamiento en el mercado de capitales.....	94

## INDICE DE CUADROS

<b>Cuadro 1.1.-</b> Volumen de Operaciones en la Bolsa de Valores de Guayaquil y Quito.....	32
<b>Cuadro 2.1 .-</b> Obligaciones Convertibles en Acciones.....	39
<b>Cuadro 3.1.-</b> Participantes en el Proceso de Emisión .....	47
<b>Cuadro 3.2.-</b> Características de la Emisión realizada por el Banco del Pichincha.....	58
<b>Cuadro 3.3.-</b> Clasificación de la Emisión de Obligaciones realizada por el Banco del Pichincha.....	59
<b>Cuadro 3.4.-</b> Participación por sectores en los montos de emisión.....	70
<b>Cuadro 3.5.-</b> Montos de Obligaciones emitidas en el período Ene 94 – Ene 98.....	72
<b>Cuadro 4.1.-</b> Principales Instrumentos Alternativos de Financiamiento en el mercado.....	93
<b>Cuadro 4.2.-</b> Comparación de los Costos Financieros de las diferentes Alternativas de Financiamiento.....	102
<b>Cuadro 4.3.-</b> Características de las Alternativas de Financiamiento.....	109
<b>Cuadro 4.4.-</b> Ventajas y Desventajas de las Alternativas de Financiamiento.....	112
<b>Cuadro 4.5.-</b> Balance de las Empresas W y X.....	114
<b>Cuadro 4.6.-</b> Estado de Resultado de las Empresas W y X .....	115

<b>Cuadro 4.7.-</b> Balance de las Empresas Y y Z .....	117
<b>Cuadro 4.8.-</b> Estado de Resultado de las Empresas Y y Z.....	117
<b>Cuadro 4.9.-</b> Cuadro Comparativo de la Emisión de Obligaciones con Exención tributaria contra la emisión de Obligación sin Exención Tributaria.....	122

## **INDICE DE ANEXOS**

- Anexo # 1 .- Del Registro del Mercado de Valores
- Anexo # 2 .- De la Información
- Anexo # 3 .- Títulos Valores
- Anexo # 4 .- Acciones
- Anexo # 5 .- Atribuciones de la Superintendencia de Compañías
- Anexo # 6 .- Organigrama de la Superintendencia de Compañías
- Anexo # 7 .- Mecanismo de Negociación en la Bolsa de Valores
- Anexo # 8 .- Para quienes deseen invertir en la Bolsa de Valores de Guayaquil
- Anexo # 9 .- Calificación de Riesgo
- Anexo # 10 .- Casa de Valores
- Anexo # 11 .- Encuesta
- Anexo # 12 .- Empresas que participaron en la Encuesta
- Anexo # 13 .- Flujo del Proceso de Emisión

## **INDICE DE TABLAS**

Tabla # 1 .- Características de títulos Valores de Renta Fija (Sector Privado)

Tabla # 2 .- Características de los Títulos Valores de Renta Fija (Sector Público)

Tabla # 3 .- Empresas que emitieron obligaciones en el sector manufacturero

Tabla # 4 .- Empresas que emitieron obligaciones en el sector financiero y de servicios a empresas.

Tabla # 5 .- Empresas que emitieron obligaciones en el sector de la construcción y de Bienes Inmuebles.

Tabla # 6 .- Empresas que emitieron obligaciones en el sector del comercio al por mayor y menor, Restaurantes y Hoteles.

Tabla # 7 .- Empresas que emitieron obligaciones en el Sector del Transporte, Almacenamiento y Comunicación.

Tabla # 8 .- Empresas que emitieron obligaciones en el sector de la Agricultura, Selvicultura, Caza y Pesca.

Tabla # 9 .- Empresas que emitieron obligaciones en el año 1.994

Tabla # 10 .-Empresas que emitieron obligaciones en el año 1.995

Tabla # 11 .- Empresas que emitieron Obligaciones en el año 1.996

Tabla # 12 .- Empresas que emitieron obligaciones en el año 1.997

Tabla # 13 .- Empresas que emitieron obligaciones en el año 1.998

Tabla # 14 .- Costos de las obligaciones en (Suces) Emitidas por las empresas en el período de Enero de 1.994 a Enero de 1.998

Tabla # 15 .- Costos de las Obligaciones en (Dólares) Emitidas por la Empresas en el período de Enero de 1.994 a Enero de 1.998

Tabla # 16 .- Costos de Obligaciones en (UVC's) Emitidas por las empresas en el período de Enero de 1.994 a Enero de 1.998

Tabla # 17 .- Impuesto del 8% a los Rendimientos Financieros de las Obligaciones emitidas en suces en el período de Enero 94 – Enero 98

Tabla # 18 .- Impuesto del 8% a los Rendimientos Financieros de las Obligaciones emitidas en dólares en el período de Enero 94 – Enero 98

Tabla # 19 .- Impuestos del 8% a los Rendimientos Financieros de las obligaciones emitidas n UVC's en el período de Enero 1.994 – Enero 1.998

## I. MERCADO DE VALORES EN EL ECUADOR.- CONCEPTO Y EVOLUCION

### **1.1 SIGNIFICADO DEL MERCADO DE VALORES**

El mercado de valores constituye un segmento del mercado de capitales y es el medio dentro del cual las compañías que demandan fondos transan con aquellas que los ofrecen a través de documentos o títulos valores.

Por medio de la interacción de las fuerzas de la oferta y la demanda es que se fija el precio de los títulos tal como se realiza en el mercado de productos y; además, la negociación puede realizarse tanto en el mercado **bursátil** como en el **extrabursátil**, es decir que los valores pueden o no estar inscritos en la bolsa de valores, pero sí lo deben estar en el Registro del Mercado de Valores, ya que constituye un requisito previo para participar en este mercado. (Ver Anexo # 1).

Para que exista un correcto funcionamiento del mercado de valores, se han establecido amplios medios de información que ofrecen las bolsas de valores, que conjuntamente con la Ley de Mercado de Valores permitan precautelar los intereses de los inversionistas y que todos tengan las mismas oportunidades de participar en el capital social de las empresas.

Además para que este mercado funcione de manera adecuada existen medios previstos en la Ley, tales como casas de valores, bolsas de valores, intermediarios autónomos, etc. (Ver Anexo # 2).

Las operaciones o negociaciones que se realizan en el mercado con valores inscritos en el registro del mercado de valores pueden ser **primarias** es decir que tienen como fin colocar por primera vez en el mercado una emisión de valores (acciones, obligaciones, etc.), o **secundarias** que son aquellas que se realiza con valores que ya fueron colocados en el momento de su emisión y en este caso sus titulares los negocian con el objeto de obtener liquidez, y a su vez éstas pueden realizarse en forma pública o privada.

Una operación o negociación es **pública** si se desarrolla, dentro del mercado bursátil o extrabursátil, con la publicidad adecuada y con la participación de un intermediario autorizado. Es **privada** la operación o negociación que se realiza directamente entre comprador y vendedor, sin participación de intermediarios financieros ni medios de publicidad, cuya colocación se ha negociado

necesariamente mediante la suscripción de un contrato de Underwriting o de “Colocación Asegurada”.

### **1.1.1 Títulos Valores**

Son **títulos, documentos o valores** todos aquellos derechos, con representación material o no, que con un contenido económico, tienen además características propias de un instrumento financiero, tales como son: **negociabilidad, transferibilidad, y aceptación general.** (Ver Anexo # 3)

Los títulos negociados pueden ser de renta fija y renta variable:

Los títulos de **renta fija** son instrumentos financieros que constituyen una de las formas de endeudamiento que puede utilizar tanto el estado como la empresa privada para financiarse<sup>1</sup>.

#### **Sector Privado**

Son títulos emitidos por compañías y entidades del sector privado financiero y no financiero, tales como bancos, sociedades financieras, compañías anónimas, limitadas y de economía mixta, etc.(Ver Tabla # 1)

---

<sup>1</sup>V. NAVARRETE. Manual de Renta Fija. Bolsa de Valores de Guayaquil, Ecuador 1998, p. 9-10

- Aceptaciones bancarias
- Aval Bancario
- Bonos de Prenda
- Cédulas Hipotecarias
- Certificados de Arrendamiento Mercantil
- Certificados de Arrendamiento Mercantil Inmobiliario
- Certificados de Depósito a Plazo
- Certificados de Depósitos a la Vista
- Letras de Cambio
- Pagaré Bancario
- Obligaciones
- Obligaciones Convertibles en Acciones
- Obligaciones Especiales y Papel Comercial
- Valores Emitidos por Proceso de Titularización

### **Sector Público**

Los títulos del sector público son los emitidos por el estado (gobierno central) y las entidades del sector público. (Ver Tabla # 2)

- Bonos de Conversión de Deuda Externa.
- Bonos de Estabilización Monetaria

- Bonos del Estado
- Certificados de Tesorería
- Notas de Crédito Tributarias
- Bonos de Fomento
- Bonos Brady
  - Par Bonds
  - Past Due Interest Bonds
  - Interest Equalization Bonds
  - Discount Bonds

Los títulos de **renta variable** son aquellos que incorporan la condición de socio y cuyas ganancias son variables y dependerán de las utilidades que genere la empresa, básicamente son las acciones. (Ver Anexo # 4)

### **1.1.2 Importancia del Mercado de Valores**

El mercado de valores desempeña un papel muy importante dentro del desarrollo económico y social de un país, debido a que actúa como instrumento canalizador para las empresas por lo que pueden acceder a recursos de mediano y largo plazo. Además forma parte del sistema financiero y del mercado de capitales, por lo tanto de su buen funcionamiento depende el buen desarrollo del país.

Dentro del mercado de valores interactúan tanto las empresas como los inversionistas, con el objetivo de obtener capital de financiamiento y ganancias de capital respectivamente. Los inversionistas acuden a este mercado para adquirir instrumentos financieros con su ahorro, el mismo que se convierte en recursos de mediano y largo plazo para las empresas que demandan el capital para el desarrollo de sus actividades productivas.

El mercado de valores actúa a través de las bolsas de valores y es en ellas que se realizan las transferencias de capital que necesitan las empresas, logrando así cumplir sus expectativas en cuanto al financiamiento de sus activos, a la expansión y diversificación de su negocio.

Un mercado de valores debe ser eficaz, ágil, transparente e integrado ya que así reforzará el desarrollo de un país, siendo un buen reflejo de su sector productivo que se convierte en el primer beneficiado, abriendo paso a la economía y a la sociedad.

## **1.2 EL MERCADO DE VALORES EN EL ECUADOR**

El mercado de valores, concebido como el mecanismo para el desarrollo productivo mediante la transacción de títulos, tuvo ya un incipiente desarrollo aún antes de que fuera regulado legalmente y en forma específica por la Ley de

Bolsa de Valores de 1969. El mercado de ese entonces no tenía las características del actual y su radio de acción no era muy amplio.

La ley de 1969 trata de darle mayor importancia a este mercado, pero sus efectos fueron todavía muy limitados, tanto para el orden estrictamente legal, como por su acceso restringido, pues tenía escasa participación del sector privado y giraban alrededor de los valores emitidos por el sector público.

Esta ley únicamente autorizó el establecimiento de bolsa de valores como compañías anónimas, regidas por las normas de la Ley de Compañías y bajo el control de la Superintendencia de Compañías; sin embargo, no reguló en forma clara y completamente el mercado de valores y el funcionamiento de las bolsas. Por este motivo, los agentes de bolsa se sujetaban al Código de Comercio.

Adicionalmente, esa Ley facultó a la denominada en ese entonces Comisión de Valores-Corporación Financiera Nacional a intervenir, en calidad de promotora, en la constitución social de la bolsa de valores y a participar en ellas como accionistas.

Ante las limitaciones mencionadas anteriormente, se dictó la Ley de Mercado de Valores en mayo 1993, a raíz de la cual el mercado se ha expandido notablemente, teniendo como principales objetivos, su desarrollo, hacerlo eficiente, organizado, integrado y transparente, para así precautelar los intereses

de los inversionistas y democratizar la participación en el capital social de las empresas.

Este nuevo marco legal se aplica tanto al mercado bursátil como al mercado extrabursátil, bolsas y casas de valores, oferta pública, emisores, intermediarios y a demás participantes que de cualquier manera actúen en el mercado.

De tal modo, al mercado de valores ecuatoriano se lo puede dividir fácilmente en dos etapas: antes y después de la Ley de Mercado de Valores expedida el 28 de mayo de 1993. El mencionado cuerpo legal representó un impulso significativo para el mercado de valores nacional.

El retraso en el desarrollo del mercado de valores se debió a la inestabilidad económica que inhibía las inversiones a largo plazo. Siempre hay un proceso de estructura y estabilización que acompaña al desarrollo del mercado.

Indudablemente la Ley de Mercado de Valores tiene una gran importancia al permitir la creación de las casas de valores como ente independiente, la transformación de la Superintendencia de Compañías con un departamento fuerte de mercado de valores, el vislumbrar la creación de depósito centralizado de valores, entre otros, son los factores que hacen que la Ley le dé un auge al mercado.

El empuje que le dio la Ley de Mercado de Valores al mercado abrió nuevas perspectivas de negocios e inversión dentro del país. Así mismo impuso más exigencias para el normal desenvolvimiento de las operaciones bursátiles. Todo ello implicó un profundo proceso de cambio dentro del manejo operativo y tecnológico de las bolsas, quienes siempre se han preocupado de brindar al mercado bursátil ecuatoriano la mejor tecnología de punta. Así, se han implementado el Primer Sistema Electrónico Bursátil, el Sistema de Compensación de Saldos Netos y la Autorización de la Rueda a Viva Voz, entre otros importantes cambios.

De igual forma, la institución bursátil se ha preocupado de la difusión y promoción internacional de nuestro país como lugar idóneo para la inversión; y, últimamente, se ha perfeccionado con nuevas reformas a la ley que permite contar con un mejorado mercado de valores.

### **1.2.1 La ley de mercado de valores.- Innovaciones**

La ley de mercado de valores creada en 1993 dio por primera vez al mercado de valores ecuatoriano un marco legal con el cual pueda desenvolverse y se logró un desarrollo del mercado de capitales, ofreció una serie de opciones para los inversionistas y todo esto dentro de una figura jurídica que precautele los intereses de los participantes de dicho mercado.

Actualmente debido al desarrollo del sector financiero en el país y al crecimiento de las transacciones de títulos valores, las autoridades del mercado de valores se han visto en la necesidad de perfeccionar dicha ley mediante una reforma realizada el 23 de Julio de 1998 que fuera publicada en el registro oficial N° 367, que se adapte de una mejor forma a las necesidades del mercado actual y que acumule las experiencias que se han ido dando en el transcurso de estos últimos 5 años.

Por medio de esta nueva ley se trata de definir de manera más clara los tipos de operaciones que pueden realizarse, también busca fortalecer las sanciones en especial en lo que se refiere a intermediarios financieros y se incorporan sanciones más duras en especial en lo que respecta entre quienes pueden intermediar valores y prestar dinero para así acabar con los fraudes que realizaban algunas compañías financieras, quienes captaron dinero de clientes prometiéndoles rendimientos extremadamente altos, y terminaron huyendo del país, además pone mayor relevancia a la auditoría externa para emisores e instituciones inscritas en el mercado de valores; también se realizó una reforma en la legislación de exenciones tributarias, el cual establece que los rendimientos financieros se gravan con un impuesto único del 8%, y estarán excluidos de la renta global para propósitos del impuesto a la renta. Igual para las ganancias de capital, cuando dichas ganancias se originen en la compra – venta de títulos que generen rendimientos financieros sujetos al impuesto del 8% pero debido a la

nueva ley del impuesto del 1% a los capitales circulantes, actualmente no se encuentra en vigencia el impuesto del 8%.

También agrega otro título que trata sobre la información que deben proporcionar los participantes del mercado de valores y de los mecanismos de información que deben ser utilizados.

Además se han introducido dos nuevas operaciones en el mercado de valores como son: **el fideicomiso mercantil y la titularización**. La fiducia se aplicará para el desarrollo de grandes proyectos básicamente de urbanización o vivienda popular, operaciones que ya se encuentran reglamentadas por la Junta Bancaria y el Consejo Nacional de Valores (CNV), presidido por el Superintendente de Compañías. El punto clave es que los activos vinculados a un proyecto serán administrados por un tercero y no por la firma a cargo del proyecto y para proyectos aún más grandes, la fiducia se complementará con la titularización, a la cual la Ley dice:

Es el proceso mediante el cual se emiten valores susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil, emitidos con cargo a un patrimonio autónomo<sup>2</sup>.

El mercado, sin embargo, necesita algo más que una nueva ley para recuperarse, requiere de condiciones como una clara política macroeconómica, seguridad de

---

<sup>2</sup> Ley de Mercado de Valores. Título XVI, Art. 138

que se van a cumplir las leyes y que va a existir estabilidad en ellas, para así fortalecer el sector financiero y que permitan una profundización y diversificación del mercado de valores.

### **1.2.2 Superintendencia de Compañías.- Organismo Contralor**

Organismo del Estado, creado inicialmente como departamento de la Superintendencia de Bancos, para ejercer el control de las compañías anónimas, y que más tarde, fue reconocido como entidad contralora, ya no solo para las compañías anónimas sino también para el control de las compañías en comandita por acciones y de economía mixta. A esta institución se la definió como el Organismo técnico y autónomo que vigila y controla la organización, actividades, funcionamiento, etc. de las compañías mercantiles. (Ver Anexo # 5)

A su labor, se añadió el control de las Bolsas de Valores, sus agentes y apoderados, y hoy en día con las reformas a la Ley de Mercado de Valores, la institución ejerce control y vigilancia de las compañías emisoras de valores que se inscriban en el Registro del Mercado de Valores, las compañías Holding; las sociedades de economía mixta y las sucursales de compañías extranjeras y que ejerzan sus actividades en el Ecuador.

Esta institución tiene a su cargo la vigilancia de las compañías mercantiles y su desarrollo económico por el camino del mercado de valores que es un complemento indispensable para la capitalización financiera de las empresas.

Para poder controlar de una mejor forma el funcionamiento del mercado de valores se ha creado un órgano adscrito a la Superintendencia de Compañías, el Consejo Nacional de Valores (C.N.V.), (Ver anexo # 6), una de sus principales atribuciones es establecer la política general del mercado de valores y regular su funcionamiento e impulsar el desarrollo del mercado de valores, mediante el establecimiento de políticas y mecanismos de fomento y capacitación sobre el mismo entre otras.

### **1.3 BOLSA DE VALORES.- SU SIGNIFICADO Y EVOLUCIÓN**

“Bolsa de Valores son corporaciones civiles sin fines de lucro autorizadas por la Superintendencia de compañías, que tienen por objeto brindar a sus miembros los servicios y mecanismos requeridos para la negociación de valores <sup>3</sup>.”

Además es una institución dentro del mercado de valores que se encarga de la canalización del ahorro de mediano y largo plazo hacia los proyectos de inversión.

---

<sup>3</sup> Ley de Mercado de Valores, Título X, Art. 44

También constituyen corporaciones que agilitan el desarrollo productivo mediante la emisión de títulos con el objetivo de financiar a las empresas.

Cumplen por lo tanto una importante misión al contribuir al desarrollo de un país.

A través de la Bolsa de Valores es que las empresas pueden financiar sus proyectos de inversión como también pueden reestructurar sus pasivos todo esto lo pueden realizar a menores costos, lo cual constituye una de las ventajas de financiarse mediante el mecanismo de emisión de títulos en la bolsa de valores.

Además, la bolsa de valores es una excelente ventana para las empresas que en ella realizan transacciones, ya que difunde información acerca de ellas a importantes inversionistas tanto a nivel local como a nivel internacional.

Un aspecto importante de resaltar de la Bolsa de Valores es que proporciona suficiente información acerca de las oportunidades de inversión que en ella existen y son los inversionistas quienes eligen la alternativa más rentable para ellos. (Ver Anexo # 7)

En nuestro país, el primer intento por crear una bolsa de valores se dio en la ciudad de Guayaquil en 1847, pero ésta bolsa tuvo una vida muy corta y desapareció después de unos cuantos meses.

Con el boom de exportaciones que experimentó el Ecuador por los años de 1870 al ser el principal productor y exportador de cacao, los comerciantes se dieron cuenta de que tenían suficiente capital como para establecer una bolsa y la establecen en 1873. Esta fue una bolsa muy dinámica en la que cotizaban alrededor de 20 empresas entre las cuales se encontraban principalmente entidades bancarias. A pesar de su dinamismo, cerró sus puertas al inicio del presente siglo, sin conocerse sus causas.

El primer intento de este siglo por crear una bolsa de valores fue en la década de los 30, pero fracasó ya que el país no se encontraba listo para hacer frente a una empresa como esta. En el año de 1969 incentivado por la Comisión de Valores Corporación Financiera Nacional se promovió la apertura de dos bolsas una en Quito y otra en Guayaquil. A pesar del esfuerzo desplegado para la venta de acciones en Guayaquil, la propuesta no tuvo la misma acogida que en Quito ciudad en donde los agentes de bolsa compraron un paquete mayoritario de acciones, En cambio en la bolsa de valores de Guayaquil la CFN se convirtió en la propietaria del 77% de las acciones, hasta que en 1992 empieza a venderlas al sector privado. El propósito de la CFN al crear ésta empresa, era dar una base mucho más amplia para que las empresas se nutran de capitales abiertos y puedan afrontar el desarrollo sostenido.

Durante sus primeros años el mercado de valores, tuvo una casi total dependencia de los títulos de renta fija y sobretodo de los títulos del sector público de igual

forma la participación del Estado y de sus dependencias era importante para el sostenimiento de este mercado.

Se pensaba que la economía ecuatoriana era muy pequeña y que no daría la posibilidad para que las bolsas de valores puedan tener suficientes ofertas como para que haya una actividad razonable que les permita ir avanzando en la finalidad de ser el eje fundamental de un crecimiento económico real, claro, transparente y abierto. Pero la perseverancia de los directores y su convicción de la importancia de su misión hizo que continuaran adelante y poco a poco fueran alcanzando logros importantes.

### **1.3.1 Las Bolsas de Valores de Guayaquil y Quito**

El mercado de valores se inició el siglo pasado con la creación de la bolsa de valores de Guayaquil, pero ésta tuvo una corta duración. Fue con la creación de las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil, que en el Ecuador se inició un verdadero movimiento bursátil. Estas bolsas de valores fueron inicialmente constituídas como compañías anónimas, hoy en día han sido transformadas en corporaciones civiles. (Ver Anexo # 8)

En la actualidad, ambas bolsas cuentan con la orientación legal del Consejo Nacional de Valores y de la Superintendencia de Compañías, fomentando de esta manera una verdadera cultura bursátil en el Ecuador. Lo que se pretende lograr es

un mercado de valores que actúe de manera eficaz y transparente en la consecución de sus objetivos a través de las bolsas de valores.

Ahora, el país cuenta con 3 bolsas de valores las cuales son la de Quito, Guayaquil y últimamente Cuenca y además con la incorporación del país a organismos internacionales posibilita el desarrollo del mercado de valores ecuatoriano.

Con la expedición de la ley de mercado de valores se ha procurado sacar adelante el mercado bursátil, ya sustentado en una base legal. Las bolsas de valores, por su parte mediante sus funciones tratan de impulsar el desarrollo del mercado de valores y por ende el desarrollo del país.

En el siguiente cuadro se muestra el volumen de operaciones, en valores efectivos, de las operaciones que se realizan en la Bolsa de Valores de Guayaquil y Quito, a partir de Enero de 1.996 se incorpora la Bolsa de Valores Electrónica del Ecuador (Sati), que cesa sus funciones en febrero de 1.997.

**Cuadro # 1.1**

**VOLUMEN DE OPERACIONES EN LA BOLSA DE VALORES DE  
GUAYAQUIL Y QUITO**

**Por sectores y títulos  
Millones de sucres**

<b>Sector y Título</b>	<b>1.994</b>	<b>1.995</b>	<b>1.996</b>	<b>1.997</b>
<b>I. SECTOR PUBLICO</b>	89.443	142.939	6'832.684	7'790.570
<b>A. DEL GOBIERNO</b>	68.437	101.275	1'550.365	2'702.867
Bonos del Estado	33.315	47.626	850.617	1'851.784
Bonos del Estado (\$)	25.368	12.929	241.447	400.581
Bonos A.P.G.			24.676	
Obligaciones de la C.F.N.		15.003	1.577	62.425
Certificados de Tesorería			384.176	204.518
Notas de Crédito	8.276	25.717	47.872	93.559
Cupones			0	0
<b>B. DEL BANCO CENTRAL</b>	21.006		5'282.319	5'087.703
Bonos de estabiliz. Monet. M/n	18.339	35.045	5'278.471	5'087.664
Bonos de estabiliz. Monet. M/E	2.667	6.619	3.848	39
<b>II SECTOR PRIVADO</b>	1'659.335	4'773.826	7'553.055	11'797.394
Acciones	1'069.618	934.188	450.714	811.552
Aceptaciones Bancarias		114.564	89.430	25.400
Bonos de Garantía	449	3.012	866	
Bonos de Prenda	1.340	313	2.394	309
Bonos hipotecarios		45.298	51.457	81.944
Carta de crédito doméstica	3.270	19.628	47.794	47.053
Carta de crédito doméstica (\$)	538			
Cédulas Hipotecarias	14.817	30.509	138.174	223.113
Cédulas prendarias		1.627		
Cédulas automotrices		1.530		
Certificados financieros	8.708	24.457		
Certificados de renta anticipada		4.325	24.736	2.792
Certificados de ahorro				
Certificados de depósito	13.227	331.058	20.899	9.989
Certificados de inversión	780	3.377	1'113.739	1'329.846
Cuotas de participación		4.968	24.488	43.026
Cuotas de membresía			354	95
Cuotas patrimoniales			221	417
Cupones	46	646	16.478	42.332
Depósito de plazo	42.013	191.756	552.403	1'189.280
Letras de cambio	63.858	673.885	1'612.559	2'743.437
Obligaciones	42.769	175.748	1'162.959	2'510.103
Pagarés	331.366	4'884.111	1'207.234	1'636.704
Papeles aval bancario	28.145	181.807	562.656	515.090
Pólizas de acumulación	30.720	147.019	473.500	584.912

ELABORACIÓN: Banco Central del Ecuador

FUENTE: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil

## **II. OBLIGACIONES.- GENERALIDADES**

### **2.1 CONCEPTO DE OBLIGACIONES.**

Son títulos-valores emitidos por compañías legalmente facultadas que reconocen o crean una deuda a cargo de la compañía emisora <sup>4</sup>, es decir, las obligaciones son títulos de deuda que emite una empresa con la finalidad de captar recursos del público sin la participación de intermediarios financieros, para financiar sus actividades productivas.

Las compañías que se encuentran facultadas para emitir este tipo de valores son las compañías anónimas, de responsabilidad limitada, sucursales de compañías extranjeras domiciliadas en el Ecuador u organismos seccionales.

---

<sup>4</sup> Ley de Mercado de Valores. Título XVII, Art. 160.

La emisión de obligaciones constituye un mecanismo de financiamiento empresarial directo, al proporcionar a las empresas capital fresco y a menores costos que los que pueden conseguir mediante préstamos comerciales.

Una emisión de obligaciones implica la captación de ahorro de los particulares, por lo que esta en juego el interés público, razón por la cual se le rodea de una serie de exigencias que traten de otorgar las mayores garantías posibles al público inversionista que suscribe estos títulos.

Este sistema de financiamiento empresarial es muy utilizado en otros países con diferentes denominaciones; como por ejemplo, Bonos Corporativos, Papel Comercial, y se han constituido en un instrumento muy utilizado para conseguir financiamiento a tasas inferiores que las alcanzables a través de operaciones tradicionales de crédito.

Por ser un título real en deuda, su tenedor obtendrá una rentabilidad reajutable, dependiendo la tasa de interés que se determina para la emisión, es decir intereses que paga la sociedad independientemente de la existencia o no de utilidades generada por ella, así como el retorno de su principal en época de rescate.

En caso de incumplimiento de pago, la compañía emisora no podrá efectuar una nueva emisión de obligaciones.

## 2.2 CARACTERISTICAS DE LAS OBLIGACIONES <sup>5</sup>.

Las obligaciones:

- Son títulos a la orden o al portador;
- Son valores de corto, mediano o largo plazo;
- Pueden contener cupones, los cuales serán nominativos, a la orden o al portador;
- Se consideran como bienes muebles;
- Representan un valor nominal;
- Generan una renta fija;
- Se emiten con la indicación de un plazo determinado;
- Son amortizables;
- Tienen el carácter de títulos ejecutivos; y,
- Son negociables en las bolsas de valores y pueden ser ofrecidos en venta al público en general.

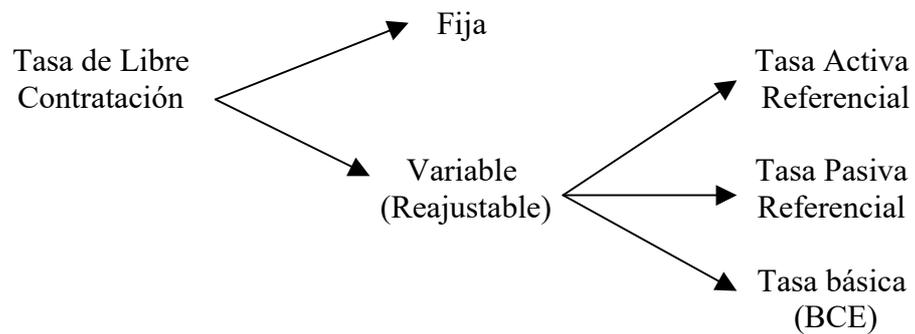
La emisión de obligaciones deberá dividirse en varias partes denominadas “clases”, las que podrán ser colocadas individualmente o en su totalidad. Cada clase podrá estar dividida en series y otorgar diferentes derechos. No podrán establecerse distintos derechos dentro de una misma clase.

---

<sup>5</sup> REGIMEN DEL MERCADO DE VALORES (1.17), P. 40

## Rendimiento

Dado su característica de título de Renta Fija su rendimiento está dado por su interés que se señala en el respectivo título o certificado de cuenta.



La tasa cupón se obtiene multiplicando las tasas anteriormente mencionadas por un factor menor a uno. Por ejemplo, si la tasa pasiva referencial es 40%, ésta es multiplicada por un factor que en éste caso es 0.8, la tasa cupón sería 32%.

$$\text{Tasa Cupón} = \text{Tasa Pasiva Referencial} \times \text{Factor}$$

$$\text{Tasa Cupón} = 0.4 \times 0.8$$

$$\text{Tasa Cupón} = 32\%$$

También existen las obligaciones con descuento o cero cupón, que es cuando el emisor promete hacer un pago único en una fecha específica futura. Este pago único es el valor nominal del título, generalmente no son muy utilizados.

Los intereses dejarán de ganarse desde la fecha de vencimiento o la redención anticipada, excepto en el caso de mora del deudor en que se devengarán los intereses pactados para el efecto o el máximo interés permitido por la ley.

### **Amortización**

Las obligaciones pueden amortizarse mediante el mecanismo de sorteos periódicos, según se haya establecido por la compañía emisora, en cuyo caso esta podrá comprar anticipadamente una parte o la totalidad de la emisión con el propósito de la redención.

Las condiciones de la amortización deberán constar en los títulos que integran cada emisión.

### **Reembolso**

La compañía emisora deberá pagar el valor nominal de las obligaciones más sus intereses en el plazo, lugar y condiciones que consten en la escritura de emisión.

Los intereses pueden ser cobrados antes del vencimiento y por períodos regulares, si al momento de la emisión se establece esta posibilidad.

Una vez pagada la totalidad de obligaciones de una emisión, la Superintendencia de Compañías podrá autorizar el levantamiento de la respectiva garantía real, si la hubiere.

## 2.3 CLASIFICACIÓN DE LAS OBLIGACIONES.

Las obligaciones se las puede clasificar: por el tipo de emisión y por su garantía.

### 2.3.1 Por Tipo de Emisión.

<b>TIPO DE EMISION</b>	{	<ul style="list-style-type: none"><li>– Obligaciones como tal.</li><li>– Obligaciones convertibles en acciones.</li><li>– Papeles comerciales.</li></ul>
------------------------	---	--

#### 2.3.1.1 Obligaciones como tal.

Las obligaciones como cualquier título de deuda, devengará intereses, el mismo que será de libre contratación o reajutable. La amortización de las obligaciones se realizará mediante el mecanismo de sorteo, para la redención anticipada de la deuda.

#### 2.3.1.2 Obligaciones convertibles en acciones.

Este tipo de obligaciones será emitido exclusivamente por las **compañías anónimas**. Estos títulos proporcionan el derecho a su titular de exigir la cancelación de la obligación o su conversión en acciones.

Es decir que el tenedor del título de deuda tendrá la facultad cada cierto tiempo de acuerdo a la característica de la emisión, de convertirla su deuda en acciones. Para ello se establecerá un factor de cambio, esto es un cierto número de acciones a cambio de obligaciones de una clase.

Por ejemplo: 8.235 acciones canjeables por cada título de obligaciones de 1.000 dólares.

Con esto el inversionista asegura una buena alternativa de rentabilidad entre el título de deuda y el mercado accionario. A una fecha determinada, si el precio de las acciones, objeto de conversión, presentan un precio inferior al del mercado, el inversionista procederá a la conversión caso contrario mantendrá su posición en título de deuda.

### **Cuadro # 2.1**

#### **OBLIGACIONES CONVERTIBLES EN ACCIONES**

<b>Períodos</b>	<b>Factor De Conversión acciones/obligaciones</b>	<b>Tipo de Cambio</b>	<b>Precio de Acción por Conversión</b>	<b>Precio de Mercado de la Acción</b>	<b>Resultado por Conversión</b>
<b>Primer Semestre</b>	8.235 de \$1.000	S/.4.143	S/.503	S/.510	GANANCIA
<b>Segundo Semestre</b>	8.235 de \$1.000	S/.4.200	S/.510	S/.500	PÉRDIDA

**Fuente:** El Mundo del Mercado de Valores

**Elaboración:** Bolsa de Valores de Guayaquil

Una ventaja de las obligaciones convertibles es que se venden originalmente, a un precio mayor que el del mercado ya que el comprador tiene la opción de luego convertirlas en acciones ordinarias y compartir el éxito de la compañía.

Con las obligaciones convertibles, una compañía puede obtener fondos que son temporalmente baratos y eso reduce el costo efectivo del interés. Además cuando los valores se convierten en acciones la compañía tendrá una posición financiera menos apalancada.

### **2.3.1.3 Papel Comercial**

A diferencia de las dos clasificaciones anteriores, los papeles comerciales son obligaciones emitidas a corto plazo, hasta un máximo de 180 días. Este tipo de papeles no genera intereses sobre el capital, el rendimiento que el inversionista obtenga sobre el mismo se originará por la tasa de descuento con que se negocian los títulos. Esta dependerá de las condiciones del mercado a la fecha que se emitían los títulos, es por ésta razón que los rendimientos que generan los papeles comerciales son anticipados.

<b>TIPO DE GARANTIA</b>	}	- Obligaciones con garantía general
		- Obligaciones con garantía específica

### **2.3.2.1 Garantía General.**

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

### **2.3.2.2 Garantía Específica.**

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

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

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

## 2.4. VENTAJAS DE LAS OBLIGACIONES.

### **Ventajas de la Emisión de Obligaciones para el emisor.**

Iniciar un proceso de Emisión de Obligaciones tiene diversas ventajas que benefician desde diferentes aspectos al emisor, entre las cuales anotamos:

**Costo financiero bajo.-** Es la principal ventaja que el emisor obtiene de la Emisión de Obligaciones. Esta ventaja se basa en que las obligaciones se enmarcan dentro de lo que se ha denominado “Desintermediación Financiera”, la cual permite el encuentro directo en el mercado de valores, de aquellos agentes económicos que disponen de superávits de fondos con aquellos que carecen de recursos, lo cual excluye la participación de intermediarios tradicionales y por tanto abarata el costo o tasa de interés a la cual se consiguen estos recursos.

Adicionalmente, un elemento importante es el hecho de que las obligaciones no incurren en impuestos de emisión, lo cual representa una ventaja frente a las formas tradicionales de crédito gravadas con el impuesto del 2,6%.

**Posibilita alcanzar financiamiento de largo plazo.-** Esta ventaja permite seguir la recomendación de financiar con recursos pagaderos en el largo plazo a las inversiones que son a su vez de largo plazo. Tal recomendación no siempre ha resultado factible de llevar a la práctica en nuestro país utilizando el crédito

tradicional, obstáculo que salva la Emisión de Obligaciones por colocarse o dirigirse a un amplio mercado donde hay diversas percepciones de riesgo para cada emisor.

**Permite adaptar el endeudamiento a los requisitos de inversión.-** La emisión de Obligaciones se diseña a la medida del emisor, considerando la estacionalidad y ciclicidad de sus operaciones, a fin de que los pagos que honren la obligación, se realicen en los mejores momentos en que la empresa los pueda afrontar.

**Incrementa el poder de negociación ante el sistema financiero.-** Este es un efecto que se obtiene por varios motivos. El primero se basa en que emitiendo obligaciones se reduce el costo financiero original de la empresa, lo cual mejora su flujo futuro de caja, presentando entonces una mejor imagen ante el sistema financiero.

Así también una empresa llevada al mercado de valores es una empresa que gana una reputación de solidez y seriedad dentro de su mercado, ante todo el país e incluso internacionalmente, lo que abre nuevas oportunidades de negocios y financiamientos para el emisor.

Finalmente, de cara a las negociaciones crediticias, las obligaciones representan una alternativa más a la que acudir en el momento en que la administración de una empresa busca fuentes de financiamiento.

Otras ventajas de la emisión de obligaciones es el representar un Mecanismo de captación directa de recursos frescos y que además se constituyen en una Prueba de mercado de bajo costo, es decir, permiten realizar un primer acercamiento al mercado de valores que muestra la percepción que el mercado tiene de la empresa emisora, lo cual es muy útil en caso de contarse con futuros planes de Emisión de Acciones.

### **Ventajas de la Emisión de Obligaciones para el Inversionista.**

La emisión de obligaciones presenta ventajas tanto para el emisor, como también para el inversionista. Las ventajas que recibe el inversionista se reciben siempre y cuando se coloquen por Oferta Pública y a través de Bolsa, las cuales repercuten en una más fácil y pronta colocación de las obligaciones para el emisor. Tales ventajas se señalan a continuación:

1. Beneficios tributarios.
  - Personas naturales: exoneración 8%
  - Instituciones financieras: exoneración 25%
2. Mayor rentabilidad que el promedio de inversión en renta fija.
3. Inversión líquida.
4. Nueva alternativa de diversificación.
5. Recuperación del capital durante la vida de la obligación.

**III. PROCESO DE EMISION DE OBLIGACIONES EN EMPRESAS  
PRIVADAS DE LOS SECTORES FINANCIEROS Y NO FINANCIEROS.**

**3.1 CIRCUNSTANCIAS EN LAS QUE SE DESARROLLA EL PROCESO DE  
LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES.**

Al tener las empresas un motivo por el cual necesitan financiarse mediante pasivos a largo plazo, se debe considerar los siguientes puntos:

1. Disminuir el costo general de capital tanto como sea posible.
2. Asegurar que el financiamiento con pasivo conducirá al apalancamiento financiero positivo y aumentará las utilidades por acción
3. Confirmar que la estabilidad de las utilidades sea suficiente para cumplir con el pasivo, es decir para pagar intereses y amortizar el capital en el momento debido.

Además, tienen que existir las condiciones adecuadas para que el mecanismo que estas utilicen sea el que más convenga a los intereses de la empresa.

Por lo tanto, es importante que se defina con anterioridad todo lo concerniente a las características de la emisión de obligaciones y se conozcan las condiciones que imperan en el mercado de capitales y las expectativas en cuanto a tasas de interés.

También deben saber que los inversionistas están conscientes del riesgo y exigen altas tasas de interés a medida que disminuye la calidad de las obligaciones, la cual es establecida por las Calificadoras de Riesgo en beneficio de los inversionistas.

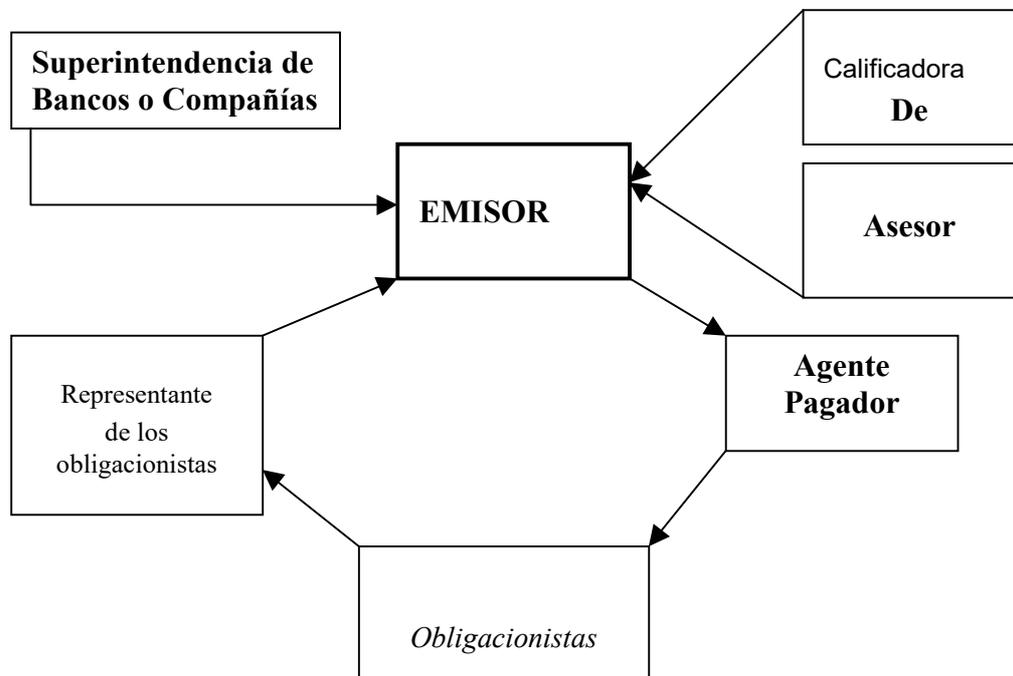
En lo que respecta a montos, se tiene que los máximos montos de obligación que se puede emitir son:

- **Con garantía general**, hasta el 80% del total de activos libres de todo gravamen.
- **Con garantía específica**, hasta el 80% del avalúo de los bienes que lo garanticen, excepto cuando sean fianzas, avales, pólizas, en cuyo caso será del 100%.
- **Las obligaciones convertibles en acciones**, en función de la naturaleza de las anteriores.

- **Obligaciones especiales o papel comercial**, hasta el 100% del patrimonio neto de la emisora.

**Cuadro # 3.1**

**PARTICIPANTES EN EL PROCESO DE EMISIÓN.**



Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil.  
 Elaboración: Natalia Figueroa y Janina Valencia

- **Obligacionistas:** Inversionistas tenedores de las Obligaciones.
- **Agente Pagador:** Entidad que presta al emisor, el servicio de realizar los pagos a los Obligacionistas, usualmente una institución financiera.
- **Representantes de los Obligacionistas:** persona encargada por disposición legal de velar por los derechos de los inversionistas.

### **3.1.1 Plazos de la Emisión de Obligaciones.**

Plazo es el tiempo de duración que tienen éstos documentos, en los cuales el emisor se compromete a satisfacer las condiciones de la obligación, y ésta culmina con el pago del capital o monto total adeudado en la fecha de vencimiento.

Las obligaciones pueden emitirse a corto, mediano y largo plazo, excepto el papel comercial cuyo plazo no podrá exceder de 180 días. Las obligaciones pactadas en UVC tienen un plazo mínimo de 365 días.

En nuestro medio los plazos comúnmente oscilan entre 367 días (corto plazo) a 5 años (largo plazo).

### **3.1.2 Costos de la Emisión de Obligaciones**

#### Costo de capital

El capital consiste en una fuente de los recursos de la empresa y como tal tiene un costo que debe cederse a quienes se lo provean en este caso los inversionistas. Por lo general, este costo está expresado en una tasa de interés.

El costo de capital es la tasa de retorno que debe pagar la empresa a quienes decidan invertir en ella a través de la compra de acciones u obligaciones.

Para las obligaciones, el costo de emisión es determinado en el mercado por los inversionistas, quienes evalúan riesgo, situación financiera y antecedentes de pago de la empresa.

Este costo puede variar dependiendo de cómo estén las tasas de interés, si estas están en alza el costo de emitir obligaciones se eleva y si están a la baja este costo disminuye.

Otro factor que influye son los períodos de vencimiento, ya que mientras más prolongados sean estos, el costo de las obligaciones aumenta, esto se debe a que con el tiempo las posibilidades de incumplimiento en el pago aumentan y a esto se suma que los inversionistas prefieren períodos cortos para la devolución de su capital.

A más de lo anterior, existen dos formas para estimar el costo de capital:

- Puede ser establecido por las compañías Calificadoras de riesgo.
- Examinando el costo de obligaciones emitidas por empresas con las mismas características de riesgo y estructura financiera.

Una manera para obtener el costo de emitir obligaciones es relacionando el interés anual de la obligación con el valor a recibir por la emisión menos el costo de la emisión.

De tal forma, tenemos que:

$$\text{Costo de la obligación} = \frac{\text{Interés anual de la obligación}}{\text{Principal} * (1 - \text{Costo de emisión})}$$

Por ejemplo, si tenemos una empresa que emite obligaciones que generan intereses de S/.450 por año que originan costos de emisión de 2%, siendo el principal de S/.1.500 tendrá el siguiente costo por esta deuda:

$$\text{Costo de la obligación} = \frac{450}{1.500 * (1 - 0.02)} = 30.61\%$$

Para calcular el costo de una obligación ya emitida, el principal no se ajusta por el costo de emisión, y en este caso tendríamos:

$$\text{Costo de la obligación} = \frac{\text{Interés anual de la obligación}}{\text{Principal}}$$

Y con el ejemplo del caso anterior, tendríamos:

$$\text{Costo de la obligación} = \frac{450}{1.500} = 30\%$$

Como se vio anteriormente el costo de capital está relacionado con el costo de emisión, el cual incluye lo siguiente:

- Calificación de riesgo
- Casa de valores
- Inscripción en el Registro de Mercado de Valores
- Inscripción como Emisor en la Bolsa de Valores

### **Costo de Calificación de Riesgo**

La calificación no constituye un gasto sino más bien una inversión para el emisor, quien a través de ésta puede conocer la situación real de la empresa.

El valor que cobra la calificadora de riesgo, no es fijo, depende de muchos factores en especial de las horas y complejidad del trabajo. Este valor aproximadamente no es inferior de 0.25% ni superior a 0.4% del valor a negociar.(Ver anexo # 9)

### **Costo de las Casas de Valores**

La Casa de Valores puede brindar al emisor asesoría financiera, legal y de colocación.

La asesoría financiera se refiere a la evaluación de los flujos de fondos, diseño de la estrategia del emisor, y otros.

La asesoría legal se relaciona a todos los procedimientos que se deben llevar a cabo de acuerdo a las estipulaciones de la Ley de Mercado de Valores, resoluciones de la Superintendencia de compañías y todo el aspecto jurídico que engloba.

La asesoría de colocación se refiere en sí a la venta de los títulos a los inversionistas. En el mercado encontramos tres tipos de colocación:

**1.- Underwriting**, la casa de valores se compromete a colocar o vender todos los títulos.

**2.- Underwriting Parcial**, la casa de valores se compromete solo en parte.

**3.- Mejor esfuerzo**, la colocación depende de las condiciones del mercado.

Las Casas de Valores son las únicas autorizadas para negociar los títulos emitidos en el mercado, y la comisión que cobra no es fija y depende de los tipos de colocación, del nivel de asesoramiento que brinde, sin embargo se estima que está en rango del 0.5% y 1% sobre el valor a negociar. (Ver Anexo #10)

## **Costo de la inscripción en el Registro de Mercado de Valores**

Hasta el año 1997, la Superintendencia de compañías no cobraba ningún valor por la inscripción, pero a partir de Enero de 1998 lo hace, de acuerdo a la resolución de Consejo Nacional de Valores “CNV 006 10 Septiembre de 1997” en que establece que el emisor debe pagar 200 UVC por servicio de inscripción.

## **Costo de inscripción como emisor en la Bolsa de Valores<sup>7</sup>**

Todo emisor, cuyos valores vayan a ser negociados en una bolsa de valores, deben inscribirse previamente en ésta, cumpliendo los requisitos que ella exija.

El solicitante deberá remitir toda la información que se encuentra en el anexo 8 en un sobre dirigido al área de secretaría general, especificando el asunto “Inscripción nuevo emisor”.

Una vez que el solicitante remite toda la información requerida, los departamentos competentes analizarán la información y emitirán un informe, o del órgano al que estuviere delegado.

---

<sup>7</sup> BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL. Departamento de Divulgación

Si el directorio aprueba la solicitud de inscripción, la Bolsa de Valores procederá a inscribir en su registro del emisor y expedirá un certificado de inscripción; previa la cancelación de la cuota.

La misma que depende del patrimonio del emisor tomado del último balance que presente; la cuota se cobra en UVC cotizadas a la fecha de inscripción. El patrimonio se convierte en UVC y se compara con la siguiente tabla:

Patrimonio<sup>8</sup>:

- Por los primeros 5'000.000,00 UVC → 0.25 por mil
- Por los segundos 5'000.000,00 UVC → 0.20 por mil
- Por los terceros 5'000.000,00 UVC → 0.15 por mil
- Por los cuartos 5'000.000,00 UVC → 0.10 por mil
- Cualquier excedente → 0.05 por mil

La cuota mínima a ser cancelada por un emisor será de 10 UVC's.

El emisor cada año debe pagar su cuota de mantenimiento que se sujeta a los mismos parámetros de la inscripción.

---

<sup>8</sup> BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL. Departamento de Divulgación

Luego de lo cual la Bolsa de Valores inmediatamente, difundirá al mercado tal hecho. Si el directorio niega o condiciona la inscripción, la Bolsa de Valores comunicará este particular al emisor para que aclare o cumpla con lo solicitado por el directorio.

### **3.1.3 Características de la Emisión de Obligaciones.**

Las características de la emisión de obligaciones, para las obligaciones como tal, son las que se detallan a continuación<sup>9</sup>:

1. Fecha del Acta de la Junta General de accionistas o de socios que aprobó la emisión
2. Monto y plazo de la emisión
3. Indicación de la unidad monetaria o de las unidades de valor constante en que se represente la emisión
4. Número y valor nominal de las obligaciones que comprenda cada serie;
5. Indicación de sí las obligaciones serán a la orden o al portador;
6. Tasa de interés o forma de ajuste de ser el caso;
7. Fecha a partir de la cual el tenedor de obligaciones empieza a ganar interés;

---

<sup>9</sup> REGLAMENTO DE OFERTA PUBLICA DE VALORES. Capítulo II. Art. 8

8. Indicación de sí los títulos llevarán cupones para el pago de intereses. Los cupones deberán indicar su valor o la forma de determinarlo, la fecha de su vencimiento y el número de serie;
9. Plazo y forma de amortización, lugar y modalidad de pago e indicación del agente pagador, de haberlo;
10. Clase de Garantía;
11. En caso de estar la emisión amparada por garantía específica, debe indicarse el detalle de bienes o cauciones que la conforman; monto estimativo y fundamento de la estimación;
12. De estar la obligación garantizada por el flujo de fondos, deberá señalarse el nombre del fiduciario;
13. Si son obligaciones convertibles en acciones, debe especificarse los términos en que se realizará la conversión;
14. Nombre del representante de los obligacionistas;
15. Resumen del convenio de representación y su número de inscripción en el Registro del Mercado de Valores;
16. Descripción del sistema de colocación o Underwriting con indicación del responsable de la colocación, de haberlo;
17. Destino de los recursos a captar;
18. Número y fecha de la resolución expedida por la Superintendencia de Compañías aprobando la Oferta Pública y su inscripción en el Registro del Mercado de Valores.

Características de obligaciones especiales o papel comercial:

1. Fecha del acta de la Junta General de Accionistas o de Socios, que aprobó la emisión;
2. Monto y Plazo de la Emisión
3. Valor nominal, precisando la unidad monetaria
4. Número de las obligaciones de cada serie
5. Indicación de la forma en que se emitirán: a la orden o al portador;
6. Tasa de interés;
7. Modalidades y lugar de pago;
8. Descripción del sistema de colocación o Underwriting, con indicación del responsable;
9. Destino de los recursos a captar;
10. Número y Fecha de la resolución expedida por la Superintendencia de Compañías aprobando la Oferta Pública y su inscripción en el Registro del Mercado de Valores.

Ejemplo de una Emisión de Obligaciones del Banco del Pichincha:<sup>10</sup>

- 1.- Fecha del Acta de Junta General de Accionistas o Socios que haya resuelto la emisión:

---

<sup>10</sup> Prospecto de Oferta Pública de Obligaciones del Banco del Pichincha. Julio 1998

**La emisión de obligaciones fue resuelta por la Junta General Extraordinaria de Accionistas celebrada en Quito, el día 22 de Septiembre de 1997.**

2.- Clase, Monto por Clase, Serie, Monto por Serie, Plazo y Unidad Monetaria

Cuadro # 3.2

**CARACTERISTICAS DE LA EMISIÓN REALIZADA POR EL BANCO  
DEL PICHINCHA**

<b>Clase</b>	<b>Monto por Clase</b>	<b>Serie</b>	<b>Monto por Serie</b>	<b>Plazo (días)</b>	<b>Unidad Monetaria</b>
Siete	USD 100.000.000	A	USD 27.000.000	1.080	Dólar de los Estados Unidos de América
		B	USD 36.500.000	1.080	Dólar de los Estados Unidos de América
		C	USD 36.500.000	1.080	Dólar de los Estados Unidos de América
Ocho	USD 10.000.000	A	USD 10.000.000	367	Dólar de los Estados Unidos de América
Nueve	USD 10.000.000	A	USD 10.000.000	1.080	Dólar de los Estados Unidos de América
Diez	S/175.000.000.000	A	S/.100.000.000.000	1.080	Sucre
		B	S/. 75.000.000.000	1.080	Sucre
Once	S/100.000.000.000	A	S/.100.000.000.000	367	Sucre
<b>Doce</b>	<b>S/. 25.000.000.000</b>	<b>A</b>	<b>S/ 25.000.000.000</b>	<b>1.080</b>	<b>Sucre</b>

FUENTE: Prospecto de Oferta Pública de Obligaciones del Banco del Pichincha. Julio, 1998  
ELABORACION: PICAVAL. Pichincha Casa de Valores

### 3.- Denominación:

Los títulos de las obligaciones a emitirse y los cupones serán al portador.

### 4.-Número y Valor Nominal de las Obligaciones que comprende cada serie:

#### Cuadro # 3.3

#### CLASIFICACIÓN DE LA EMISION DE OBLIGACIONES REALIZADA POR EL BANCO DEL PICHINCHA

Clase	Serie	Valor Nominal de c/Título	Plazo (días)	Nº Títulos	Numeración Títulos	Nº Cupones
Siete	A	US 5.000	1.080	5.400	Del 0001 al 5.400 inclusive	0
	B	USD 25.000	1.080	1.460	Del 0001 al 5.400 inclusive	0
	C	USD 50.000	1.080	730	Del 0001 al 5.400 inclusive	0
Ocho	A	USD 25.000	367	400	Del 0001 al 5.400 inclusive	4
Nueve	A	USD 25.000	1.080	400	Del 0001 al 5.400 inclusive	12
Diez	A	S/. 50.000.000	1.080	2.000	Del 0001 al 5.400 inclusive	0
	B	S/. 20.000.000	1.080	3.750	Del 0001 al 5.400 inclusive	0
Once	A	S/. 10.000.000	367	10.000	Del 0001 al 5.400 inclusive	4
Doce	A	S/. 10.000.000	1.080	2.500	Del 0001 al 5.400 inclusive	12

FUENTE:Prospecto de Oferta Pública de Obligaciones del Banco del Pichincha. Julio, 1998  
ELABORACIÓN: PICAVAL. Pichincha Casa de Valores

### 5.- Rendimiento, Tasa de Interés y Forma de Reajuste:

5.1 El rendimiento de la inversión que devenguen las Obligaciones de la Clase Siete, Series A, y C y Clase Diez, Series A y B se determinará en base a un descuento aplicado al valor nominal de la obligación, pagadero al vencimiento de la misma.

**5.2 La tasa de interés que devengarán las obligaciones de la Clase Ocho Serie A, será reajustada cada noventa días y corresponderá a la Tasa Libor a 3 meses publicada por el National Westminster Bank (tomado a las 11:00 horas de Londres), más Cien Puntos Básicos. Los tenedores de las obligaciones comenzarán a ganar intereses desde la fecha en que se ponga en circulación los títulos.**

Los intereses que devenguen las obligaciones de la Clase 8 Serie A serán pagadas mediante cupones; así los tres primeros cupones serán pagados cada noventa días contados desde la fecha en que las obligaciones sean puestas en circulación y el último cupón será pagado a los 97 días, es decir, conjuntamente con el capital. La tasa correspondiente al primer cupón será la vigente para el día en que la obligación se ponga en circulación. La tasa de interés del resto de cupones será la vigente dos días laborables antes de la fecha de inicio de cada período de reajuste. El capital y los intereses serán pagados contra la presentación del títulos y los cupones correspondientes respectivamente.

**5.3 La tasa de interés que devengarán las obligaciones de la clase nueve Serie A, será reajustada cada noventa días y corresponderá a la tasa Libor a tres meses publicada por el National Westminster Bank (tomado a las 11:00 horas de Londres), más 150 puntos básicos. Los tenedores de las obligaciones comenzarán a ganar intereses desde la fecha en que se pongan en circulación los títulos.**

Los intereses que devenguen las obligaciones de la Clase 9 Serie A serán pagados mediante cupones, cada noventa días contados desde la fecha en que las obligaciones sean puestas en circulación. La tasa correspondiente al primer cupón será la vigente para el día en que la obligación se ponga en circulación. La tasa de interés del resto de cupones será la vigente dos días laborables antes de la fecha de inicio de cada período de reajuste. El capital y los intereses serán pagados contra la presentación del título y los cupones correspondientes, respectivamente.

**5.4 La tasa de interés que devengarán las obligaciones de la Clase 11 Serie A y Clase 12 Serie A, será reajustada cada noventa días y corresponderá al 93% de la tasa pasiva referencial publicada por el banco Central del Ecuador. Los tenedores de las obligaciones empezarán a ganar intereses desde la fecha que se ponga en circulación los títulos.**

Los intereses que devenguen las obligaciones de la clase 11 Serie A y la Clase 12 Serie A serán pagados mediante cupones. Así para la Clase 11 Serie A los tres primeros cupones serán pagados cada 90 días contados desde la fecha en que las obligaciones serán puestas en circulación y el último cupón será pagado a los 97 días, es decir conjuntamente con el capital; y, para la clase 12 Serie A los intereses serán pagados mediante cupones cada 90 días contados desde la fecha en que las obligaciones sean puestas en circulación. La tasa correspondiente al primer cupón será la vigente para la semana en que la obligación se ponga en

circulación. La tasa de interés del resto de cupones será igual a la vigente al inicio de cada período. El capital y los intereses serán pagados contra la presentación del título y los cupones correspondientes, respectivamente.

**6. Plazo y modalidad de pago:**

El capital será pagado al vencimiento del plazo de la obligación. La modalidad de pago será mediante cheque o transferencia de fondos.

**7. Agente pagador:**

Banco del Pichincha C.A., en todas sus oficinas, actuará como agente pagador.

**8. Clase de garantía:**

La emisión estará respaldada por garantía general, en los términos en la Ley de Mercados de Valores.

**9. Representantes de los Obligacionistas:**

El Dr. Gonzalo Orellana Sáenz, actuará con representante de los obligacionistas.

Dirección: Jiménez de la Espada #888. Telf. 505-065 Quito Ecuador.

**10- Convenio de Representación:**

Mediante convenio celebrado el primero de Diciembre de 1997, el Banco del Pichincha C.A. y el Dr. Gonzalo Arellano Sáenz, suscribieron el convenio de representación de los Obligacionistas, en el que constan las obligaciones

principales del representante de los obligacionistas y que a continuación se enuncian:

1. Actuar por el bien y defensa de los obligacionistas, bajo responsabilidad fiduciaria quedando facultada para realizar todos los actos tendientes a la consecución de éste objetivo;
2. Solicitar la conformación de un fondo de amortización de las obligaciones emitidas;
3. Demandar al banco emisor; por incumplimiento de las condiciones acordadas para la emisión, en defensa de los intereses comunes de los obligacionistas;
4. Supervisar el cumplimiento de las condiciones de la emisión hasta la redención de la totalidad de las obligaciones;
5. Convocar a Asamblea de obligacionistas;
6. Examinar la contabilidad del Banco emisor;
7. Otorgar a nombre de la comunidad de obligacionistas los documentos o contratos que deben celebrarse con el banco emisor en cumplimiento de las disposiciones de la Asamblea de los obligacionistas; y,
8. Dar cumplimiento de las demás funciones establecidas en la escritura de emisión de obligaciones, en la Ley de mercado de Valores y en el Reglamento para la emisión de obligaciones.

El convenio de representación de los obligacionistas del Banco del Pichincha C.A. se inscribió en el registro del mercado de valores y de la información pública bajo el número 1998.1.12.00145 de 14 de Agosto 1.998.

**11. Sistema de colocación:**

La colocación de las obligaciones se realizará discrecional e indistintamente a través del mercado bursátil y/o extrabursátil.

**12. Destino de los recursos a captar:**

Los recursos que se capten por efecto de la emisión de obligaciones, serán destinados para financiar el crecimiento de activos productivos y/o sustitución de pasivos del Banco de Pichincha C.A.

**13. Número y Fecha de la Resolución expedida por la Superintendencia de Bancos aprobando la emisión de obligaciones y su inscripción en el registro mercantil del cantón Quito:**

La emisión de obligaciones del Banco del Pichincha C.A., fue aprobada mediante resolución N° SB-98-0674 expedida por la Superintendencia de banco el 4 de Mayo de 1.998 y se inscribió en el registro Mercantil del cantón Quito bajo el #1165 el 20 de Mayo de 1.998.

**14.** Número y Fecha de la resolución expedida por la Superintendencia de Compañías aprobando la oferta pública y su inscripción en el Registro del Mercado de Valores:

La Oferta Pública de las obligaciones del Banco del Pichincha C.A. fue aprobada mediante resolución N° 98.1.5.2.001941 expedida por la Superintendencia de compañías el 31 de Julio de 1.998 y se inscribió en el Registro de mercado de valores y de la información pública bajo el número 1998.1.02.00314 el 14 de Agosto de 1.998.

### **3.1.4 Momento de la negociación de la Emisión de Obligaciones.**

El momento de negociación de la emisión de obligaciones que realizan las empresas se refiere principalmente al momento financiero que es más propicio para que la empresa realice la colocación y esto depende de las condiciones del mercado especialmente en lo que se refiere a sus tasas.

Si las tasas de interés que predominan en el mercado son altas pero se espera que disminuyan, la empresa debe considerar posponer la oferta hasta que se reduzcan las tasas. Mientras tanto la Casa de Valores debe estar en posición de ayudar a la empresa con financiamiento a corto plazo hasta que llegue el momento adecuado para la oferta de valores.

Es responsabilidad de las Casas de Valores informar a las empresas respecto a las condiciones actuales y a la receptividad del mercado a un tipo particular de valor que la empresa quiera ofrecer. Así mismo, puede ayudarla a determinar que condiciones son inevitables y cuales pueden tratar de eliminar.

### **3.1.5 Forma de negociación de la Emisión de Obligaciones.**

Existen 2 formas a través de las cuales, las empresas pueden negociar sus documentos en el mercado<sup>11</sup>:

***Mercado bursátil.-*** Es aquel que está conformado por ofertas, demandas y negociaciones de valores inscritos en bolsa, realizadas en ésta por las casas de valores y los operadores de bolsa autónomos.

***Mercado extrabursátil.-*** Es el que se desarrolla fuera de las bolsas de valores, a través de un mecanismo centralizado de negociación, con la participación de intermediarios autorizados y con valores que no estando inscritos en una bolsa de valores, lo estén en el Registro del Mercado de Valores y en el respectivo mecanismo de transacciones extrabursátiles.

La colocación o venta de obligaciones puede hacerse a través de un proceso de oferta pública o de una negociación privada.

Existen varias alternativas de compra que pueden seleccionarse de acuerdo a los propósitos del inversionista, y que se detallan a continuación:

**En firme:** Compra o Venta realizada con precio definido, sin perjuicio de negociarla nuevamente en el mercado secundario.

**Con opción de venta:** Inversión realizada con la opción de venderse en un plazo determinado, no implicando esto necesariamente la obligatoriedad de cumplir dicha opción.

**Con pacto de recompra:** Inversión realizada a un plazo determinado en el cual el vendedor se obliga a recomprar la obligación. En este caso la obligatoriedad de cumplir con dicho pacto, proporciona la liquidez al inversionista.

Al representar títulos de renta fija, las obligaciones generalmente se negocian a la par aunque lo normal es que dicha negociación se realice con premio o con descuento. Depende de la forma de negociación el cálculo del rendimiento real que ellas generen.

Para que la inversión sea atractiva para el potencial comprador, la empresa emisora vende con *descuento* sus obligaciones, pues de esta forma incrementa el rendimiento efectivo que recibirá el inversionista.

Así mismo, si existe una fuerte demanda por adquirir las obligaciones emitidas por una firma determinada, lo cual ocurre cuando la emisora tiene un gran prestigio de liquidez y solvencia, las obligaciones pueden ser vendidas con *premio*, es decir a un precio por encima de su valor nominal.

Las obligaciones negociadas en UVC's se liquidan y pagan en sucres según la cotización vigente en el momento del pago.

### **3.2 ESTUDIO EVALUATIVO DE LAS EMPRESAS QUE SE FINANCIARON MEDIANTE EMISIÓN DE OBLIGACIONES.**

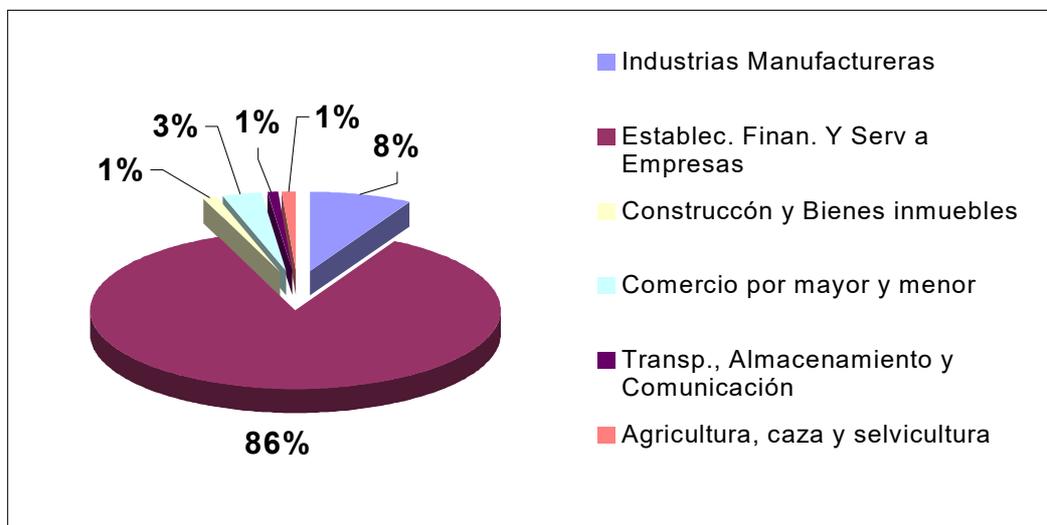
Para el presente estudio, se realizó una encuesta a 20 empresas privadas del sector financiero y no financiero de un total de 74 (Ver Anexo # 11), que emitieron obligaciones en el período de Enero de 1994 a Enero de 1998, con el fin de conocer los resultados que estas obtuvieron al financiarse mediante este mecanismo. (Ver Anexo # 12)

Las empresas están clasificadas bajo el Código CIIU (Internacional Standard Industrial Classification)<sup>12</sup>: (Ver tabla # 3 - 8)

1. Industrias Manufactureras
2. Establecimientos Financieros, Bienes Inmuebles y Servicios Prestados a Empresas
3. Construcción
4. Comercio al por Mayor y menor, Restaurantes y Hoteles
5. Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones
6. Agricultura, Caza, Selvicultura y Pesca

**Gráfico 3.1**

**CLASIFICACIÓN DE LAS EMPRESAS QUE EMITIERON  
OBLIGACIONES POR SECTORES**



FUENTE: Bolsa de Valores de Guayaquil. Enero 1.994 – Enero 1.998.  
ELABORACION: Natalia Figueroa y Janina Valencia

Del total de empresas que utilizan este mecanismo de financiamiento, corresponden a establecimientos financieros o que prestan servicios a empresas un 86%, luego se encuentra el sector manufacturero con un 8%, con un 3% las empresas que realizan comercio al por mayor y menor y los sectores restantes de la construcción; agricultura, caza, selvicultura y transporte con 1% respectivamente, como lo muestra el gráfico 3.1.

De los sectores mencionados anteriormente, el sector financiero es el que más ha utilizado este mecanismo de financiamiento, y esto se debe a que cuentan con un mayor acceso y conocimiento de los procesos de emisión de este tipo de títulos. (Ver Cuadro 3.4)

**Cuadro 3.4**

**PARTICIPACION POR SECTORES EN LOS MONTOS DE EMISION**

SECTOR	MONTOS					
	millones de S/.	Particip.	doláres	Particip.	uvc's	Particip.
Industrias Manufactureras	128.400	5%	24.180.000	11%	-	
Establecimientos Financieros y servicios prestados a empresas	2.164.500	89%	190.600.000	83%	8.252.000	94%
Construcción y Bienes inmuebles	19.550	1%	2.000.000	1%	-	
Comercio por mayor y menor	75.800	3%	7.620.000	3%	-	
Transporte, Almacenamiento	18.000.00	1%	2.000.000	1%	530.000	6%
Agricultura, caza y Selvicultura	14.250.00	1%	2.400.000	1%	-	
<b>TOTAL</b>	<b>2.420.500.00</b>	<b>100%</b>	<b>228.800.000</b>	<b>100%</b>	<b>8.782.000</b>	<b>100%</b>

FUENTE: Encuesta, Experiencia de empresas que emitieron obligaciones. Realizada Agosto 1998.  
ELABORACION: Natalia Figueroa y Janina Valencia

Además ellos consideran que al colocar las obligaciones en el mercado pueden bajar sus costos operativos sustituyendo la captaciones tradicionales y evitando realizar, por estas captaciones, un depósito en el Banco Central (encaje bancario).

---

<sup>12</sup>BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL. Capital

También les ayuda a disminuir la brecha entre las captaciones (pólizas), las colocaciones (préstamos), pues regularmente se capta a 30 y 90 días y se coloca a un año lo cual ha provocado graves problemas de liquidez al sector financiero.

Otro punto a favor es que este sector estaba exonerado de realizar la calificación de Riesgo, lo que les daba una ventaja frente a las empresas del sector no financiero; y, la participación en el mercado de valores les permite mejorar la imagen de la empresa tanto en el mercado nacional como internacional.

Por su parte, el sector real prefiere utilizar los mecanismos tradicionales a través de la banca, en muchos casos por no divulgar información de sus empresas; o también se debe al escaso conocimiento de las alternativas que brinda el mercado de valores.

A partir de 1994, año en que se reglamentó por primera vez el mercado de valores ecuatoriano se han ido incrementando los montos de emisión de éstos títulos de deuda con excepción del año 97 en que los montos de emisión en sucres ha tenido un decrecimiento del 19% al igual que los montos de emisión en

UVC's que casi han desaparecido para este medio de financiamiento, como se observa en el cuadro 3.5. Además en las tablas de la # 9 - 13 se muestra las empresas que se han financiado en cada uno de los cuatro años.

**Cuadro 3.5**

**MONTOS DE OBLIGACIONES EMITIDAS EN EL PERIODO  
ENE 94 – ENE 98**

AÑOS	SUCRES (\$)	% crecim.	DOLARES (\$)	% crecim.	UVC'S (\$)	% crecim.	Tipo Cambio
1994	61,971,518		12,730,000		5,900,312		2.247
1995	164,533,288	165%	26,250,000	106%	29,682,522	403%	2.914
1996	281,017,370	71%	68,750,000	162%	13,925,519	-53%	3.627
1997	189,886,600	-32%	129,370,000	88%	593,265	-96%	4.321
Total	697,408,775		237,100,000		50,101,618		

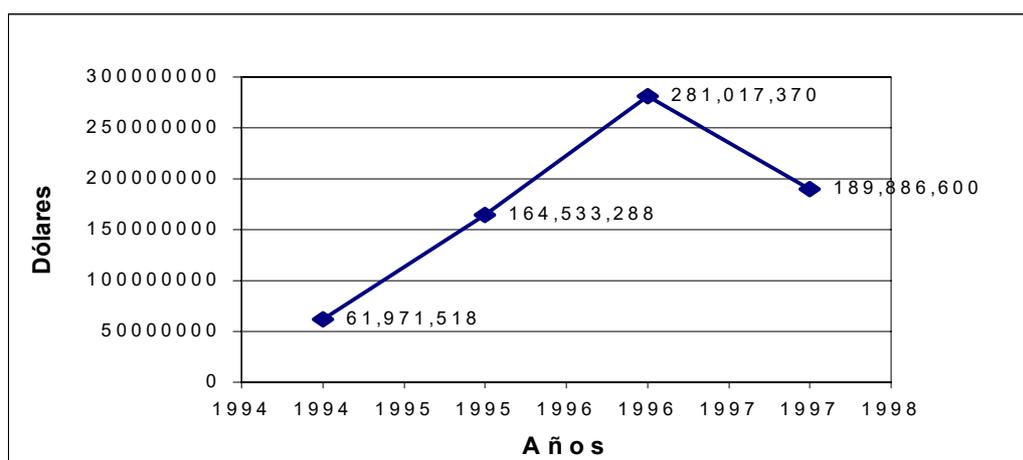
\*% crecim.= Porcentaje de crecimiento

FUENTE: Bolsa de Valores de Guayaquil

ELABORACION: Natalia Figueroa y Janina Valencia

**Gráfico # 3.2**

**MONTO EN SUCRES DE LAS EMPRESAS QUE SE FINANCIARON  
CON OBLIGACIONES EN EL PERÍODO ENE 94 – ENE 98**

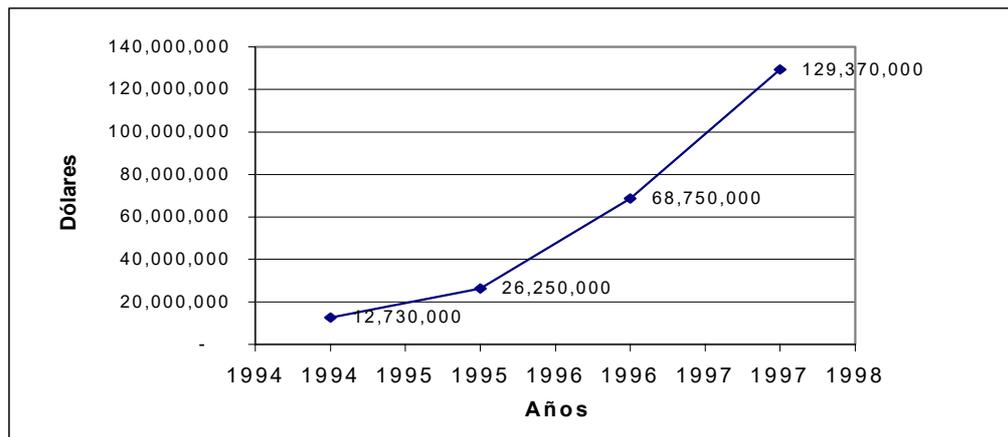


FUENTE: Encuesta, Experiencia de empresas que emitieron obligaciones. Agosto 1998.

ELABORACION: Natalia Figueroa y Janina Valencia

**Gráfico # 3.3**

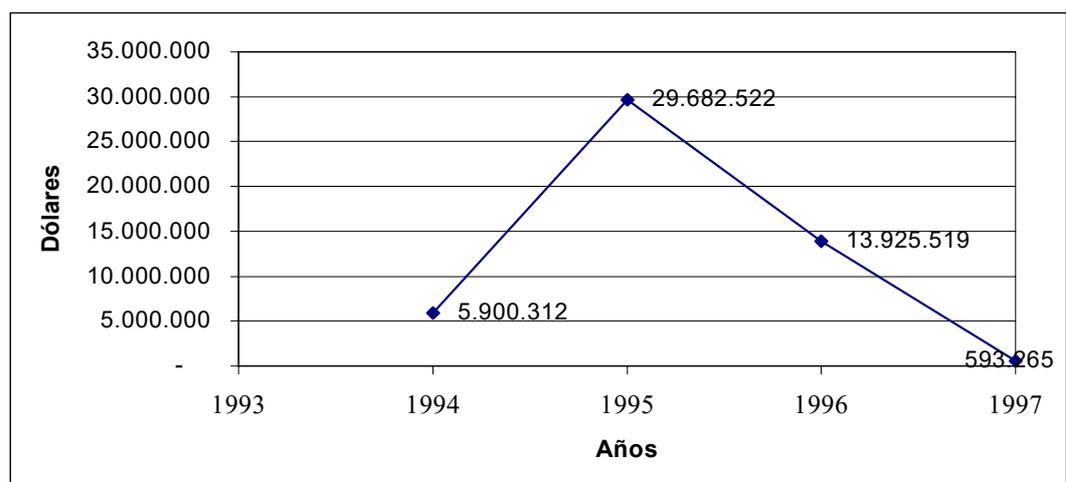
**MONTO EN DÓLARES DE LAS EMPRESAS QUE SE FINANCIARON  
CON OBLIGACIONES EN EL PERIODO ENE 94 – ENE 98**



FUENTE: Encuesta, Experiencia de empresas que emitieron obligaciones. Agosto 1998.  
ELABORACION: Natalia Figueroa y Janina Valencia

**Gráfico # 3.4**

**MONTO EN UVC'S DE LAS EMPRESAS QUE SE FINANCIARON CON  
OBLIGACIONES EN EL PERIODO ENE 94 – ENE 98**



FUENTE: Encuesta, Experiencia de empresas que emitieron obligaciones. Agosto 1998.  
ELABORACION: Natalia Figueroa y Janina Valencia

Otros de los objetivos a tratar en ésta investigación, fue conocer la experiencia que tuvieron las empresas que emitieron obligaciones como medio de financiamiento, a través de la siguiente información:

- Las principales razones que motivaron a las empresas a utilizar este mecanismo.
- Las ventajas de la emisión de obligaciones.
- Los resultados favorables que obtuvieron las empresas.
- Las dificultades que experimentaron ciertas empresas.
- Si existía suficiente información con respecto a la Emisión de Obligaciones.
- Que otros mecanismos utilizan las empresas para su financiamiento.

Según la encuesta, se pudo conocer que las principales razones que condujeron a las empresas a obtener recursos a través de la emisión de obligaciones, fueron las siguientes:

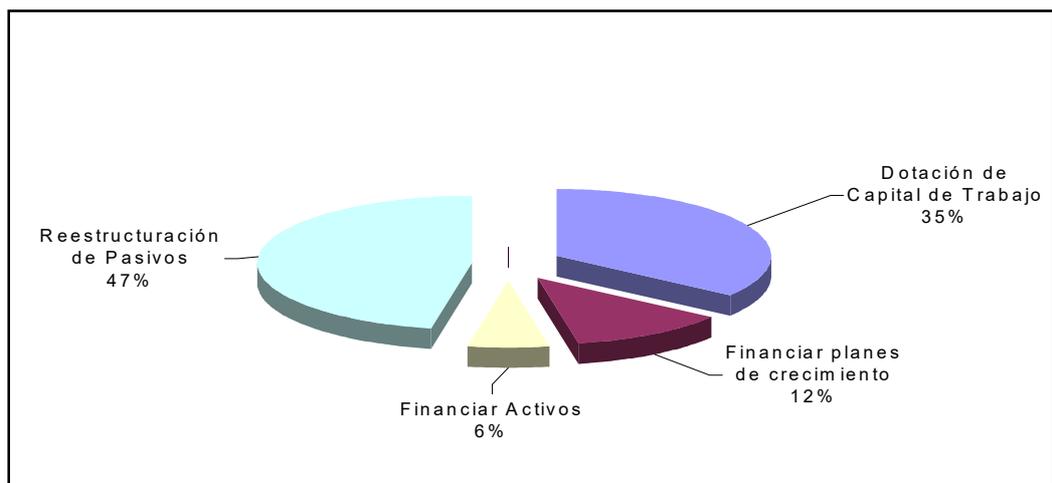
- Dotación de capital de trabajo.
- Financiar planes de crecimiento.
- Financiar activos.
- Reestructuración de pasivos.

El 47% de las empresas coincidieron en que el principal objetivo para utilizar la emisión de obligaciones, fue la reestructuración de pasivos. El 35% explicaron que el motivo fue la Dotación de capital de trabajo. El 12% de las empresas afirmaron que su utilización se debió a Financiar planes de crecimiento, mientras que el 6% declaró que fue debido al Financiamiento de activos, Ver gráfico 3.5.

La reestructuración de pasivos es generalmente utilizada por las empresas para salir de deudas a corto plazo o que estén por vencer, generando nueva deuda a largo plazo.

**Gráfico # 3.5**

### **RAZONES QUE DETERMINARON LA UTILIZACION DE EMISIÓN DE OBLIGACIONES**



FUENTE: Encuesta, Experiencia de Empresas que emitieron Obligaciones. Agosto 1998.  
ELABORACIÓN: Natalia Figueroa y Janina Valencia

Evidentemente, uno de los aspectos a considerar por los empresarios que necesitan financiarse, es conocer que ventajas le puede brindar cualquier medio de financiación, para así escoger la que mejor se acople a sus necesidades. Al financiarse mediante emisión de obligaciones, se tienen las siguientes ventajas:

- Costos financieros bajos.
- Se coloca total o parcial.
- Emitidas en distinta moneda.
- Amortizar capital y pagar intereses según convenga al emisor y lo permitan las condiciones del mercado.
- Mecanismo de captación directa de recursos frescos (Desintermediación financiera).
- Endeuda a la empresa a niveles bajo la tasa activa referencial.
- Puede ser revolvente y emitirse muchas veces en el futuro.

Entre los resultados favorables que han obtenido las empresas que obtuvieron las obligaciones están los siguientes:

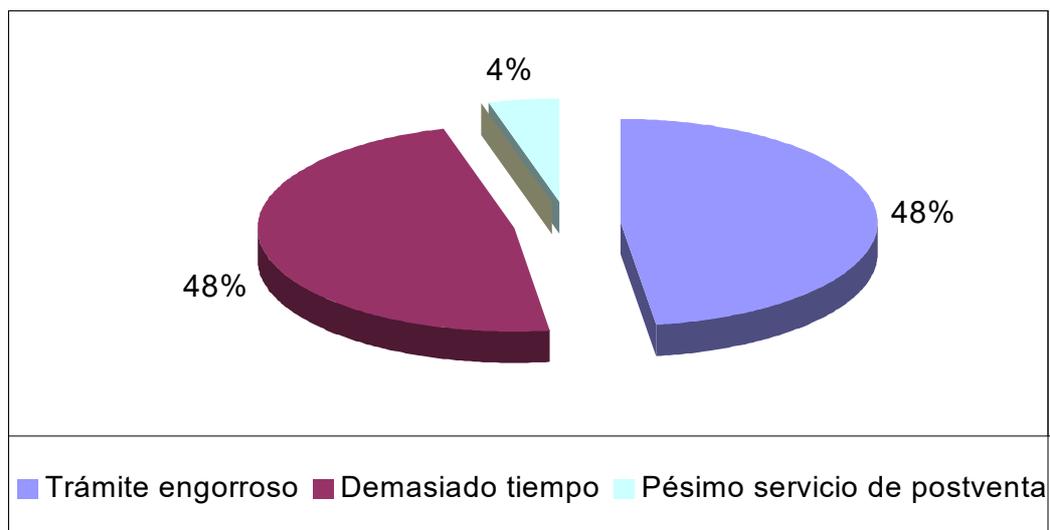
- Reestructuración de flujos de cajas de la empresa.
- Flexibilidad de pago.
- Colocación rápida.
- Disponibilidad de liquidez permanente.

- Programación financiera.
- Colocación total de la emisión y aplicación de los recursos obtenidos tal como se lo había previsto.
- Presencia en el mercado.
- Obtención de recursos cuando los otros tipos de crédito no eran muy accesibles.

Así como existen ventajas al financiarse por este medio también existen dificultades que las empresas han experimentado en el proceso como son:, Ver gráfico 3.6

**Gráfico 3.6**

**DIFICULTADES EN EL PROCESO DE EMISIÓN DE OBLIGACIONES**



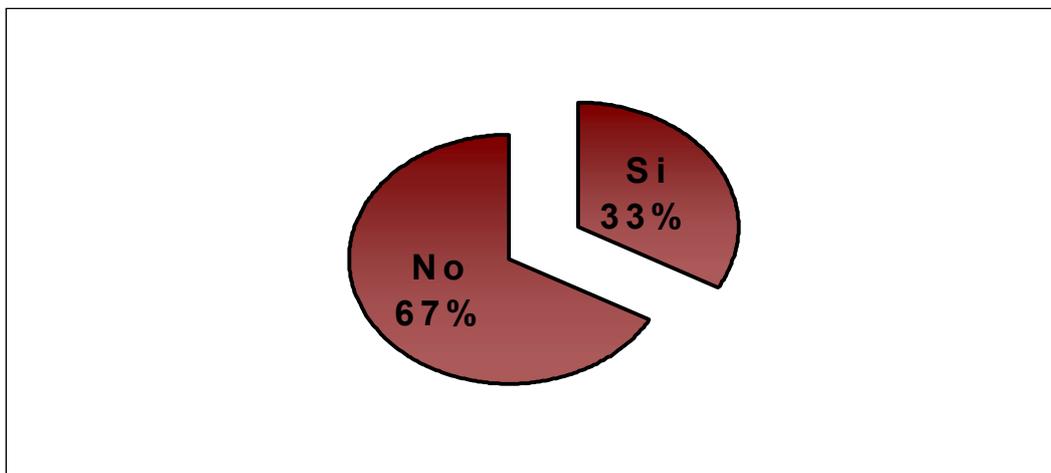
FUENTE: Encuesta, Experiencia de Empresas que emitieron obligaciones. Agosto 1998.  
 ELABORACIÓN: Natalia Figueroa y Janina Valencia

- Trámite engorroso.
- Demasiado tiempo.
- Escaso profesionalismo del asesor.
- Pésimo servicio de postventa.

Un 67% de las empresas coincidió en que otro de los problemas, que podrían presentarse, sin duda lo constituyen la falta de información con que cuentan las empresas sobre este mecanismo de financiamiento, como lo muestra el gráfico 3.7, por lo que se debería ampliar el campo de acción en cuanto a información se refiere, para que así las empresas conozcan en detalle las ventajas de emitir obligaciones.

**Gráfico 3.7**

**EXISTE SUFICIENTE INFORMACION EN EL MERCADO ACERCA  
DE LAS VENTAJAS DE LA EMISION DE OBLIGACIONES**



FUENTE: Encuesta, Experiencia de Empresas que emitieron Obligaciones. Agosto 1998  
ELABORACIÓN: Natalia Figueroa y Janina Valencia

El estudio permitió conocer que otros medios a más de la emisión de obligaciones, utilizan las empresas al momento de buscar financiamiento.

Pero, también se recurrió a otras fuentes de información con la finalidad de obtener más datos que aporten a la investigación. Así se tiene que de acuerdo al Departamento de Divulgación de la BVG, se pudo conocer que los tipos de obligaciones más frecuentemente usados son:

- Obligaciones como tal
- Obligaciones convertibles en acciones

Mientras que para las empresas, la moneda en la que les resulta más conveniente emitir obligaciones es en sucres.

### **3.2.1 Características más ventajosas en la emisión de obligaciones.**

De acuerdo a los resultados obtenidos, las empresas prefieren financiarse mediante obligaciones por las diferentes ventajas que presenta en relación a las otras alternativas, según el orden de importancia calificaron como la ventaja más sobresaliente los bajos costos financieros que implican emitir este tipo de documentos.

Otra de las alternativas que ofrece el mercado es que permiten al emisor amortizar el capital y pagar intereses según convenga al emisor y lo permitan las condiciones del mercado.

Además, debido a las altas tasas a que otorgan crédito las instituciones financieras se considera una ventaja importante la que por medio de este mecanismo las empresas se puedan endeudar a niveles bajo la tasa activa referencial.

También proporciona la alternativa que los documentos puedan ser emitidos en dólares, sucres o UVC's de acuerdo de los intereses de los emisores y con cual de ellas consideren que se podría reducir el riesgo.

Y son sumamente flexible porque se puede realizar la colocación total o parcial depende de la demanda de los inversionistas, y eso depende de diferentes factores.

Finalmente la ley permite que estos documentos puedan ser revolventes, es decir puedan regresar a las manos del emisor y además emitirse muchas veces en el futuro.

### **3.2.2 Problemas que se pueden presentar en la emisión de obligaciones.**

En gran parte del sector productivo, se considera que no existe suficiente información en el mercado acerca de las ventajas de la emisión de obligaciones, una de las razones que ellos exponen es que el Consejo Nacional de Valores no está interesado en hacer más ágil el mercado de valores.

También existe, una falta de convicción, por parte de quienes algo conocen del tema, acerca de los beneficios directos que este mecanismo representaría para la empresa.

Además consideran que la información sólo llega a un reducido sector y que no hay una entidad que se encargue de divulgar este mecanismo adecuadamente.

Otro de los motivos de la falta de información es que las empresas que emiten obligaciones, no desean hacer pública la información de la empresa.

También sucede que la empresa necesita financiamiento en forma inmediata, toma la decisión de financiarse a través de este mecanismo pero demora tanto el trámite del proceso de colocación y tienen que cumplir con una serie de requisitos que implica un trámite engorroso que hasta que llega el momento de la colocación ya han conseguido el financiamiento por otros medios y no llegan hasta la colocación de los títulos valores.

Es importante señalar, que este es el sentir de un amplio sector y que debería ser escuchado porque ellos constituyen una parte dentro del mercado de valores y al considerar que existen deficiencias, podrían dejar de participar en el mercado por quererse evitar molestias como estas.

### **3.3 PROCESO DE EMISIÓN DE OBLIGACIONES QUE DEBEN SEGUIR LAS EMPRESAS.**

El proceso de emisión necesita cumplir con varios requisitos que se detallan a continuación:(Ver Anexo # 13)

Como requisito básico, las Casas de Valores requieren un estudio detallado de la empresa mediante la denominada **DILIGENCIA O CONOCIMIENTO DEBIDO (Due Diligence)** que comprende las siguientes partes:

	Evolución Histórica
<b>a) Antecedentes de la empresa</b>	Generalidades tales como: Accionistas, Funcionarios, Misión y Visión de la empresa.
	Relación con empresas del mismo grupo.

	Evaluación del comportamiento reciente de la Economía Ecuatoriana.
<b>b) Análisis económico y político</b>	Análisis del programa macroeconómico.
	Posibles escenarios utilizando principales macroprecios.
	Conclusiones preliminares e impactos sobre la empresa.

	Comportamiento de la Industria
	Rivalidad en la Industria
	Barreras de entrada a la industria
<b>c) Análisis Industrial</b>	Barreras de salida de la industria
	Proveedores
	Compradores
	Conclusiones sobre el sector industrial

	Consideraciones sobre la cadena de valor para la compañía.
<b>d) Análisis estratégico de la empresa</b>	Ventajas competitivas
	Identificación de la estrategia genérica de la empresa.

**e) Análisis de áreas funcionales**

- Organización:

Consideraciones sobre las estructuras funcionales. Niveles de delegación y autoridad. Funciones de los principales cargos. Cultura de la empresa. Motivación. Elaboración del Organigrama.

- Recursos Humanos

Niveles Actuales y necesarios de capacitación. Funciones.

- Mercadeo

Ciclos de vida de los productos o servicios y Revisión del Marketing Mix: Análisis del producto o Servicio, considerando materias primas e insumos; Precio, Plaza y Promoción.

- Producción y Sistemas

Revisión de operaciones y tecnologías. Análisis de proceso. Generación de información para la toma de decisiones.

- Finanzas

Análisis de los principales estados financieros. Análisis Du Pont. Aproximación a puntos de equilibrio. Evaluación y políticas financieras.

**f) Conclusiones y Recomendaciones:**

Las necesarias para determinar las fuentes de financiamiento apropiadas y las sugerencias para optimizar la gestión administrativa.

Culminado el análisis de Conocimiento Debido, otro requisito básico para la emisión es la manifestación expresa de la voluntad de la empresa de llevar a cabo la emisión en los términos señalados por el asesor, decisión que deberá estar soportada por un **ACTA DE LA JUNTA GENERAL DE ACCIONISTAS**.

La emisión deberá contar con una garantía, la cual puede ser general o específica. Las obligaciones con garantía general están respaldadas con el 80% de los activos libres de gravamen de la compañía emisora sin contar los activos diferidos. La posibilidad de obtener financiamiento con una garantía general representa una clara ventaja de éste mecanismo en relación con otras fuentes de financiamiento, donde existen desembolsos, uso de tiempo y desgaste negociador al pedir garantías reales para recibir un crédito. No obstante lo anterior, la emisión de obligaciones también concibe la constitución de garantías específicas que son aquellas respaldadas con hipotecas, prenda, aval bancario, polizas de Seguro u otras contempladas en la Ley.

Adicionalmente, los Procesos de Emisión de Obligaciones, deberán contar con la Aprobación de la Superintendencia de Compañías, para empresas del sector real y si fueran instituciones financieras, la aprobación la otorgaría la Superintendencia de Bancos. La Superintendencia de Compañías o de Bancos, dependiendo del emisor de que se trate, si bien no garantizan ni se responsabilizan por el cumplimiento de los pagos de la emisión, vela por que se

cumplan los requisitos legales que buscan dar mayor confianza y seguridad a los obligacionistas.

Así también con miras a formalizar la deuda que el emisor contrae con el público, toda emisión necesita la elaboración de una Escritura Pública de Emisión de Obligaciones, siendo un requisito básico para que a su vez el organismo de control respectivo apruebe la emisión.

A estos requisitos básicos se añaden otros que dependerán si las obligaciones son vendidas a través de un Proceso de Colocación de Oferta Pública o por un Proceso de Colocación de Oferta Privada, por lo que resulta conveniente definirlos.

- **Obtener calificación de Riesgo**

Consiste en la evaluación del emisor de los títulos a negociar en el mercado, analizando aspectos como la situación macroeconómica del país, el sector donde se desempeña el emisor, su aporte al PIB (Producto Interno Bruto) así como su posición en el mercado. Se analiza también la estructura financiera, administrativa y estratégica en el mercado, a los accionistas, las garantías, entre otros aspectos. La calificación es periódica y depende de la vida de emisión del título.

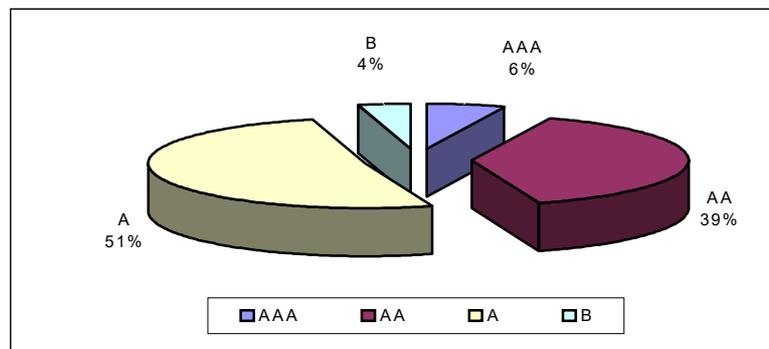
Las categorías de calificación son: AAA, AA, A, B, C, D y E, dependiendo de la buena o insuficiente liquidez, seguridad y rentabilidad en el mercado de las cuotas que se ofertan. En nuestro medio la mayor parte de las empresas que se han financiado mediante Emisión de Obligaciones tienen una calificación de A es decir que tienen buena capacidad de pago pero se verían afectadas levemente ante cambios predecibles. (Ver Gráfico 3.8)

- **Poner en circulación el prospecto**

La colocación de una emisión de obligaciones mediante oferta pública, radica básicamente en el “Prospecto” de emisión, en el cual constará toda la información posible de la empresa emisora, así como todas las características de la emisión, a fin de que el inversionista cuente con los elementos necesarios para aplicar o no sus recursos. Este prospecto debe estar a disposición del público inversionista.

**Gráfico 3.8**

**CALIFICACIÓN DE RIESGO DE LAS EMPRESAS**



FUENTE: Encuesta, Experiencia de Empresas que emitieron Obligaciones  
ELABORACIÓN: Natalia Figueroa y Janina Valencia

- **Inscribir los valores en el Registro de mercado de Valores**

La Inscripción en el Registro de Mercado de Valores constituye requisito fundamental para negociar en dicho mercado. Tanto el emisor como los títulos deben inscribirse en éste registro.

La colocación de obligaciones a través de oferta pública se realizará dentro de los 180 días posteriores a la fecha de expedición de la resolución que apruebe su inscripción en el Registro del Mercado de valores.

#### Sistema de Distribución

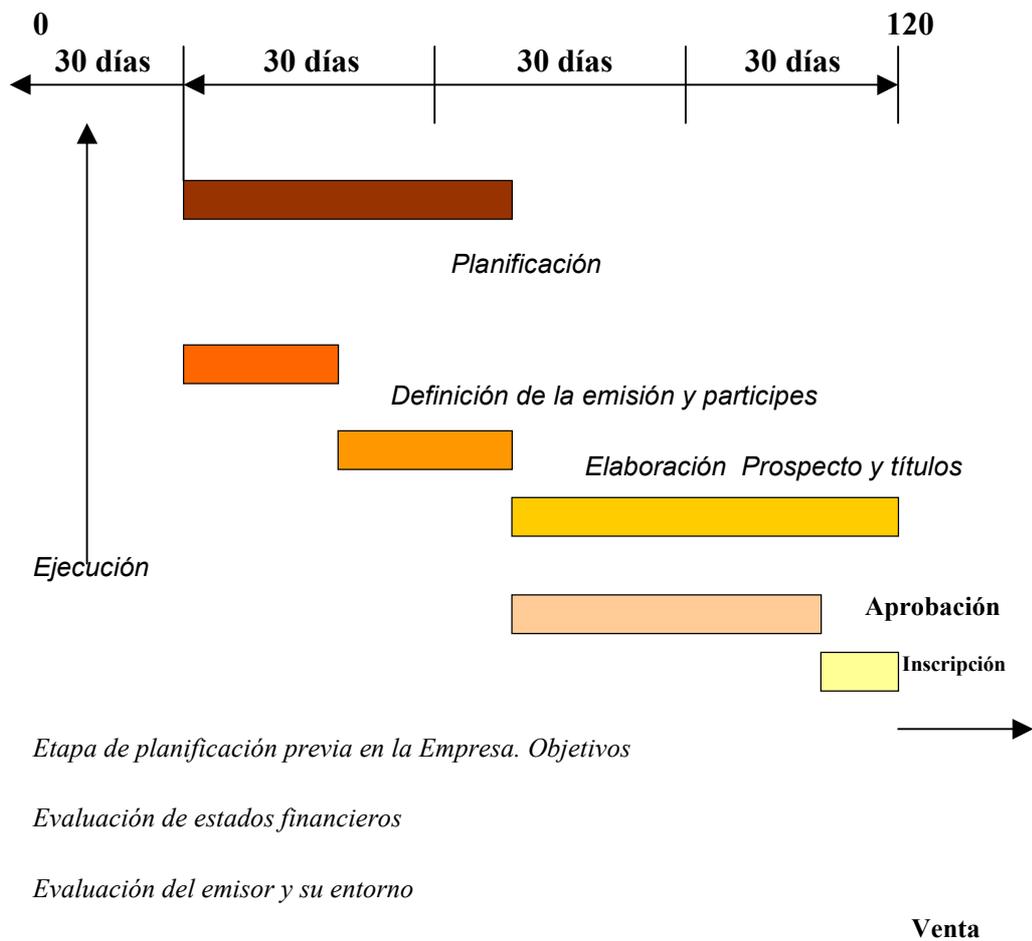
La colocación primaria de las obligaciones por parte del underwriting, puede hacerlo mediante un sistema de distribución liderado por la respectiva Casa de Valores o Institución Financiera en todo el país, en la propia empresa o a través de las bolsas de valores.

#### **Redención**

El proceso de una emisión de obligaciones termina con la redención, rescate o pago del capital e intereses correspondientes, el cual puede realizarse por sorteo o plazo fijo, según se haya estipulado en el respectivo contrato. Cumplido este proceso se procede a liberar las correspondientes garantías si las hubiere.

## Cronograma de un Proceso de Emisión

Gráfico 3.9



FUENTE: Multivalores B.G.  
ELABORACION: Natalia Figueroa y Janina Valencia

## Cronograma de Trabajo para el Proceso de Emisión. (Ver Gráfico 3.9)

### Semana 1- 5

- Firma del convenio de asesoría
- Obtención de información básica para el Análisis
- Coordinar entrevistas con funcionarios

- Entrevistas con funcionarios y Abogados de la Empresa
- Obtención de información específica
- Investigación de campo
- Análisis económico – político
- Preparación del informe preliminar y discusión con el cliente
- Evaluación de las necesidades de la empresa
- Convocar a la Junta General de Accionistas

#### **Semanas 6 – 8**

- Preparación del informe final y presentación del resultado del Análisis
- Reunión de Junta General de Accionistas para aprobar Emisión
- Firma de Convenios de Emisión de Obligaciones, Agente Pagador y Representante de los Obligacionistas
- Firma de Convenio para Calificación de Riesgo
- Firma del Convenio de Underwriting
- Elaboración del Prospecto, solicitud de inscripción en Registro del Mercado de Valores y Títulos. Implica actualización de cierta información y solicitud de datos específicos
- Aceptación por parte del emisor del prospecto y títulos
- Aprobación de la inscripción del emisor en el Registro del Mercado de Valores
- Búsqueda de clientes (inversionistas) potenciales

### **Semanas 8 – 10**

- Elaboración de la escritura de emisión de obligaciones para la aprobación de la Superintendencia de Compañías
- Ingreso de documentación a la Superintendencia de Compañías

### **Semanas 11 – 16**

- Aprobación de la Superintendencia de Compañías de la emisión y el prospecto
- Impresión de prospectos y títulos
- Inscripción en Bolsa de Valores
- Mercadeo de las Obligaciones
- Colocación de la Emisión

## **IV. ANALISIS DE LA EMISION DE OBLIGACIONES COMO UNA ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO**

### **4.1 INSTRUMENTOS ALTERNATIVOS DE FINANCIAMIENTO PARA LAS EMPRESAS.**

Continuamente, las empresas buscan fuentes de financiamiento para el desarrollo de sus actividades productivas y lo hacen escogiendo entre diferentes alternativas, la que más les conviene, basándose en su flujo de efectivo, ya que este les permite conocer el momento en que necesitan hacer desembolsos de dinero y de cuanto disponen para esto.

Los instrumentos que existen en el mercado financiero les permiten a las empresas acceder a capital, siendo estas las que por costo, plazo, características y ventajas se deciden por uno de ellos. Entre los instrumentos de financiamiento que existen en el mercado tenemos:

**Cuadro 4.1**

**PRINCIPALES INSTRUMENTOS ALTERNATIVOS DE  
FINANCIAMIENTO EN EL MERCADO**

- *Préstamos bancarios*
- *Financiamiento del exterior*
- *Crédito comercial*
- *Reinversión de Capitales*
- *Emisión de acciones*
- *Emisión de obligaciones*
- *Capitalización*
- *Titularización*
- *Cédulas Hipotecarias*
- *Arrendamiento mercantil (Leasing)*
- *Financiamiento otorgado por la CFN*

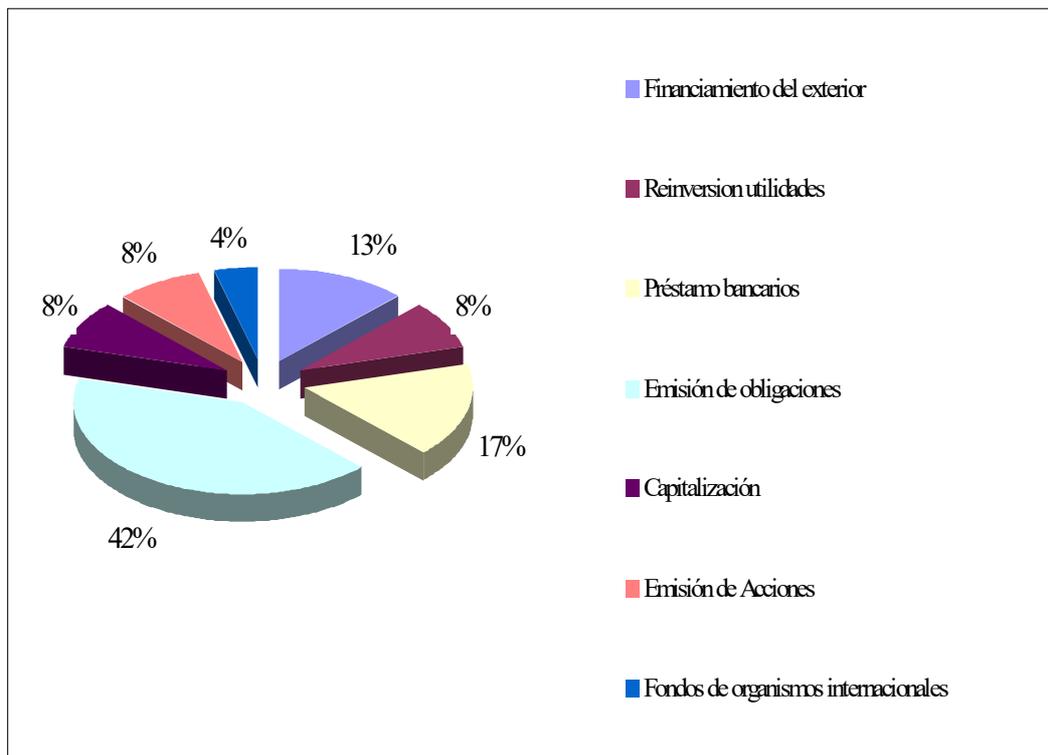
FUENTE: Encuesta "Experiencias de empresas que emitieron obligaciones"

ELABORACION: Natalia Figueroa y Janina Valencia

El cuadro anterior muestra los principales instrumentos alternativos de financiamiento que existen en el mercado para las empresas, datos obtenidos en la encuesta realizada.

**Gráfico # 4.1**

**PRINCIPALES INSTRUMENTOS ALTERNATIVOS DE  
FINANCIAMIENTO EN EL MERCADO**



FUENTE: Encuesta “Experiencias de empresas que emitieron obligaciones”  
ELABORACION: Natalia Figueroa y Janina Valencia

El gráfico muestra que en su mayoría, a las empresas encuestadas les resulta más conveniente financiarse a través de emisión de obligaciones ya que con un 42% la ubicó como el principal instrumento de financiamiento, basándose en la experiencia que obtuvieron al utilizarlo.

## **Préstamos bancarios**

Constituyen préstamos a corto plazo para contar con capital de trabajo. Este tipo de préstamo sirve para la rápida reactivación de las compañías.

Los préstamos consisten en una transacción comercial entre dos entidades legales por la que una de las partes (el prestamista) acuerda prestar fondos a la segunda parte (el prestatario). Los fondos pueden cederse con interés o descuento.

Los préstamos pueden ser a la vista o a plazo, dependiendo de lo acordado a su vencimiento. Los vencimientos pueden ser mensuales, trimestrales, semestrales, anuales, o según acordado por las partes.

Dentro de los préstamos bancarios tenemos los *prendarios*, donde hay una Garantía Prendaria como activos de la empresa que son el respaldo de dicha negociación; los *hipotecarios*, prenda un terreno, edificio o cualquier propiedad que tenga la empresa como Garantía a la transacción.

## **Financiamiento del exterior**

Las empresas cuando necesitan financiamiento, también cuentan como una de las alternativas el financiamiento en el exterior, el mismo que puede consistir en préstamos a bancos extranjeros e instituciones financieras.

## **Crédito comercial**

Es una fuente de financiamiento a corto plazo, se la utiliza en casi todos los negocios y consiste en que el comprador de las mercancías no tiene la obligación de pagarla en el momento en que se la entregan, sino que se le concede un plazo para que cancelen el importe total de la deuda.

## **Reinversión de capitales**

“Algunas empresas, en particular las que se dedican al negocio de bienes raíces y tienen carácter de privado, emplean el método de la reinversión.”<sup>13</sup> Es decir, invierten simplemente, sin discriminación, en tantos proyectos como su situación les permita sin recurrir al préstamo. Todas las utilidades provenientes de las operaciones las reinvierten en la empresa.

## **Emisión de acciones**

Las acciones representan partes equitativas del patrimonio de una empresa, siendo dicha propiedad sobre la empresa, proporcional según el número de acciones que se posea y el número de acciones que haya emitido la compañía.

Conforme nuestra legislación, las sociedades que están en capacidad de emitir acciones son:

- Las compañías anónimas.
- Las compañías en comandita por acciones.
- Las compañías de economía mixta.

### **Capitalización**

“Valor total de mercado de una acción común de una empresa, el cual es igual al número de acciones vigentes multiplicadas por el precio por participación de la acción en el mercado”.<sup>14</sup>

---

<sup>13</sup> BOLTEN, STEVEN. Manual de Administración Financiera, pag. 216.

### **Titularización**

Es el proceso mediante el cual se emiten valores susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil, emitidos con cargo a un patrimonio autónomo.<sup>15</sup>

## **Cédulas hipotecarias**

Son títulos de crédito a plazo, que pagan un interés fijo y se encuentran respaldados por una garantía prendaria o inmobiliaria, según el caso. Estos títulos pueden ser emitidos por un valor igual al de cada uno de los préstamos de amortización gradual que efectúen los bancos, los cuales tienen plazos de hasta cincuenta años y se pagan mediante dividendos periódicos según la tabla de amortización formulada por cada banco con este fin, previa aprobación del Superintendente de Bancos. Estos préstamos se aseguran con primera hipoteca y no exceden del cincuenta por ciento del valor del inmueble gravado con esta, además de que debían concederse mediante escritura pública.

Poseen una alta liquidez pues son títulos fácilmente negociables en el mercado bursátil y extrabursátil. Su denominación esta dada en sucres, dólares y UVC.

---

<sup>14</sup> FABOZZI/MODIGLIANI/FERRI. Mercados e instituciones financieras, pag 394.

<sup>15</sup> REGISTRO OFICIAL N.367, TITULO XVI, ART. 138.

## **Arrendamiento Mercantil (Leasing)**

“Es un contrato que se negocia entre el propietario de los bienes (arrendador) y la empresa (arrendatario) a la cual se le permite el uso de esos bienes durante un período determinado, mediante el pago de una renta específica”.<sup>16</sup>

## **Fuentes de Financiamiento otorgadas por la Corporación Financiera Nacional**

La Corporación Financiera Nacional, comprometida con el desarrollo económico del país y en su calidad de banca de fomento, canaliza sus recursos a favor del sector productivo privado con la finalidad de contribuir en el campo financiero a su reactivación, modernización y en general al incremento de su competitividad.

La CFN se ha dado cuenta de que la movilización de recursos requiere de mecanismos modernos, entre los cuales están los establecidos en el mercado de valores, en donde las entidades productivas pueden recibir financiamiento mediante la colocación de títulos valores.

Dado que es importante desarrollar y potenciar estas fuentes alternativas de financiamiento, la CFN ha instrumentado inversiones de tesorería que consideran la compra y venta de títulos valores de renta fija y variable emitidas por empresas productivas y de servicios del sector privado no financiero.

Los objetivos de estas operaciones de tesorería que realiza la CFN son los siguientes:

- a) Promover el crecimiento del sector productivo y de servicios privados del Ecuador, así como del ahorro, mediante la ampliación de la oferta y demanda

de recursos, con el uso de nuevas, modernas y eficientes alternativas de financiamiento.

- b) Contribuir al desarrollo y liquidez del mercado de valores ecuatoriano, potenciando la oferta y demanda de títulos-valores, a través de la intervención de la CFN como agente financiero e inversionista temporal.
- c) Promover la desintermediación financiera, en la medida que el contacto directo entre empresas emisoras y ahorristas, permite eliminar costos que en los esquemas tradicionales de financiamiento encarecen los recursos y reducen el rendimiento para el ahorrista promueve la oferta.
- d) Contribuir al desarrollo institucional con operaciones consistentes con los principios exigidos por la CFN de seguridad, liquidez y rentabilidad.

Los recursos del programa estarán constituidos por fondos propios de la CFN y los fondos provenientes de la desinversión de empresas de la CFN, sin embargo, las Gerencias de Finanzas y de Fiducia y Empresas, podrán identificar y recomendar otras alternativas de fondos para efectuar estas operaciones.

Las principales fuentes de financiamiento que ofrece la Corporación Financiera Nacional para proyectos de inversión privada son:

-Programa de Crédito Multisectorial.

-Programa de crédito Fopinar.

-Crédito de Bancos extranjeros directos o a través de intermediarios.

#### **4.1.1 Análisis comparativo de los costos financieros de las diferentes alternativas de financiamiento.**

El financiamiento que buscan constantemente las empresas que desean obtener recursos, tiene costos que estas deben cubrir, los mismos que existirán en cualquier alternativa de financiamiento que la empresa elija, siendo éstos en algunos casos mayores que otros.

En este capítulo, el análisis comparativo se enfocará en tres de las alternativas de financiamiento presentadas en el cuadro 4.1, por ser las más utilizadas por las empresas, según la encuesta “Experiencia de las empresas que emitieron Obligaciones”.

El siguiente cuadro muestra en detalle los costos financieros en que se incurren al financiarse mediante obligaciones, acciones y préstamos bancarios.

**Cuadro # 4.2**

**COMPARACION DE LOS COSTOS FINANCIEROS DE LAS  
DIFERENTES ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO**

	<b>OBLIGACIONES</b>	<b>ACCIONES</b>	<b>PRESTAMOS BANCARIOS</b>
<b>COSTOS FINANCIEROS</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Calificación de Riesgo</li><li>• Comisión Casa de Valores</li><li>• Comisión Bolsa de Valores</li><li>• Costos adicionales<ul style="list-style-type: none"><li>- Prospectos</li><li>- Legales</li><li>- Representante de los obligacionistas.</li><li>- Agente Pagador</li></ul></li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Calificación de Riesgo</li><li>• Comisión Casa de Valores</li><li>• Comisión Bolsa de Valores</li><li>• Costos adicionales<ul style="list-style-type: none"><li>- Prospectos</li><li>- Legales</li><li>- Representante de los accionistas.</li><li>- Agente Pagador</li></ul></li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Impuesto:<ul style="list-style-type: none"><li>- Unico 2%</li><li>- Solca 0.6%</li></ul></li></ul>

FUENTE: Bolsa de Valores de Guayaquil

ELABORACION: Natalia Figueroa y Janina Valencia

Los costos financieros expuestos anteriormente varían de acuerdo a:

- Tipo de emisión
- Monto a financiarse
- Riesgo
- Incertidumbre del mercado

Esto quiere decir, que los costos financieros no representan cargos fijos para la empresa, ya que de una emisión a otra pueden variar.

También se puede apreciar que tanto la emisión de obligaciones y la emisión de acciones presentan los mismos rubros en los costos financieros, éstos tienen una mayor proporción en el caso de las acciones.

Generalmente ambos resultan inferiores en relación a incurrir a un préstamo bancario en el cual se paga un impuesto del 2.6% del monto total.

Los costos se reducen cuando el monto de emisión de los títulos es considerable y aumenta junto con el riesgo que asume la Casa de Valores y con la incertidumbre del mercado, si la empresa es pequeña, relativamente poco conocida y se encuentra en un mercado incierto, el riesgo es mayor, por lo cual aumenta la comisión de la Casa de Valores a fin de proteger sus utilidades.

En las tablas # 14,15 y 16 se presenta en cifras la diferencia en costos que tuvieron las empresas que se financiaron con obligaciones o si lo hubieran hecho con un préstamo bancario.

Para realizar un análisis comparativo de los costos en que se incurren al utilizar las diferentes alternativas de financiamiento, se presenta a continuación un ejemplo:

ABC una compañía ecuatoriana que pertenece al sector no financiero y que tiene como objeto social la distribución de productos de consumo masivo en la línea de

alimentos, limpieza y tocador, tanto a nivel nacional como internacional; necesita obtener S/.5.000'000.000 para financiar planes de crecimiento y sustitución de pasivos, para lo cual cuenta con las siguientes alternativas de financiamiento: préstamo bancario y emisión de obligaciones. A continuación el gerente financiero debe evaluar cual alternativa es la más conveniente para la empresa.

### **Financiamiento con Crédito Bancario:**

La tasa activa para el cálculo de intereses del crédito bancario representa el promedio de las tasas activa corporativa del mercado con el supuesto de que esta tasa no varía durante el año plazo. Los pagos de intereses se los realiza trimestralmente.

<b>Monto</b>	S/. 5.000'000.000
<b>Plazo</b>	1 año/360días
<b>Tasa de interés</b>	41.47% (asumiendo tasa activa corporativa promedio del mercado vigente de 15-01-98).

Monto	S/. 5.000'000.000
Impuesto Unico y Solca	S/. 130'000.000
Valor a Recibir	<hr/> S/. 4.870'000.000

### **Fórmula:**

$$I = Cx\%xt/360$$

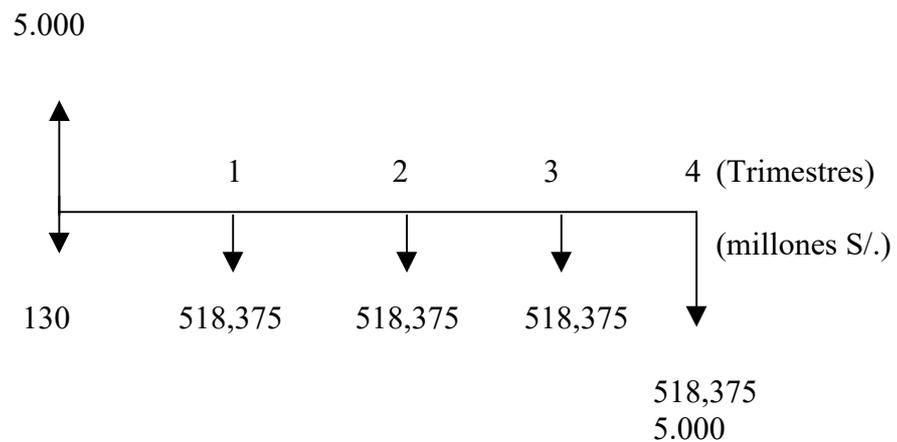
C = Capital= S/.5.000'000.000

% =Tasa de interés=41.47%

t =plazo= 90 días

Intereses a Pagar:

1er Trimestre	518'375.000
2do Trimestre	518'375.000
3er Trimestre	518'375.000
4to Trimestre	518'375.000
Total	<u>2.073'500.000</u>
Capital	<u>5.000'000.000</u>
Costo del Financiamiento	7.073'500.000



**TIR 44.84%**

**Financiamiento a través de Emisión de Obligaciones:**

**Valor a Financiarse:** S/. 5.000'000.000

**Plazo :** 360 días

**Valor Nominal:** Serie A: S/. 100'000.000 (30 títulos)

Serie B: S/. 10'000.000 (200 títulos)

**Tasa de interés:** Tasa Activa Referencial del Banco Central del Ecuador por 0.80

**Cupón:** trimestral

**Pago de capital:** Al vencimiento

**Garantía :** General

**Patrimonio:** 34.730'434.000

**UVC (al 15-01-98):** 29.368

**Patrimonio en UVC:** 1'182.594

**Cálculos:**

**Antes de Negociar:**

Costos	Comisiones	Valores S/.
1. Calificación de Riesgo	0.3% del Valor a Negociar	15'000.000
2. Casa de Valores	0.7% del Valor a Negociar	35'000.000
3. B.V. (Inscripción)	0.25 por mil del patrimonio en UVC.	8'682.609
4. R.M.V. (Inscripción)	200 UVC	5'873.200
5. Costos Adicionales (1%)	1%	5'000.000
<b>Total</b>		<b>69'555.809</b>

**En Negociación:**

1. Bolsa de Valores comisión	0.025% del Valor efectivo	1'250.000
Valor líquido a recibir		4.998'750.000

**Después de la Negociación:**

Pago de Intereses de los cupones

(asumiendo que la tasa activa del

BCE de Enero 15 del 98 fue de 37.05%) 29.64%

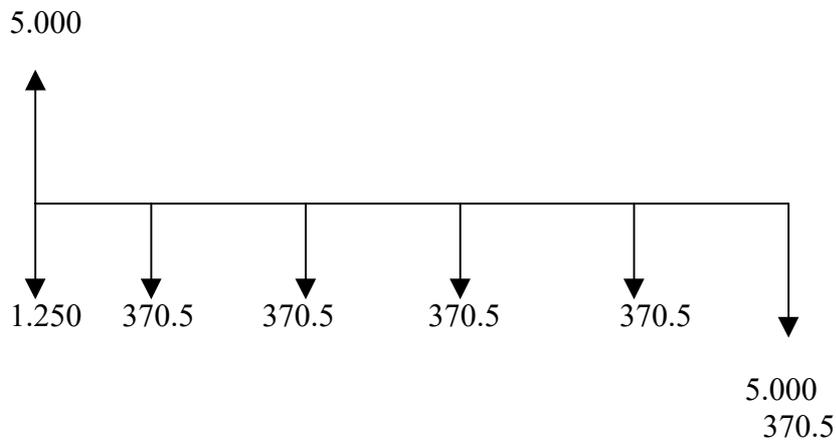
$$I = Cx\%xt/360$$

$$C = \text{Capital} = 15.000'000.000$$

$$\% = \text{Tasa de interés} = 29.64\%$$

$$t = \text{plazo} = 1 \text{ año}$$

1 Trimestre	370'500.000
2 Trimestre	370'500.000
3 Trimestre	370'500.000
4 Trimestre	370'500.000
Total	1.482'000.000
Capital	5.000'000.000
Costo del Financiamiento	6.482'000.000



**TIR                    31.34%**

**4.1.2      Análisis comparativo de las características de las alternativas de financiamiento.**

El siguiente cuadro presenta las características de la Emisión de obligaciones, Emisión de acciones y del préstamo bancario, las cuales permiten a los empresarios decidirse por una de estas alternativas. Ver Cuadro # 4.3

Con las características de las alternativas de financiamiento, se puede tener en cuenta lo siguientes puntos:

- Las acciones incrementan el patrimonio de las empresas por lo cual muchas empresas prefieren esta alternativa para incrementar capital y no el pasivo que es lo que sucede en caso de obligaciones y crédito bancario.
- Siempre las empresas buscan mayores plazos para el pago de sus deudas por lo que el financiamiento a través de emisión de acciones y obligaciones es más atractivo a sus intereses que un préstamo bancario.
- Las obligaciones cubren el riesgo mediante una garantía lo cual es un punto a favor en contraste a las acciones que en cualquier momento pueden ocasionar pérdidas a el inversionista en caso de la caída de sus precios.
- Tanto las acciones como las obligaciones son títulos valores que proporcionan liquidez al inversionista a través del mercado secundario.

#### **4.1.3 Análisis de las ventajas y desventajas de las alternativas de financiamiento**

Las empresas al recurrir a cualquier tipo de financiamiento, a más de fijarse en los costos, deben tomar en cuenta las ventajas y desventajas que estos presentan, las cuales influirán en la decisión sobre cual medio sería el adecuado a los intereses de las empresas.

La mayoría de las empresas probablemente desearán menores costos, mayores plazos para la devolución del capital, otras no desearán pagar un impuesto que reduzca el monto a recibir, etc.

Por lo tanto las empresas cuentan con diversas alternativas y es cuestión de que con una acertada elección por parte de los empresarios salgan adelante con sus proyectos.

Mediante el siguiente cuadro, se exponen las ventajas y desventajas que existen, de las alternativas de financiamiento que tienen las empresas.

El cuadro 4.4 muestra tanto las ventajas como las desventajas de los tres tipos de financiamiento más frecuentemente usados.

A través del mismo, se puede observar la gran ventaja de las obligaciones frente al crédito bancario, ya que la emisión de obligaciones endeuda a la empresa a niveles bajo la tasa activa referencial, la cual es la que utilizan los bancos para el cobro de sus créditos.

También es importante mencionar que los créditos bancarios descuentan del monto el impuesto del 2.6%, es decir, que la empresa recibe el 97.4%, y en la Emisión de acciones y de obligaciones también existe un descuento que es por los costos de emitir estos documentos.

**Cuadro 4.4**

**VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE LAS ALTERNATIVAS DE  
FINANCIAMIENTO**

	<b>Ventajas</b>	<b>Desventajas</b>
<b>Obligaciones</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Costo menor que crédito bancario, ya que endeuda a la empresa a niveles bajo la tasa activa referencial.</li> <li>• Más fácil de vender.</li> <li>• Facilita la planeación de largo alcance y la consolidación de la deuda a corto plazo de la empresa. Es decir que permite ajustar los flujos de efectivo a los requerimientos específicos de la empresa.</li> <li>• Proporciona apalancamiento financiero positivo y mayores utilidades por acción.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Naturaleza restrictiva de las cláusulas del convenio.</li> <li>• Se requieren de mayores flujos de efectivo para sostener el fondo de amortización.</li> <li>• Esta sujeta a la percepción del mercado.</li> <li>• Debe cumplir ciertos requisitos para realizar una emisión.</li> <li>• Mayor riesgo financiero.</li> </ul>
<b>Acciones</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mejora la valoración de la empresa por parte del mercado de valores.</li> <li>• Su mayor empleo mejora la clasificación de crédito de la empresa.</li> <li>• Evita la rigidez que caracteriza el pago de intereses fijos por bonos.</li> <li>• Menor impacto del flujo de caja de la empresa.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Costo de capital más alto en comparación con el pasivo.</li> <li>• Venta más costosa por mayores costo de emisión.</li> <li>• Para realizar una emisión existen ciertos requisitos que se deben cumplir.</li> <li>• Los dividendos se pagan con el beneficio después de impuesto.</li> </ul>
<b>Préstamos Bancarios</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• No hay apertura de la empresa, como en el caso de la emisión de acciones.</li> <li>• Agilidad en el trámite.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mayor costo (Tasa activa referencial)</li> <li>• Pago del impuesto del 2.6% (2% impuesto único y 0.6% a Solca)</li> </ul>

FUENTE: Manual de Administración Financiera. Steven E Bolten

ELABORACION: Natalia Figueroa y Janina Valencia

Muchas empresas no están interesadas en abrirse a nuevos capitales por parte del público sino más bien prefieren continuar contrayendo deuda ya sea a través de créditos o mediante la emisión de las obligaciones.

Otra de las ventajas que se mencionó anteriormente, es la del Apalancamiento financiero, pero que tan bueno puede ser para las empresas, se lo verá a continuación:

#### *Apalancamiento Financiero*

El apalancamiento financiero consiste en la utilización de deuda para el financiamiento de la empresa, por lo cual ésta se compromete a pagar cargos fijos periódicamente y devolver el principal en una fecha determinada.

Entre más deuda contraiga la empresa, mayor es el riesgo que no pueda cumplir con los pagos y mayor será el costo que deba pagar a los inversionistas de acuerdo al riesgo que deban ellos asumir; además, sin importar los ingresos operativos que tenga la empresa, ésta deberá pagar los intereses y el principal al vencimiento.

El apalancamiento financiero puede afectar las utilidades negativa o positivamente.

Con *apalancamiento financiero positivo*, las utilidades por acción aumentarán y con el *apalancamiento financiero negativo*, disminuirán.

Para apreciar mejor que es lo que sucede cuando el apalancamiento es positivo o negativo, se presenta los siguientes ejemplos que explica el efecto que produce en las utilidades de la empresa.

Ejemplo de Apalancamiento Positivo

**Cuadro 4.5**

**Balance de la Empresa W y X**

	<b>Empresa W</b>	<b>Empresa X</b>
<b>Activo</b>	40.000.000	40.000.000
<b>Pasivo</b>	0	20.000.000 (Obligaciones al 40%)
<b>Capital</b>	40.000.000 1 millón de acciones	20.000.000 500.000 acciones
<b>Rendimiento del activo total antes de la utilidad operacional.</b>	75%	75%

FUENTE: Manual de Administración Financiera. Steven E Bolten  
ELABORACION: Natalia Figueroa y Janina Valencia

**Cuadro # 4.6****Estado de Resultado de la Empresa W y X**

	<b>Empresa W</b>	<b>Empresa X</b>
<b>Ventas</b>	S/. 172.000.000	S/.172.000.000
<b>Costo de ventas</b>	120.000.000	120.000.000
<b>Utilidad Bruta</b>	52.000.000	52.000.000
<b>Gastos de Ventas, Generales y Administrativos</b>	22.000.000	22.000.000
<b>Utilidad operacional</b>	30.000.000	30.000.000
<b>Intereses</b>	0	8.000.000
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	30.000.000	22.000.000
<b>Impuestos al 25%</b>	7.500.000	5.500.000
<b>Utilidad neta</b>	S/.22.500.000	S/.16.500.000
<b>Utilidad por acción</b>	S/.22.5	S/.33

FUENTE: Manual de Administración Financiera. Steven E Bolten  
ELABORACION: Natalia Figueroa y Janina Valencia

El Cuadro indica que la introducción de S/. 20'000.000 en obligaciones al 40% en la empresa X, que en todos los demás aspectos es idéntica a la empresa W, hizo subir las utilidades por acción de X a S/.33 contra S/. 22.5 de W, sin el menor cambio en el aspecto operativo de las dos empresas. La empresa W no ha empleado apalancamiento financiero alguno, puesto que no ha recurrido al pasivo.

A pesar de que la empresa X obtuvo la mitad de su financiamiento a base de sus pasivos pudo aumentar sus utilidades por acción debido a que pago el 40% por los recursos que destinó a la compra del activo del cual obtuvo el 75%. La diferencia del 35% quedó a favor de los accionistas como dueños de la empresa con derecho a recibir el derecho residual una vez que se efectúan todos los pagos prioritarios como por ejemplo los intereses. En este caso la diferencia es de S/. 7'000.000 antes de impuestos y de S/.5'250.000 después de pagados.

Luego la empresa X vendió únicamente la mitad de número de acciones que tuvo que vender la empresa W para obtener los recursos necesarios, puesto que X obtuvo la mitad de sus recursos mediante la venta de pasivos. Por lo tanto el efecto del apalancamiento después de impuestos de S/.5'250.000 se dividió entre las 500.000 acciones recibiendo cada una 10.5 sucres adicionales.

Ingresos derivados de activos adquiridos mediante pasivo, 75%	15.000.000
Intereses pagados, 40%	8.000.000
Apalancamiento positivo	7.000.000
Impuestos (25%)	1.750.000
Efecto del apalancamiento después de impuestos	5.250.000

## Ejemplo de Apalancamiento Negativo

**Cuadro # 4.7**

### Balance de la Empresa Y y Z

	<b>Empresa Y</b>	<b>Empresa Z</b>
<b>Activo</b>	40.000.000	40.000.000
<b>Pasivo</b>	0	20.000.000
		Obligaciones al 40%
<b>Capital</b>	40.000.000	20.000.000
	1 millón de acciones	500.000 acciones
<b>Rendimiento del activo total antes de intereses e impuestos</b>	35%	35%

FUENTE: Manual de Administración Financiera. Steven E Bolten

ELABORACION: Natalia Figueroa y Janina Valencia

**Cuadro # 4.8**

### Estado de Resultado de las Empresas Y y Z

	<b>Empresa Y</b>	<b>Empresa Z</b>
<b>Ventas</b>	172.000.000	172.000.000
<b>Costo de ventas</b>	120.000.000	120.000.000
<b>Utilidad Bruta</b>	52.000.000	52.000.000
<b>Gastos de Ventas, Generales y Administrativos</b>	38.000.000	38.000.000
<b>Utilidad operacional</b>	14.000.000	14.000.000
<b>Intereses</b>	0	8.000.000
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	14.000.000	6.000.000
<b>Impuestos al 25%</b>	3.500.000	1.500.000
<b>Utilidad neta</b>	10.500.000	4.500.000
<b>Utilidad por acción</b>	10.5	9

FUENTE: Manual de Administración Financiera. Steven E Bolten

ELABORACION: Natalia Figueroa y Janina Valencia

No siempre el apalancamiento financiero resulta ventajoso para la empresa ya que se puede dar el caso en que el rendimiento del activo sea inferior al costo del pasivo como se demuestra en el siguiente ejemplo, en que las empresas Y y Z son similares pero la empresa Z se financió con obligaciones a una tasa del 40% superior al rendimiento total del activo antes del impuesto que generó un 35%. Es decir el financiamiento costó más que lo que produjo el dinero invertido en activos de la empresa.

La utilidad por acción de la empresa Y que no usó apalancamiento financiero es de 10.5 sucres, en cambio la empresa Z produjo 9 sucres por acción, la disminución de la utilidad se explica de la siguiente manera:

Ingresos derivados de activos adquiridos mediante pasivo, 35%	7.000.000
Intereses pagados, 40%	8.000.000
Apalancamiento positivo	-1.000.000
Impuestos (25%)	-250.000
Efecto del apalancamiento después de impuestos	-750.000

## **4.2 EXENCIÓN TRIBUTARIA A LOS RENDIMIENTOS FINANCIEROS DE LAS OBLIGACIONES.**

La emisión de obligaciones ofrecía un fuerte atractivo a los potenciales inversionistas, dado que estos papeles estaban exonerados del pago del 8% sobre los rendimientos financieros que no tenían los otros tipos de inversiones fiduciarias, ya que en el año de 1994 se establecieron reformas a la Ley de Régimen Tributario Interno en la que se decretaba que los ingresos por concepto de intereses, descuentos y cualquier otra clase de rendimientos financieros no formarían parte de la Renta Global y estarían gravados con el impuesto único del 8%, pero se hizo una excepción de éste impuesto único a los rendimientos a las obligaciones emitidas a plazos mayores de un año, los intereses provenientes de obligaciones pactadas en unidad de valor constante; entre otros.

Actualmente con la Ley de reordenamiento en materia económica en el área Tributaria-Financiera se contempla el impuesto a la circulación de capitales del 1% el cual es pagado por el vendedor sobre el monto de la venta y por el intermediario sobre el monto de su comisión en las operaciones que se realicen a través de las Bolsas de Valores, por lo que el inversionista queda completamente exento de cualquier otro impuesto, lo que hace atractiva la inversión en títulos valores.

#### **4.2.1 Análisis del Proyecto de Ley que elimina las exenciones tributarias a los rendimientos financieros de las obligaciones.**

Haciendo un recuento de las modificaciones que se han hecho en la Ley de Régimen tributario, se nota que en 1993, a los 6 meses de aprobada la Ley de Mercado de Valores, el Ministro de Finanzas de ese entonces eliminó los incentivos tributarios que contemplaba dicha ley; 4 meses más tarde los legisladores restablecieron los incentivos. Este cambio en las reglas de juego, para resolver problemas coyunturales en la caja fiscal, produjo un daño estructural irreversible en el mercado de valores. Sin embargo después de 4 años la desesperación por satisfacer un aparato burocrático desproporcionado llevó a los legisladores a cambiar las normas nuevamente.

El 30 de Marzo de 1998, el ejecutivo envió al Congreso Nacional un proyecto de Ley, para mejorar las recaudaciones tributarias y de esa forma aliviar la profunda crisis fiscal que atraviesa el país, en el cual establecía lo siguiente:

Se encuentran exentos de este impuesto, los siguientes rendimientos financieros: los percibidos por los ancianos de conformidad con su Ley Especial; los generados por fondos de cesantía privados o no; los intereses percibidos por personas naturales por depósitos de ahorro a la vista; las prestaciones que distribuyan los fondos de cesantía colectivos, fondos de jubilación y los fondos de fideicomisos de inversión; y, las ganancias obtenidas en la compra-venta ocasional de acciones, participaciones o derechos de sociedades<sup>16</sup>.

Es decir, que a partir de éste decreto, en la emisión de obligaciones al igual que otros títulos valores existentes en el mercado, los inversionistas debían pagar el impuesto del 8%, lo cual ya no constituiría una ventaja en relación a las otras alternativas de financiamiento y conllevaría a un desahorro interno, fomentando el cortoplacismo y la fuga de capitales; sin darse cuenta que la reconstrucción del Ecuador necesita de inversión nacional y extranjera, razón más que suficiente para no aumentar las cargas tributarias.

Sin embargo, nunca se puso en vigencia éste decreto ya que inmediatamente, se expidió una nueva Ley de Mercado de Valores, que en su artículo # 233 establecía que las ganancias o utilidades, sean cuales fueren las fuentes de que provengan, estarían exoneradas del pago del impuesto a la renta y del impuesto único a los rendimientos financieros, por lo que las obligaciones quedaron nuevamente exentas de impuestos para los inversionistas, si bien dejaría de ser una ventaja frente otras alternativas de inversión, aumentaría el atractivo de todos los títulos valores lo cual le daría dinamismo al mercado de valores.

En la encuesta realizada a las empresas que se habían financiado mediante emisión de obligaciones, el 80% conocían acerca del decreto que eliminaba la exención tributaria del 8% a los rendimientos financieros y dieron diferentes opiniones:

Algunos consideraron que "Es negativa ya que desestimaba el uso de este papel", "No es el mecanismo idóneo para cubrir ciertos desfases tributarios, pero existen muy pocas alternativas a corto plazo y ésta es una de ellas", "Desestimula la emisión de obligaciones porque los compradores no tendrán un factor diferenciador entre un papel de corto plazo y uno de largo plazo", y otras opiniones similares.

#### 4.2.2 Análisis comparativo del financiamiento a través de emisión de obligaciones con exención tributaria contra la emisión de obligaciones sin exención tributaria.

##### Cuadro # 4.9

#### CUADRO COMPARATIVO DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES CON EXENCIÓN TRIBUTARIA CONTRA LA EMISIÓN DE OBLIGACIÓN SIN EXENCIÓN TRIBUTARIA.

Aplicación	Efecto
<b>Con exención tributaria</b>	No se aplica el 8% sobre los rendimientos financieros a las obligaciones, constituyéndose esto como una ventaja para los inversionistas de estos tipos de valores frente a otros.
<b>Sin exención tributaria</b>	Se descuenta el 8% a los rendimientos financieros de los inversionistas, lo cual le significaría ingresos al Estado a través de ingresos tributarios.

FUENTE: Ley de Régimen Tributario

ELABORACION: Natalia Figueroa y Janina Valencia

Haciendo un análisis comparativo de lo que hubiera recaudado el estado si se hubiera aplicado el decreto de la eliminación a la exención del 8% a los rendimientos que ofrecían las obligaciones que se emitieron en el período de Enero de 1994 a Enero de 1998 y obtuvimos los siguientes datos: (Ver Tabla #17,18 y 19)

<b>MONEDA</b>	<b>MONTO</b>
<b>Sucres</b>	24.828'944.400
<b>Dólares</b>	851.499
<b>UVC's</b>	63.280

## **CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES**

La Emisión de Obligaciones desde que se puso en vigencia la ley de Mercado de Valores se ha constituido en una herramienta importante para las empresas, ya que les ha permitido conseguir capitales frescos a través del Mercado de Valores, el cual cuenta con los medios adecuados para facilitar y agilizar el proceso de emisión a los partícipes de dicho mercado, sustituyendo a los instrumentos tradicionales, entre los cuales se puede mencionar el crédito bancario, que sin duda sigue siendo uno de los medios de financiamiento más frecuentemente utilizados por las empresas.

A pesar de constituir deuda, las obligaciones otorgan diversas ventajas tanto a los emisores como a los inversionistas y esto ha permitido despertar el interés de nuevos

participantes en el mercado en la consecución de recursos y de ganancias de capital a través de este instrumento financiero.

La principal ventaja que proporciona este título de renta fija son los bajos costos que representa a las empresas en relación a otras alternativas que existen en el mercado, debido a que la colocación se la realiza en forma directa entre las empresas emisoras con los agentes económicos que disponen de recursos, lo cual es conocido como desintermediación financiera. Además, el hecho de que las obligaciones no incurran en impuestos de emisión representa una ventaja frente a las formas tradicionales de crédito gravados con el impuesto del 2.6%.

De las empresas que han emitido obligaciones, son pocas las que pertenecen al sector no financiero, entre tanto el sector financiero es quién más ha utilizado este mecanismo y esto se debe principalmente a que:

- Por su naturaleza, tienen información más accesible a los mercados financieros y cuentan con especialistas en estos temas.
- La banca posee estructuras bien organizadas que le permiten cumplir con los requerimientos que implican la participación en el Mercado de Valores, con los cuales muchas empresas de otros sectores no cuentan.

- Les resulta un negocio ventajoso, ya que en el país no existe una división entre banca comercial y banca de inversión, lo que le permite captar los recursos a un costo menor y utilizarlos en inversiones que le proporcionan altos rendimientos.

Por su parte, el sector real prefiere utilizar los mecanismos tradicionales a través de la banca, en muchos casos por:

- No divulgar información de sus empresas.
- Escaso conocimiento de las alternativas que brinda el mercado de valores.

En el período de estudio de Enero de 1.994 a Enero de 1.998, los dos primeros años existió un crecimiento en los montos de emisión de obligaciones, pero a partir de 1.997 ha sucedido todo lo contrario, inclusive debido al crecimiento de la inflación se han visto afectadas las emisiones realizadas en UVC's ya que prácticamente han desaparecido.

Debido a la falta de liquidez que atraviesan las empresas consideramos que debería mantenerse a las fuentes de financiamiento en general sin ninguna clase de impuestos a los rendimientos financieros porque así contribuiría a que las empresas y los inversionistas acudan al mercado de valores y utilicen la alternativa que más le convenga.

Es importante señalar que si se quiere mantener un mercado ágil y transparente, deben establecerse nuevas leyes que faciliten la participación en el mercado de

valores, como sería no reducir los incentivos que las obligaciones como ventajas ofrecen a sus participantes, por que en varias ocasiones han cambiado una ley por otra y esto sin duda afecta el proceso de la emisión.

Además, el trámite para acceder a capital a través de las obligaciones es muy largo por lo cual muchas empresas no se financian por esta vía ya que en muchas ocasiones necesitan el capital inmediatamente. Sería conveniente reducir el trámite para estimular a las empresas que desea participar en el mercado.

Generalmente este medio financia a grandes empresas, pero sería bueno que se tomará en cuenta a las microempresas, haciendo cambios en la ley de Mercado de Valores y permitiéndoles de este modo acceder así a capital, ya que existen condiciones que las empresas deben cumplir en lo que respecta a calificación de riesgo, patrimonio de la empresa, con los cuales éste tipo de empresas no pueden cumplir o crear una clase de título derivado de las obligaciones pero que se adapten a empresas que necesitan menores montos de financiamiento.

Actualmente que existe desconfianza en el sector financiero debido a los problemas que atraviesa, debería aprovecharse y atraer todos éstos capitales al mercado de valores, creando así una cultura bursátil en el público.

Por otro lado las empresas que son las más interesadas en contar con diversas fuentes de financiamiento deben mantener un constante acercamiento con el Mercado para así conocer todos los productos que este tiene para ofrecerles y así puedan elegir el que consideren mejor de acuerdo a sus intereses.

**ANEXOS**

## **ANEXO # 1**

### **DEL REGISTRO DEL MERCADO DE VALORES**

Dentro de la Superintendencia de compañías existe el Registro de Mercado de Valores, que es en el cual se inscribe la información pública de emisores, valores y demás instituciones reguladas por la ley.

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

En el Registro del Mercado de Valores deberán inscribirse:

- 1.** Los valores que sean objeto de oferta pública y sus emisores.
- 2.** Las bolsas de valores y sus reglamentos de operación.
- 3.** Las casas de valores y sus reglamentos de operación.
- 4.** Los operadores de las casas de valores.
- 5.** Los operadores que actúen a nombre de los inversionistas institucionales.
- 6.** Los depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores y, sus reglamentos internos y de operación.
- 7.** Los fondos de inversión, sus reglamentos internos y contratos de incorporación.
- 8.** Las cuotas emitidos por los fondos de inversión colectivos.
- 9.** Los valores producto del proceso de titularización;
- 10.** Las administradoras de fondos de inversión y fideicomisos y sus reglamentos de operación;

- 11.** Los contratos de fideicomiso mercantil y de encargos fiduciarios, de conformidad con las normas de carácter general que para el efecto dicte el C.N.V.;
- 12.** Las calificadoras de riesgo, su comité de calificación, su reglamento interno y, procedimiento técnico de calificación;
- 13.** Las compañías de auditoría externa que participen en el mercado de valores; y,
- 14.** Los demás entes, valores o entidades que determine el C.N.V.

## **ANEXO # 2**

### **DE LA INFORMACIÓN**

Con el propósito de garantizar la transparencia del mercado los participantes deberán registrarse y mantener actualizada la información requerida por la Ley de Mercado de Valores y su norma complementaria.

El C.N.V. establecerá el contenido, la forma y periodicidad con la que deberá presentarse la información y lo hará en consideración de la característica de los emisores, de los valores ofrecidos o de las entidades que se sometan a registro. No se considerará pública la información de entidades controladas por la Superintendencia de bancos, que esta clasifique como reservada.

Las entidades registradas deberán divulgar en forma veraz, completa, suficiente y oportuna todo hecho e información relevante respecto a ellas que pudieran afectar positiva o negativamente su posición jurídica, económica o su posición financiera o la de sus valores en el mercado, cuando estas se encuentran inscritos en el Registro del Mercado de Valores.

Se entenderá por hecho relevante todo aquel que por su importancia afecte a un emisor o a sus empresas vinculadas, de forma tal que influya o pueda influir en la decisión de invertir en valores emitidos por el o que pueda alterar el precio de sus valores en el mercado.

El hecho material o relevante, no necesariamente debe corresponder a una decisión tomada en términos formales por parte de los órganos sociales del emisor de las instituciones que intervengan en el mercado de valores o de las personas que actúan en él, sino que es todo evento que conduce o puede conducir a tales situaciones.

Las bolsas de valores y otras asociaciones de autorregulación deberán mantener mecanismos de información al público en los que se registre la información que deben hacer pública los emisores e instituciones reguladas por esta ley. Estos registros, al igual que el Registro del Mercado de Valores serán públicos y la información en ellos contenida deberá ser ampliamente difundida por cualquier medio electrónico u otro sistema a lo que tengan acceso los participantes del mercado.

## ANEXO # 3

### TITULOS VALORES

Los valores susceptibles de negociación en el mercado de valores, son los que reúnan los requisitos señalados por la Ley de Mercado de Valores y son los siguientes:

- 1.** Emitidos por entidades pertenecientes al sector público, tales como: bonos del Estado, bonos de estabilización, bonos municipales, certificados de Tesorería, obligaciones de la Corporación Financiera Nacional, bonos del Banco Ecuatoriano de la Vivienda, del Banco del Estado y el Banco Nacional del Fomento, pagarés, bonos hipotecarios y notas de crédito;
- 2.** Emitidos por las empresas o sociedades de propiedad del Estado o de los particulares, ya formen o no parte del sistema financiero.

Pertenecen a este grupo:

- Los emitidos por la Superintendencia de compañías, tales como: acciones, obligaciones, certificados provisionales y certificados de preferencia;
- Los emitidos por las entidades controladas por la Superintendencia de Bancos, tales como: acciones, obligaciones, cédulas hipotecarias, bonos de prenda, bonos de garantía, póliza de acumulación, certificados financieros, certificados de

inversión, certificados de arrendamiento mercantil, pagarés y aceptaciones bancarias, y todos aquellos certificados que tengan el carácter de negociables;

- 1.** Las unidades de los fondos administrados de inversión en su colocación primaria, y las cuotas de los fondos de inversión; y,
- 2.** Los emitidos por el estado, empresas y sociedades extranjeros que cumplan los requisitos que establezca el Consejo Nacional de Valores y que estén inscritos en una bolsa de valores o mecanismos de transacciones bursátiles.

## ANEXO # 4

### ACCIONES

Se llama acción a las partes o fracciones iguales en que se divide el capital de una compañía, así como al título que representa la participación en el capital suscrito. Por eso, al ser representativo de un valor deberá representarse en una cantidad de dinero.

El titular de la acción se denomina accionista, que por ser tal tiene los derechos y responsabilidades que de ellas se desprende y que se establecen en la ley.

**Emisor:** Según la Ley de Compañías, las sociedades que están en capacidad de emitir acciones son la anónima, la de economía mixta y la compañía en comandita por acciones. La emisión la harán por el monto del capital pagado por los accionistas que la hayan suscrito ya sea que el pago se lo haya realizado en dinero o especies (bienes muebles o inmuebles).

**Características.-** Las principales características de las acciones:

- Son nominativas,
- Se reputan en general como bienes muebles;
- Representan una participación en el capital social de una compañía,
- Son indivisible, pero puede darse la copropiedad de ella,
- Otorgan a su titular los derechos fundamentales que establece la ley,
- Son de renta variable,

- Se transfieren mediante nota de sesión; y,
- Son libremente negociables.

### **Clases de Acciones:**

#### **1. En relación al titular de la acción:**

Las acciones podrán ser nominativas o al portador según quede o no registrada como propiedad de determinada persona; pero de conformidad con la legislación ecuatoriana, las acciones solo pueden ser nominativas.

#### **2. En relación con el derecho de los accionistas:**

Las acciones pueden ser ordinarias o preferidas.

Son ordinarias aquellas que dan a su titular o a su poseedor los derechos fundamentales que corresponden a todo accionista de acuerdo a la ley.

Acciones Preferidas son las que conceden derechos especiales en cuanto a pago de dividendos y en la liquidación de la compañía pero no otorgan derecho a voto.

El monto máximo de las acciones preferidas de una compañía no podrá exceder del 50% de su capital suscrito.

#### **3. En relación al pago de las acciones:**

Son liberadas cuando las acciones han sido totalmente pagadas, siendo entonces representadas por títulos definitivos.

Son no liberadas si aún no han sido pagadas en su valor total. En este caso se entregarán por ella tan solo certificados provisionales por la parte que ya se haya liberado.

## ANEXO # 5

### ATRIBUCIONES DE LA SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS

- 1.** Ejecutar la política general del mercado de valores dictada por el C.N.V.;
- 2.** 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 el C.N.V., exigiendo que las instituciones controladas cumplan con las medidas correctivas y de saneamiento en los casos que se dispongan, considerando que cuando la Superintendencia de Compañías deba actuar en una entidad sujeta a la vigilancia y control de la Superintendencia de Bancos, lo hará a través de esta o en forma conjunta.
- 3.** Investigar las denuncias o 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 correspondiente, de ser el caso;

4. Velar por la observancia y cumplimiento de la norma que rige el mercado de valores;
5. Requerir o suministrar directa o indirectamente información pública en los términos previstos en esta Ley, referente en la actividad de personas naturales o jurídicas sujetas a su control;
6. Conocer y sancionar, en primer instancia, las infracciones a la presente Ley, a sus reglamentos, resoluciones y demás normas secundarias,
7. 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;
8. Autorizar el funcionamiento en el mercado de valores de: Bolsa de valores, Casa 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;

- 9.** Organizar y mantener el Registro del Mercado de Valores;
  
- 10.** Disponer mediante resolución fundamentada la suspensión o modificación de las normas de autorregulación expedidas por las bolsas de valores o las asociaciones gremiales creadas al amparo de esta ley, cuando tales normas pudieren inferir perjuicios al desarrollo del mercado o contraríen expresas normas legales o complementarias;
  
- 11.** Aprobar el reglamento interno y el formato del contrato de incorporación de los fondos de inversión;
  
- 12.** Velar por la estabilidad, solidez y correcto funcionamiento de las instituciones sujetas a control y, en general, que cumplan las normas que rigen su funcionamiento;
  
- 13.** Vigilar que la publicidad de las instituciones controladas se ajuste a la realidad jurídica y económica del producto o servicio que se promueve, para evitar la desinformación y la competencia desleal, se exceptúa esa publicidad que no tenga relación con el mercado de valores;
  
- 14.** Mantener con fines de difusión, un centro de información conforme las normas de carácter general que expida el C.N.V.;

- 15.** Registrar las asociaciones gremiales de autorregulación que se creen al amparo de esta ley,
- 16.** Disponer la suspensión o cancelación de la inscripción en el registro del mercado de valores de las instituciones o valores sujetos a esta ley o sus normas complementarias, debiéndose poner tal hecho en conocimiento del C.N.V en la sesión inmediatamente posterior;
- 17.** Establecer los planes y programas de ajuste para el cumplimiento de las normas previstos en esta ley;
- 18.** Intervenir como acusador particular o acudir a la excitativa fiscal, cuando se encontraren presunciones de haberse cumplido uno o más delitos contra el mercado de valores u otros tipificados en el Código Penal u otras leyes penales;
- 19.** Brindar a las entidades del sector público no financiero la asesoría técnica que requieran para efecto de la aplicación de esta ley;
- 20.** Ejercer las demás atribuciones previstas en la presente ley y en su reglamento en base a las normas que para el efecto expida el C.N.V; y,
- 21.** Previa consulta urgente con el Ministro de Finanzas, Superintendente de Bancos, Gerente del banco Central de Ecuador y Presidentes de las bolsas de valores del país, la Superintendencia de Compañías a fin de preservar el interés público del mercado así como brindar protección a los inversionistas, podrá suspender hasta

temporalmente hasta por un término de siete días las operaciones del mercado de valores en caso de presentarse situaciones de emergencia que perturbaren o que ocasionaren graves distorsiones que produzcan bruscas fluctuaciones de precios.

## ANEXO # 7

### MECANISMO DE NEGOCIACION EN LA BOLSA DE VALORES

Los valores inscritos en la Bolsa de Valores de Guayaquil son negociados a través del tradicional mecanismo centralizado de negociación de valores. Rueda de Bolsa, en el cual, la oferta y demanda de valores podrá efectuarse utilizando los procedimientos de Rueda de Viva Voz y el Sistema Electrónico Bursátil.

#### Rueda de Viva Voz

La Rueda de Viva Voz, también conocida como Negociación en el Piso, es la reunión que se realiza diariamente en el local de la Bolsa, con el objeto de que en ella los Operadores de Valores concierten las operaciones de compraventa de valores.

Dentro de este mecanismo se ha introducido un sistema de entrada de órdenes con el fin de automatizar la negociación en el piso. Los operadores llenan sus posturas en formularios legibles por un lector óptico, las cuales son ingresadas simultáneamente al sistema electrónico de la Bolsa.

En esta rueda la negociación de papeles de Renta Fija y renta Variable, de mayor y menor presencia bursátil, se lleva a cabo todos los días hábiles de 11:30 a 14:00 horas.

## Sistema Electrónico Bursátil

La Bolsa de Valores de Guayaquil se convirtió en la primera Bolsa ecuatoriana en brindar el servicio de un sistema electrónico de transacciones bursátiles, conforme a las tendencias tecnológicas de los más avanzados mercados financieros del mundo.

El sistema electrónico bursátil es un sistema de negociación continua en el que las ofertas, demandas, calces y cierres de operaciones se efectúan a través de una red de computadoras.

Esta rueda de negociación se lleva a cabo todos los días hábiles. Los horarios en que se desenvuelven las operaciones son, para títulos de Renta Fija, de 9:30 a 13:30 horas y de 12:00 a 16:00 horas; y para los títulos muy líquidos de Renta Variable de 9:30 a 16:00 horas.

## Compensación de Saldos Netos

Con el fin de agilizar los pagos por las transacciones realizadas en nuestra Corporación y a fin de reducir costos operativos e incrementar los niveles de eficiencia, desde diciembre de 1994 se implementó el Sistema de Compensación de Saldos Netos.

Este sistema netea los pagos que las casas de valores hacen o reciben a fin de efectuar un solo pago o cobro según el resultado de sus operaciones diarias, todo a través de transferencias del Banco Central del Ecuador.

La Compensación de Saldos Netos reduce el riesgo operativo, al evitar el traslado de fondos, reduce los costos de procesamiento eliminando los cheques y agiliza las transacciones al efectuar los pagos más rápidamente.

### Tipos de Operación

En la Bolsa de Valores de Guayaquil los inversionistas podrán realizar sus negociaciones bursátiles a través de diferentes modalidades de operación, de esta manera podrán escoger la que mejor se ajuste a sus condiciones e inversión y de financiamiento. En cuanto a su cumplimiento las operaciones pueden clasificarse en:

### Fecha Valor Hoy

Denominadas también “Ala vista”. Se liquidan al mismo día.

### Contado

Serán cumplidas solamente en el término de tres días hábiles bursátiles.

### A Plazo

Se liquidan en un plazo mayor a cinco días hábiles y no pueden ser diferidas a más de 360 días calendario. Los títulos de Renta Fija Y Renta Variable permitidos a negociar para este tipo de operaciones serán establecidos periódicamente por el Director General y comunicados al mercado con por lo menos cinco días hábiles de anticipación.

Los derechos que se deriven de los títulos materia de la operación a plazo dependerán del tipo de operación:

Sin derechos: que permanecerán con el vendedor de los títulos hasta la fecha de cumplimiento de la operación.

Con derechos: que corresponderán al comprador en el plazo especificado para contado normal.

Para ambos tipos de operaciones, tanto el comprador como el vendedor deberán garantizar su liquidación con un margen inicial de garantía no menor al 25% del importe de la operación al precio de plazo. En ningún caso, este depósito representará un margen de mantenimiento inferior al 15%.

### **Obligaciones de las Bolsas de Valores:**

- 1.** Fomentar un mercado integrado, informado, competitivo y transparente;
- 2.** Establecer las instalaciones, mecanismos y sistemas que aseguren la formación de un mercado transparente, integrado y competitivo, que permita la recepción, ejecución y liquidación de las negociaciones de forma rápida y ordenada;
- 3.** Mantener información actualizada sobre los valores cotizados en ella, sus emisores, los intermediarios de valores y las operaciones bursátiles incluyendo las cotizaciones y los montos negociable y suministraras a la Superintendencia de compañías y al público en general;

4. Brindar el servicio de compensación y liquidación de valores,
5. Expedir certificaciones respecto a precios, montos y volúmenes de operaciones efectuadas en bolsa y el registro de sus miembros, operadores de valores, emisores y valores inscritos, y,
6. Realizar las demás actividades que sean necesarias para el adecuado desarrollo y cumplimiento de su función en el mercado de valores, de acuerdo a normas previamente autorizadas por el C.N.V.

## ANEXO # 8

### **Para quienes deseen invertir en la Bolsa de Valores de Guayaquil:**

1. Contáctese con una de las Casas de Valores miembros de la Bolsa de Valores.
2. La Casa de Valores le hará una evaluación preliminar en la que requerirá información suya como referencias bancarias, tipo de negocio, solvencia técnica y moral entre otras.
3. El cliente deberá enviar una carta por fax a la Casa de Valores autorizando la operación de compra y/o venta así como la elección del banco custodio de los títulos. En el Ecuador existen tres bancos custodios: Banco del Pacífico, Banco Popular y Citibank.
4. La carta enviada por fax es adjuntada a una orden de transacción hecha en la Casa de Valores.
5. Para la conversión sucres/dólares o dólares/sucres se aplica el tipo de cambio establecido por la banda cambiara preanunciada por el Banco Central del Ecuador.

6. El cliente realiza la transferencia de fondos vía swift (comunicación automática) a una banco extranjero señalado por la Casa de Valores.
7. La orden es tramitada indistintamente de si son naturales o extranjero, y en ella se incluirá la hora en que fue recibida la carta de autorización.
8. Para ejecutar la orden, el operador deberá entregar el formulario de posturas (oferta y demanda) de viva voz o en forma electrónica.
9. Al ejecutar la orden se pueden realizar tres tipos de operaciones, según el plazo de liquidación: Fecha Valor Hoy, Contado y A Plazo.
10. En el caso de renta variable, un lector óptico refleja las posturas de cada uno de los operadores en monitores a la vista de todos. En cuanto dos posturas coinciden, el sistema las calza automáticamente y se cierra la operación.
11. Las comisiones que la Bolsa de Valores cobra por una transacción dependen del monto, del plazo y del título que se negocia, mientras que la que cobra la Casa de Valores es de libre fijación entre las dos partes.
12. Una vez ejecutada la operación, el pago entre la Casa de Valores compradora y vendedora se realiza a través de transferencias en el Banco Central del Ecuador.

- 13.** La Casa de Valores recibe los títulos o el dinero. Si son los títulos, los recibe de la Bolsa de Valores; si son fondos, estos le son acreditados e una cuenta corriente bancaria.
- 14.** Para mayor seguridad de cumplimiento de las operaciones de acuerdo a lo instruido por el cliente; la Bolsa de Valores cuenta con un Fondo de Garantía para respaldar las operaciones que se realicen en ella.
- 15.** Luego, la Casa de Valores procede de acuerdo a las instrucciones del cliente y puede transferir los fondos del banco custodio o vía swift a un banco del extranjero señalado por el cliente.
- 16.** En el caso d que el inversionista sea comprador, la Casa de Valores depositará los títulos valores en el banco custodio, el que emite una certificación una vez que los recibe. La Casa de Valores entrega igualmente una copia de la papelera de la Bolsa.
- 17.** En caso de depositar los títulos en un custodio, la Casa de Valores o el Banco custodio mismo, puede efectuar los cobros periódicos. Previa autorización del cliente, los fondos se invertirán o se transferirán al banco que el cliente señale según su decisión.

**18.** Frecuentemente se realizan subastas de títulos tanto del sector público como privado. Para este tipo de operaciones se sigue un procedimiento especial.

**Procedimiento para ser emisor y a la vez inscribir sus títulos en la Bolsa de Valores de Quito:**

Si una compañía anónima desea inscribir sus acciones en la BVQ debe cumplir con los siguientes requisitos:

- 1.** Solicitud presentada por el representante legal, debidamente autorizado.
- 2.** Presentar el certificado de inscripción en el Registro del Mercado de Valores tanto del emisor como del valor.
- 3.** Obtener informe favorable de la Superintendencia de Compañías o de Bancos de acuerdo al caso.
- 4.** Adjuntar los estados financieros auditados correspondientes a los últimos tres años.  
Las empresas auditoras deberán estar inscritas tanto en la Superintendencia de Bancos como en la de Compañías.
- 5.** Copias de las escrituras de constitución de las compañías, así como de los aumentos de capital, de ser el caso.

6. Nombramiento de representante legal debidamente inscrito en el Registro Mercantil.
  
7. Copia de toda la documentación de la Superintendencia de compañías para su inscripción en el Registro de Mercado de Valores y de la Información Pública.
  
8. Una vez inscritas, las empresas deberán pagar una cuota de mantenimiento de dicha inscripción del 0.02% de su patrimonio total.

**Nota:** En caso de tratarse de una compañía nueva, ésta deberá presentar estados financieros proyectados para el número de años que le falta hasta completar los tres ejercicios económicos.

#### **Servicios para los emisores inscritos en las bolsas**

- Amplio acceso al capital. Los emisores de la BV tienen acceso al capital a través de la emisión de acciones, obligaciones y papel comercial.
- Reducción de costos financieros, con respecto a los mecanismos tradicionales de financiamiento, por cuanto la Bolsa capta los fondos directamente del público, eliminando al intermediario.
- Deducciones tributarias en un 50% de la colocación primaria de acciones de su base imponible.

- Asesoría permanente en cuanto al cumplimiento de sus obligaciones como emisores.
- Acceso a la inversión extranjera, mediante la difusión de información entre los analistas y organismos internacionales, ya que prefieren adquirir títulos inscritos en Bolsa.
- Visibilidad local e internacional mediante los siguientes mecanismos:
  - Información en línea a través de Reuters.
  - Boletín diario impreso, por fax o medio electrónico.
  - Boletines mensuales.
  - Base de datos financiera ecuatoriana.
  - Estados financieros trimestrales.
  - Sitio web.
  - Revista económica.
  - Medios de prensa, TV y revistas.

**ANEXO # 9**  
**CALIFICADORAS DE RIESGO**

La calificación de riesgo en el Ecuador surge como obligatoriedad para el emisor de valores a raíz de la expedición de la Ley de Mercado de Valores. Este negocio nació como especialidad a fines de siglo pasado en los Estados Unidos, pero con el desarrollo de la economía en otros países se extendió a Japón, Canadá, Australia, Francia, Inglaterra, Chile y México, naciones que vieron la necesidad de implantar este factor de medición como garantía para los inversionistas.

Las calificadoras de riesgo son sociedades anónimas autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías que tienen por objeto exclusivo la calificación de riesgo y de la solvencia de los emisores o de los valores que se negocian en el mercado. Entre esos valores se encuentran: valores representativos de deuda, acciones y demás obligaciones patrimoniales, así como fondos colectivos de inversión. Cabe indicar que las acciones o títulos de renta variable no están obligados a presentar calificación de riesgo, para estos títulos es opcional, sin embargo, por el interés de los propios emisores por participar en el mercado y el desarrollo del mismo se lo implementa.

Debido a que el campo de acción de las calificadoras es sumamente reducido ya que sus potenciales clientes no sobrepasan los 40 comprendidos en el sector corporativo, el Consejo Nacional de Valores a través de resoluciones determina conceder más facultades a estas compañías tales como: efectuar análisis y valoración de créditos, bienes u otros activos de empresas en general y consecuentemente, el procesamiento, distribución y suministro de información estadísticas agregada que tenga relación con

sus fines, así como las demás actividades requeridas para el estricto cumplimiento de estos objetivos.

Es importante indicar que, si bien la compañía calificadora de riesgo se pronuncia sobre el emisor y los valores objeto de posterior oferta en el mercado, otorgándoles una calificación, esta no significa recomendación de compra, venta, garantía de pago o estabilidad de precio, sino que constituye una evaluación sobre el riesgo del valor.

Las compañías que se iniciaron en el proceso han atravesado una serie de contratiempos de orden legal y financiero, ya que a pesar de la disposición que obliga a los emisores a contar con la calificación como requisito previo para que sus valores puedan ser ofertados públicamente.

Por lo anterior mencionado, al principio del proceso existieron tres compañías interesadas en ingresar al negocio: Ratings Calificadora de Riesgo (Quito), Humphreys & Calfivar S.A. (Guayaquil), Ecuability y Calificsa. Las dos primeras actualmente en operación, pero la última decidió retirarse porque estimó que el mercado no era lo suficientemente atractivo.

## OBJETO DE LAS CALIFICADORAS DE RIESGO

El objetivo de las calificadoras de riesgo es proporcionar al mercado un criterio técnico adicional a fin de que el inversionista disponga de una información más completa a la hora de invertir. La decisión es única y exclusiva del inversionista, quien puede optar por comprar un valor que ofrezca mayor rentabilidad con alto riesgo, o a su vez que ofrezca menor rentabilidad pero también menor riesgo.

Como consecuencia de este objeto podrán efectuar análisis y valoración de créditos, bienes u otros activos, y de empresas en general, así como el procesamiento, distribución y suministro de información estadística agregada relacionada con sus fines y demás actividades vinculadas con el cumplimiento de estos objetivos.

## ACCIONISTAS Y CONSTITUCION

Las entidades del sector financiero al igual que las Bolsas y Casas de Valores, Administradoras de Fondos y demás entidades reguladas por la Ley de Mercado de Valores o sus grupos empresariales, no podrán tener acciones o participantes en el capital de las compañías calificadoras de riesgo.

Las compañías deberán incluir en su denominación la expresión calificadoras de riesgo y agregar la expresión peculiar que permita diferenciarse entre sí.

Las compañías que realizan la actividad de calificadoras de riesgo sin la autorización de la Superintendencia de Compañías estarán sujetas a las sanciones impuestas por esta entidad, con perjuicio hasta para los administradores y representantes.

El capital suscrito mínimo será de 30.000 UVC, cuya cotización será la que corresponda al día de la apertura de la cuenta de integración de capital.

Para que las calificadoras de riesgo puedan ejercer sus actividades, deberán previamente obtener el certificado de autorización del Superintendente de Compañías, el mismo que deberá exhibirse en todos los locales que realice su actividad.

**Facultades:**

Las calificadoras de riesgo tendrán las siguientes facultades:

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 el C.N.V.
2. Explotar su tecnología; y,
3. Las demás actividades que autorice el C.N.V., en consideración del desarrollo del mercado de valores.

## **Prohibiciones de las calificadoras de riesgo:**

Las calificadoras de riesgo tendrán las siguientes prohibiciones:

1. Dar asesoría para realizar una determinada emisión de acciones o cualquier tipo de valor;
2. Ser socio o accionista de las entidades reguladas por esta Ley;
3. Participar a cualquier título en la estructuración financiera, adquisiciones, fusiones y escisiones de compañías; y,
4. Realizar las actividades expresamente asignadas a los otros entes que regula la presente Ley o la Ley de Instituciones del Sistema Financiero.

## CATEGORIAS DE CALIFICACION

### EVALUACION

La evaluación realizada por el comité de calificación de riesgo, se sujetará a lo dispuesto por el reglamento de calificación y deberá ser aprobada por lo menos por el 80% de los integrantes del comité. La compañía calificadora de riesgo estará obligada a acoger la calificación efectuada por el comité.

El comité estará compuesto por personas naturales o por personas jurídicas, en el estatuto se determinará los mecanismos para la designación de los miembros del comité de calificación.

## CATEGORIAS

La calificación de riesgo se sujetará a los procedimientos, sistemas y categorías de evaluación y periodicidad determinados por el Consejo Nacional de Valores. Debe especialmente considerarse la naturaleza de los valores a ofertarse (de una renta fija o de renta variable) y se observarán las siguientes reglas:

- a) Al tratarse de valores representativos de deuda, se los calificará en atención a la solvencia del emisor, a las garantías que presentare, a la eventualidad del incumplimiento, etc. Por disposición del Reglamento, esta calificación deberá mantenerse periódicamente actualizada hasta la redención del título. Existen algunas categorías de calificación de los títulos de deuda, tomando en cuenta la mayor, menor o escasa capacidad de pago de sus emisores y garantes, así como la posibilidad de que ésta se deteriore y exista incumplimiento. Esta categorías serán las siguientes: AAA, AA, A, B, C, D y E.
- b) Para la calificación de las acciones y demás valores patrimoniales se considerará la presencia bursátil del emisor, al desconcentración accionaria y su liquidez en el mercado. Según lo señalamos en su oportunidad, la calificación de acciones es obligatoria unicamente en aquellos casos en los que el Consejo Nacional de Valores lo considere necesario. Las categorías de calificación de acciones determinarán la

situación económica-financiera de la emisora, su liquidez y utilidad, la mayor o menor difusión de información al mercado y la tendencia del precio en el mercado.

Así como las categorías serán: AAA, AA, A, B, C, D y E.

- c) Cuando se trate de cuota de los fondos colectivos de inversión, la calificación se hará en base a la capacidad técnica y operativa de la administradora, la política de inversión del fondo, sus activos e inversiones, la rentabilidad del proyecto y las pérdidas que pudieren ocurrir. Por tanto las categorías de calificación serán: AAA, AA, A, B, C, D y E, dependiendo de la buena o insuficiente liquidez, seguridad y rentabilidad en el mercado de las cuotas que se ofertan.
- d) Los valores emitidos por instituciones financieras se calificarán según los criterios generales de toda calificación y adicionalmente se hará una evaluación general de la solidez financiera de la empresa, incorporando una opinión acerca de la vulnerabilidad de la institución a cambios adversos en el propio negocio y a condiciones económicas-financieros, particulares. Las categorías de calificación de los valores emitidos por instituciones financieras serán: AAA, AA, A, BBB, BB, B, C, D y E.

En síntesis las categorías de Calificación en el Ecuador es la siguiente:

**AAA.-** Excelente capacidad de pago. No se vería afectada ante cambios predecibles.

Optima combinación de las variables indicadas de riesgo.

**AA.-** Muy buena capacidad de pago. No se vería afectada ante cambios predecibles.

Muy buena combinación de las variables indicativas de riesgo.

**A.- Buena capacidad de pago.** Se vería afectada levemente ante cambios predecibles.

Buena combinación de las variables indicativas de riesgo.

**B.- Tienen capacidad de pago.** Susceptible de ser afectada ante eventuales cambios.

Satisfactoria combinación de las variables de riesgo.

**C.- mínima capacidad de pago.** Susceptible de ser afectada ante eventuales cambios.

Pueden mejorar en forma rápida ante cambios favorables.

**D.- Inadecuada capacidad de pago.** Posibilidad de incumplimiento efectivo.

**E.- Instrumentos cuyo emisor presenta información válida representativa y suficiente.**

### ASPECTOS QUE DEBEN SER CALIFICADOS

Con la información proporcionada, los principales aspectos que deben ser objetos de análisis y evaluación son los siguientes:

- a) Riesgo sectorial y entorno económico en que se califica la oferta y demanda del sector, y el nivel de vulnerabilidad con respecto a los cambios que se pudieran registrar en el conjunto de la economía.
- b) Posición competitiva del emisor en el mercado y sus expectativas futuras;
- c) Solvencia y capacidad del emisor, según sus estados financieros y contables;
- d) Estructura accionaria, y distribución de beneficios y contribución a capital;
- e) Apoyo directo e indirecto de las políticas públicas a la actividad mercantil desplegada por el emisor;
- f) Características generales y específicas de la emisión.

También debe tomarse en cuenta dos aspectos fundamentales:

- 1. Aspecto cuantitativo:** Se revisa la solvencia del emisor, es decir la capacidad de pago de interés que demande la obligación o bono (pago de interés, gasto financieros y amortización del principal).

Se efectúa un recuento del pasado y el análisis se lo realiza en base a los estados financieros auditados de cinco años atrás que entrega el cliente (emisor). Se aclara que la calificación no realiza la auditoría, no da la veracidad de los números. Después la calificación se proyecta hacia el futuro en base a sus propios criterios o en base a conversaciones con el emisor para calcular la capacidad de pago para el tiempo que va a estar en circulación el papel, luego se hace el análisis de sensibilidad del proceso con escenarios desfavorables: ¿Qué pasaría en el caso de que se caiga la tasa de interés?, ¿qué pasaría si la compañía depende de insumos importados y se devalúa la moneda?, ¿Qué ocurriría si el margen de ventas de la industria se reduce a causa de la competencia?.

- 2. Aspecto Cualitativo:** Es el análisis del entorno macroeconómico, a través de la evaluación sectorial: ¿Cómo está la industria?, ¿Cómo se comporta el sector en el cual compite esa compañía?, etc. Luego de eso se analiza la posición competitiva de la empresa con respecto a sus rivales: Ubicación, condiciones de liderazgo, Niveles de producción y finalmente se analiza las características de administración de la empresa (familiar o profesional).

En síntesis, la calificación de riesgo se basará en la información proporcionada por el emisor por las Casas y Bolsas de valores, o por las instituciones financieras. Esta información deberá incluir el riesgo sectorial, entorno económico, la posición competitiva del emisor en el mercado, sus expectativas futuras, solvencia, capacidad y estructura accionaria.

## PROCEDIMIENTO DE LA CALIFICACION

Para la realización de una calificación de riesgo de un valor se deberá contar con un estudio técnico que será analizado y aprobado por el respectivo Comité de Calificaciones.

Para decidir sobre la Calificación de un valor, será necesario que se lo apruebe con el voto a favor de al menos el 80% de todos sus miembros presente.

La calificación se comunicará al emisor, el mismo que dentro de tres días hábiles siguientes podrá solicitar que sea revisada si considera que hay error en la misma. Si el emisor no acepta la calificación podrá contratar una calificación adicional con otra calificadora.

La empresa que emite los valores será analizada cada vez que emita títulos o valores. El plazo de vigencia de la respectiva calificación será de un año. Cuando los valores emitidos a plazos mayores de 360 días, deberán ser revisados un mínimo de dos veces al año o en cualquier momento en que se susciten hechos que pudieran alterar la calificación original.

## DIVULGACION DE LA CALIFICACION

Toda calificación deberá ser divulgada al mercado y comunicada por la respectiva compañía emisora a la Superintendencia de Compañías , a las Bolsas de Valores y a los mecanismos de transacciones extrabursátiles, junto con un extracto de las conclusiones del estudio que sustente la calificación otorgada.

En caso de revisiones, estas también deberán ser divulgadas al público y remitidas a las instituciones indicadas, por lo menos cinco días hábiles de anticipación a la fecha de su publicación.

Cuando se efectúa dos calificaciones, ambas deben ser comunicadas al público.

## **ANEXO # 10**

### **CASA DE VALORES**

Casa de Valores es la compañía anónima autorizada y controlada por la Superintendencia de Compañías para ejercer la intermediación de valores, cuyo objeto social único es la realización de las actividades previstas en la ley de mercado de valores.

Para constituirse deberá tener como mínimo un capital inicial pagado equivalente a 40.000 UVC, cotizados a la fecha de la apertura de la cuenta de integración de capital, que estará dividido en acciones nominativas.

Las Casas de Valores deberán cumplir los parámetros, índices, relaciones y demás normas de solvencia y prudencia financiera y controles que determinen el C.N.V., tomado en consideración el desarrollo del mercado de valores y la situación económica del país. El incumplimiento de éstas disposiciones reglamentarias será comunicado por las Casas de Valores a la Superintendencia de Compañías, dentro del término de cinco días de ocurrido el hecho y, deberá ser subsanado en el plazo y la forma que determine dicho organismo de control.

Los grupos financieros, las instituciones del sistema financiero privado, podrán establecer Casas de Valores, si constituyen una filial distinta de la entidad que funge como cabeza de grupo en la que el porcentaje de su propiedad sea el autorizado por la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero.

Las Casas de Valores no podrán efectuar ninguna clase de operación mientras no se encuentren legalmente constituídas, cuenten con la autorización de funcionamiento y sean miembro de una o más Bolsas de Valores.

Sus funciones de intermediación de valores se regirán por las normas establecidas para los contratos de Comisión Mercantil en lo que fuere aplicable, sin perjuicio de lo dispuesto en ésta Ley.

### **Intermediación y responsabilidad de las casas de valores.**

Las casas de valores negociarán en el mercado de valores a través de operadores inscritos en el Registro del Mercado de Valores, quienes actuarán bajo responsabilidad solidaria con sus respectivas casas. Los representantes legales, dependientes y operadores de una casa de valores no podrán serlo simultáneamente de otra casa de valores.

Las casas de valores podrán suscribir contratos con los inversionistas institucionales para que bajo el amparo y responsabilidad de estas, puedan realizar operaciones directas en bolsa. El C.N.V., expedirá las normas especiales para estos contratos.

Las casas de valores que actúen en la compra o venta de valores, quedan obligadas a pagar el precio de la compra o efectuar la entrega de los valores vendidos, sin que puedan oponer la excepción de falta de provisión. Serán responsables de la identidad y capacidad legal de las personas que contrataren por su intermedio, de la existencia e

integridad de los valores que negocien y de la autenticidad del último endoso, cuando procediere; sin embargo, no serán responsables ni asumirán responsabilidad respecto de la solvencia del emisor. No podrán utilizar dineros de sus comitentes, ni podrán compensar las sumas que recibieron para comprar ni el precio que se les entregare por los valores vendidos, con las cantidades que les adeude el cliente comprador o vendedor.

Las casas de valores tendrán las siguientes facultades:

1. Operar, de acuerdo con las instrucciones de sus comitentes, en los mercados bursátil y extrabursátil;
2. Administrar portafolios de valores o dineros de terceros para invertirlos en instrumentos del mercado de valores de acuerdo con las instrucciones de sus comitentes. Se considera portafolio de valores a un conjunto de valores administrados exclusivamente para un solo comitente;
3. Adquirir o enajenar valores por cuenta propia;
4. Realizar operaciones de “underwriting” con personas jurídicas del sector público, del sector privado y con fondos colectivos;
5. Dar asesoría e información en materia de intermediación de valores, finanzas y valores, estructuración de fondos de valores, adquisiciones, fusiones, escisiones u otras operaciones en el mercado de valores, promover fuentes de financiamiento, para personas naturales o jurídicas y entidades del sector público. Cuando la asesoría implique la estructuración o reestructuración accionaria de la empresa a la cual se la está proporcionando, la Casa de Valore podrá adquirir acciones de la misma, para su propio portafolio, aunque, dichas acciones no estuvieren inscritas en

el registro de mercado de valores. El plazo para mantener estas inversiones será determinado mediante norma de carácter general emitida para el efecto por el C.N.V.;

6. Explotar su tecnología, sus servicios de información y procesamiento de datos y otros relacionados con su actividad;
7. Anticipar fondos de sus recursos a sus comitentes, para ejecutar ordenes de compra de valores de registro inscritos en el Registro del Mercado de Valores, debiendo retener en garantía tales valores hasta la reposición de los fondos y dentro de los límites y plazos que establezcan las normas que para el efecto expedirá el C.N.V.;
8. Ser accionista o miembro de instituciones reguladas por ésta ley, con exención de otras Casas de Valores, Administradoras de Fondos y Fideicomisos, Compañías Calificadoras de Riesgo, Auditores Externos, del grupo empresarial o financiero a que pertenece la Casa de Valores y sus empresas vinculadas.
9. Efectuar actividades de estabilización de precios únicamente durante la oferta pública primaria de valores, de acuerdo con las normas de carácter general que expida el C.N.V.;
10. Realizar operaciones de Reporto Bursátil de acuerdo con las normas que expedirá el C.N.V.;
11. Realizar actividades de “market-maker” (hacedor del mercado), con acciones inscritas en Bolsa bajo las condiciones establecidas por el C.N.V., entre las que deberán constar patrimonio mínimo, endeudamiento, posición, entre otros; y,
12. Las demás actividades que autorice el C.N.V. en consideración de un adecuado desarrollo del mercado en base del carácter complementario que estas tengan en relación con su actividad principal.

## **MIEMBROS DE LA BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL**

- Agrovalores S.A. Casa de Valores
- Andino Capital Markets Andivalores S.A.
- Avilés S.A. Casa de Valores
- Banrío S.A. Casa de Valores
- Casa Real S.A. Real Casa de Valores de Guayaquil
- Cavaltiec S.A. Casa de Valores Tecfinsa
- Cofivalores S.A. Casa de Valores
- Contivalores S.A. Casa de Valores Continental
- Corpaval S.A. Casa de Valores Corporación Andina
- Ecuadealer S.A. Casa de Valores
- Filan Casa de Valores S.A.
- Finecvalores S.A. Casa de Valores
- Finver S.A. Casa de Valores Finanzas e Inversiones
- Investunion S.A. Casa de Valores
- Inviser S.A. Casa de Valores
- Ladupontsa Casa de Valores Ladupont S.A.
- Mervalores S.A. Casa de Valores
- Multivalores BG S.A. Casa de Valores
- Picaval Pichincha Casa de Valores S.A.
- Previbursátil S.A. Casa de Valores
- Prime Casa de Valores S.A.
- Produvalores Casa de Valores S.A.
- R&H Asociados, Casa de Valores

- Sibursa Casa de Valores S.A.
- Sicoval S.A. Casa de Valores
- Transbursátil S.A. Casa de Valores
- Valortransa S.A. Casa de Valores Transamericana
- Valpacífico S.A. Casa de Valores del Pacífico

## ANEXO # 11

### ENCUESTA

Por medio de la presente encuesta, lo saludamos muy cordialmente. Somos estudiantes que estamos realizando nuestra tesis para la obtención de nuestro título y necesitamos conocer la experiencia que ha tenido al emitir obligaciones, la empresa que usted representa. Toda la información proporcionada en la encuesta será tratada con la más absoluta confidencialidad.

#### 1. ¿Qué razones determinaron la utilización de la emisión de obligaciones?

Dotación de Capital de Trabajo  Reestructuración de Pasivos

Financiar planes de crecimiento  Expansión Regional

Financiar Activos

Otras \_\_\_\_\_

#### 2. Identifique, en la escala del 1 al 7, las ventajas a favor de la emisión de obligaciones, según el orden de importancia para la empresa, siendo el 1 el de mayor importancia y el 7 de menor importancia.

- Costo Financiero Bajo
- Se coloca en forma total o parcial
- Emitida en distintas monedas
- Amortizar el capital y pagar intereses según convenga al emisor y lo permitan las condiciones del mercado (altamente flexibles)
- Mecanismo de captación directa de recursos frescos (Desintermediación Financiera)
- Endeuda a la empresa a niveles bajo la tasa activa referencial
- Puede ser revolvente y emitirse muchas veces en el futuro

Otros \_\_\_\_\_

#### 3. En su contenido, cuáles fueron los resultados favorables más relevantes que obtuvo su empresa con la emisión.

.....  
.....  
.....

4. En el proceso de emisión de obligaciones, ¿Qué clase de dificultades experimentó?

- Trámite engorroso                       Escaso profesionalismo del asesor  
 Demasiado tiempo                       Pésimo servicio de postventa

Otras \_\_\_\_\_

5. Considera usted que existe suficiente información en el mercado acerca de las ventajas de la Emisión de Obligaciones.

- Si                       No

¿Por qué?

.....  
.....  
.....

6. Conoce acerca de la eliminación de la exención tributaria.

- Si                       No

Si su respuesta es si, ¿Qué opinión le merece?

.....  
.....

7. En su opinión, ¿qué mecanismos de financiamiento o reestructuración de pasivos son más convenientes para su empresa?. Enumere los tres principales en orden de prioridad, e incluya si corresponde la emisión de obligaciones.

.....  
.....

**TABLA # 1: CARACTERÍSTICAS DE TÍTULOS VALORES DE RENTA FIJA (SECTOR PRIVADO)**

	<b>Aceptaciones Bancarias</b>	<b>Aval Bancario</b>	<b>Bonos de Prenda</b>	<b>Cédulas Hipotecarias</b>	<b>Certif. de Arrendamiento Mercantil</b>	<b>Certif. de Arrend. Mercantil Inmobiliario</b>	<b>Certificado de Depósitos a Plazo</b>
<b>Emisor</b>	Bancos y Sociedades Financieras.	Bancos y Sociedades Financieras.	Bancos y Sociedades Financieras.	Bancos y Sociedades Financieras.	Compañías de Arrendamiento Mercantil.	Compañías de Arrendamiento Mercantil.	Bancos y sociedades financieras.
<b>Moneda</b>	Sucres y dólares americanos	Sucres y dólares americanos	Sucres, dólares y UVC's	Sucres, dólares y UVC's	Sucres	Sucres	Sucres y dólares americanos.
<b>Garantía</b>			Los bienes constituidos en Prenda que afianzan los préstamos correspondiente a la respectiva emisión.	Capital y Reservas del Banco y por el conjunto de los predios hipotecados a favor del banco.	Tasa de interés de libre contratación y podrá ser reajutable. Los intereses pueden devengarse al vencimiento, por períodos vencidos, iguales y sucesivos, libremente pactados.	Tasa de interés de libre contratación y podrá ser reajutable. Los intereses pueden devengarse al vencimiento, por períodos vencidos, iguales y sucesivos, libremente pactados.	Tasa de interés pactada. Generalmente el pago de intereses se realiza a su vencimiento, pueden pagarse por períodos vencidos.
<b>Rendimiento</b>	En función de la tasa anual simple determinada por el descuento entre el valor al vencimiento y el valor negociado	En función de la tasa anual simple determinada por el descuento entre el valor al vencimiento y el valor negociado	Tasa de interés de libre contratación.	Tasa de interés de libre contratación.			
<b>Rendimiento de mercado</b>			Pueden ser negociados a la Par, con descuento o con premio.	Pueden ser negociados a la Par, con descuento o con premio.	En función de la tasa anual simple determinada por el descuento entre el valor al vencimiento y el valor negociable.	En función de la tasa anual simple determinada por el descuento entre el valor al vencimiento y el valor negociable.	En función de la tasa más simple determinada por el valor al vencimiento y el valor negociable.
<b>Amortización</b>	Vencimiento	Vencimiento	Se pagará por dividendos periódicos vencidos.	Dentro del plazo estipulado, por sorteos semanales. <sup>1</sup>	Al vencimiento.	Al vencimiento.	Al vencimiento.
<b>Plazo</b>	A corto plazo	A corto plazo	Hasta cinco años	Hasta 50 años.	Se expedirán a plazos no inferiores a 30 días.	Los plazos no pueden ser inferiores a 1 año.	Entre 30 días y 1 año.

<sup>1</sup> Existen Bonos Hipotecarios libres de sorteo

## CARACTERÍSTICAS DE TÍTULOS VALORES DE RENTA FIJA (SECTOR PRIVADO)

	Certificados de depósitos a la Vista	Letras de Cambio	Pagaré Bancario	Obligaciones y Obligaciones convertibles en Acciones	Obligaciones especiales o Papel comercial	Valores emitidos por procesos de titularización
<b>Emisor</b>	Bancos	Bancos y sociedades financieras	Bancos y sociedades financieras	Cía. Anónoma, Cía de responsabilidad limitada, cías en comandita por acciones y de economía mixta. Del sector público pueden emitir la CFN y demás empresas, sociedades o entidades financieras en las que participa el Estado y están bajo control de la Superintendencia de Bancos o Cías.	Cías inscritas en el registro del mercado de valores.	Instituciones financiera y cías de titularización autorizadas para actuar como fiduciarios de fideicomisos mercantiles.
<b>Activo Suceptible a Titularizar</b>						Valores representativos de deuda pública. Valores inscritos en el Registro del mercado de valores. Cartera de crédito. Activos y proyectos inmobiliarios. Activos y proyectos suceptibles de generar flujos futuros determinables con base en estadísticas de los últimos 3 años o en proyecciones de por lo menos tres años consecutivos.
<b>Garantía</b>				General: Todo el patrimonio o bienes del emisor que no estén afectados por una garantía específica. Específica: Una prenda, hipoteca, o fianza.		
<b>Moneda</b>	Sucres y dólares americanos.	Sucres y dólares americanos.	Sucres, dólares americanos y UVC.	Sucres, dólares americanos y UVC.	Sucres y dólares americanos.	
<b>Rendimiento</b>	Tasa de interés pactada. Generalmente el pago de intereses se realiza a su vencimiento, pueden pagarse por períodos vencidos.	En función de la tasa anual simple determinada por el descuento entre el valor al vencimiento y el valor negociable.	En función de la tasa de interés fija o reajutable.	La tasa de interés puede ser de libre contratación, fija o reajutable. Para el caso de obligaciones cero cupón el rendimiento está en función de la tasa anual simple determinada por el descuento entre el valor al vencimiento y el valor negociable.	En función del descuento sobre el valor nominal del documento y de la tasa de interés pactada.	
<b>Rendimiento de Mercado</b>	En función de la tasa más simple determinada por el valor al vencimiento y el valor negociable.		En función de la tasa vencida determinada por el descuento entre el valor al vencimiento y el valor negociado.	Puede negociarse a la Par, con descuento o con premio.		
<b>Amortización</b>	Al vencimiento.	Al vencimiento	Al vencimiento o con vencimientos sucesivos <sup>2</sup> .	Se redimirán al vencimiento del plazo o anticipadamente mediante sorteo o cualquier otro sistema. En estos dos últimos casos el procedimiento constará en la escritura de la emisión.	Al vencimiento.	
<b>Plazo</b>	Menor a 30 días	A corto plazo	A corto plazo	Corto, Mediano y Largo Plazo. Las emisiones en UVC tendrán un plazo mínimo de 365 días.	Menor a 360 días.	Largo plazo

<sup>2</sup> En el caso del pagaré con vencimientos sucesivos, la gestión de cobro de la amortización se realiza ante el deudor del pagaré. Si el papel es avalado se convierte en aval, por lo tanto, la gestión de cobro se realizará ante el avalista o deudor indistintamente. Se respetará la estructura de amortización.

**TABLA # 2**

**CARACTERÍSTICAS DE LOS TÍTULOS VALORES DE RENTA FIJA (SECTOR PÚBLICO)**

	<b>Bonos de Conversión de deuda externa</b>	<b>Bonos de Estabilización Monetaria</b>	<b>Bonos del Estado</b>	<b>Certificados de tesorería</b>	<b>Notas de crédito tributables</b>	<b>Bonos de Fomento</b>
<b>Entidad Emisora</b>	Banco Central del Ecuador	Banco Central del Ecuador	Son emitidos por el gobierno central a través del Ministerio de Finanzas.	El Estado, a través del Ministerio de Finanzas y Crédito Público.	Ministerio de Finanzas	Banco Nacional de Fomento.
<b>Garantía</b>						Capital pagado, reservas y conjunto de préstamos vigentes otorgados con el mecanismo de fomento.
<b>Moneda</b>	Dólares	Sucres	Sucres, dólares y UVC	Sucres y dolares	Sucres	Sucres, dólares y UVC
<b>Rendimiento</b>	Interés de acuerdo a la tasa Libor pagaderos semestralmente.	En función de la tasa anual simple determinada por el descuento entre el valor al vencimiento y el valor negociable.	Determinado por la tasa de interés fija o reajutable. Los emitidos en dólares americanos deben devengar un interés de la tasa Libor o Prime, según lo establezca el respectivo decreto de emisión.	En función de la tasa anual simple determinada por el descuento entre el valor al vencimiento y el valor negociable.	A base del premio o descuento con el cual es negociable.	La tasa de interés se acordará según disposiciones de la Junta Monetaria.
<b>Rendimiento del Mercado</b>	Pueden ser negociados a la Par, con descuento o con Premio.		Pueden ser negociados a la Par con descuento o con Premio.			Pueden ser negociados a la Par con descuento o con Premio.
<b>Amortización</b>	Al vencimiento.	A su vencimiento son redimidos a la Par en las oficinas del Banco Central del Ecuador.	El pago del valor nominal del bono se hará a la fecha de vencimiento o cuando resultare sorteado. La amortización como la redención de los bonos podrá ser realizada de manera periódica. Se fijará en cada emisión	Al vencimiento.		Al vencimiento.
<b>Plazo</b>	De 1 a 5 años.	De 90, 180 y 360 días.	Serán establecido en el respectivo decreto ejecutivo de emisión.	A 91, 182 y 357 días	No tienen plazo de vencimiento.	Entre 5 y 10 años.
<b>Valor Nominal</b>		Según lo determina el Banco Central.				

**Fuente:** Bolsa de Valores de Guayaquil

**Elaboración:** Natalia Figueroa y Janina Valencia

## CARACTERÍSTICAS DE LOS TÍTULOS VALORES DE RENTA FIJA (SECTOR PÚBLICO)

	<b>BONOS BRADY</b>			
	<b>Par Bonds</b>	<b>Past Due Interest Bond</b>	<b>Interest Ecuallization Bonds</b>	<b>Discount Bonds</b>
<b>Entidad Emisora</b>	Ministerios de Finanzas a nombre de la República del Ecuador.	Ministerio de Finanzas a nombre de la República del Ecuador.	Ministerio de Finanzas a nombre de la República del Ecuador.	Ministerio de Finanzas a nombre de la República del Ecuador.
<b>Agente Pagador</b>	Chase Manhattan Bank	Chase Manhattan Bank	Chase Manhattan Bank	Chase Manhattan Bank
<b>Garantía</b>	El principal garantizado en total por Bonos cero-cupón del Tesoro de EEUU. Los poseedores del Par Bond no tendrá recurso a la garantía del principal pertinente antes del vencimiento de los Bonos.	Sin garantía	Sin garantía	El principal garantizado en total por Bonos cero-cupón del Tesoro de EEUU. Los poseedores del Discount Bond no tendrán recurso a la garantía del principal pertinente antes del vencimiento de los Bonos.
<b>Moneda</b>	US Dólares	US Dólares	US Dólares	US Dólares
<b>Fecha de Emisión</b>	28 de Febrero 1995	28 de Febrero 1995	21 de Diciembre de 1994	28 de Febrero de 1995
<b>Plazo</b>	30 años	20 años	10 años	30 años
<b>Rendimiento</b>	Tasa de interés fija, 3.25% hasta 2/97, 3.50% hasta 2/99, 4% hasta 12/01, 4.5% hasta 2/03 y 5% hasta 2/25.	Tasa de interés flotante, Libor (6 meses) + 0.8125% (durante los primeros 6 años Ecuador tendrá la opción de capitalizar parte del cupón cuando la tasa Libor esté por encima de cierto niveles)	Tasa de Interés Flotante, Libor (6meses) + 0.8125%.	Tasa de Interés Flotante, Libor (6meses) + 0.8125%.
<b>Rendimiento del Mercado</b>	Puede negociarse a la par, premio o descuento. Generalmente con este último	Puede negociarse a la par, premio o descuento. Generalmente con este último	Puede negociarse a la par, premio o descuento. Generalmente con este último	Puede negociarse a la par, premio o descuento. Generalmente con este último
<b>Amortización</b>	Al vencimiento	Semestral, a partir del 28 de Febrero del 2005.	Semestral	Al vencimiento.

**Fuente:** Bolsa de Valores de Guayaquil

**Elaboración:** Natalia Figueroa y Janina Valencia

<b>CRITERIOS DE DECISION DE FINANCIAMIENTO</b>			
	<b>CREDITO BANCARIO</b>	<b>OBLIGACIONES</b>	<b>ACCIONES</b>
<b>Costo financiero:</b>	Mercado	Inferior a mercado	Superior a mercado
<b>Impuestos:</b>	2.60%	No	No
<b>Presión en flujos:</b>	Fuerte	Fuerte	Muy Baja
<b>Apalancamiento:</b>	Aumenta	Aumenta	Disminuye
<b>Manejo Tributario:</b>	Intereses: gasto deducible	Intereses: gasto deducible, ingreso exento	50% de la emisión: crédito tributario inversión deducible e ingreso exento.
<b>Control:</b>	Ninguna	Ninguna pero depende si es convertible, pública	Si es $\geq 50$ , ninguna si son preferidas, pública
<b>Exposición de información:</b>	Ninguna	Pública	Pública
<b>Rapidez de implementación:</b>	Inmediata	2-3 meses	3-6 meses
<b>Desarrollo del mercado inversionista:</b>	Elevado	En crecimiento, pero con preferencia al corto plazo.	Naciente y con preferencia al sector financiero.

<b>VENTAJAS</b>		
<<Menor costo		Mayor costo>>
<b>OBLIGACIONES</b>	<b>ACCIONES</b>	<b>PRESTAMOS</b>
Exentos del pago de impuestos de registro y a sus adicionales, incluyendo la constitución de garantías reales por los valores a emitir.	Exentos del pago de impuesto de registro y a sus adicionales, incluyendo la constitución de garantías reales por los valores a emitir.	No hay apertura de la empresa.
-	Mejora capacidad de endeudamiento. Reduce el índice de apalancamiento.	Tiempo
Largo plazo que no se puede conseguir en préstamos bancarios.	Bajo costo	No son necesarias las exigencias a cumplir en el caso de una emisión.
Permite ajustar los flujos de efectivo a los requerimientos específicos de la empresa.	Mejora la valoración de la empresa por parte del mercado de valores.	El pago de intereses de la deuda se considera como un coste y se resta del beneficio imponible.
-	Las compañías se financian sin alterar el flujo de caja amortizando los préstamos. Reducción de los caros financieros por el concepto de préstamos bancarios.	-
Costo menor que crédito bancario.	Menor impacto en el flujo de caja de la empresa.	-

<b>DESVENTAJAS</b>		
<b>&lt;&lt;Menor costo</b>		<b>Mayor costo&gt;&gt;</b>
<b>OBLIGACIONES</b>	<b>ACCIONES</b>	<b>PRÉSTAMOS</b>
Sujeto a la percepción del mercado.	Tiempo de emisión mínimo de 3 meses.	Costo
Mercado ecuatoriano tiene un piso de 1000 millones de sucres	Se fragmenta el capital entre muchos inversionistas, sin exponer el control sobre la empresa.	Pago de prima/descuento
Para poder realizar una emisión debe cumplir ciertos requisitos	Para poder realizar una emisión debe cumplir ciertos requisitos.	-
-	Los dividendos se pagan con el beneficio después de impuestos.	-

**TABLA # 3**

**EMPRESAS QUE EMITIERON OBLIGACIONES EN EL SECTOR MANUFACTURERO**

<b>22 EMPRESAS</b>				<b>Monto</b>	
	<b>Industria manufacturera</b>	<b>Año</b>	<b>Millones S/.</b>	<b>Dólares</b>	<b>UVC</b>
1	ACEROPAXI	1997	8,000.00		
2	ADELCA ACERIA DEL ECUADOR CA	1997		19,000,000.00	
3	AGA S. A.	1997	4,000.00		
4	CARTOPEL S.A.	1994	6,300.00	3,000,000.00	
5	CEDAL S.A.	1998	10,000.00		
6	CEGAL SA	1994	1,000.00		
7	ECUAPEL S.A.	1994	10,700.00		
8	ECUASAL S.A	1996	3,000.00		
9	EL UNIVERSO SA	1994	5,000.00		
	EL UNIVERSO SA	1997	15,000.00	1,500,000.00	
10	ELECTROCABLES S.A.	1995	2,500.00		
	ELECTROCABLES S.A.	1997	6,000.00		
11	ELECTRODOMESTICO PIPSA	1994	1,600.00		
12	EMBOTELLADORA DE BEBIDAS	1994	2,200.00		
13	ENSA	1995	2,700.00		
14	ERCO S.A .	1995	10,000.00		
15	LIFE S.A.	1995	4,000.00		
	LIFE S. A.	1997	3,000.00		
16	MEPANDINA SA	1994		680,000.00	
17	MIMO S.A.	1997	6,000.00		
18	PINTURAS CONDOR S.A.	1994	6,000.00		
	PINTURAS CONDOR S.A.	1996	10,000.00		
19	PINTURAS ECUATORIANAS S.A.	1996	3,000.00		
20	PLASTIEMPAQUES SA	1994	2,400.00		
21	SONAPAL	1995	4,000.00		
22	SUPÁN S.A.	1996	2,000.00		
<b>TOTAL</b>			<b>128,400.00</b>	<b>24,180,000.00</b>	<b>-</b>

FUENTE: Bolsa de Valores de Guayaquil

ELABORACION: Natalia Figueroa y Janina Valencia

S.A. = Sociedad Anónima

TABLA #4

EMPRESAS QUE EMITIERON OBLIGACIONES EN EL SECTOR FINANCIERO  
Y DE SERVICIOS A EMPRESAS

29 EMPRESAS			Monto		
	Establ. Financieros y serv. Prestac	Año	Millones S/.	Dólares	UVC
1	AMERAFIN S.A.	1996	15,000.00		
2	BANCO AMAZONAS	1996	15,000.00		
3	BANCO ASERVAL SA	1996	40,000.00		
4	BANCO BOLIVARIANO	1997	40,000.00	10,000,000.00	
5	BANCO DEL PACÍFICO SA	1996	100,000.00		
6	BANCO DEL PICHINCHA	1995	100,000.00		1,860,000.00
	BANCO DEL PICHINCHA	1996	370,000.00		1,492,000.00
7	BANCO DEL PROGRESO SA	1995	10,000.00		
	BANCO DEL PROGRESO SA	1996	180,000.00		
	BANCO DEL PROGRESO SA	1997	400,000.00		
8	BANCO FINANCORP	1997	10,000.00	2,500,000.00	100,000.00
9	BANCO FINEC SA	1994	3,500.00		
	BANCO FINEC SA	1997	8,000.00	2,500,000.00	
10	BANCO GUAYAQUIL	1995	60,000.00	10,000,000.00	2,000,000.00
	BANCO GUAYAQUIL	1997	150,000.00	40,000,000.00	
	BANCO GUAYAQUIL	1997		10,000,000.00	
11	BANCO INVESPLAN SA	1994	9,000.00		
	BANCO INVESPLAN SA	1995	8,000.00		
	BANCO INVESPLAN SA	1996	10,000.00	2,100,000.00	1,000,000.00
12	BANCO LA PREVISORA	1997		15,000,000.00	
13	BANCO POPULAR	1995	50,000.00		
	BANCO POPULAR	1996		40,000,000.00	
	BANCO POPULAR	1996	100,000.00		
14	BANCO TUNGURAHUA	1997	17,000.00	4,000,000.00	
15	CORPORACIÓN ALBORADA	1994			1,000,000.00
16	CORPORACION MULTI BG	1995	2,500.00	9,000,000.00	
	CORPORACION MULTI BG	1997		15,000,000.00	
17	EMCONSORCIO S.A.	1997		3,000,000.00	
18	FILAN CASA DE VALORES S.A.	1995	5,000.00		
19	FILANBANCO SA	1995	80,000.00		800,000.00
	FILANBANCO SA	1996	60,000.00	25,000,000.00	
20	FILANLEASING	1994	20,000.00		
22	FINVERLEASING	1995	5,000.00	2,500,000.00	
23	INTEROC SA	1997	4,500.00		
24	LEASING DE PACÍFICO	1994	21,000.00		
	LEASING DE PACÍFICO	1995	25,000.00		
25	MASTERCARD S.A.	1994	26,000.00		
	MASTERCARD S.A.	1995	45,000.00		
	MASTERCARD S.A.	1996	60,000.00		
26	PRODUBANCO SA	1997	100,000.00		
27	PRODULEASING	1996	6,000.00		
28	S.F. HEMISFERIO S.A.	1996	5,000.00		
29	UNIVENSA S.A.	1996	4,000.00		
<b>TOTAL</b>			<b>2,164,500.00</b>	<b>190,600,000.00</b>	<b>8,252,000.00</b>

FUENTE: Bolsa de Valores de Guayaquil

ELABORACION: Natalia Figueroa y Janina Valencia  
S.A. = Sociedad Anónima

**TABLA # 5**

**EMPRESAS QUE EMITIERON OBLIGACIONES EN EL SECTOR DE LA  
CONSTRUCCION Y DE BIENES INMUEBLES**

<b>6 EMPRESAS</b>				<b>Monto</b>	
	<b>Construcción, Bienes Inmuebles</b>	<b>Año</b>	<b>Millones S/.</b>	<b>Dólares</b>	<b>UVC</b>
1	COMODITICORP	1995		2,000,000.00	
2	CONS. INM. ARGOS S.A.	1996	10,000.00		
3	EQUIDOR SA	1994	2,850.00		
	EQUIDOR SA	1996	3,000.00		
4	HORMIGONES PRECÓN S.A.	1994	1,700.00		
	HORMIGONES PRECÓN S.A.	1996	2,000.00		
5	PROANDI	1995	20,000.00		
6	UNIPROFIT S.A.	1996	4,250.00	1,650,000.00	
	<b>TOTAL</b>		<b>19,550.00</b>	<b>2,000,000.00</b>	<b>-</b>

FUENTE: Bolsa de Valores de Guayaquil

ELABORACION: Natalia Figueroa y Janina Valencia

S.A. = Sociedad Anónima

**TABLA # 6**

**EMPRESAS QUE EMITIERON OBLIGACIONES EN EL SECTOR DEL  
COMERCIO AL POR MAYOR Y MENOR, RESTAURANTES Y HOTELES**

<b>12 EMPRESAS</b>				Monto	
	Comercio por mayor, menor, restauran	Año	Millones S/.	Dólares	UVC
1	ALM. DE PRATI	1994	1,500.00		
	ALM. DE PRATI	1994	1,500.00		
2	ARTEFACTA	1995	1,000.00		
	ARTEFACTA	1995	3,000.00		
	ARTEFACTA	1995	5,000.00		
	ARTEFACTA	1996	10,000.00		
3	AUTOMOTORES Y ANEXOS S. A.	1997	4,000.00	1,500,000.00	
4	CASABACA	1995	12,000.00		
	CASABACA	1997	3,000.00	2,500,000.00	
5	CEPSA SA	1994	3,000.00		
	CEPSA SA	1995	3,000.00		
	CEPSA SA	1996	3,000.00		
6	COMERCIAL KYWI SA	1996	4,000.00		
7	DISTRIBUIDORA ROCSA	1997	3,000.00		
8	IMP. INDUST. AGRIC IIASA	1994	6,000.00		
9	IMPORTADORA EL ROSADO C LTDA	1994	5,000.00		
10	MACOSA SA	1997		2,500,000.00	
11	MARRIOT SA	1995	1,500.00	750,000.00	
	MARRIOT SA	1997	3,000.00	370,000.00	
12	VIAJES GALEXPLO	1995	3,300.00		
<b>TOTAL</b>			<b>75,800.00</b>	<b>7,620,000.00</b>	<b>-</b>

FUENTE: Bolsa de Valores de Guayaquil

ELABORACION: Natalia Figueroa y Janina Valencia

S.A. = Sociedad Anónima

C. LTDA.= Compañía Limitada

**TABLA # 7**

**EMPRESAS QUE EMITIERON OBLIGACIONES EN EL SECTOR DEL  
TRANSPORTE, ALMACENAMIENTO Y COMUNICACIÓN**

<b>3 EMPRESAS</b>				Monto	
	<b>TRANS., ALMACEN. Y COMU</b>	<b>Año</b>	<b>Millones S/.</b>	<b>Dólares</b>	<b>UVC</b>
1	ALMAGRO	1994	3,000.00		
	ALMAGRO	1995			530,000.00
2	MEGAMARCAS SA	1998	15,000.00		
3	OTECEL S.A. CELULAR POWER	1995		2,000,000.00	
<b>TOTAL</b>			<b>18,000.00</b>	<b>2,000,000.00</b>	<b>530,000.00</b>

FUENTE: Bolsa de Valores de Guayaquil

ELABORACION: Natalia Figueroa y Janina Valencia

S.A. = Sociedad Anónima

**TABLA # 8**

**EMPRESAS QUE EMITIERON OBLIGACIONES EN EL SECTOR DE LA  
AGRICULTURA, SELVICULTURA, CAZA Y PESCA**

<b>4 EMPRESAS</b>				Monto	
	<b>AGRICUL., CAZA, SELVICUL.</b>	<b>Año</b>	<b>Millones S/.</b>	<b>Dólares</b>	<b>UVC</b>
1	HICO DEL MAR S.A. (HICOMAR)	1995	2,500.00		
2	IND. PESQUERA JAMBELÍ S.A.	1995	8,750.00		
3	PESQUEROS UNIDOS	1994		2,400,000.00	
4	PROCUTÓN	1995	3,000.00		
<b>TOTAL</b>			<b>14,250.00</b>	<b>2,400,000.00</b>	<b>-</b>

FUENTE: Bolsa de Valores de Guayaquil

ELABORACION: Natalia Figueroa y Janina Valencia

S.A. = Sociedad Anónima

**TABLA # 9**

**EMPRESAS QUE EMITIERON OBLIGACIONES EN EL AÑO 1994**

	NOMBRE DE LA EMPRESA	MILLONES S/.	MONTO	
			DOLARES	UVC'S
1	ALM. DE PRATI	3,000.00		
2	ALMAGRO	3,000.00		
3	BANCO FINEC SA	3,500.00		
4	BANCO INVESPLAN	9,000.00		
5	CARTOPEL	6,300.00	3,000,000.00	
6	CEGAL SA	1,000.00		
7	CEPSA SA	3,000.00		
8	CORPORACIÓN ALBORADA			1,000,000.00
9	ECUAPEL SA	10,700.00		
10	EL UNIVERSO	5,000.00		
11	ELECTRODOMESTICO PIPSA	1,600.00		
12	EMBOTELLADORA DE BEBIDAS	2,200.00		
13	EQUIDOR SA	2,850.00		
14	FILANLEASING	20,000.00		
15	HORMIGONES PRECÓN	1,700.00		
16	IIASA	6,000.00		
17	IMP. EL ROSADO	5,000.00		
18	LEASING DE PACÍFICO	21,000.00		
19	MASTERCARD S.A.	26,000.00		
20	MEPANDINA SA		680,000.00	
21	NUTRANSA		650,000.00	
22	PESQUEROS UNIDOS		2,400,000.00	
23	PINTURAS CONDOR	6,000.00		
24	PLASTIEMPAQUES	2,400.00		
25	SOLUBEL		6,000,000.00	
	<b>TOTAL</b>	139,250.00	12,730,000.00	1,000,000.00

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil

Elaboración: Natalia Figueroa y Janina Valencia

**TABLA # 10**

**EMPRESAS QUE EMITIERON OBLIGACIONES EN EL AÑO 1995**

	NOMBRE DE LA EMPRESA	MILLONES S/.	MONTO	
			DOLARES	UVC'S
1	ALMAGRO			530,000.00
2	ARTEFACTA	9,000.00		
3	BANCO DEL PICHINCHA	100,000.00		1,860,000.00
4	BANCO DEL PROGRESO SA	10,000.00		
5	BANCO GUAYAQUIL	60,000.00	10,000,000.00	2,000,000.00
6	BANCO INVESPLAN SA	8,000.00		
7	BANCO POPULAR	50,000.00		
8	CAMPOSA	2,700.00		
9	CASABACA	12,000.00		
10	CEPSA SA	3,000.00		
11	COMODITICORP		2,000,000.00	
12	CORPORACION MULTI BG	2,500.00	9,000,000.00	
13	ELECTROCABLES C.A.	2,500.00		
14	ENSA	2,700.00		
15	ERCO S.A .	10,000.00		
16	FILAN CASA DE VALORES S.A.	5,000.00		
17	FILANBANCO SA	80,000.00		800,000.00
19	FINVERLEASING	5,000.00	2,500,000.00	
20	HICO DEL MAR C.A. (HICOMAR)	2,500.00		
21	IND. PESQUERA JAMBELÍ CA	8,750.00		
22	LEASING DE PACÍFICO	25,000.00		
23	LIFE S. A.	4,000.00		
24	MARRIOT SA	1,500.00	750,000.00	
25	MASTERCARD S.A.	45,000.00		
26	OTECEL S.A. CELULAR POWER		2,000,000.00	
27	PROANDI	20,000.00		
28	PROCUTÓN	3,000.00		
29	SONAPAL	4,000.00		
30	VIAJES GALEXPOR	3,300.00		
	<b>TOTAL</b>	<b>479,450.00</b>	<b>26,250,000.00</b>	<b>5,190,000.00</b>

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil

Elaboración: Natalia Figueroa y Janina Valencia

**TABLA # 11**

**EMPRESAS QUE EMITIERON OBLIGACIONES EN EL AÑO 1996**

	NOMBRE DE LA EMPRESA	MONTO		
		MILLONES S/.	DOLARES	UVC'S
1	AMERAFIN S.A.	15,000.00		
2	ARTEFACTA	10,000.00		
3	BANCO AMAZONAS	15,000.00		
4	BANCO ASERVAL SA	40,000.00		
5	BANCO DEL PACÍFICO	100,000.00		
6	BANCO DEL PICHINCHA	370,000.00		1,492,000.00
7	BANCO DEL PROGRESO SA	180,000.00		
8	BANCO INVESPLAN SA	10,000.00	2,100,000.00	1,000,000.00
9	BANCO POPULAR	100,000.00	40,000,000.00	
10	CEPSA SA	3,000.00		
11	COMERCIAL KYWI	4,000.00		
12	CONS. INM. ARGOS C.A.	10,000.00		
13	ECUASAL S.A	3,000.00		
14	EQUIDOR SA	3,000.00		
15	FILANBANCO SA	60,000.00	25,000,000.00	
16	HORMIGONES PRECÓN S.A.	2,000.00		
17	MASTERCARD S.A.	60,000.00		
18	PINTURAS CONDOR S.A.	10,000.00		
19	PINTURAS ECUATORIANAS S.A. PINTEC	3,000.00		
20	PRODULEASING	6,000.00		
21	S.F. HEMISFERIO S.A.	5,000.00		
22	SUPÁN S.A.	2,000.00		
23	UNIPROFIT S.A.	4,250.00	1,650,000.00	
24	UNIVENSA S.A.	4,000.00		
	<b>TOTAL</b>	<b>1,019,250.00</b>	<b>68,750,000.00</b>	<b>2,492,000.00</b>

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil

Elaboración: Natalia Figueroa y Janina Valencia

**TABLA # 12**

**EMPRESAS QUE EMITIERON OBLIGACIONES EN EL AÑO 1997**

	NOMBRE DE LA EMPRESA	MONTO		
		MILLONES S/.	DOLARES	UVC'S
	ACEROPAXI	8,000.00		
1	ADELCA ACERIA DEL ECUADOR C.A.		19,000,000.00	
2	AGA SA	4,000.00		
3	AUTOMOTORES Y ANEXOS S. A. AYASA	4,000.00	1,500,000.00	
4	BANCO BOLIVARIANO	40,000.00	10,000,000.00	
5	BANCO DEL PROGRESO SA	400,000.00		
6	BANCO FINANCORP	10,000.00	2,500,000.00	100,000.00
7	BANCO FINEC SA	8,000.00	2,500,000.00	
8	BANCO GUAYAQUIL	150,000.00	50,000,000.00	
9	BANCO LA PREVISORA		15,000,000.00	
10	BANCO TUNGURAHUA	17,000.00	4,000,000.00	
11	CALOX ECUATORIANA SA	5,000.00		
12	CASABACA	3,000.00	2,500,000.00	
13	CORPORACION MULTI BG		15,000,000.00	
14	DISTRIBUIDORA ROCSA	3,000.00		
15	EL UNIVERSO	15,000.00	1,500,000.00	
16	ELECTROCABLES C.A.	6,000.00		
17	EMCONSORCIO S.A		3,000,000.00	
18	INTEROC SA	4,500.00		
19	LIFE S. A.	3,000.00		
20	MACOSA SA		2,500,000.00	
21	MARRIOT SA	3,000.00	370,000.00	
22	MIMO S.A.	6,000.00		
23	PRODUBANCO SA	100,000.00		
25	ROCSA	3,000.00		
26	RESINAS ANDINAS S.A. RESINSA	3,000.00		
	<b>TOTAL</b>	<b>795,500.00</b>	<b>129,370,000.00</b>	<b>100,000.00</b>

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil

Elaboración: Natalia Figueroa y Janina Valencia

TABLA # 13

**EMPRESAS QUE EMITIERON OBLIGACIONES EN ENERO 1998**

		<b>MONTO</b>		
	<b>NOMBRE DE LA EMPRESA</b>	<b>MILLONES S/.</b>	<b>DOLARES</b>	<b>UVC'S</b>
1	CEDAL S.A.	10,000.00		
2	MEGAMARCAS S.A.	15,000.00		
	<b>TOTAL</b>	25,000.00	-	-

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil

Elaboración: Natalia Figueroa y Janina Valencia

TABLA # 14

**Costos de las Obligaciones en (Suces) Emitidas por las Empresas  
en el periodo de Enero de 1994 a Enero de 1998**

#	NOMBRE DE LA EMPRESA	Fecha de*	Tasa**	TAR***	TAR +	Ahorro (4 - 2)
		Negociación 1	(Obligaciones) 2	3	2.6% **** 4	
1	ALM. DE PRATI	24-Mar-94	32.10%	35.98%	38.58%	6.48%
2	PINTURAS CONDOR	9-Oct-94	34.02%	40.02%	42.62%	8.60%
3	ELECTRODOMESTICO PIPS/	30-Nov-94	27.00%	44.88%	47.48%	20.48%
4	EL UNIVERSO	29-Dec-94	44.55%	49.50%	52.10%	7.55%
5	FILANBANCO SA	16-Jun-95	38.11%	48.37%	50.97%	12.86%
6	MARRIOT SA	19-Jul-95	39.82%	50.89%	53.49%	13.67%
7	CEPSA SA	29-Aug-95	44.44%	50.58%	53.18%	8.74%
8	FINVERLEASING	20-Sep-95	44.38%	52.73%	55.33%	10.95%
9	ELECTROCABLES C.A.	13-Oct-95	49.51%	55.01%	57.61%	8.10%
10	ENSA	20-Nov-95	47.53%	59.41%	62.01%	14.48%
11	BANCO POPULAR	7-Dec-95	40.78%	60.42%	63.02%	22.24%
12	BANCO GUAYAQUIL	30-Jan-96	47.61%	62.47%	65.07%	17.46%
13	ECUAPEL SA	1-Feb-96	42.26%	46.96%	49.56%	7.30%
14	PROANDI	3-Apr-96	43.47%	57.31%	59.91%	16.44%
15	PINTURAS CONDOR S.A.	27-May-96	48.72%	58.96%	61.56%	12.84%
16	UNIPROFIT S.A.	28-Jun-96	54.21%	60.37%	62.97%	8.76%
17	BANCO POPULAR	26-Aug-96	38.79%	57.17%	59.77%	20.98%
18	PINTEC	27-Sep-96	44.36%	52.19%	54.79%	10.43%
19	S.F. HEMISFERIO SA	31-Oct-96	50.40%	48.00%	50.60%	0.20%
20	BANCO AMAZONAS	27-Nov-96	29.39%	46.30%	48.90%	19.51%
21	BANCO INVESPLAN SA	27-Dec-96	33.68%	45.96%	48.56%	14.88%
22	BANCO DEL PICHINCHA	23-Jan-97	31.56%	46.40%	49.00%	17.44%
23	RESINAS ANDINAS S.A.	18-Mar-97	35.30%	46.62%	49.22%	13.92%
24	CASABACA	18-Apr-97	35.50%	41.76%	44.36%	8.86%
25	MARRIOT SA	6-May-97	31.62%	45.49%	48.09%	16.47%
26	CALOX ECUATORIANA SA	24-Jun-97	29.37%	44.74%	47.34%	17.97%
27	INTEROC SA	3-Jul-97	20.50%	40.25%	42.85%	22.35%
28	ACEROPAXI	14-Oct-97	30.28%	39.65%	42.25%	11.97%
29	BANCO FINEC SA	27-Nov-97	27.96%	37.46%	40.06%	12.10%
30	AGA SA	2-Dec-97	29.24%	38.61%	41.21%	11.97%
31	CEDAL S.A.	23-Jan-98	33.28%	38.74%	41.34%	8.06%

\* Fecha de Negociación = Momento en que salen a circulación las obligaciones

\*\* Tasa Obligaciones= Tasa Interna de Retorno de las Obligaciones

\*\*\* TAR S/. = Tasa activa Referencial en suces

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil y Boletín del Banco Central del Ecuador

Elaboración: Natalia Figueroa y Janina Valencia

**TABLA # 15**

**Costos de las Obligaciones en (Dólares) Emitidas por las Empresas  
en el período de Enero de 1994 a Enero de 1998**

#	NOMBRE DE LA EMPRESA	Fecha de Negociación* 1	Tasa ** Obligaciones 2	TAR\$*** 3	AHORRO 4
1	Banco Popular	29-Feb-96	11.50%	17.64%	6.14%
2	Uniprofit	28-Jun-96	11.53%	15.01%	3.48%
3	Otecel	6-Aug-96	11.50%	16.86%	5.36%
4	Invesplan	27-Dec-96	9.75%	14.94%	5.19%
5	El Universo	11-Apr-97	9.50%	15.66%	6.16%
6	Casabaca	18-Apr-97	11.11%	13.78%	2.67%
7	Emconsorcio	5-May-97	13.75%	15.95%	2.20%
8	Marriot	6-May-97	8.81%	15.95%	7.14%
9	Corporación Multi BG	4-Jun-97	10.82%	14.42%	3.60%
10	Financorp	8-Jul-97	9.50%	11.58%	2.08%
11	Adelca	18-Nov-97	8.91%	12.51%	3.60%
12	Banco Guayaquil	27-Nov-97	10.00%	12.01%	2.01%

\* Fecha de Negociación = Momento en que salen a circulación las obligaciones

\*\* Tasa Obligaciones= Tasa Interna de Retorno de las Obligaciones

\*\*\* TAR \$ = Tasa activa Referencial en \$

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil y Boletín del Banco Central del Ecuador

Elaboración: Natalia Figueroa y Janina Valencia

**TABLA # 16**

**Costos de las Obligaciones en (UVC's) Emitidas por las Empresas  
en el período de Enero de 1994 a Enero de 1998**

#	NOMBRE DE LA EMPRESA	Fecha de * Negociación	Tasa** Obligaciones 1	TAR UVC*** 2	AHORRO (2-1)
1	Filanbanco	16-Jun-95	2.61%	13.77%	11.16%
2	Banco del Pichincha	20-Jul-95	11.49%	18.00%	6.51%
3	Almagro	21-Nov-95	14.01%	14.01%	0.00%
4	Banco de Guayaquil	30-Jan-96	14.56%	22.82%	8.26%
5	Invesplan	27-Dec-96	9.35%	12.46%	3.11%
6	Banco del Pichincha	22-Jan-97	6.09%	15.49%	9.40%
7	Financorp	8-Jul-97	6.59%	15.03%	8.44%

\* Fecha de Negociación = Momento en que salen a circulación las obligaciones

\*\* Tasa Obligaciones= Tasa Interna de Retorno de las Obligaciones

\*\*\* TAR UVC = Tasa activa Referencial en UVC

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil y Boletín del Banco Central del Ecuador

Elaboración: Natalia Figueroa y Janina Valencia

**TABLA # 17**

**IMPUESTO DEL 8% A LOS RENDIMIENTOS FINANCIEROS DE LAS OBLIGACIONES EMITIDAS EN SUCRES  
EN EL PERIODO DE ENERO 94 - ENERO 98**

EMPRESAS	FECHA NEGOCIACION	MONTO millones S/.	TASA		RENDIMIENTO FINANCIERO*	DEDUCCIÓN IMPUESTO 8%
			OBLIGACIONES			
		1	2		3=1X2	3X8%
ALM. DE PRATI	24-Mar-94	1,500	0.32	S/	480,000,000	S/ 38,400,000
ALM. DE PRATI	25-Mar-94	1,500	0.32	S/	481,500,000	S/ 38,520,000
ALMAGRO	12-Dec-94	3,000	0.35	S/	1,050,600,000	S/ 84,048,000
PINTURAS CONDOR	9-Oct-94	6,000	0.34	S/	2,041,200,000	S/ 163,296,000
ELECTROD. PIPSA	30-Nov-94	1,600	0.27	S/	432,000,000	S/ 34,560,000
EL UNIVERSO	29-Dec-94	5,000	0.45	S/	2,227,500,000	S/ 178,200,000
FILANBANCO SA	16-Jun-95	80,000	0.38	S/	30,488,000,000	S/ 2,439,040,000
MARRIOT SA	19-Jul-95	1,500	0.40	S/	597,300,000	S/ 47,784,000
CEPSA SA	29-Aug-95	3,000	0.44	S/	1,333,200,000	S/ 106,656,000
FINVERLEASING	20-Sep-95	5,000	0.44	S/	2,219,000,000	S/ 177,520,000
ELECTROCABLES .	13-Oct-95	2,500	0.50	S/	1,237,750,000	S/ 99,020,000
ENSA	20-Nov-95	2,700	0.48	S/	1,283,310,000	S/ 102,664,800
BANCO POPULAR	7-Dec-95	50,000	0.41	S/	20,390,000,000	S/ 1,631,200,000
BANCO GUAYAQUIL	30-Jan-96	80,000	0.48	S/	38,088,000,000	S/ 3,047,040,000
ECUAPEL SA	1-Feb-96	10,700	0.42	S/	4,521,820,000	S/ 361,745,600
PROANDI	3-Apr-96	20,000	0.43	S/	8,694,000,000	S/ 695,520,000
PINTURAS CONDOR	27-May-96	10,000	0.49	S/	4,872,000,000	S/ 389,760,000
UNIPROFIT S.A.	28-Jun-96	4,250	0.54	S/	2,303,925,000	S/ 184,314,000
BANCO POPULAR	26-Aug-96	100,000	0.39	S/	38,790,000,000	S/ 3,103,200,000
PINTEC	27-Sep-96	3,000	0.44	S/	1,330,800,000	S/ 106,464,000
S.F. HEMISFERIO SA	31-Oct-96	5,000	0.50	S/	2,520,000,000	S/ 201,600,000
BANCO AMAZONAS	27-Nov-96	15,000	0.29	S/	4,408,500,000	S/ 352,680,000
BANCO INVESPLAN SA	27-Dec-96	10,000	0.34	S/	3,368,000,000	S/ 269,440,000
BANCO DEL PICHINCHA	23-Jan-97	370,000	0.32	S/	116,772,000,000	S/ 9,341,760,000
RESINAS ANDINAS	18-Mar-97	3,000	0.35	S/	1,059,000,000	S/ 84,720,000
CASABACA	18-Apr-97	3,000	0.36	S/	1,065,000,000	S/ 85,200,000
MARRIOT SA	6-May-97	3,000	0.32	S/	948,600,000	S/ 75,888,000
CALOX ECUATORIANA	24-Jun-97	5,000	0.29	S/	1,468,500,000	S/ 117,480,000
INTEROC SA	3-Jul-97	4,500	0.21	S/	922,500,000	S/ 73,800,000
ACEROPAXI	14-Oct-97	8,000	0.30	S/	2,422,400,000	S/ 193,792,000
BANCO FINEC SA	27-Nov-97	8,000	0.28	S/	2,236,800,000	S/ 178,944,000
AGA SA	2-Dec-97	4,000	0.29	S/	1,169,600,000	S/ 93,568,000
CEDAL S.A.	23-Jan-98	10,000	0.33	S/	3,328,000,000	S/ 266,240,000
MEGAMARCAS	19-Jan-98	15,000	0.39	S/	5,811,000,000	S/ 464,880,000
<b>Total</b>				S/	<b>310,361,805,000</b>	<b>S/ 24,828,944,400</b>

\*Rendimiento Financiero= Valor que gana el inversionista por la compra de una Obligación

FUENTE: Bolsa de Valores de Guayaquil

ELABORACIÓN: Natalia Figueroa y Janina Valencia

**TABLA # 18****IMPUESTO DEL 8% A LOS RENDIMIENTOS FINANCIEROS DE LAS OBLIGACIONES EMITIDAS EN DOLARES  
EN EL PERIODO DE ENERO 94 - ENERO 98**

<b>EMPRESAS</b>	<b>FECHA NEGOCIACION</b>	<b>MONTO dólares 1 (\$)</b>	<b>TASA OBLIGACIONES 2 (%)</b>	<b>RENDIMIENTO FINANCIERO* 3=1X2 (\$)</b>	<b>DEDUCCIÓN IMPUESTO 8% 3X8% (\$)</b>
Banco Popular	29-Feb-96	4000000	0.1150	4600000	368000
Uniprofit	28-Jun-96	1,650,000.00	0.1153	190,245.00	15,219.60
Otecel	6-Aug-96	2,000,000.00	0.1150	230,000.00	18,400.00
Invesplan	27-Dec-96	2,100,000.00	0.0975	204,750.00	16,380.00
El Universo	11-Apr-97	1,500,000.00	0.0950	142,500.00	11,400.00
Casabaca	18-Apr-97	2,500,000.00	0.1111	277,750.00	22,220.00
Emconsorcio	5-May-97	3,000,000.00	0.1375	412,500.00	33,000.00
Marriot	6-May-97	370,000.00	0.0881	32,597.00	2,607.76
Corporación Multi BG	4-Jun-97	15,000,000.00	0.1082	1,623,000.00	129,840.00
Financorp	8-Jul-97	2,500,000.00	0.0950	237,500.00	19,000.00
Adelca	18-Nov-97	19,000,000.00	0.0891	1,692,900.00	135,432.00
Banco Guayaquil	27-Nov-97	10,000,000.00	0.1000	1,000,000.00	80,000.00
<b>Total</b>				<b>\$10,643,742.00</b>	<b>\$851,499.36</b>

\*Rendimiento Financiero= Valor que gana el inversionista por la compra de una Obligación

FUENTE: Bolsa de Valores de Guayaquil

ELABORACIÓN: Natalia Figueroa y Janina Valencia

**TABLA # 19**

**IMPUESTO DEL 8% A LOS RENDIMIENTOS FINANCIEROS DE LAS OBLIGACIONES EMITIDAS EN UVC  
EN EL PERIODO DE ENERO 94 - ENERO 98**

<b>EMPRESAS</b>	<b>FECHA NEGOCIACION</b>	<b>MONTO UVC 1</b>	<b>TASA OBLIGACIONES 2</b>	<b>RENDIMIENTO FINANCIERO* 3=1X2 (UVC's)</b>	<b>DEDUCCIÓN IMPUESTO 8% 3X8% (UVC's)</b>
Filanbanco	16-Jun-95	800,000.00	2.61%	20,880.00	1,670.40
Banco del Pichincha	20-Jul-95	1,860,000.00	11.49%	213,714.00	17,097.12
Almagro	21-Nov-95	530,000.00	14.01%	74,253.00	5,940.24
Banco de Guayaquil	30-Jan-96	2,000,000.00	14.56%	291,200.00	23,296.00
Invesplan	27-Dec-96	1,000,000.00	9.35%	93,500.00	7,480.00
Banco del Pichincha	22-Jan-97	1,492,000.00	6.09%	90,862.80	7,269.02
Financorp	8-Jul-97	100,000.00	6.59%	6,590.00	527.20
<b>Total</b>				<b>790,999.80</b>	<b>63,279.98</b>

\*Rendimiento Financiero= Valor que gana el inversionista por la compra de una Obligación

FUENTE: Bolsa de Valores de Guayaquil

ELABORACIÓN: Natalia Figueroa y Janina Valencia

## **BIBLIOGRAFÍA**

1. VAN HORNE, James. Administración Financiera (Novena Edición, México: Prentice Hall Inc, 1993), pp. 484-550.
2. FABOZZI/MODIGLIANI. Mercados e Instituciones Financieras (Primera Edición, Prentice Hall, 1.996), pp. 463-475.
3. BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL, Capital, Base de Datos Financiera Ecuatoriana, “Presentando al mundo las Empresas del Ecuador” (Primera Edición, 1.997).
4. S. E. BOLTEN, “Manual de Administración Financiera”, Volumen 2 y 3 (Editorial Limusa 1992).
5. F. RON BAUTISTA, “El Mercado de Valores: Concepto y Evolución” Gaceta Societaria, N° 15 ( Noviembre 1.995), pp. 5-26.
6. REGISTRO OFICIAL N° 367 (Jueves 23 de Julio de 1.998) pp. 5-51
7. V NAVARRETE, Manual de Renta Fija, Bolsa de Valores de Guayaquil, (Primera edición 1.998) pp. 29-59.
8. BANCO CENTRAL DEL ECUADOR, Información Estadística Mensual (N° 1.747, Septiembre 30 de 1.997) pp. 30-34.
9. G. AROSEMENA, Las Bolsas de Valores: Función que cumplen en la economía (Instituto Ecuatoriano Mercado de Capitales 5 de Noviembre de 1.998) pp. 1-18.
10. A. SANDOVAL, “Y ahora...¿En qué invierto mi dinero?”, Revista Gestión, (Sección Finanzas, Diciembre de 1.997), pp. 30-35.

11. EQUIPO EKOS ECONOMÍA, “¿Quiénes invierten y como en la Bolsa de Valores?”, Revista Ekos Economía (N° 16, 15 de Mayo de 1.995) pp. 59-62.
12. G. AROSEMENA, “El Rol de la Actividad Bursátil en el Desarrollo Económico”, Revista Ekos Economía (N|40, 15 de Mayo de 1.997), pp 52-57.
13. W. SPURRIER, “Nueva Ley de Mercado de Valores” (Año XXVIII- N|30, Agosto 11 de 1.998) pp. 347-351.
14. LEY Y REGLAMENTO DE LA LEY MERCADO DE VALORES – 1997.
15. V. CAMPOVERDE, “La Emisión de Acciones:otra forma de capitalizarse”, El Financiero (N° 213, 14 de Julio de 1.997) pp. 11.