

**ESCUELA SUPERIOR POLITECNICA DEL LITORAL
(ESPOL)
INSTITUTO DE CIENCIAS HUMANÍSTICAS Y ECONÓMICAS
(ICHE)
Carrera de Economía y Gestión Empresarial.**



**“¿POR QUÉ LAS EMPRESAS NO SE FINANCIAN
VÍA MERCADO DE VALORES?”**

Previo a la obtención del título de: Economista con mención en Gestión
Empresarial, especialización Finanzas

Autores:

Sandy Maridueña Macías
Elke Noristz Flores

Guayaquil – Ecuador

Mayo / 2002



AGRADECIMIENTO

A todas las personas que hicieron posible la elaboración y desarrollo de nuestra tesis.

A la MsC. María Elena Romero, directora de nuestra tesis por sus valiosos conocimientos y tan acertada dirección.

A la Escuela Superior Politécnica del Litoral, en especial al Instituto de Ciencias Humanísticas y Económicas que con sus aportes han hecho posible obtener nuestros títulos profesionales.

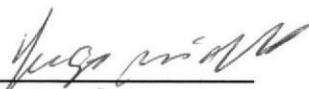
A instituciones como la Bolsa de Valores de Guayaquil y el Banco Central del Ecuador que también aportaron con información muy valiosa para la realización de nuestra tesis. Al Ing. Roberto Palacios, Economista Horacio Mendoza y MsC. Federico Bocca por ayudarnos a seguir adelante con la elaboración de nuestra tesis.

DEDICATORIA

A Dios por permitirnos terminar con éxito esta meta propuesta.

A nuestros padres que con su esfuerzo y acierto supieron conducirnos por un buen camino en todos los años de estudio y haber sido nuestro principal soporte.

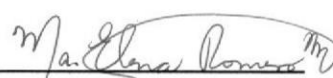
TRIBUNAL DE GRADUACION



Dr. Hugo Arias

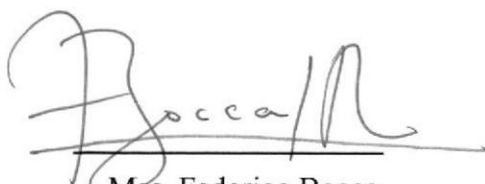
SUB - DECANO DEL ICHE

PRESIDENTE



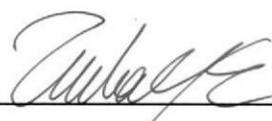
Msc. Marielena Romero

DIRECTORA DE TESIS



Msc. Federico Bocca

VOCAL PRINCIPAL



Msc. Sonja Zurita

VOCAL PRINCIPAL

DECLARACION EXPRESA

La responsabilidad del contenido de esta Tesis de Grado, nos corresponde exclusivamente; y el patrimonio intelectual de la misma a la ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL”

Sandy Maridueña Macias

Elke Noristz Flores

INDICE GENERAL

CONTENIDO	Pag.
Agradecimiento	II
Dedicatoria	III
Tribunal de Grado	IV
Declaración Expresa	V
Indice de General	VI
 INTRODUCCION	1
 CAPITULO I	
DIAGNOSTICO DEL MERCADO DE VALORES DEL ECUADOR	
1.1 El Mercado de Valores en el siglo XX.....	4
1.2 Marco Regulatorio del Mercado de Valores.....	16
1.3 Bolsa de Valores	18
1.4 Casa de Valores.....	20
1.5 Calificadoras de Riesgo.....	22
1.6 Mercado de Valores como alternativa de financiamiento.....	25
1.6.1 Proceso para emitir en bolsa.....	26
1.6.1.1 Pasos para la emisión de títulos valores.....	27
1.6.2 Beneficios y Oportunidades de cotizar en la Bolsa de Valores.....	31
1.6.3 Instrumentos a utilizar dentro del Mercado de valores.....	37
1.7 Crédito bancario como alternativa de financiamiento.....	40
 CAPITULO II	
ANALISIS DE LOS EMISORES EN EL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO	

2.1 Análisis de los títulos que más negocian las empresas en el Ecuador.....	47
2.2 Análisis de los estados financieros de las empresas que han negociado títulos de valores en bolsa (antes y después).....	51
2.3 Casos de apertura de capital exitoso.....	80

CAPITULO III

EL MERCADO DE VALORES UNA VALIOSA OPORTUNIDAD

3.1 Análisis de los empresarios inscritos en Bolsa. Razones por las que se inscribieron.....	90
3.2 Razones por lo que una empresas decide cotizar en Bolsa.	91
3.3 Mecanismos de emisiones que ha realizado la empresa hasta el momento vía acciones o vía obligaciones.	94

CAPITULO IV

ANÁLISIS DE LAS RAZONES POR LO QUE LAS EMPRESAS NO SE FINANCIAN EN EL MERCADO DE VALORES

4.1 Validación de las hipótesis planteadas al inicio de la investigación.....	102
4.1.1 Excesivos requisitos burocráticos.....	106
4.1.2 Alta concentración de empresas familiares	110
4.1.3 Desconocimiento de las características del Mercado de Valores.....	113
4.1.4 La existencia de una banca comercial.....	119
4.2 Hipótesis que se presentaron durante la investigación acerca del comportamiento de los empresarios.....	122
4.2.1 Razones para no financiarse.....	122



CAPITULO V

CONCLUSIONES	168
---------------------------	------------

RECOMENDACIONES.....	171
-----------------------------	------------

BIBLIOGRAFÍA.....	172
--------------------------	------------

ANEXOS.....	173
--------------------	------------

1. Ley que regula la emisión de Cédulas y Hipotecarias y Ley reformativa a la Ley de Mercado de Valores.

1. Costos de Asesoría de una Casa de Valores

2. Costos de una Calificación de riesgo

3. Costos de un Representante de Obligacionistas y un Agente Pagador

4. Requisitos para inscripción de emisores en el registro del mercado de valores

5. Reglamento para el cobro de la tarifa de Inscripción y la cuota anual de mantenimiento de emisores en bolsa

6. Diferencia entre colocación privada y colocación pública.

7. Deuda pública interna del Ecuador

8. Listado de las empresas inscritas en Bolsa

9. Balances financieros de las empresas

INTRODUCCION

Los mercados de capitales, al igual que otras áreas de la economía presentan una diferencia entre el desarrollo teórico y el comportamiento real. En general, la teoría muestra cómo los mercados se deberían comportar en condiciones ideales mientras que la realidad muestra unos mercados donde las empresas con diferente intereses, diferentes fundamentos teóricos y diferentes estados de ánimo intentan obtener un rendimiento superior al promedio del mercado. Es la dualidad entre lo que es y lo que debería ser.

El desarrollo de la mayoría de las empresas ecuatorianas se han basado en grupos familiares los cuales se han financiado a través de la Banca Comercial. Sin embargo, pocas empresas lo han hecho a través del mercado de capitales. Es por esto que buscamos hallar una respuesta en incentivar a las empresas a financiarse en el mercado de valores.

La idea del planteamiento de esta tesis es formar un mercado de valores en el país, actividad que comienza en el año de 1847, motivada por la euforia que se sentía en todo el mundo con respecto al elevar capitales y crear empresas, siguiendo el ejemplo de la Bolsa de Londres que para ese entonces era la más famosa. Sin embargo, esta bolsa de valores tuvo una vida muy corta y desapareció después de unos cuantos meses.

El mercado de valores ecuatoriano ha evolucionado y se ha adaptado a las exigentes y cambiantes condiciones de los mercados de capitales internacionales, en el transcurso de la investigación se mostrará esta evolución. En la actualidad se encuentran inscritas 102 empresas en las Bolsas de Valores de Guayaquil y Quito (ver Cuadro 2, gráfico 3), de las cuales, las que negocian son 64 que resultan ser pocas para el desarrollo de un mercado el cual se ha encontrado incipiente por inversionistas ecuatorianos. Según estadísticas tomadas de la Bolsa de Valores de Guayaquil, se presenta que desde el año de 1996 hasta la actualidad, el porcentaje de empresas que han ingresado a cotizar en Bolsa ha sido un número reducido. Aquí nace la pregunta de ¿Porqué las empresas no se financian a través del Mercado de Valores?. Para poder contestar esta pregunta se

implantará las razones de la subutilización del mercado de valores. Además se discutirá esta interrogante, ya que este trabajo busca alternativas para desarrollar el mercado de valores y de esta manera obtener una mayor demanda de empresas que no se encuentran suscritas en Bolsa hasta ahora.

Dado el planteamiento anterior la presente tesis analizará todos los factores que pudieran estar influyendo en la subutilización del mercado de valores. La teoría plantea que el costo de financiarse vía mercado de valores es menor que el costo de acudir a la Banca Comercial. Consecuentemente se debería esperar que los empresarios, dado este beneficio, quisieran acudir con mayor frecuencia al Mercado de Valores, realidad que no se aprecia según datos presentados anteriormente.

La tesis también comprobará si el objetivo de las empresas registradas en Bolsa es participar de ella por razones de inversión (compra - venta de acciones cuando sus inversionistas así lo deseen), o por motivos de financiamiento.

Las hipótesis planteadas en el transcurso de la investigación debido a la poca utilización del Mercado de Valores se debe a la presencia de las siguientes variables explicativas:

1. Excesivos requisitos burocráticos.
2. Debido a la alta concentración de empresas familiares y su deseo de no brindar información pública, lo que crea desinterés de no asistir al mercado de valores.
3. Desconocimiento de las características del mercado de valores.
4. La existencia de una banca comercial que ha suplido las necesidades de los inversionistas tanto en plazo como en costos.

Las herramientas que se utilizan para esta investigación fue la realización de una encuesta elaborada conjuntamente con la Bolsa de Valores de Guayaquil. Esta encuesta se la realizo a diferentes sectores económicos donde se encuentran las empresas. La encuesta fue dirigida a dos grupos: empresas que se financian vía Mercado de Valores y empresas que no se financian. A través de esta encuesta se pudo comprobar las hipótesis planteadas y se descubrieron nuevas hipótesis.



La investigación se la desarrolló de la siguiente forma: En el capítulo uno se realizó un diagnóstico del mercado de valores del Ecuador donde se analiza en forma general el desarrollo histórico que ha tenido, los principales organismos que participan en el mercado de valores, las alternativas de financiamiento del mercado de valores, y por último, el crédito bancario como financiamiento.

En el capítulo dos se realizó un análisis de los emisores en el mercado de valores ecuatoriano a través de los títulos que más negocian las empresas en el Ecuador, los estados financieros de las empresas que negocian títulos de valores y por último, ejemplos de casos de apertura de capital exitosos.

En el capítulo tres se analiza el mercado de valores como una valiosa oportunidad a través de los empresarios inscritos en bolsa, razones por las cuales una empresa decide cotizar en Bolsa y por último, los mecanismos de emisiones que han realizado las empresas vía acciones o vía obligaciones.

En el capítulo cuatro se realizó un análisis de las razones por lo que las empresas no se financian en el mercado de valores. Este análisis se lo realizó a través de la validación de las hipótesis planteadas en la investigación y de las nuevas hipótesis que resurgieron durante la investigación.

En el capítulo cinco se analiza un caso de estudio para reforzar la encuesta realizada en la investigación y demostrar una vez más, qué mecanismo de financiamiento es más ventajoso para los empresarios.

En las conclusiones se detallará detenidamente los resultados obtenidos durante la investigación y llegaremos a entender las razones de porque las empresas no se financian vía mercado de valores. En las recomendaciones se entregarán ciertas sugerencias las cuales se pudieron captar en el transcurso de la investigación. Estas sugerencias serán entregadas a la Bolsa de Valores de Guayaquil en post-mejora del mercado del cual se desarrolla.

CAPITULO I

1. DIAGNOSTICO DEL MERCADO DE VALORES DEL ECUADOR

A continuación se dará una breve descripción de lo que ha sido el mercado de valores a través de su historia, pero empezaremos haciendo una síntesis de lo que ha ocurrido en los últimos tiempos.

En el año 2001, los certificados de depósitos, documentos privados y bonos del Estado fueron los principales títulos transados en las bolsas de valores. De los 1,8 millardos transados en Quito (BVQ) y Guayaquil (BVG) de manera conjunta, el total de las transacciones en acciones fue de solo \$ 10 m, una caída frente a los \$ 19 m del año 2000. Eso significa que las transacciones en acciones fueron solo un 0,5% del total de las transacciones en títulos.

La reducción a las operaciones se sintió sobre todo en la plaza de Guayaquil, según lo manifestó la administración de BVQ, debido a la caída de Filanbanco, que operaba casi exclusivamente a través de la BVG, a pesar de ser ilegal, acota la BVQ. También contribuyeron el prolongado y debilitado proceso de discusión y aprobación de la Ley del IESS, y la crisis de la CFN, entre otros factores (informe a los accionistas).

A fines de enero del año 2002, se prohibió la negociación fuera de bolsa y prescindiendo de casas de valores, de acciones inscritas en bolsa, excepto para el caso de transferencia de acciones (Ley 2002-61 de enero 29, RO 511). Aun así, en el primer trimestre del 2002, las negociaciones en acciones fueron de solo \$3 m, esto

es, 0,7% del total de las transacciones; las negociaciones bursátiles del primer trimestre, en \$ 413 m, caen 24% en relación al primer trimestre del 2001.

La BVQ espera que la reintroducción de las cédulas hipotecarias, que deberán negociarse a través de las bolsas de valores (**Ley 2002-59 de enero 23, RO 503, reglamentado por Dec. Ejec. 2524 de abril 4, aun no promulgado en RO**), y el inicio del proceso de titularización, reactiven a las bolsas de valores (Anexo 1)

1.1 El Mercado de Valores en el Siglo XX

El Mercado de Valores es un mercado organizado para la compraventa de valores (inversiones financieras). La existencia del Mercado de valores en realidad tiene un origen muy remoto. Podría decirse que surgen cuando los antiguos mercaderes se reunían en algún lugar conocido con el propósito de comprar o vender sus productos primarios. A medida que pasó el tiempo fue ampliándose el espectro de los bienes objeto de intercambio, hasta llegar finalmente a la producción y negociación de productos más sofisticados y complejos como son valores representativos de derechos económicos, sean patrimoniales o crediticios¹.

La experiencia ecuatoriana sobre la búsqueda de mecanismos de financiamiento alternativos al tradicional crédito bancario, al poco usado leasing financiero o incluso el factoring, como medios de captar recursos que les permitan mantener sus operaciones o financiar sus procesos de expansión, o también de cancelación de pasivos, ha sido modesta pero fructífera, por ello la existencia de un Mercado de Valores que permita encontrar a través de él otra alternativa de financiamiento más segura.

¹ Datos proporcionados por la BVG

El Mercado de Valores estuvo constituido por tres Bolsas de Valores, una ubicada en Cuenca otra en Quito y otra en Guayaquil. La bolsa de Cuenca no tuvo éxito por lo que actualmente solo existen las Bolsas de Valores de Guayaquil y Quito. La bolsa de Cuenca fracasó debido a que esta era solamente electrónica, y las razones por las que quebró fue la falta de negociaciones. El mercado del Austro es muy difícil de ingresar, generalmente estas personas tienen recursos pero no los invierten en esta clase de papeles. Tanto a la Bolsa de Guayaquil como a la de Quito les ha costado muchísimo ingresar a este mercado.

El antecedente del Mercado de Valores del Ecuador se encuentra ligado a la historia de la Bolsa de Comercio como institución jurídica cuyas disposiciones están en el Código de Comercio de 1906. Al parecer, las disposiciones legales mencionadas no fueron suficientes para estimular el desarrollo de un mercado de valores

Transcurrieron casi 30 años hasta que en 1935 se estableció en Guayaquil la denominada "Bolsa de Valores y Productos del Ecuador C.A.", con una vida muy corta, desde mayo de 1935 a junio de 1936. Las condiciones imperantes en aquella época al parecer no fueron propicias para el desarrollo de un mercado de valores, pese a los esfuerzos realizados por los organizadores.

En el año de 1965, se crea la Comisión de Valores - Corporación Financiera Nacional, como una institución para el desarrollo industrial, que señalaba entre sus múltiples actividades, la de promover la creación de bolsa de valores. Sin embargo, esta norma legal resultó inaplicable, por constituir un mandato aislado y por no responder a la realidad del país de ese entonces. Posteriormente, en febrero de 1969, la Comisión Legislativa Permanente facultó, previa la autorización del Presidente de la República, el establecimiento de Bolsas de Valores, como compañías anónimas.

En julio de 1969 se ratificó la decisión mediante la cual el Presidente de la República dispuso el establecimiento de bolsas de valores en las ciudades de Quito y Guayaquil.

El primer lustro de la década de los 80 se caracteriza por el bajo nivel de las negociaciones, explicada en gran parte por el descenso de muchos títulos en el mercado, que anteriormente habían tenido una alta representatividad. Este fue limitado por la escasez de divisas generada por la cantidad de recursos externos que se tuvieron que dedicar al pago de la deuda externa, por el deterioro del sector exportador, y por la poca disponibilidad de nuevos créditos. Así, la tasa de crecimiento promedio del producto interno bruto real de 1980 a 1985 fue de 2.5%. Posteriormente las negociaciones tienen un repunte vertiginoso. Para esta parte las negociaciones crecen a una tasa del 24%, muy superior al escaso 2% de la primera parte de éste período. Esto debido a que en este período el gasto ya fue reduciendo. Fue el funcionamiento del FMI y del Tesoro de Estados Unidos que actuaron para impedir un Club de Deudores (por el incremento de la deuda que se estaba sufriendo) y los mecanismos previos que hubieran llevado a una cesación de pagos colectiva de parte de América Latina. El sistema financiero internacional sufrió un remezón pero no quebró. Los bancos debieron fusionarse y algunos perdieron posiciones mientras otros ganaron posiciones en el ranking mundial, sin embargo, el sistema se mantuvo en equilibrio sin mayores traumas.

La evolución del Mercado de Valores en el Ecuador abarca dos grandes etapas o momentos: antes y después del año 1993 en que se expide la primera Ley sobre la materia. A partir de ese año y hasta fines de 1999, es posible reconocer tres períodos definidos, que se corresponden muy bien con la evolución misma de la economía nacional.

Únicamente en 1994 y 1995 se observó una cierta reactivación de la negociación de acciones, que algunos lo habían considerado como signos del inicio de un "boom



accionario", pero que más bien constituyó un conjunto de operaciones individuales con acciones de ciertas empresas y entidades bancarias que no se volvieron a repetir. Se llevaron a cabo ciertas desinversiones accionarias del Estado y la privatización de Ecuatoriana de Aviación, mientras los intentos de privatizar las telefónicas fracasaron en dos ocasiones. Es decir, el entorno económico de corto plazo impidió el cambio en la estructuración del mercado, a pesar del notable incremento en los volúmenes del mercado.

La razón principal de la pérdida de interés en el mercado de valores fue el deterioro sostenido de la imagen del Ecuador y por ende, su riesgo creciente, originado en un primer momento por el conflicto bélico con Perú a inicios de 1995, seguido por la crisis del sector eléctrico a mediados del mismo año, y luego por los escándalos políticos de fin de año, con secuelas durante los 2 años siguientes y que se encadenaron al Fenómeno del Niño, sucesiones presidenciales, conflictos políticos, congelamiento de fondos, quiebra del sistema financiero y finalmente el cambio del sistema monetario ecuatoriano hacia la adopción del dólar.

Por tal motivo, los coordinadores de la Bolsa de Valores se plantearon la siguiente interrogante: *¿ "Podría afirmarse que las causas de que el Mercado de Valores ecuatoriano no se haya desarrollado más, radican solamente en factores exógenos tales como los climáticos o diplomáticos, o en factores internos tales como una mala administración política y pública" ?*

Para poder llegar a contestar esta pregunta, se tendría que realizar un análisis profundo de la situación que ha atravesado el mercado de valores lo cual detallaremos en esta investigación realizada. Para empezar, podemos mencionar en este análisis que el mercado tiene 2 participantes: el comprador y el vendedor. El comprador es el Inversionista natural o institucional, el cual dispone de los recursos financieros para comprar valores acorde a su perfil de riesgo. Si no existen disponibles suficientes alternativas de inversión, su portafolio se limitará a los

mejores dentro de las existentes. Esto no siempre garantiza una decisión óptima en términos de rendimiento y diversificación de riesgo. Por otra parte, el Vendedor es la empresa emisora que requiere fondos y que está dispuesta a emitir valores reconociendo por ello ciertos derechos al Comprador de los mismos (intereses y capital en el caso de emisión de deuda corporativa, y dividendos en el caso de emisión de acciones). Sin embargo, tendríamos que realizarnos otra pregunta: ¿qué ocurre si no existen suficientes vendedores en el mercado?. Podría ocurrir que en el caso de un exceso de demanda, los precios relativos de los valores (productos) disponibles podrían distorsionarse al alza, lo cual por otra parte sería beneficioso para los vendedores. Sin embargo, pese a que en Ecuador ésta ha sido la figura (pocos vendedores o emisores), la situación económica de nuestro país ha impedido que los pocos valores en circulación se sobrevaloren, sino más bien lo contrario; los precios están distorsionados hacia la baja, debido a la poca participación de vendedores y compradores lo que hace que se dé un canje de transacciones dentro del mercado bursátil. *¿Cuál sería la otra situación posible en un mercado en que hay pocos vendedores (emisores)?*. Que los pocos que ofrecen sus valores perciban que los beneficios esperados en términos de buenos precios de venta (vale decir, costos financieros adecuados) no se den, y que en poco tiempo desistan de seguir ofreciendo sus valores en el mercado. Esto sucede en el mercado ecuatoriano donde el número de participantes es relativamente pequeño y se analiza que si el costo de emitir se incrementa, decrecen las ventajas de financiamiento público, lo cual tiene como consecuencia que el mercado de valores se deprima.

Sin embargo, los vendedores y compradores pueden encontrar beneficios mutuos en el mercado de valores. Esto pueden lograrlo si los vendedores pueden confiar en que sus valores emitidos tendrán una mejor percepción y valoración por parte de un mercado compuesto por muchos demandantes quienes evaluarán las diferentes alternativas de inversión y premiarán a las mejores y castigarán a las menos eficientes (dichos premios y castigos se pueden ver reflejados en el precio de adquisición), mientras que los compradores tendrán que ser muy críticos en el

momento de evaluar los diferentes valores ofrecidos. Todo esto se podría lograr si estuviéramos en un mercado perfecto donde las empresas tengan confiabilidad en el mercado y presten información transparente de sus estados financieros, la cual podría ser analizada por ambas partes.

En este marco, el mercado de valores, si bien continuó aumentando los volúmenes negociados, volvió a retornar a la estructura anterior, muy dependiente de títulos de renta fija de corto plazo y con notable dependencia de la participación del sector público, donde las operaciones crecieron en un 109% con relación a 1994 y se dio un importante impulso a las operaciones de títulos de largo plazo, sobre todo las obligaciones empresariales, las que crecieron en un 163% con relación a 1994.

En el año 1997, la Bolsa de Valores de Guayaquil fue la bolsa de mayor crecimiento a nivel nacional, las negociaciones alcanzaron un valor de 9'050.182 millones de sucres, lo que representa un incremento real del 11,2% (44,5% sin considerar la inflación). La cifra llegó a representar el 11,36% del PIB.

Este crecimiento de la Bolsa de Valores de Guayaquil fue significativo comparado con el crecimiento de las demás bolsas nacionales, las mismas que llegaron a un crecimiento real inferior al 1%. Así el mercado bursátil ecuatoriano aumentó en un 5,3% real (36,9% nominal) al negociarse 19'681.426 millones de sucres impulsado por el crecimiento de la Bolsa de Valores de Guayaquil. De este total la Bolsa de Valores de Guayaquil participa con un 46,2%, manteniendo además su predominio en las transacciones de acciones al participar con el 66,3% en el total negociado a nivel nacional en renta variable.

Ese año fue positivo para las negociaciones de acciones y la emisión de obligaciones. En las primeras se evidenció una recuperación en el volumen transado, en la Bolsa de Valores de Guayaquil este rubro creció en un 180%. De igual manera el monto de las emisiones en el ámbito nacional se incrementó en un 6,2%.

Con respecto a cifras bursátiles locales en ese año, dieciséis nuevas empresas se inscribieron como emisores de títulos de valores (quince con papeles de renta fija y una en acciones). De ese total de nuevos emisores dos son bancos, tres son financieras y once pertenecen al sector real. Igualmente, el promedio diario de negociaciones llega a 36.345 millones de sucres incrementándose en un 46%. Dicho valor en dólares equivale a US\$ 8,2 millones y su incremento es del 14%.

A lo largo de ese año se consolidó la tendencia hacia una mayor participación en el volumen de negociaciones por parte de títulos privados, por su parte, los títulos emitidos por entidades públicas pasaron de una participación del 46,4% en 1996 a un 8% en 1997.

Los títulos de intermediación financiera, por su parte, alcanzaron una participación en el total negociado del 72%, las acciones un 6%, y las obligaciones un 14%.

Sobre éstas últimas, en 1997 se realizaron 26 nuevas emisiones de obligaciones por un valor total de 1'357.485 millones de sucres (306'409.264 dólares) lo que muestra un importante incremento del 250% comparado con 1996 (187% en dólares). Del total de emisiones once pertenecen al sector industrial, diez al financiero, cuatro al sector comercial y una al inmobiliario.

En lo que respecta a renta variable, el monto negociado en acciones llega a 536.712 millones de sucres, incrementándose en un 180%. Las acciones más transadas fueron en su orden : Banco de la Previsora (100% de presencia), Banco del Progreso (81,75%) , Banco del Pacífico (80,16) , La Cemento Nacional (29,37%) y Banco del Guayaquil (25,39).

Los precios de las acciones iniciaron su recuperación a partir del segundo trimestre del año, manteniéndose posteriormente sin mayores variaciones. No obstante, en los

últimos meses los precios tuvieron un comportamiento alterno, presentándose incluso bajas para el caso de algunos emisores.

Los años 1998 y 1999 configuran el período de la gran crisis recesiva y sus consiguientes secuelas negativas. Marco en el que si bien el mercado de valores ha jugado un especial rol alternativo al sistema bancario y financiero, todavía no se ha desarrollado en forma sostenida. Esto generó un clima de inestabilidad e incertidumbre que se vio reflejada en un acortamiento de los plazos de las inversiones, con una mayor concentración en los títulos de corto plazo y predominando la renta fija sobre las acciones.

Dentro del análisis realizado al mercado bursátil en el año 1998, el volumen negociado en el Ecuador aumentó un 103% (32,5%) al llegar a un monto de 19'917.685 millones de sucres equivalentes a 1.743 millones de dólares. Vale destacar que en este año se realizaron negociaciones a corto plazo, las operaciones con plazo menor a siete días denominadas "a la vista" ha ocupado incluso en otras bolsas el 69% de su volumen. Sin embargo en la Bolsa de Valores de Guayaquil ha habido una mayor oportunidad para realizar negocios con un plazo mas largo (las operaciones a la vista llegan a un 35%).

La difícil situación económica, especialmente de los sectores financieros y productivos de la costa, conspiraron para obtener un mayor crecimiento, notándose importantes contracciones en los volúmenes negociados en los meses de marzo, abril y mayo. Los títulos mas negociados fueron en su orden, los Bonos de Estabilización Monetaria (participación del 24%), Pagarés Bancarios (21%), Bonos del Estado (16%) y Certificados de Depósitos a Plazo (15%).

Las inversiones del sector público en el mercado de valores llegan a 4 billones de sucres, un 18% mas que el primer semestre de 1998. De esta manera las compras y



ventas de papeles realizadas por instituciones públicas ocupan la quinta parte de las negociaciones totales.

De este monto un 47% se realiza a través de la Bolsa de Valores de Guayaquil (región costa), y si se toma en cuenta volúmenes ajustados por plazo la participación disminuye en un 45%. Sin embargo, estas participaciones reflejan mayor equidad en cuanto a las inversiones del sector público ya que en el año anterior el desequilibrio era mayor.

El movimiento en acciones, por otro lado, disminuyó notoriamente (-77%) con lo cual su participación en el total negociado pasó de 4,6% a un 0,8%. Los precios de las mismas no mostraron mayores cambios con respecto al año 1997.

En cuanto a nuevas empresas inscritas en el mercado de valores, tenemos que en el semestre seis retiraron sus inscripciones, mientras que cuatro compañías nuevas inscribieron sus títulos: Banco Nacional de Fomento (Certificados de Inversión), Parque Industrial Riobamba (Acciones), Fondo de Inversión Inmobiliario Bien Raíz de Producción (Unidades de Participación), AFP Génesis (Certificados de Inversión).

El fin de siglo implicó una de las pruebas mas duras que ha tenido que enfrentar nuestro país. En 1999 Ecuador fue testigo de una de las mayores crisis económicas de su historia, motivada por factores exógenos y principalmente por problemas acumulados dejados sin resolver en años anteriores. Pese al año extremadamente difícil que tuvo que soportar, el mercado de valores ecuatoriano tuvo un rescatable avance. Las operaciones en las bolsas de valores sumaron a nivel nacional 103 billones 324.132 millones de sucres, lo cual significa un crecimiento real del 173,5% en 1999 (340% nominalmente). Actualmente el total negociado en el mercado bursátil representa un 14,5% del PIB.

De igual manera, la Bolsa de Valores de Guayaquil obtuvo un crecimiento notable en términos reales y nominales (85% y 198% respectivamente) al sumar en el año 33 billones 114.980 millones de sucres. Si bien su participación sobre el total nacional ha disminuido al 32%, aun mantiene su hegemonía sobre el total negociado en acciones a nivel nacional (91%) y sobre el volumen de negociación ajustado por plazos de negociación (59,3%).

Pese a esto el volumen ajustado en la Bolsa de Valores de Guayaquil creció solo un 5,9% (-34% real). De esta manera, la profundidad del mercado medida por el Indicador de Tendencia de Largo Plazo bajo de 44,4% en 1998, reflejando la propensión de los inversionistas a invertir con un horizonte cortoplacista.

Podemos comentar como principales características observadas a lo largo del año el repunte que observaron las operaciones con Certificados de Depósitos a Plazo una vez decretado el congelamiento de los depósitos, la preferencia por títulos emitidos por el Estado por parte de los inversionistas que buscaban seguridad ante la crisis bancaria, el cambio de dicha preferencia una vez anunciada la reprogramación de los Bonos del Estado, la preferencia de títulos en dólares y otras señales de un mercado sumamente nervioso y especulativo.

De esta manera, las negociaciones en 1999 pueden clasificarse en los siguientes títulos de valores: Bonos de Estabilización Monetaria (participación del 55%), Depósitos a plazo (11,7%), Pagarés (12,5%), Bonos del Estado (4,5%), Acciones (3,9%) y otros títulos de intermediación (12,4%).

Finalmente, tenemos que en este año se dio una nueva emisión de acciones al inscribirse Agrícola Industrial Tropical como emisor en la Bolsa de Valores de Guayaquil, compañía que realizó una oferta pública de 135.000 acciones con un valor nominal de 100.000 sucres.



En enero del 2.000, el Gobierno Ecuatoriano anunció la adopción del esquema de dolarización y a partir de ese momento, la situación económica del país ha evolucionado favorablemente. En la medida que se den las transformaciones necesarias y se concreten definitivamente las intenciones gubernamentales de modernización, podremos esperar un resurgimiento de la actividad bursátil.

El mercado de valores ecuatoriano sumó en este año 1.932 millones de dólares lo cual implica una reducción del 56% tomando en consideración solo cifras en dólares (con valores sucretizados se observará un aumento por el 8,6%). La participación de la Bolsa de Valores de Guayaquil llega a un 61%, dándose una situación inversa a la de hace algunos años ya que, pese a ser la localidad en la que más se negocia, actualmente en el mercado de acciones, la Bolsa de Valores de Guayaquil participa minoritariamente 3,9%.

Por otro lado, en la Bolsa de Valores de Guayaquil se han negociado 1.175 millones de dólares lo cual muestra un decrecimiento del 19,4% con cifras en dólares (o en aumento del 93% si tomásemos cifras en sucres).

La estructura de títulos negociados en Bolsa presenta un esquema distinto con respecto al año anterior. La participación de títulos privados en la actualidad es enormemente mayoritaria presentándose los títulos de intermediación financiera como los mas negociados: Pagarés (44%), Certificados de ahorro (23%) y Depósitos a Plazo (17%).

Las acciones permanecen en nivel muy bajo, en la Bolsa de Valores de Guayaquil alcanzan apenas el 0,1% del total negociado mientras que en la Bolsa de Quito presenta mayor participación: 2,5% por tal motivo las mayores variaciones en los precios no se dieron en Guayaquil.



En general, el mercado de las Bolsas en lo que va del año 2001 se ha movido un poco más que las anteriores, especialmente dinamizados por la participación de entidades del sector público, principalmente en operaciones con bonos de Bonos de Estado, certificados de Depósito, pólizas y avales, todos valores de renta fija.

Hasta aquí pareciera que la participación de la renta fija ha simplificado el problema, pero se requiere además un compromiso del Estado de querer desarrollar este mercado, a través del envío y mantenimiento de señales de estabilidad, claridad y transparencia social, política y económica que permitan tener un universo de Compradores más amplio y exigente^{2-/}.

1.2 Marco Regulatorio del Mercado de Valores

A partir de 1990, el mercado de valores inicia una etapa diferente en su vida institucional, pues será la década en donde nacería la primera **Ley de Mercado de Valores** que impulsaría el auge de las negociaciones en la Bolsa de Valores, aunque logró un auge esta ley, fue incipiente por lo que en el año de 1993, luego de una serie de intentos, se aprobó finalmente la primera Ley de Mercado de Valores la cual fue expedida el 26 de mayo de 1993 y publicada en el Registro Oficial el 28 de mayo de dicho año.

De acuerdo a esta ley el Consejo Nacional de Valores (CNV), nace para establecer la política general del mercado de valores y regular su actividad, abrir nuevas alternativas de negociación e inversión dentro del país; tales como acciones, obligaciones, cédulas hipotecarias, depósitos a plazo, repos, aceptaciones bancarias, certificado de depósito reprogramados, fondo de inversión, fondos de jubilación y pensiones, fideicomiso, certificados financieros, principales títulos de deuda pública. A raíz de esta ley el mercado se ha expandido notablemente, teniendo como

^{2-/} Ec. Juan Carlos Plaza Gallo. Subgerente Finanzas Corporativas. Casa de Valores del Pacífico VALPACIFICO

principales objetivos su desarrollo y hacerlo eficiente, organizado, integrado y transparente. Además, para precautelar los intereses de los inversionistas y democratizar la participación en el capital social de las empresas. En ella se institucionalizó a los agentes de bolsa, transformándolos en compañías anónimas, denominadas Casas de Valores. Asimismo se crearon las administradoras de fondos y los fondos de inversión y las calificadoras de riesgo. Adicionalmente se establecieron ciertos incentivos tributarios a fin de darle impulso al desarrollo del hasta ese entonces incipiente mercado.

Así mismo, esta Ley, 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 de Valores. Los cambios vertiginosos de una economía abierta impulsaban nuevos desarrollos que culminan con la promulgación de una nueva ley de Mercado de Valores en 1998. Este nuevo marco legal se aplica tanto al mercado bursátil, el cual se entiende como aquél que se desarrolla en las bolsas de valores; al mercado extrabursátil, el mismo que se refiere a la negociación de valores fuera de las bolsas, a las bolsas y casas de valores, a la oferta pública, a los emisores y a los intermediarios y demás participantes que de cualquier manera actúen en el mercado. No obstante, la ley no obvia la negociación privada de valores, las mismas que quedan limitadas según su monto, el cual no podrá ser mayor al 1% del capital suscrito en el caso de acciones admitidas a cotización bursátil

El Mercado de Valores Ecuatoriano ha alcanzado un nivel de estancamiento, que lo ubica como una alternativa de financiamiento e inversión no relevante y muy por detrás de sus similares en la región. De acuerdo a esta Ley, el Consejo Nacional de Valores(CNV) establece la política general del mercado de valores y regula su actividad. Dicho Consejo está integrado por siete miembros, cuatro del público y tres del sector privado.



•CB-ESPOL

1.3 Bolsa de Valores

Después de la creación de un Mercado de Valores, regido por una ley de Mercado de Valores y regulado por la Superintendencia de Compañías es que logra establecer las Bolsas de Valores, lugar que va a servir como espacio físico para que pueda llevarse a cabo un sinnúmero de transacciones que permita de una u otra manera que los emisores logren financiarse sin ningún problema.

Las Bolsas de Valores han sido precisamente las instituciones que proveen la infraestructura necesaria para facilitar la aproximación de los emisores a los inversionistas, a través de la compra - venta de valores.

El establecimiento de las Bolsas de Valores en el Ecuador, no solamente que constituyó un proyecto largamente esperado, sino que también respondió a la evolución y naturaleza de los procesos económicos y comerciales que se vienen dando en nuestro país a través del tiempo. El punto fundamental fue la necesidad de proveer a los comerciantes, de un medio idóneo y moderno para distribuir las riquezas, promover el ahorro interno e impulsar su canalización hacia las actividades productivas.

La iniciativa que buscaba la CFN (Corporación Financiera Nacional) era dar una base mucho más amplia para que las empresas se nutran con capitales abiertos y puedan afrontar el desarrollo sostenido, ya avizorando las perspectivas de competencia internacional y salir de una economía autárquica a una nueva era de globalización, pues aunque no se había acuñado el término, ya existía la idea.

De esta manera, liderados por distinguidas personalidades en su Directorio, se empieza a constituir la Bolsa de Valores C.A., la cual tenía como función la búsqueda de un acceso rápido y eficaz al Mercado de Valores Ecuatoriano a costos

competitivos, invertir en compañías de alta calidad con crecimiento potencial y características de rentabilidad. La primera Rueda de Bolsa se efectuó el 2 de septiembre de 1970.

En el año 1998 se expide una nueva Ley de Mercado de Valores, creada para dar auge a las operaciones bursátiles. Esta nueva Ley incorpora nuevas figuras como los inversionistas institucionales, el fideicomiso y titularización y profundiza las regulaciones y sanciones para los participantes del mercado de valores del sector público y privado.

La Bolsa de Valores se ha innovado año tras año, creando de cierta manera muchos beneficios a los inversionistas como: la expedición de la primera Ley de Mercado de Valores, la implementación del primer sistema electrónico bursátil del Ecuador, interconexión en tiempo real con reuters, presencia internacional, "Mundo Virtual" presentada al Ecuador y al mundo, programas de gestión de mercado de valores, subasta serializada e interconectada, etc.

Con la tecnología e innovación que se ha desarrollado a través del tiempo en las Bolsas de Valores, se puede lograr un financiamiento Bursátil. El financiamiento bursátil es una herramienta que permite a las empresas ejecutar diversos proyectos de mejora y expansión. Una empresa se puede financiar a través de la emisión de acciones u obligaciones o de títulos de deuda. El financiamiento obtenido le sirve a la empresa para:

- Optimizar costos financieros
- Obtener liquidez inmediata
- Consolidar y liquidar pasivos
- Crecer
- Modernizarse
- Financiar investigación y desarrollo



- Planear proyectos de inversión y financiamiento de largo plazo

Obtener recursos a través del mercado de valores representa, además de una buena alternativa de financiamiento, un importante reto y una gran satisfacción. Simboliza el punto de madurez en la trayectoria de una empresa; la realización de este proceso es motivo de orgullo y de reconocimiento, al tiempo que le brinda mayor valor. Conlleva aceptar nuevos socios en la empresa (hacerla pública), con todos los beneficios y responsabilidades que ello implica, para poder proyectarse hacia objetivos de negocio superiores.

Allegarse de recursos en el mercado bursátil a través de la emisión de acciones o de títulos de deuda, es también un mandato para todas aquellas empresas ecuatorianas que aspiran a competir en el mundo de los negocios globalizados y a trascender en el nuevo milenio. El objetivo de "**Cotizar en Bolsa**" es brindarle una introducción al proceso de obtener financiamiento bursátil, el cual exige la participación de un equipo de profesionales que requieren de su compromiso y liderazgo decididos.

1.4 Casas de Valores

Las casas de Valores lo que buscan es operar de acuerdo a las instrucciones de sus comitentes en el Mercado Bursátil, administrar portafolios de Valores o dinero de terceros, adquirir o enajenar valores por cuenta propia, realizar operaciones de colocación primaria de valores, dar asesoría en información en materia de finanzas y valores, estructurar portafolios de valores, adquisiciones, fusiones u otras operaciones en el Mercado de Valores, anticipar fondos de sus recursos a sus comitentes y explotar su tecnología y procesamiento de datos y demás actividades que autorice el Consejo Nacional de Valores.



Una 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 esta Ley.

Las Casas de Valores en el Ecuador, son entes que surgieron a raíz de la expedición de la Ley de Mercado de Valores de 1993. Su principal función es la de actuar como intermediario de valores, es decir, realizar compraventa de títulos por cuenta de sus clientes o en base a su propio capital. Una CASA DE VALORES y un banco actúan en diferentes mercados. La Casa de Valores participa en los mercados de desintermediación financiera, mientras que el banco lo hace en el de Intermediación Financiera

- **Servicios que prestan**

- 1. Administración de recursos de terceros**

La más eficiente administración financiera para multiplicar el capital de inversionistas con altos niveles de recursos, que desean un instrumento de inversión a su medida.

- 2. Análisis**

El departamento de Análisis tiene cinco funciones principales: la valoración fundamental de títulos de renta fija y variable, la calificación de riesgo del emisor de estos títulos, la creación y evaluación de nuevos instrumentos, el análisis financiero internacional, local o de sectores específicos de la economía, el desarrollo de reportes periódicos y semanales del mercado de capitales y sus emisores.

- 3. Centro de intermediación**

Se efectúan transacciones de compra y venta de los títulos valores negociados en el sistema financiero nacional e internacional.



4. Finanzas corporativas

Brinda servicios de consultoría financiera que consisten en Valoración de Compañías, Estructuración de la Emisión de Valores, la Estructuración del financiamiento de nuevos proyectos, inversiones marginales en planta y equipo, investigación y desarrollo, introducción de nuevos productos o servicios, constitución de reservas empresariales, o financiamiento de fusiones o adquisiciones y procesos de desinversión, donde se recomendará el medio de financiamiento más conveniente para la compañía, ya sea emisión de obligaciones, acciones, crédito bancario, arrendamiento mercantil, entre otras varias alternativas, las cuales estarán de acuerdo con los objetivos de corto o largo plazo de la empresa. Con este fin, se realiza un análisis de diligencia y conocimiento debido, en el que se estudia el entorno económico, las características de la industria y de la empresa, con el ánimo de tomar cabal conocimiento de vuestras actividades y en virtud de aquello realizar las recomendaciones del caso.

Podríamos decir entonces que la diferencia entre un “banco” y una “casa de valores” es que el banco como se sabe capta recursos del público bajo diferentes modalidades de plazo, para prestar esos recursos a plazos que no tienen porque coincidir con los términos a los cuales los captó. Por eso se dice que la banca transforma activos financieros. La función de las casas de valores es la de facilitar el contacto y el intercambio entre los poseedores de las acciones y los posibles compradores de estas, se define como la transmisión de activos financieros.

1.5 Calificadoras de Riesgo

Se entenderá por calificación de riesgo según **Ley de Mercados de Valores**, la actividad que realicen entidades especializadas, denominadas calificadoras de riesgo, mediante la cual den a conocer al mercado y público en general su opinión sobre la

solvencia y probabilidad de pago que tiene el emisor para cumplir con los compromisos provenientes de sus valores de oferta pública.

De los sujetos y valores objeto de la calificación.

Son sujetos de calificación de riesgo todos los valores materia de colocación o negociación en el mercado; excepto aquellos emitidos, avalados, aceptados o garantizados por el Banco Central del Ecuador, el Ministerio de Finanzas, así como las acciones de sociedades anónimas y demás valores patrimoniales.

La calificación de acciones u otros valores patrimoniales de un emisor, será voluntaria por lo que podrá efectuarse oferta pública sin contar con la respectiva calificación de riesgo. Sin embargo, el C.N.V. (Consejo Nacional de Valores), podrá ordenar la calificación de dichos valores, con causa fundamentada. En los casos de no efectuarse la calificación de riesgo, toda oferta, prospecto, publicidad y títulos deberán contener la expresa mención: "sin calificación de riesgo".

Los fondos de inversión administrados no requieren calificación de riesgo, sin embargo, queda a potestad de las administradoras de fondos contratar la calificación de riesgos para los fondos que administre.

Para el caso de valores de giro ordinario del negocio, emitidos, avalados, aceptados o garantizados por instituciones del sistema financiero y de papel comercial, deberá calificarse al emisor en base a su posicionamiento de corto y largo plazo, sin perjuicio de los requisitos adicionales que determine el C.N.V. (Consejo Nacional de Valores).

Los valores derivados de una titularización deberán contar con calificación de riesgo, tomando en cuenta las normas establecidas en esta Ley y las normas de carácter general que determine el C.N.V. (Consejo Nacional de Valores).



De la calificación de riesgo.

La Superintendencia de Compañías podrá designar un calificador de riesgo distinto a fin de que efectúe la calificación de los valores en forma adicional. El costo de dicha calificación estará a cargo del emisor.

Los ingresos obtenidos por calificación de riesgo que provengan de un mismo cliente o sus empresas vinculadas no podrán exceder al veinticinco por ciento de los ingresos anuales de la sociedad calificadora.

Los valores sujetos a calificación de riesgo, así como aquellos que por decisión voluntaria sean objeto de calificación, deberán previamente a su negociación, publicar dicha calificación por una sola vez en un diario de amplia circulación, de acuerdo a norma general expedida por el C.N.V. (Consejo Nacional de Valores).

La Superintendencia de Compañías podrá cancelar la inscripción de la compañía calificadora de riesgo del Registro del Mercado de Valores si llegare a la conclusión, previa inspección, de que dicha sociedad no ha efectuado la calificación conforme a las disposiciones de esta Ley, sus normas complementarias y el procedimiento de calificación autorizado, sin perjuicio de que terceros sigan las acciones judiciales a que hubiere lugar.

De los criterios de calificación.

El C.N.V. (Consejo Nacional de Valores), mediante resolución general, determinará los sistemas, procedimientos, categorías de calificación y periodicidad de la misma, considerada su naturaleza de valores de renta fija o variable y en atención a las siguientes normas generales:

a) Los valores representativos de deuda se calificarán en consideración a la solvencia y capacidad de pago del emisor, a su posición de corto y largo plazo, a las garantías que presentare, a la probabilidad de no-pago del capital e intereses, a las

características del instrumento, a la información disponible para su calificación y, otros factores que pueda determinar el C.N.V. (Consejo Nacional de Valores);

b) Cuando se califiquen acciones de sociedades, se lo hará en atención a la solvencia del emisor, las características de las acciones, la información del emisor y sus valores y a otros factores que determine el C.N.V.(Consejo Nacional de Valores);

c) Las cuotas de los fondos de inversión colectivos se calificarán en base a la solvencia técnica de la sociedad administradora, la política de inversión del fondo, la calificación de riesgo de sus inversiones, la pérdida esperada por el no pago de créditos que mantenga el fondo y otros factores que determine el C.N.V.(Consejo Nacional de Valores)

d) La calificación de los valores producto de un proceso de titularización, deberá indicar los factores que se tuvieron en cuenta para otorgarla y adicionalmente deberá referirse a la legalidad y forma de transferencia de los activos al patrimonio autónomo. En ningún caso la calificación de riesgo considerará la solvencia del originador o del agente de manejo o de cualquier tercero.⁻¹

Las Calificadoras deberán inscribir en el Registro del Mercado de Valores, sus sistemas, procedimientos y categorías de calificación en forma previa a su aplicación y conforme a los requisitos que establezca el C.N.V. (Consejo Nacional de Valores), mediante normas de carácter general.

1.6 Mercado de Valores como alternativa de financiamiento

Las empresas siempre están buscando alternativas de financiamiento, y por ende optarán por la mejor alternativa, nuestra tesis busca aprobar lo que la teoría financiera menciona acerca del Mercado de Valores al decir que es una buena

⁻¹ Teoría financiera ver anexo 7

alternativa puesto que sus costos son más bajos que los que presta un banco, además emitir en Bolsa le da prestigio a la Empresa lo que no le da un Banco. Más adelante se hará una comparación entre el financiamiento bancario vs. el bursátil, donde se podrá ver claramente porque el mercado de valores es una buena alternativa de financiamiento.

1.6.1 Proceso para emitir en Bolsa

Para comenzar una emisión de títulos valores se realiza primero una emisión pública, para lo cual se debe seleccionar unos aseguradores, estos actúan como comadronas financieras para la nueva inversión. Normalmente desempeñan un triple papel. Primero asesoran a las compañías con consejos financieros y procedimientos legales, después compran la emisión y finalmente la revenden al público. Posteriormente se prepara una memoria de inscripción, que hay que presentar ante la Comisión Nacional de Valores. Esta memoria es un documento detallado, y a veces complicado, que ofrece información sobre la financiación propuesta y la historia de la empresa, los negocios actuales y los planes para el futuro. Después de que la Comisión Nacional de Valores ha estudiado el documento remite a la empresa un "*memorándum de suficiencia o insuficiencia*" solicitando modificaciones o datos complementarios. La primera parte de la memoria de inscripción es distribuida por la empresa bajo la forma de folleto de emisión preliminar, después de esta inscripción, se publica un folleto de emisión definitivo que difería sólo del preliminar por la inclusión del precio final de emisión y algunos cambios de escasa importancia exigidos por la Comisión Nacional de Valores. Antes de poder hacer pública la oferta se necesita nombrar un registrador para inscribir cualquier emisión de acciones e impedir una emisión no autorizada. Entonces se designan a un *agente de registro* para cuidar la transmisión de los títulos de nueva emisión. Finalmente debe comprobarse que la emisión se ajusta a las denominadas leyes de "cielo azul" de cada estado que regulan las ventas de títulos dentro de ellos.

La inscripción de un plan de emisión ofrece a las empresas algunas ventajas que no tenían anteriormente:

- a. Los títulos pueden emitirse lentamente y en pequeñas cantidades sin incurrir en excesivos costos de transacción.
- b. Los títulos pueden emitirse en breve plazo
- c. Las emisiones de títulos pueden periodificarse de forma que se saque ventaja de las "condiciones del mercado"
- d. La empresa emisora puede garantizar que los aseguradores compitan por su negocio. Puede, en efecto, subastar los títulos.

1.6.1.1. Pasos para la emisión de títulos valores

♦ Preparación de la emisión

• Estructuración de la emisión

Primeramente la empresa parte del monto que necesita que le financien, identificando cuánto dinero necesita conseguir, ese monto lo podrá obtener emitiendo Obligaciones (vía Pasivo) o emitiendo Acciones (vía Patrimonio). La empresa entonces procede a realizar los cálculos para ver de qué manera le conviene emitir los títulos, y cuál será el flujo de efectivo a desembolsar en el futuro. En este punto la empresa puede solicitar la asesoría de cualquier Casa de Valores.

Cabe destacar que esta asesoría tiene un costo que depende del estudio a realizar. La descripción de los costos se presenta en el Anexo 2. Generalmente en el costo de la asesoría de la Casa de Valores se incluye el servicio para realizar las gestiones y trámites posteriores. Una Casa de Valores puede demorarse 30 días en la estructuración de la emisión (considerando que la empresa dispone de información completa y actualizada).



- *Obtener la Calificación de Riesgo (para el caso de Obligaciones)*

Si la empresa ha decidido emitir Obligaciones estará obligada por la Ley a obtener una Calificación de riesgo, la cual no es más que una opinión acerca de la capacidad de pagar la deuda contraída. Esta calificación la dan unas compañías especializadas denominadas Calificadoras de Riesgo. El costo por obtener dicha calificación varía de acuerdo a la Calificadora, al monto, al plazo, etc.²

La Ley estipula que para cada emisión de Obligaciones se necesita una Calificación de Riesgo al inicio y una actualización de la misma por cada semestre siguiente. Una Calificación de Riesgo demora aproximadamente 15 días si la empresa dispone de información completa y actualizada. En el caso de las acciones, la calificación de riesgo no es obligatoria.

- *Contratación del Representante de Obligacionistas y el Agente Pagador (para el caso de Obligaciones)*

La empresa está obligada por la Ley contratar a un Representante de los Obligacionistas que será la persona encargada de velar por los intereses de los compradores del papel. Así también, si la empresa estima conveniente que una determinada entidad (generalmente un banco) se encargue de realizar los pagos de intereses y/o capital a los tenedores del papel, se suscribe un contrato aparte como Agente Pagador.³

- *Impresión del Prospecto de Oferta Pública*

Una vez estructurada la emisión, la empresa manda a imprimir unos folletos informativos (prospectos) donde se detallan las características de los títulos a ser emitidos, además de información pertinente a la empresa, la industria y el entorno.

² Ver anexo #3

³ Ver anexo #4



La cantidad de prospectos a imprimir depende de la difusión que se le quiera hacer a la venta de los títulos, pero hay que tomar en cuenta que hay que enviarle 3 ejemplares a la Superintendencia de Compañías y a la Bolsa de Valores en número suficiente para todas las Casas de Valores (Guayaquil y Quito).

♦ **Inscripción en el registro de mercado de valores**

- *Cumplimiento de requisitos para la inscripción de los títulos en el Registro del Mercado de Valores.*

La empresa envía una carta a la Superintendencia de Cías exponiéndole su deseo de realizar la Oferta Pública y de inscribirse como Emisor. Además debe enviar información general, y relativa a la situación financiera de la empresa, así como una declaración de activos libres de gravámenes y de la no-inhabilitación del Representante Legal de los Obligacionistas.

- *Aprobación de la Emisión y Autorización de Oferta Pública*

Los departamentos Jurídico y de Emisores revisan la documentación presentada y, si está completa y no hay ningún hecho excepcional, toma no más de 15 días hábiles en aprobar la Emisión y autorizar la Oferta Pública de la empresa interesada. Para esto la Superintendencia envía un comunicado al Representante Legal de la empresa (ahora llamada Emisor) y a la Bolsa de Valores, refiriendo lo anterior y disponiendo además, la Inscripción en el Registro de Mercado de Valores.

- *Publicación de la Autorización de Oferta Pública*

Apenas el Emisor reciba el Resolución de la Superintendencia debe publicarlo por una vez en uno de los diarios de mayor circulación.

- *Pago de Cuota de Inscripción al Registro de Mercado de Valores*

El Emisor lleva una copia del diario donde se publicó la Resolución al Departamento de Mercado de Valores de la Superintendencia, y éste le da una orden



para pagar la Cuota de Inscripción. Esta cuota se paga sólo una vez para Emisores que no pertenezcan al sector financiero y tiene un valor de US\$ 526 (200 UVC). Cuando el Emisor cancela este valor envía el recibo al Departamento de Mercado de Valores y éste, con la información procesada, le da el Número de Inscripción.

♦ Inscripción en la bolsa de valores

- *Cumplimiento de requisitos para la inscripción del emisor y los títulos en la Bolsa de Valores.*

La empresa envía una carta a la Secretaría General de la Bolsa de Valores solicitando la inscripción como Emisor. Además debe enviar información general, y relativa a la situación financiera de la empresa (Anexo 5). Cuando quien suscriba la solicitud sea el Representante Legal de la Casa de Valores Asesora, se adjuntará una declaración para la inscripción de los Emisores.

- *Aprobación de Inscripción*

Con la información enviada, si se cumplen todos los requisitos, la Bolsa aprueba la inscripción del emisor y de los títulos a ser emitidos en no más de 7 días, estableciendo además la fecha a partir de la cual se podrán negociar los títulos. Dentro de ese lapso la Bolsa le pedirá a la Superintendencia una Certificación de que el Prospecto de Emisión presentado es igual al presentado a la Superintendencia. Cabe anotar que una vez que el emisor es inscrito en bolsa debe pagar una Cuota de Inscripción y en los siguientes años una Cuota de Mantenimiento Anual, además de comprometerse a enviar cierta Información Periódica así como Información Continua.

- *Pago de Cuota de Inscripción a la Bolsa de Valores*

Una vez que la Bolsa aprueba la inscripción, el Departamento de Tesorería le envía un Estado de Cuenta al nuevo emisor, indicándole el valor a pagar por concepto de

Cuota de Inscripción, valor que será determinado basándose en el Patrimonio del Emisor (ver Anexo 6).

♦ Colocación de los títulos

- *Selección de la Casa de Valores Vendedora*

En este momento el Emisor debe elegir la Casa de Valores a través de la cual venderá sus nuevas obligaciones o acciones. Generalmente se elige a la misma Casa de Valores que asesoró al momento de estructurar la emisión.

- *Venta de los títulos*

El paso final es la venta de los títulos, con el dinero de esa venta el Emisor podrá financiarse. Cabe anotar que cómo en cualquier venta o compra en el mercado de valores, se pagan dos comisiones sobre el valor de la transacción, una a la Casa de Valores vendedora y otra a la Bolsa de Valores.

Finalmente, vale anotar que la Casa de Valores, además de venderla a través de la Bolsa de Valores, puede suscribir también un contrato de Underwriting, mediante el cual ella misma le compra toda la emisión o parte al Emisor.

1.6.2 Beneficios y Oportunidades de cotizar en la Bolsa de Valores

Los directivos de la Bolsa de Valores defienden la idea de que ellos ofrecen al mercado una óptima alternativa de financiamiento a la tradicional intermediación financiera para sustentar el crecimiento de las empresas. Por medio de la emisión de títulos valores (obligaciones, papel comercial, acciones, titularización) se hace posible captar en forma directa los recursos del público que sean necesarios para llevar a cabo proyectos de inversión productiva.

Es así que según los miembros de la Bolsa de Valores; cotizar en Bolsa brinda una gama de beneficios que incrementan el potencial de negocios de las empresas. Entre ellos podemos anotar los siguientes:

1. Ventajas con respecto al endeudamiento bancario

El alto grado de apalancamiento a través del crédito bancario, puede constituirse en un factor de quiebra para las compañías. Los compromisos crediticios presentan la desventaja de ser fijos y en gran proporción inflexibles, por consiguiente no toman en cuenta los ciclos recesivos de la economía y su efecto negativo sobre la compañía.

Además, dado que por lo general los créditos son otorgados a plazos menores a los requeridos para la realización total del proyecto de inversión, la empresa se ve obligada a disponer de otros activos para atender sus compromisos financieros. Esta situación afecta la operación de la compañía en aspectos claves de su actividad ordinaria debido a la escasez de financiamiento, como por ejemplo el capital de trabajo, lo cual repercute directamente en la productividad y en las utilidades de la misma.

Por otro lado, es común que en la obtención de un crédito deba entregarse una garantía real (hipotecas o prendas industriales), las cuales dejan de ser de libre disponibilidad para la empresa, hasta que la deuda haya sido cancelada por completo, lo que contribuye a que se pierda capacidad de gestión. En el caso de una emisión de obligaciones existen dos posibilidades de garantía: una garantía específica (prenda, hipoteca o fianza), y una general, que equivale a todo el patrimonio o bienes del emisor que no se encuentren afectados por una garantía específica. Bajo ésta última, la empresa no se sujeta a ninguna restricción en cuanto a la disposición de sus activos.

En el caso de la colocación de acciones la ventaja es mucho más evidente, la empresa no está obligada a la devolución del dinero ya que el comprador se convierte en

copropietario de la empresa. Los nuevos accionistas comparten las ganancias, pero también las pérdidas y tienen última prioridad de pago tanto en reparto de beneficios como en caso de una eventual quiebra.

Los socios originales no tienen necesariamente que ceder su poder de decisión sobre la empresa, pues mientras mantengan el 51% de las acciones, conservarán los beneficios de ser accionistas mayoritarios. La situación inversa se observa en el caso de los créditos, donde existe la obligación expresa de devolver los dineros recibidos en préstamo una vez concluido el plazo del mismo.

2. Fortalecer la imagen de la empresa

Cotizar en Bolsa contribuye a fortalecer la imagen del emisor, pues se percibe en el mercado como una garantía de transparencia y prestigio. La propia inscripción en Bolsa permitirá proyectar la imagen corporativa de su entidad y dar a conocer las oportunidades y fortalezas de su compañía.

Los inversionistas evaluarán los esfuerzos que se realicen en la racionalización y profesionalismo de la gestión de su empresa, con lo cual se generará un incentivo constante por incrementar la competitividad y la eficiencia de la misma. El mercado permite a los emisores incrementar su notoriedad frente a los potenciales inversionistas, clientes, proveedores, etc., constituyéndose en sí misma como un complemento a los esfuerzos convencionales de marketing y publicidad.

La imagen de la empresa mejora por la continua difusión que la Bolsa de Valores de Guayaquil proporciona a través de los diversos servicios de información con que cuenta y que contribuyen a crear una amplia visibilidad de las mismas.

3. Visibilidad Internacional

La Bolsa de Valores de Guayaquil promociona a nivel internacional las oportunidades de inversión que ofrece Ecuador a través de los servicios de difusión



de la información más relevante de los Emisores inscritos en la Bolsa y de las transacciones de sus valores.

Las operaciones realizadas en la Bolsa de Valores de Guayaquil pueden ser visualizadas en tiempo real a través del sistema de información internacional REUTERS, el mismo que cuenta con más de 250.000 suscriptores en el mundo entero. Asimismo, información diferida de las transacciones es distribuida a Vendedores del prestigio de Telekurs, Financial Times, Bridge Information System y Pacific Data.

4. Proporcionar liquidez a los accionistas

El mercado de valores permite a los accionistas recuperar el capital invertido en el negocio con mayor facilidad y en mejores condiciones que si fuera una empresa cerrada. Cotizar en bolsa le brinda la oportunidad de ofrecer sus acciones a un amplio número de inversores y evitar situaciones donde una negociación bilateral podría repercutir en un precio por debajo de una valoración objetiva.

5. Financiar el crecimiento de su empresa a un bajo costo.

En Bolsa las empresas obtienen capitales para financiar su expansión y sus proyectos de crecimiento a un costo inferior al que obtendría en el mercado de intermediación financiera.

Históricamente la tasa de interés que pagan las empresas por sus títulos de deuda Obligaciones se ha encontrado entre la tasa activa y pasiva referencial ofrecida por las instituciones bancarias. Esto es, la empresa reduce sus costos financiamiento y al mismo tiempo le ofrece al inversionista un instrumento de inversión más atractivo. Aún con la reducción de las tasas de interés en dolarización, la existencia de un spread importante entre las tasas de captación y colocación representa a una real oportunidad de ahorro para el empresario.

6. Estructura de financiamiento menos riesgosa

Con la emisión de Obligaciones o títulos de deuda (titularización), las empresas pueden reestructurar sus pasivos, reemplazando sus compromisos de corto plazo por deudas de largo plazo con un menor costo financiero y con una estructura de pagos definida acorde a sus necesidades, reduciendo así el riesgo de incumplimiento en el pago sus pasivos.

Acceder a este financiamiento de largo plazo brinda mayor capacidad de maniobra para administrar los recursos de la empresa en el corto plazo, y facilita el cumplimiento de otros compromisos no financieros.

Con la emisión de acciones se fortalece el patrimonio de la empresa, lo cual mejora la percepción de la misma, al haberse reducido el riesgo asociado una relación deuda/patrimonio alta. Esto inclusive le abre las puertas para un futuro endeudamiento, de ser necesario. Como vimos anteriormente, la Bolsa provee un mercado secundario para estos papeles, lo cual permite la venta de los mismos en caso de que los tenedores así lo requieran.

7. Maximización de riqueza de los accionistas y una valoración objetiva de la empresa

En Ecuador los empresarios han estado preocupados por la obtención de utilidades contables, dejando a un lado la vía más importante para incrementar la riqueza de los accionistas. La verdadera fuente de riqueza para que los accionistas maximicen su patrimonio familiar es el aumento del valor de la compañía, el cual se observa con el incremento del precio de sus acciones en el mercado bursátil.

El precio de las acciones de una compañía en la Bolsa es el resultado del encuentro entre la oferta y la demanda del mercado, y esta relacionado con la percepción y expectativas que los inversionistas tienen sobre la gestión presente y el éxito futuro de la empresa. El mercado asigna un precio objetivo que se convierte en la mejor

referencia, por lo cual la disponibilidad de información sobre el desempeño de la compañía es la clave para una acertada valoración.

En compañías con grandes potenciales de crecimiento es frecuente que el precio de cotización en Bolsa sea muy superior a su valor en libros (patrimonio contable / número de acciones) y a su vez, experimente fuertes aumentos a medida que se cumplan y sobrepasen las expectativas. La firma que cotiza en Bolsa encuentra en esta valoración una herramienta valiosa que le sirve como guía a los administradores de la empresa en la toma de decisiones, pues el aumento del precio de la acción se incorpora como un objetivo principal de la gestión de la empresa.

8. *Amplio acceso al capital*

La Bolsa de Valores de Guayaquil ofrece un amplio acceso al capital fresco. En Bolsa se han financiado empresas de todos los sectores, y se espera que con la estabilidad que poco a poco consolida la dolarización, se potencie mucho más las oportunidades de financiamiento a través de la llegada de capital extranjero y repatriación de capitales.

Las Agencias de Colocación de Ahorros Provisionales (ACAPS), que se asentarán en el país una vez que se apruebe la Ley de Seguridad Social, constituirán potenciales proveedores de capital para su empresa, pues manejarán gran cantidad de recursos de largo plazo y estarán ansiosos por colocarlos en títulos-valores del mercado ecuatoriano.

9. *Un mercado para empresas de todos los tamaños*

Existe la percepción errónea de que la Bolsa de Valores es un mecanismo de financiación sólo para empresas de gran tamaño. Cuando la verdad es que firmas medianas y pequeñas pueden encontrar en el mercado de valores el impulso que necesitan para sustentar su crecimiento e incluso, para su creación.



10. Aprovechar las ventajas que ofrece la dolarización

Con la aplicación del esquema de dolarización en nuestro país las perspectivas de inversión se han visto alteradas, la inversión financiera especulativa de corto plazo dejó de ser rentable, pues tasas de interés bajas dejaron de ser atractivas y se eliminó la especulación cambiaria; en tanto que la inversión productiva toma auge y se vuelve la mejor alternativa para hacer crecer sus inversiones. La mejor vía para cristalizar estos proyectos es acudir a las Bolsas de Valores en busca de financiamiento menos costoso, de acceso a un creciente volumen de capitales y además, de la oportunidad de adquirir visibilidad y promoción tanto local como internacionalmente.

1.6.3 Instrumentos a utilizar dentro del Mercado de Valores

Títulos Valores de Renta Fija: Sector Privado

Sector privado

Son los 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.

A continuación se mencionará los diferentes instrumentos del sector privado, para mayor información respecto a ellos, ver el anexo 8.

- Aceptaciones Bancarias.
- Aval bancario
- Bonos de Prenda
- Cédulas Hipotecarias
- Certificados de Arrendamiento Mercantil
- Certificados de Arrendamiento Mercantil Inmobiliarios
- Certificados de depósito a plazo
 - Certificado de Depósito,



- Certificado de Depósito a Plazo Fijo
- Certificado de Depósito a Plazo
- Depósito a Plazo
- Depósito a Plazo Mayor
- Certificados de depósito a la vista
 - Certificado de Ahorro
 - Certificado de Ahorro a la Vista
 - Certificado de Depósito a la Vista
 - Depósito de Ahorro
 - Depósito a Plazo Menor
- Valores emitidos por procesos de titularización
- Letras de Cambio
- Obligaciones
- Obligaciones Convertibles en Acciones
- Obligaciones especiales o Papel Comercial
- Pagaré bancario

Títulos Valores de Renta Fija: Sector Público

Sector Público

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

- Bonos de Conversión de Deuda Externa
- Bonos de Estabilización Monetaria
- Bonos del Estado
- Certificados de Tesorería
- Notas de Crédito Tributarias
- Bonos de Fomento

Títulos Valores de Renta Variable:

- Acciones
- Acciones ordinarias
- Acciones preferidas

Otros títulos de valores:

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.

Las partes esenciales que deben intervenir en un proceso de titularización son las siguientes:

- **Originador.-** Consiste en una o más personas naturales o jurídicas, de derecho público o privado con finalidad social o pública, nacionales o extranjeras, o entidades dotadas de personalidad jurídica, propietarios de activos o derechos sobre flujos susceptibles de ser titularizados.
- **Agente de Manejo.-** Será una sociedad administradora de fondos y fideicomisos que tenga a su cargo, además de las funciones consagradas en el contrato de fideicomiso mercantil, la buena administración del proceso de titularización, por lo que no responderá por los resultados obtenidos, a menos que dicho proceso arroje pérdidas causadas por dolo o culpa leve en las actuaciones del agente de manejo, declaradas como tales en sentencia ejecutoriada, en cuyo caso responderá por dolo o hasta por culpa leve.

- **Patrimonio de propósito exclusivo.-** Que siempre será el emisor, es un patrimonio independiente integrado inicialmente por los activos transferidos por el originador y, posteriormente por los activos, pasivos y contingentes que resulten o se integren como consecuencia del desarrollo del respectivo proceso de titularización. Dicho patrimonio de propósito exclusivo podrá instrumentarse bajo la figura de un fondo colectivo de inversión o de un fideicomiso mercantil, administrado por una sociedad administradora de fondos y fideicomisos.
- **Inversionistas.-** Son aquellos que adquieren e invierten en valores emitidos como consecuencia de procesos de titularización.
- **Comité de Vigilancia.-** Estará compuesto por lo menos por tres miembros, elegidos por los tenedores de títulos, no relacionados al agente de manejo.

1.7 Crédito Bancario como alternativa de Financiamiento

El financiamiento bancario es otra alternativa de financiamiento la cual se ha visto atractiva para ciertos empresarios quienes consideran que no necesitan de excesivos requisitos burocráticos como sí sucede al buscar financiamiento vía Bolsa de Valores.

Financiarse a través de la banca es buscar soluciones cortoplazistas a cubrir sus pasivos pero al mismo tiempo es dejar a la empresa con un apalancamiento elevado que con el tiempo, si la empresa no es líquida, los intereses y el cumplimiento de obligaciones con la banca, llevarán a la quiebra a la empresa.

La banca comercial representa una permanente y suficiente fuente de financiamiento de los sectores productivos públicos y privados en el corto y mediano plazo como lo es el mercado de valores en el mediano y largo plazo.

Sin embargo, se debe de tomar en cuenta que la banca comercial no da mucha posibilidad de descuento a las empresas y esa es una debilidad la cual podría ser aprovechada por la Bolsa de Valores. Aun cuando la banca comercial tiene en frente a empresas de gran prestigio y solvencia, ofrecen tasas de intereses competitivas las cuales juegan un papel importante porque se acercan a los costos que las empresas podrían adquirir vía mercado de valores y muchas veces hasta son un poco mas bajas.

La investigación de esta tesis dará una respuesta mas clara de qué realmente sería lo conveniente para los inversionistas ya que no podríamos concluir aun si financiarse vía crédito bancario es más beneficioso que realizarlo a través del mercado de valores.

CAPITULO II

2. ANALISIS DE LOS EMISORES EN EL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO

En el presente capítulo procederemos a realizar un análisis de las empresas que han emitido en el Mercado de Valores. Para esto tomaremos como ejemplo a las empresas que se han distinguido por la constante creencia en el mercado bursátil y por sus múltiples emisiones de obligaciones.

El mercado de valores ecuatoriano ha evolucionado y se ha adaptado a las exigentes y cambiantes condiciones de los mercados de capitales internacionales.

En la actualidad se encuentran inscritas 102 empresas en las Bolsas de Valores de Guayaquil y Quito (ver Anexo 10), de las cuales las que negocian son 64 que resultan ser pocas para el desarrollo de un mercado el cual se ha encontrado incipiente por inversionistas ecuatorianos. Según estadísticas tomadas de la Bolsa de Valores de Guayaquil, se presenta que desde el año de 1996 hasta la actualidad, el porcentaje de empresas que participan en Bolsa se han reducido en aproximadamente el 3,43% por año, (ver Cuadro 1 y Gráfico No.1). Aquí nace la pregunta de ¿Porque las empresas no se financian a través del Mercado de Valores?. Para poder contestar esta pregunta se enfocará el análisis por el lado de la subutilización del mercado de valores. Además se discutirá esta interrogante, ya que este trabajo busca alternativas para desarrollar el Mercado de Valores y de esta manera obtener una mayor demanda de empresas que no se encuentran suscritas en Bolsa hasta ahora.

CUADRO 1: NUMERO DE EMISORES INSCRITOS EN BOLSA

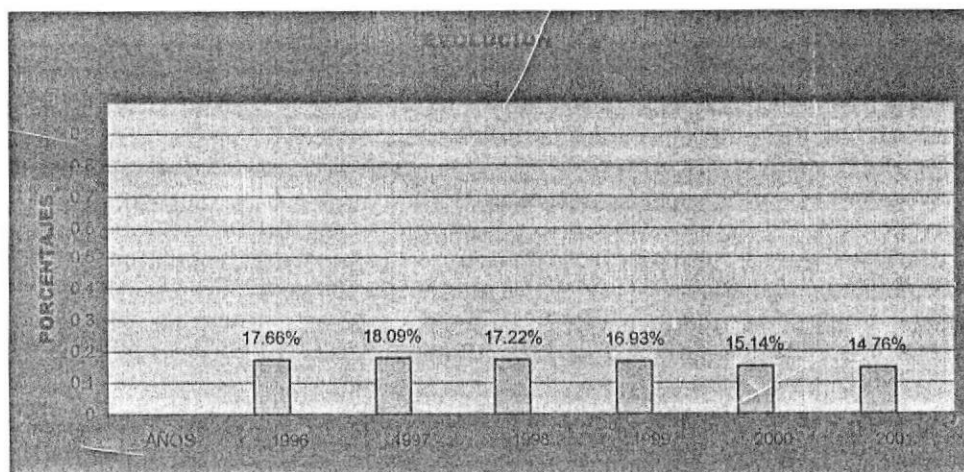
	NUMERO	VARIACION
AÑOS	EMISORES	%
1996	122	
1997	125	2.46%
1998	119	-4.80%
1999	117	-1.68%
2000	106	-9.40%
2001	102	-3.77%
Total	691	-3.77%

FUENTE: BVG

AUTOR: Sandy Maridueña



GRAFICO No. 1: EVOLUCION



FUENTE: BVG

AUTOR: Elke Noristz

Según miembros del mercado de la Bolsa de Valores de Guayaquil en el Cuadro 2 y Gráfico No. 2, se puede observar una disminución de los emisores inscritos en Bolsa, y esto se debe a la inestabilidad política y económica que ha atravesado el país en los

últimos años; lo cual ha desencadenado una desconfianza en el sector financiero teniendo como consecuencia la falta de seguridad por parte de los empresarios en emitir obligaciones en el Mercado Financiero.

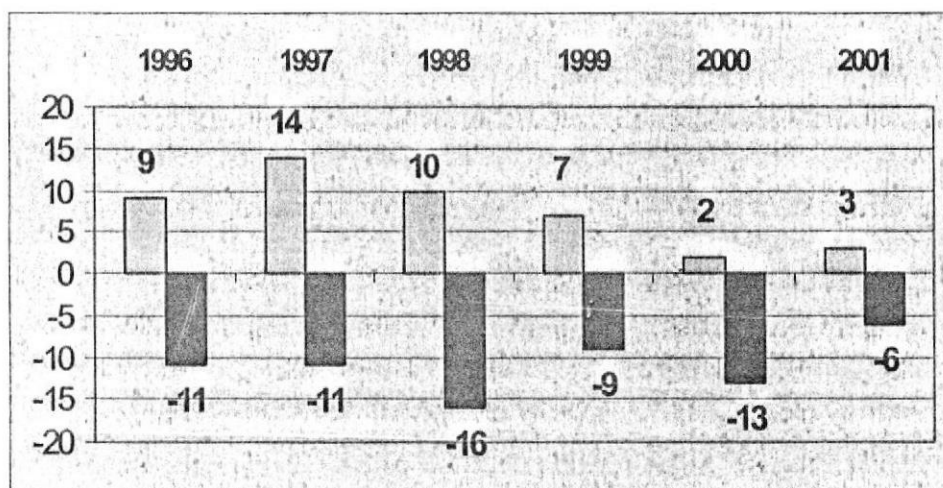
CUADRO 2: # DE INGRESOS Y CANCELACIONES

RESUMEN		
	INGRESOS	CANCELACIONES
1996	9	-11
1997	14	-11
1998	10	-16
1999	7	-9
2000	2	-13
2001	3	-6

FUENTE: BVG.

AUTOR: Sandy Maridueña

GRAFICO No. 2



FUENTE: BVG.

AUTOR: Elke Noristz



Para un estudio más profundo de cómo se ha ido dando el funcionamiento del Mercado de Valores y como han adoptado este financiamiento las empresas, se realizó una encuesta que permitirá canalizar cuales son las expectativas de las empresas y necesidades para un mejor funcionamiento del mercado de valores. Las encuestas están realizadas a los diferentes sectores productivos y solo se tomará una muestra representativa de las empresas ecuatorianas centrándose la investigación exclusivamente en la ciudad de Guayaquil como punto de análisis. Para esto hemos dividido a las empresas por su actividad económica.

La actividad económica en la que están divididas las empresas encuestadas es la siguiente:

- Agricultura, servicios agrícolas, caza, selvicultura y pesca con un total de 31 empresas.
- Comercio con un total de 81 empresas
- Construcción con un total de 4 empresas
- Finanzas, seguros, bienes inmuebles y servicios técnicos profesionales con un total de 55 empresas
- Hotelera y turismo con un total de 5 empresas
- Industrias manufactureras con un total de 73 empresas

EMPRESAS INSCRITAS EN LA BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL

SECTOR	Emiten	No emiten	Total
Agricultura, servicios agrícolas, caza, selvicultura y pesca	4	27	31
Comercio	4	77	81
Finanzas, seguros, bienes inmuebles y servicios técnicos Prof.	16	39	55
Hotelería y turismo	1	4	5
Industrias manufactureras.	8	65	73

Construcción	2	2	4
TOTAL	35	214	249

¿Por qué esta muestra?

Las empresas que fueron tomadas en cuenta para esta encuesta llegaron a un total de 249, considerando tanto las que emiten como las que no lo hacen. De ellas, 214 empresas que están inscritas en el Mercado de Valores actualmente no emiten, y solamente 40 de estas empresas accedieron a dar información que ayudó en la elaboración de los resultados de la encuesta. De las 35 empresas que están inscritas en la Bolsa de Valores de Guayaquil, y que actualmente emiten, se obtuvo ayuda solamente de 10 empresas. Algunas de las empresas listadas realizaron su emisión hace 7 u 8 años. Esto ayudará a entender como ha sido el comportamiento de los emisores y a su vez facilitará el análisis de cómo fue el desarrollo de la emisión.

Dentro de este grupo de empresas se encuentran firmas de prestigio como diario "El Universo", que no solo ha realizado una emisión de obligaciones sino varias. Podremos centrarnos a través de este ejemplo en los resultados de casos específicos de compañías que en algún momento realizaron alguna emisión y pudieron obtener emisiones exitosas o no.

En el análisis también tomaremos como muestra empresas recientes, que permitirán connotar como está siendo su comportamiento en el proceso de la emisión.

El análisis realizado mediante la encuesta demostrará cual de los dos financiamientos que existen en el mercado (financiamiento bancario y/o financiamiento bursátil) es considerado mas beneficioso por las empresas. Además esta encuesta será apoyada mediante un análisis de los balances de las empresas antes y después de haber realizado su emisión con sus respectivas razones financieras que nos llevarán a

entender el desarrollo de las firmas y su comportamiento cuando se han financiado vía mercado de valores.

2.1 Análisis de los títulos que más negocian las empresas en el Ecuador

Según un listado presentado por la Bolsa de Valores de Guayaquil (Anexo 10), donde se presentan los títulos que más emiten las empresas; se pudo observar que los títulos que más se negocian en el mercado ecuatoriano son:

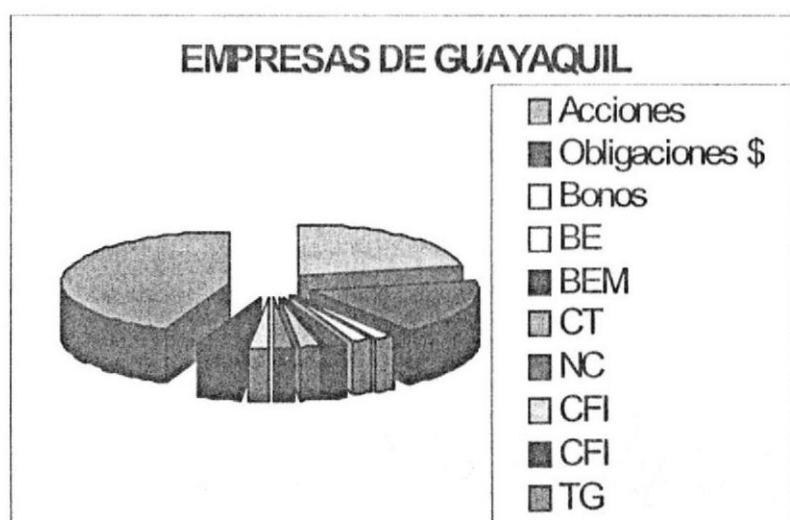
CUADRO 3

ECUADOR			GUAYAQUIL	
Títulos que se emiten	Total	%	Total	%
Acciones	34	32%	11	22%
Obligaciones	17	16%	9	18%
Bonos	1	1%	1	1%
Bonos del Estado	1	1%	1	1%
Bonos de Estabilización Monetaria	1	1%	1	1%
Certificados de Tesorería	1	1%	1	1%
Notas de Crédito	2	1%	1	1%
Certificados de Fondo de Inversión	1	1%	1	1%
Cuotas de Fondos Administrativos	2	1%	2	4%
Títulos Genéricos	46	43%	22	44%

FUENTE: BVG. Periodo 1996-2001

De acuerdo a este cuadro se puede observar que existe una gran tendencia hacia los títulos genéricos, los títulos genéricos son documentos que emiten los bancos e instituciones financieras, como avales, pagares, letras de cambio y demás. Estos papeles son los que más se negocian porque estas instituciones financieras son las que más conocen el mercado y por eso usan este tipo de negociaciones que saben que les dará mayor rentabilidad y menor riesgo

GRAFICO No. 3



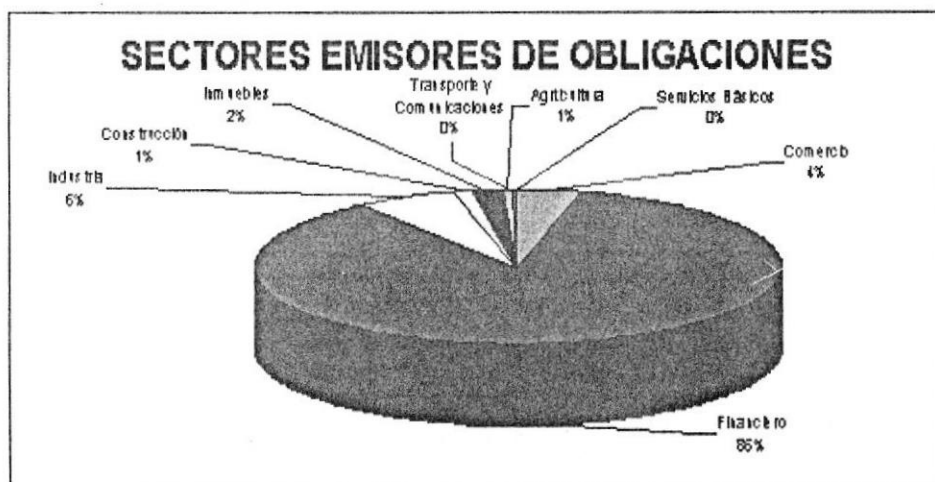
FUENTE: BVG. Periodo 1996-2001

Cabe recalcar que las instituciones financieras conocen las ventajas de negociar este tipo de títulos en bolsa mientras que las empresas del sector productivo tienen un total desconocimiento del mercado bursátil. Sin embargo, las pocas firmas que tienen conocimiento del Mercado de Valores optan por negociar bonos u obligaciones en bolsa; lo cual para las empresas que son familiares ha representado verdaderamente un problema ya que ellas prefieren mantener información confidencial de la empresa en total discreción para así seguir manteniendo el control de las mismas.

A manera general el mecanismo más utilizado por el sector empresarial ecuatoriano desde 1993 ha sido la emisión de obligaciones, que no es sino el reconocimiento de una deuda de la empresa emisora con quienes invierten en esos valores emitidos en la expectativa de que el retorno generado cubra su costo de oportunidad más una rentabilidad acorde al riesgo respectivo (riesgo país, riesgo emisor, riesgo del valor en sí mismo).

Algo interesante resulta el ver quienes han sido los mayores emisores de obligaciones del sistema ecuatoriano, y se comprueba que el 84% de las Obligaciones emitidas durante los últimos 7 años pertenecen específicamente al sector financiero ecuatoriano, seguido muy de lejos por el sector industrial con apenas el 6% y en tercer lugar, el sector comercial con apenas el 4% del monto; en importancia menor se encuentran los otros sectores de la economía.

GRAFICO 5



Fuente y autor: Diario el Universo

Si se analizara retrospectivamente la historia, hubiera parecido a los inversionistas, más prudentes invertir en obligaciones emitidas por bancos debido a su respaldo institucional y a su solvencia pocas veces cuestionada, sin embargo, el tiempo mostró otra verdad: el sistema financiero ecuatoriano se desplomó de una forma irrefrenable

sacudiendo a toda la economía en conjunto, demostrando cuán débiles y laxos fueron los mecanismos de previsión y control bancarios como la actitud de quienes en sus respectivas oportunidades fueron los llamados a hacerlos cumplir o incluso crearlos y mejorarlos.

Los mecanismos de financiamiento se encuentran en la Ley de Mercado de Valores ecuatoriano los cuales son: emisión de obligaciones ordinarias, emisión de obligaciones especiales de corto plazo (papel comercial), emisión de obligaciones convertibles, emisión de acciones preferentes, emisión de acciones comunes. Si bien la gama pareciera amplia, solamente 2 mecanismos han sido más utilizados por el sector real ecuatoriano (en este punto no se incluye al sector financiero): obligaciones comunes (con plazos de vencimiento superior a 1 año) y acciones comunes. Sin embargo, las cifras siguientes demuestran que incluso la emisión de acciones fue una alternativa cuyo punto máximo fue en 1994, y que en los años siguientes disminuyó dramáticamente frente a otros mecanismos de financiamiento (Este cuadro hace referencia a todos los emisores).

CUADRO 5

Emisiones de acciones

En miles de dólares

1993	440
1994	211,013
1995	85,167
1996	18,856
1997	7,101
1998	1,571
1999	1,073
2000	-
Total	325,221

Fuente: Diario el Universo

La razón principal de la pérdida de interés en la emisión de acciones (por ende en el mercado de valores) fue el deterioro sostenido de la imagen del Ecuador lo cual se explicó en el capítulo anterior.

2.2 Análisis de los estados financieros de las empresas que han negociado títulos de valores en bolsa (antes y después)

El análisis de los estados financieros implica una comparación del desempeño de la empresa con el de otras compañías que participan en el mismo sector de negocios, el cual, por lo general, se identifica con base en la clasificación industrial de la compañía. Por lo común, el análisis se utiliza para determinar la posición financiera de la empresa con el objeto de identificar sus puntos fuertes y débiles actuales y sugerir acciones para que la empresa aproveche los primeros y corrija las áreas problemáticas en el futuro.

El análisis de los estados financieros no solo es importante para los administradores de las empresas, sino para los inversionistas y acreedores. Desde el punto de vista interno, los administradores financieros utilizan la información proporcionada por el análisis de tal modo que las decisiones de financiamiento e inversión maximicen el valor de la compañía. Desde el punto de vista externo, los accionistas y acreedores lo emplean para evaluar la atraktividad de la empresa como una inversión; para tal propósito, analizan su capacidad para satisfacer sus obligaciones financieras actuales y las obligaciones financieras futuras.

En este capítulo, exponemos como debe evaluarse la posición financiera actual de la empresa, a través de los estados financieros. Este análisis ayudará a los inversionistas (ya sean accionistas o acreedores) a medir la posición financiera de la empresa al evaluar su atraktividad como inversión y sobre todo en el desempeño que han mantenido bajo un estado de deuda.



Los estados financieros que se tomarán en cuenta para este análisis serán: Estado de Resultados (Pérdidas y Ganancias) y Balance General. Los estados financieros reportan lo que realmente le ha sucedido a la posición financiera de la empresa y sus utilidades y dividendos a lo largo de los años anteriores. Por este motivo utilizaremos el análisis de los ratios financieros los cuales darán un resumen de lo que esta sustentado en los balances lo cual puede ser visto en los anexos.

Para entender el comportamiento de cada una de las empresas, se dará una síntesis de cada una de las emisiones de obligaciones que realizaron cada una de ellas con el año, monto y el tiempo de negociación para analizar como fue el comportamiento de la firma antes y después de emitir la obligación a través de los principales indicadores financieros.

Entre las empresas que se analizarán están las siguientes:

- El Universo
- Pinturas Glidden
- AGA
- Calox Ecuatoriana S.A.
- ROCSA Distribuidora O. Custer S.A.
- EDESA

Estas empresas fueron tomadas como muestra debido a que solo unas cuantas de ellas han tenido ventajas al emitir obligaciones mientras otras han sufrido pérdidas. Además porque estas empresas tenían mas información a la mano. Para mayor información respecto a ellas puede observarse en el Anexo 11 los estados financieros.

El análisis se lo hará por medio de las razones financieras de las empresas con el objetivo de mostrar las relaciones que existen entre las cuentas de los estados financieros dentro de las empresas y entre ellas.

La conversión de las cifras contables en valores relativos, o razones, nos permite comparar la posición financiera de una empresa con otra, aún si sus tamaños son significativamente diferentes.

En resumen podemos decir que las razones y/o ratios financieros son una forma útil de recopilar grandes cantidades de datos financieros y comparar la evolución de las empresas.

Las razones financieras que analizaremos en cada empresa son las siguientes:

1. Razones de liquidez

Los activos líquidos pueden convertirse en efectivo sin una pérdida significativa de su valor original. La conversión de los activos en efectivo, especialmente los activos circulantes como los inventarios y las cuentas por cobrar, es el medio principal de una empresa para obtener los fondos que necesita para liquidar sus cuentas circulantes. Por consiguiente, la "posición líquida" de una empresa trata con la cuestión de qué tan capaz sea para satisfacer sus obligaciones circulantes. Existen dos razones que nos indican la liquidez de la empresa las cuales son: la razón de circulante y la razón rápida o prueba del ácido.

- ✓ **Razón circulante.-** Indica en qué medida los pasivos circulantes están cubiertos por los activos que se espera se conviertan en efectivo en el futuro cercano. Se lo calcula dividiendo los activos circulantes por los pasivos circulantes.

$$\text{Razón circulante} = \text{Activos Circulantes} / \text{Pasivos Circulantes}$$

Los activos circulantes incluyen el efectivo, los valores negociables, las cuentas por cobrar y los inventarios. Los activos circulantes están formados por cuentas por pagar, documentos por pagar a corto plazo, vencimientos circulantes de la deuda a largo plazo, impuestos sobre ingresos acumulados y otros gastos devengados (principalmente los sueldos).

- ✓ **Razón rápida o prueba del ácido.-** Se calcula deduciendo los inventarios de los activos circulantes y dividiendo la parte restante entre los pasivos circulantes.

$$\text{Razón rápida o prueba de ácido} = (\text{Activos Circulantes} - \text{Inventarios}) / \text{Pasivos circulantes}$$

De ordinario, los inventarios son el activo menos líquido de los activos circulantes de una empresa. Por lo tanto, es más probable que ocurra una pérdida en el inventario en el caso de liquidación. De este modo, es importante una medida de la capacidad de la empresa para liquidar las obligaciones a corto plazo sin recurrir a su venta.

2. Razones de administración de deuda

La medida en la cual una empresa se financie por medio de deudas tiene tres importantes implicaciones:

- a) Al obtener fondos a través de deudas, la propiedad de los accionistas no se diluye.
- b) Los acreedores completan el capital contable, o los fondos proporcionados por los propietarios, al establecer un margen de seguridad; si los accionistas han proporcionado solo una pequeña proporción del financiamiento total, los riesgos de la empresa son asumidos principalmente por los acreedores.



- c) Si la empresa gana mas sobre las inversiones financiadas con fondos solicitados en préstamo que lo que paga como intereses, el rendimiento sobre el capital contable de los propietarios es amplificado o “apalancado”.

El **apalancamiento financiero**, u obtención de fondos en préstamos, afecta a la tasa esperada de rendimiento realizada por los accionistas por dos razones:

- 1) Los intereses sobre las deudas son fiscalmente deducibles mientras que los dividendos no lo son, por lo que el pago de intereses disminuye el pasivo fiscal de la empresa y todo lo demás se mantiene igual .
- 2) La tasa de rendimiento de una empresa según las inversiones del activo es diferente de la tasa a la cual solicita fondos en préstamos.

El apalancamiento es un arma de doble filo. Cuando la empresa enfrenta condiciones deficientes en los negocios, de ordinario las ventas son más bajas y los costos son más altos que los esperados; pero el costo de los fondos solicitados en préstamos aún debe pagarse. Los costos (pago de interés) asociados con la solicitud de fondos en préstamos son contractuales y no varían de acuerdo con las ventas, y deben pagarse para evitar que la empresa caiga en un estado potencial de quiebra. Por consiguiente, los pagos de intereses requeridos podrían ser una carga significativa para una empresa con problemas de liquidez. Si los pagos de intereses son altos, una empresa que tenga un ingreso operativo impositivo en realidad podría terminar con un incremento negativo para los accionistas. Bajo estas condiciones, el apalancamiento actúa negativamente para la empresa y sus accionistas.

- ✓ **Razón de Endeudamiento.-** Razón de las deudas totales a los activos totales.
Es una medida del porcentaje de fondos proporcionados por los acreedores.

Razón de endeudamiento = Deudas totales / Activos totales

Las deudas totales incluyen tanto los pasivos circulante como la deuda a largo plazo.

- ✓ **Razón de rotación del interés ganado.-** Mide el grado en que las utilidades antes de interés o impuestos, también denominadas ingresos operativos, pueden disminuir antes de que la empresa se encuentre incapaz de satisfacer sus costos anuales por intereses. Dejar de cumplir con estas obligaciones puede desencadenar acciones legales por parte de los acreedores, lo que posiblemente dará como resultado la quiebra.

$$\text{Razón de rotación de interés ganado} = \text{UAII} / \text{Cargos por interés}$$

3. Razones de Rentabilidad

Muestra el efecto combinado de la liquidez, administración de los activos y administración de deuda sobre los resultados operativos

- ✓ **Márgen de utilidad neta sobre ventas.-** Proporciona la utilidad por cada dólar de venta.

$$\text{Margen de utilidad} = \text{Utilidad neta} / \text{Ventas}$$

- ✓ **Rendimiento de los activos totales.-** Proporciona una idea del rendimiento global sobre la inversión ganada por la empresa.

$$\text{Rendimiento sobre los activos totales} = \text{Utilidad neta} / \text{Activos totales}$$

- ✓ **Rendimiento del capital contable común.-** Mide la tasa de rendimiento sobre la inversión de los accionistas comunes. La Utilidad neta para los accionistas comunes se calcula sustrayendo los dividendos preferentes de la utilidad neta.

EL UNIVERSO

Esta empresa ingresó a la bolsa en el año de 1994 y realizó una emisión de obligaciones en el año de 1997 de 15.000'000.000 de sucres a 720 días, la tasa es reajutable trimestralmente y el destino de los fondos fue para capital de trabajo.

A continuación presentamos un gráfico de las razones de financiamiento de El Universo con su respectivo análisis.

EL UNIVERSO

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
LIQUIDEZ							
Circulante	0.9644	0.9655	1.1288	1.1101	2.1456	1.4979	1.4101
Prueba ácida	0.6830	0.7111	0.6295	0.6186	1.5364	0.6202	0.9720
ADMINISTRACION DE ACTIVOS							
Rotación de inventarios	-3.5235	1.6177	0.8244	3.2500	5.4957	5.3401	5.3371
Rotación de activos fijos	7.2323	2.5018	1.2285	2.3416	2.3736	2.2922	1.9169
Rotación de activos totales	-2.2024	2.5271	0.8935	0.9455	1.0265	0.9180	0.7651
ADMINISTRACION DE DEUDA							
Endeudamiento	59.81%	52.86%	61.48%	53.63%	44.43%	43.66%	45.19%
Razón de rotación de interés ganado	1,92	3,16	3,27	1,03	9,08	3,006	12,275
RENTABILIDAD							
Rendimiento de activos totales	3.1000	0.0382	0.0351	0.0000	0.0734	0.0679	0.0316
Rendimiento de capital contable común	8,39%	7,97%	9,11%	9,09%	13,21%	12,05%	5,76%
Margen de Utilidad neta en ventas	41.61%	35.63%	35.33%	30.13%	32.28%	48.06%	49.05%

Debido al éxito en ventas mantenido en el año de 1994, El Universo incrementó su inventario excediéndose en la producción de diarios. En el año de 1995 sus ventas sí se elevaron por los servicios que el diario ofrece ya que recopila las últimas noticias a nivel nacional.

Podemos notar que debido al incremento en producción en el año de 1995, en las maquinarias surgieron daños y a su vez un excesivo desgaste por lo que se pensó en años posteriores modernizar tecnológicamente el área de producción.

Liquidez:

A través de la razón de liquidez verificaremos la posición de liquidez de la empresa para satisfacer las obligaciones de corto plazo.

En los primeros años (1993 y 1994), la razón de liquidez es baja debido a que la cuenta de efectivo en inversiones temporales fue aumentando en la siguiente proporción. S/.931,706 (año 1993), S/.3,102,296 (año 1994), S/.6,281,231 (año 1995) lo cual nos indica que la empresa fue aumentando su dinero real. Cabe recalcar que en el año de 1995 la empresa mantuvo S/.6,281,231 como efectivo neto sin la cuenta caja e inversiones temporales, lo cual si mantuvieron los demás años. A partir del año de 1993 hasta 1995, los valores de los activos aumentaron, estos beneficios fueron destinados exclusivamente para los accionistas. Mientras que en el año de 1996 el valor de los activos disminuyó trayendo como consecuencia que el capital contable se redujera. Por lo tanto, el riesgo de las fluctuaciones del valor de los activos es asumido por los accionistas.

En el año de 1998 y 1999, los pasivos circulantes aumentaron mas rápido que los activos circulantes lo que ocasionará que la razón circulante disminuya, lo cual podrá ocasionar problemas.

La razón circulante proporciona el mejor indicador empresarial de la medida cómo los derechos de los acreedores a corto plazo están cubiertos por activos que se espera se conviertan en efectivo con bastante rapidez, es la medida de solvencia a corto plazo que se utiliza mas comúnmente. Se debe tener cuidado al examinar la razón circulante, tal como debe de ser cuando se examina cualquier razón de manera individual.



En el año 1993 y 1994 podemos observar que sus razones circulantes están por debajo de uno lo cual podría ser que parte de las obligaciones circulantes no podrán satisfacerse.

El promedio de la empresa desde el año 1993 hasta 1999 ha sido de 1,317 veces por lo que la razón circulante desde el año 1993 hasta 1996 es inferior al promedio de su industria, lo que su posición de liquidez es un tanto débil. Con una razón circulante de 0,9644 en el año 1993.

El Universo podrá liquidar los activos circulantes en un porcentaje mayor a su valor en libros lo cual sorprende por estar abajo del promedio de la empresa. Sin embargo, en el año 1997 El Universo comenzó a tener índices de liquidez altos pese a la crisis presentada en el año 1998 y 1999 donde ellos podrían liquidar sus activos circulantes solo a 46,60% de su valor en libros y aún liquidar totalmente a los acreedores circulantes.

Con respecto a la prueba ácida podemos mencionar que es de 0,824 veces. Esta prueba la analizamos debido a que los inventarios son el activo menos líquido de los activos circulantes de una empresa. Por lo tanto, es mas probable que ocurra una pérdida en el inventario en caso de liquidación. De este modo, es importante una medida de la capacidad de la empresa para liquidar las obligaciones a corto plazo sin recurrir a su venta.

Observamos que los valores de la razón de la prueba ácida desde el año 1993 hasta 1996 y el año 1998 es bajo en comparación con su promedio. Sin embargo, si se pueden hacer efectivas las cuentas por cobrar; la compañía podrá liquidar sus pasivos circulantes aún sin tener que liquidar su inventario.

Nuestra evaluación acerca de las razones de liquidez indica que la posición de liquidez de El Universo está dentro de rangos bajos de liquidez los primeros años, pero pese a eso la empresa ha salido adelante.

Razón de administración de deuda

El promedio de la empresa el Universo desde el año 1993 hasta 1999 en lo que respecta al endeudamiento es de 51,58%. Desde el año 1993 hasta 1996, la razón de endeudamiento ha estado por encima del promedio lo que significa que el Universo tiene rendimientos esperados mayores, cuando las operaciones de negocios son normales pero se encontraron expuesta a un riesgo de pérdida. Cuando las operaciones comerciales fueron decrecientes. Desde el año 1997 hasta 1999 su endeudamiento fue bajo, lo que significó que tuvieron un margen de protección contra las pérdidas de los acreedores en caso de liquidación. Además, que con los rendimientos de endeudamiento bajos podrán estar sujetos a préstamos de dinero, y de crecimiento de la empresa.

Analizando los pasivos versus su capital contable podemos decir que el capital contable que el Diario El Universo ha mantenido en el transcurso de los años muestra que la empresa cuenta con el suficiente capital para poder cubrir sus obligaciones y los dividendos para los accionistas. Sin embargo, el Universo ha sido una empresa dentro de la cual los mismos accionistas prefieren no asumir la captación de los dividendos sino destinar los recursos para el aumento de utilidades retenidas y a su vez inversión en capital de trabajo.

En caso de efectivo para cubrir las cuentas por pagar, si llegase a faltar, la cuenta de los activos fijos pueden llegar a cubrir la deuda, excepto en el año de 1995 y 1996 donde se tendrá que tomar parte de los activos circulantes.

Rentabilidad

El promedio de la empresa en *rendimiento de activos totales* desde el año 1993 hasta 1999 es de 47,8% lo que significa que en el año 1993 se hizo una inversión demasiado alta en activos lo cual podría perjudicar a la empresa porque no se preocuparon en cancelar sus haberes sino que prefirieron incrementar sus activos.

Con respecto al *margen de utilidad sobre ventas* el promedio de la empresa desde el año 1993 hasta 1999 es de 38,8% lo que nos indica que relacionado con el margen de utilidad sobre ventas de los años 1993 – 1998 – 1999 tuvieron ventas altas y/o costos bajos.

Rendimiento de capital contable común

El promedio del rendimiento de capital contable común desde el año 1993 hasta 1999 ha sido de 9,36%.

El rendimiento de El Universo en el año 1993 con 8,39%, en el año 1994 con 7,97% y en el año 1999 con 5,76% es inferior al promedio de la empresa de 9,36%. Esto significa que el Universo hizo un mayor uso de deudas en estos años, es decir que estuvo apalancado.

Las utilidades de El Universo aumentaron año a año en un rango 25% a 40% lo cual, evaluado en promedio en estos años se dio un incremento de 33%. Este incremento se debió a la buena administración que tuvo el Universo y a su vez en la innovación de titulares que llamara la atención del consumidor. El Universo es una empresa que en el periodo 1993 y 1994 motivaba a sus empleados con el pago de utilidades. Con el éxito que ha mantenido el Universo dentro de los diarios con mayor ranking en la historia ecuatoriana, decidió en el año 1997 emitir obligaciones para aumentar su capital de trabajo sin tener que tomar parte del capital contable y tampoco de sus activos.

PINTURAS GLIDDEN

Esta empresa realiza una emisión de obligaciones en el año 96 por un monto de 3.000'000.000 de sucres a tres años y podemos notar de acuerdo a este cuadro como se ha venido comportando la empresa antes y después de la emisión

PINTURAS GLIDDEN

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
LIQUIDEZ							
Circulante	2.1044	1.4761	1.4804	5.2188	1.5701	1.2238	1.1697
Prueba ácida	1.2269	0.8311	0.8880	3.1137	0.6186	0.2901	0.2135
ADMINISTRACION DE ACTIVOS							
Rotación de inventarios	2.1179	2.2751	2.1937	2.3172	2.4621	1.6627	1.9598
Rotación de activos fijos	9.0895	7.7843	7.7865	8.3479	8.5481	6.1799	6.0249
Rotación de activos totales	1.1658	1.1142	1.1533	1.2324	1.7184	1.2608	1.4853
ADMINISTRACION DE DEUDA							
Endeudamiento	40.96%	57.65%	60.09%	46.77%	48.80%	63.23%	61.68%
Razón de rotación de interés ganado	-38.82	-15.954	10.629	10.57	0.051	0.050	0.017
RENTABILIDAD							
Rendimiento de activos totales	0.1221	0.0775	0.0266	-0.0333	2.5079	0.9083	0.7119
Rendimiento de capital contable común	24.83%	37.82%	30.28%	55.64%	48.80%	63.23%	61.68%
Margen de Utilidad neta en ventas							

Fuente: Balances auditados del prospecto de emisión BVG.

Históricamente hablando GLIDDEN se ha afectado en el año de 1994 cuando tuvo que pagar gastos anticipados por lo que su cuenta de efectivo se vio realmente afectada.

Sin embargo en el año de 1994 los activos de GLIDDEN disminuyeron su valor ya que las cuentas por cobrar fueron altas como sus pasivos a corto plazo por lo que esto trajo como consecuencia que su capital contable disminuyera. Otra cosa que influyó

para que el capital contable cayera, fue el pago de los dividendos a los accionistas lo cual redujo la utilidad retenida.

Las utilidades de GLIDDEN disminuyeron a S/.317,077 en el año de 1994, situándose en S/.1'014.188 versus S/.1'331.265 en 1993 lo cual se debió a las pérdidas ocasionadas en el incremento el cual no tuvo su acogida. Esto representó además pérdidas operacionales en un monto de S/.896384 debido al excesivo gasto que realizó la empresa en ese año por concepto de publicidad. Una de las razones por las cuales GLIDDEN tomó la decisión de emitir obligaciones en el mercado de valores fue la reestructuración de pasivos para que la empresa se mantuviera en el mercado y no cayera en bancarrota.

Para una mejor perspectiva mostraremos el análisis de los estados financieros.

Liquidez

La razón circulante en promedio de esta empresa es de 2,03 veces lo que nos indica que el año 1993 y 1996 tuvieron niveles de liquidez altos. Los niveles en los que se encontraron los activos circulantes en valor en libros en estos 2 años fueron 47,5% y 19,2%. Niveles no tan altos para los valores de sus activos circulantes. Pero con esto se podrá liquidar a los acreedores circulantes totalmente.

Con respecto a la prueba ácida la empresa tiene un promedio de 1,02 veces desde el año de 1993 hasta 1999. En los años de 1994, 1995, 1997, 1998, 1999, se encontraron en niveles bajos los que nos indicaba que la posición de liquidez fue deficiente por lo que se tenía que acudir en algún momento si se les había llegado a presentar problemas, efectivizar las cuentas por cobrar y así poder liquidar sus pasivos circulantes aún sin tener que liquidar su inventario.



Administración de Deuda

El endeudamiento promedio de la empresa es de 54,17% desde el año de 1993 hasta 1999. En el año de 1998 el nivel de endeudamiento fue de 63,23% lo que indica que sus acreedores han proporcionado más de la mitad del financiamiento total de la empresa. Es decir que esta empresa está muy apalancada. Esto quiere decir que el riesgo es asumido por los acreedores.

Analizando los pasivos versus su capital contable podemos decir que el capital contable que ha mantenido la empresa en el año 1993, es relativamente alto si se venderán todos los activos de la empresa a los valores en libros y si los pasivos pudieron pagarse en valores.

Con respecto a la razón de rotación de interés ganado dentro de los dos primeros años parece que sus ingresos operacionales disminuyeron antes de que la empresa se encuentre incapaz de satisfacer sus costos anuales por intereses.

Rentabilidad

El rendimiento promedio de activos totales de la empresa es de 0,653 veces desde el año 1993 hasta 1999 lo que quiere decir que ni siquiera el promedio total de todos estos años representa una eficiencia en sus recursos y/o total de activos.

El margen de utilidad neta en ventas dio un promedio de 46% desde el año de 1993 hasta 1999. En lo que respecta a su margen de utilidad neta en ventas desde el año de 1993 hasta 1995, el margen de utilidad de GLIDDEN es inferior al promedio de la empresa; esto indica que sus ventas son demasiadas bajas, sus costos son demasiados altos, o ambas cosas. GLIDDEN tiene una mayor proporción de deuda que el promedio de la empresa, y la razón de rotación de interés ganado muestra que los pagos de intereses de GLIDDEN sobre sus deudas no están tan bien cubiertos como el resto de la empresa, esta es una de las razones por las cuales el margen de utilidad de GLIDDEN es bajo.

El análisis cuantitativo realizado en la empresa concluye que el emisor presenta una buena capacidad de pago tanto en términos históricos como proyectados, la solución del emisor le permite cubrir con amplitud sus obligaciones financieras incluidas aquellas derivadas de la colocación de la emisión. Bajo supuestos de 2 escenarios adversos considerando; la capacidad de pago no es afectada significativamente.

El efectivo que ha mantenido la empresa GLIDDEN año a año se puede revisar a través de la cuenta caja y banco, el cual es dinero real de la empresa. En el año de 1993 la empresa GLIDDEN mantenía un efectivo de S/400.910 el cual tuvo una variación en el año siguiente debido a las cuentas por pagar que tenía vencida la empresa, es decir que no tenía una liquidez muy alta. En el año de 1995 la empresa incremento su efectivo.

AGA S.A.

Esta empresa ingresó en Bolsa en el año 97 y realizó una emisión de obligaciones en ese mismo año por un monto de 4.000'000.000 de sucres a un año, podemos ver que a partir de esta fecha su comportamiento a sido el siguiente:

RAZONES FINANCIERAS DE AGA

AGA

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
LIQUIDEZ							
Circulante	0.5981	0.5286	0.6148	0.5363	0.6088	0.5136	0.4596
Prueba ácida	0.6830	0.7111	0.6295	0.6186	0.3545	0.2901	0.3324
ADMINISTRACION DE ACTIVOS							
Rotación de inventarios	0.0311	0.0214	0.0290	0.0401	2.2798	2.7475	2.4064
Rotación de activos fijos	1.3537	1.3235	1.7032	1.3815	1.8220	1.5078	1.7282
Rotación de activos totales	0.8983	0.8236	0.8008	0.5805	0.6094	0.5968	0.7137
ADMINISTRACION DE DEUDA							
Endeudamiento	27.57%	32.12%	40.88%	36.03%	54.85%	69.91%	93.73%
Razón de rotación de interés ganado	1.0585	0.8119	0.0707	0.8058	-0.2500	0.399	2.2500

RENTABILIDAD							
Rendimiento de activos totales	0.0457	0.0311	0.0041	0.0381	-4.2693	-0.1385	-0.2805
Rendimiento de capital contable común	6,31%	6,31%	4,58%	0,69%	0%	0%	0%
Margen de Utilidad neta en ventas	47.25%	51.27%	46.03%	50.77%	45.03%	56.40%	44.29%

Fuente: Balances auditados del prospecto de emisión BVG.

A manera general desde el año de 1994 hasta 1996 el dinero real fue aumentando año tras año, manteniéndose constante en los años 1995 y 1996 debido al vencimiento que se tuvieron con las obligaciones bancarias las cuales se mantuvieron elevadas en estos años. Esto fue una pauta para los accionistas ya que los intereses de estos años por cancelaciones bancarias fueron muy altos. Sin embargo, en el año siguiente las obligaciones bancarias tuvieron una pequeña disminución de S/.3733864.

Las cuentas por cobrar aumentaron año a año debido a que los plazos se mantuvieron en 30-60-90- días. Podemos notar que la cuenta de gastos anticipados fue demasiado elevado en el año de 1996 por lo que a partir de este año es que la empresa AGA comenzó a tener problemas de rentabilidad. Por ende tomó la decisión de realizar una emisión en el año siguiente.

El total de activos fijos es representativo en caso de llegar a un estado en el cual la empresa necesite efectivizar sus activos por cancelación de obligaciones o en caso de quiebra.

Al revisar los pasivos notamos que la empresa mantiene deudas bancarias siguiéndole como segundo rubro otras compañías, la deuda con los proveedores se mantuvieron dentro de los estándares de necesidad de la empresa. El total de pasivos nos indica que el año donde AGA tuvo problemas de haberes fue en el año de 1996 por lo que sus pasivos fueron de S/. 21.928.230 miles.

El problema que se presenta en el patrimonio es que como las cuentas por cobrar en el año de 1996 tuvieron periodos de cobros largos por los créditos, no hubo el



suficiente dinero en efectivo para la cancelación de deudas a corto plazo por lo que se tuvo que tomar parte de la cuenta de reservas que mantuvo el patrimonio.

El análisis lo empezaremos a través de las ventas las cuales crecieron en un promedio de 25,66% año a año.

En cuestión de costos y gastos desde el año de 1994 hasta el año de 1996 tuvieron un crecimiento de 28,74% debido a que los gastos administrativos y costos de venta crecieron. Sin embargo, la utilidad neta fue reduciéndose año a año causando pérdidas para la empresa en el año de 1997. Esta fue una de las razones por la que la empresa AGA decidió emitir obligaciones para la reestructuración de sus pasivos.

Todo esto se puede observar con mejor claridad en los ratios financieros que explican lo siguiente:

Líquidez

El promedio de la empresa es de 0,55 veces desde el año de 1993 hasta 1999 lo que nos indica que el año de 1993, 1995, 1997 tuvieron niveles de liquidez altos. Esto quiere decir que hubieron niveles de inventarios bajos y poca rotación de los mismos. En el resto del año pasó lo contrario, los niveles de liquidez fueron bajos por lo que los activos circulantes se pudieron convertir en efectivo en el futuro cercano. Es altamente probable que puedan liquidar a un precio muy cercano a su valor estipulado.

La razón de prueba ácida nos da un promedio de 0,52 veces desde el año 1993 hasta 1999 lo que nos indica que desde el año 1993 hasta 1996 habrían índices de eficiencia en la liquidez.

Administración de deuda

El endeudamiento promedio de la empresa es de 54,16% desde el año 1993 hasta 1996. La empresa AGA, tiene posibilidades de solicitar fondos de préstamos por su bajo apalancamiento. Sin embargo, desde el año 1997 en adelante los acreedores de AGA proporcionaron más de la mitad del financiamiento total de la empresa.

Rentabilidad

El rendimiento promedio de activos desde el año 1993 hasta 1999 fue de -0,65%. Esto significa que sus activos totales no fueron utilizados con la suficiente eficiencia a partir del año 1997 en adelante.

Mientras que el margen de utilidad neta en ventas tiene un promedio de 48,72%. Los años 93, 95, 97 y 99 el margen de utilidad de AGA es inferior al promedio que ha tenido históricamente, esto indica que en estos años sus ventas fueron demasiadas bajas, sus costos altos o ambas.

Rendimiento de capital contable común

El promedio del rendimiento del capital contable común desde el año 1994 fue de 1,93%

El rendimiento de AGA a partir del año 1996 fue inferior al promedio de la empresa de 1,93%. Esto significa que AGA estuvo muy apalancada.

CALOX ECUATORIANA S.A.

Esta empresa ingresa en Bolsa en el 97 y realiza una segunda emisión de obligaciones en el 98 por un monto de 7.500'000.000 de sucres a dos años.

La primera emisión fue colocada en diferentes tramos desde el 27 de junio de 1997 devengando un factor del 1,05 veces por la TPR de la semana en la que fue hecha la emisión, que resultó en un cupón de 29,36% y en un ahorro de casi 15 puntos frente

a la TAR del momento. De las posteriores colocaciones, la mejor tasa de cupón fue del 28,02% en la primera semana de agosto de 1997.

El ahorro de tasas se redujo paulatinamente en los 3 vencimientos que se han dado hasta la fecha, siendo actualmente apenas de 6 puntos, como consecuencia principalmente de un incremento sostenido de la TPR frente a una reducción de la TPR durante los 6 meses posteriores a la emisión, excepto en el último trimestre en que la TAR repuntó.

RAZONES FINANCIERAS DE CALOX ECUATORIANA

CALOX ECUATORIANA

	1995	1996	1997	1998	1999
LIQUIDEZ					
Circulante	1.1019	1.1616	0.5979	1.1014	1.8048
Prueba ácida	0.6445	0.7418	0.0959	0.2077	0.0000
ADMINISTRACION DE ACTIVOS					
Rotación de inventarios	4.6101	5.5373	4.8762	5.3263	0.0000
Rotación de activos fijos	0.0154	0.2251	0.1705	0.1197	0.4514
Rotación de activos totales	0.0002	0.0024	0.0240	0.0252	0.0433
ADMINISTRACION DE DEUDA					
Endeudamiento	89.83%	86.51%	88.07%	93.65%	54.65%
Razón de rotación de interés ganado	2.6560	1.3180	1.3560	-2.2900	-4.6200
RENTABILIDAD					
Rendimiento de activos totales	0.0000	0.0016	0.0284	-0.1133	-0.1616
Rendimiento de capital contable común	0%	1,17%	23,79%	-1,78%	-0,35%
Margen de Utilidad neta en ventas	17.57%	18.44%	17.98%	11.19%	14.75%

Fuente: Balances auditados del prospecto de emisión BVG

Autor: Sandy Maridueña y Elke Noristz

Liquidez

La situación de liquidez de la empresa se ha mantenido con una tendencia de mejoría desde los 3 últimos años a la fecha, pero que depende mucho de la realización de inventarios para hacer frente a sus compromisos comerciales y bancarios de corto plazo.

Su estrategia de crecimiento sostenido ha exigido un financiamiento incrementado aproximadamente en un 100% cada año analizado, el cual se ha dirigido principalmente a financiar cartera comercial y al pago de proveedores que exigen sus cancelaciones en un menor plazo.

Esta es una empresa típicamente líquida con monto de capital de trabajo positivo creciente y por tanto razones de liquidez aceptables, sin embargo, la prueba ácida muestra un alto nivel de dependencia de la liquidación de sus inventarios.

Endeudamiento

Se observa un elevado endeudamiento en el corto plazo, debido a que estos pasivos tuvieron su ascenso en el año de 1997 pero esto no fue algo preocupante para CALOX ya que con sus cuentas por cobrar y efectivo podrían cancelar sus deudas al vencimiento, lo cual es consistente con el giro del negocio, sin embargo, los pasivos sin costo han ido reduciendo su importancia con fuente de financiamiento espontáneo por la empresa, lo cual ha sido sustituida paulatinamente por financiamiento bancario con el consiguiente impacto en resultados.

Las obligaciones con proveedores locales fue realmente alto en el año de 1997. Esto se debió al incremento de inventario para las farmacias. Las obligaciones con proveedores al exterior fueron manteniéndose año tras año en estándares bajos ya que lo que CALOX buscaba era dar una buena imagen en el mercado exterior a sus proveedores.

Al entrar a analizar los pasivos a largo plazo podemos mencionar que estos fueron aumentando debido a la deuda obtenida por la primera emisión realizada. Por esta razón este rubro se incrementó en mayor proporción en el año de 1997 y 1998 por la cancelación de las obligaciones de la propia emisión.

La relación pasivos / patrimonio que muestra el nivel de respaldo de la empresa sobre sus compromisos, ha presentado una relativa mejoría en 1996 frente al año anterior como consecuencia de que el pasivo creció a un ritmo inferior a la capitalización que experimentó la empresa durante ese periodo, sin embargo se mantiene en niveles elevados.

Al revisar la relación pasivos con Costo / Patrimonio, que muestra el nivel de deuda financiera equilibrada por recursos propios, se aprecia un incremento importante desde 1997, el cual se mantiene y se ha reflejado en gastos financieros crecientes.

El índice refleja la tendencia visible en este tipo de industrias en la cual existe una clara y marcada tendencia a preferir el financiamiento de proveedores, lo cual presenta el potencial de ser sustituido por otras fuentes especializadas y así conseguir descuentos por pronto pago.

El capital social aumentó entre el año de 1995 al 1996 debido a la primera emisión ya que parte de estos recursos fueron destinados para reestructurar pasivos y se necesitaba incrementar el capital social el cual se mantuvo constante en los años subsiguientes. El capital en trámite aumentaría a partir del año de 1998 después de emitir la segunda obligación lo cual ha incrementado su capital.

Rendimiento de capital contable común

El rendimiento promedio del capital contable común desde el año 1995 hasta 1999 fue de 4,56%. El rendimiento de CALOX fue alto solo en el año 1997 lo que significa que la empresa no tenía deudas y no estaba apalancada.

Los resultados netos han sido positivos en el año de 1996 y 1997, pero en los resultados parciales del primer semestre del año de 1998 se registró una pérdida como consecuencia de márgenes brutos reducidos, de un elevado pasivo neto en dólares (proveedores del exterior) y el impacto de la evaluación del mes de marzo de

1998 sobre esos compromisos en dólares. El objetivo de esa emisión fue sustituir totalmente sus pasivos por financiamiento directo en sucres.

ROCSA

(DISTRIBUIDORA RICHARD O. CUSTER S.A.)

- Plazo de la emisión: 3 años
- Interés: 1,05 veces la tasa pasiva referencial (publicada por Bco. Central)
- Amortización de interés: Trimestral
- Amortización de capital: Semestral
- Garantía: General
- Fecha de emisión: 18 de marzo/1997''''''''
- Monto de la emisión: S/. 3.000.000.000
- Unidad monetaria: Sucre
- Gana intereses a partir de la fecha de emisión de los títulos
- Pago de interés: El pago de los intereses se realizará mediante presentación de 12 cupones de interés. Los intereses se pagarán trimestralmente contra la entrega del cupón correspondiente.
- Destino de los recursos a captar: Los recursos a captar de esta emisión serán utilizados para la reestructuración de pasivos y compra de equipos de cómputo.

La composición de los activos productivos es coherente con la actividad de la empresa, esto es, la intermediación de productos, siendo los rubros mas importantes la cartera con clientes y la mercadería de stock. Los activos productivos constituyen casi la totalidad de la inversión de la empresa.

	1996	%
Activos productivos		
Cuentas por cobrar a clientes	13,511,895	56%

Inventarios	8,337,001	35%
Activo fijo	1,086,206	4%
Total de activos productivos	22,935,102	95%
Total de activos	24,248,916	100%

Dentro de los activos improductivos se destacan a diciembre de 1996 el efectivo en bancos, pues el monto del saldo permite generar rendimientos interesantes mediante la inversión. Los instrumentos financieros de corto plazo; es decir, las otras cuentas por cobrar están constituidas por préstamos a accionistas, trabajadores y otros. Los inversionistas en acciones corresponden a una posición accionaria en compañías relacionadas.

	1996	%
Activos improductivos		
Efectivo	740,187	3%
Provisión para cuentas deudoras	(767,761)	3%
Otras cuentas por cobrar	1,258,956	5%
Gastos pagados por anticipado	67,181	0%
Inversiones en acciones	15,241	0%
Total de activos improductivos	1,313,804	5%
Total de activos	24,248,916	100%

RAZONES FINANCIERAS DE ROCSA ECUATORIANA

ROCSA ECUATORIANA

	1994	1995	1996	1997	1998	1999
LIQUIDEZ						
Circulante	0.1243	1.1547	1.2137	1.3362	1.3697	1.4944
Prueba ácida	0.0947	0.7317	0.7766	0.8731	0.8191	0.0000
ADMINISTRACION DE ACTIVOS						
Rotación de inventarios	0.1312	0.9119	0.0643	9.4209	9.4232	0.0000
Rotación de activos fijos	5.8472	4.7886	6.2890	88.7684	76.6675	49.4686
Rotación de activos totales	3.4236	3.7501	0.3770	3.6267	3.4356	3.2370
ADMINISTRACION DE DEUDA						
Endeudamiento	77.74%	90.80%	8.24%	80.34%	72.53%	65.57%

Razón de rotación de interés ganado	0.0030	0.9266	8.9125	2.8981	5.4909	1.4175
RENTABILIDAD						
Rendimiento de activos totales	0.0000	-0.0961	0.0046	0.0999	0.1231	0.0938
Rendimiento de capital contable común	11,17%	0%	35,37%	50,82%	44,82%	23,57%
Margen de Utilidad neta en ventas	0.73%	2.56%	1.22%	2.76%	3.58%	2.90%

Fuente: Estados auditados de los prospectos BVG

Liquidez

En la compañía ROCSA podemos observar que la razón de liquidez ha ido aumentando paulatinamente debido a que los activos han sido altos a través de los años, superando los pasivos de corto plazo, esto da como resultado un total cubrimiento de la deuda. La empresa no presenta problemas de liquidez ya que tiene una buena capacidad de cubrir deuda.

Con respecto a la prueba ácida se puede mencionar que desde el año de 1994 hasta 1998, va incrementándose a través de los años; esto es debido a que los inventarios son el activo menos líquidos de los activos circulantes de una empresa. Por lo tanto es más probable que exista una pérdida en el inventario en caso de liquidación. Como esta empresa es bastante líquida, puede hacerse efectiva inmediatamente.

En el año de 1999 se presenta una prueba ácida de cero debido a que en ese año se presentaron problemas en la economía del país lo que afectó de manera significativa a muchas empresas comerciales. Por ende ROCSA no presenta suficientes activos para poder cubrir sus deudas por lo que la razón es de cero en ese año.

La empresa pese a sus problemas tiene un margen bastante alto en liquidez lo que permite mantener suficiente efectivo para invertir.

La empresa es efectivamente líquida con capital de trabajo positivo, pero cabe señalar que resulta dependiente de la liquidación de sus inventarios, tal como lo muestran las pruebas ácidas realizadas.

Administración de deuda

El endeudamiento promedio de ROCSA es de 77,87% desde el año 1994 hasta 1999. En los años 1995 a 1997 el endeudamiento fue superior al promedio lo que indica que sus acreedores han proporcionado mas de la mitad del financiamiento total de la empresa, es decir que esta empresa no esta muy apalancada.

El nivel de apalancamiento es muy elevado en DISTRIBUIDORA RICHARD CUSTER S.A. El pasivo constituía el 78% de las fuentes en 1994, luego subió al 91% en 1995, y finalmente representa el 86% a fines de 1986, estructura que hace que la tercera parte de la empresa este en poder de los proveedores. Dentro de los pasivos tenemos a las obligaciones bancarias que pertenecen al grupo de pasivos corrientes o de corto plazo, esta cuenta se mantiene con saldos casi constantes, reduciéndose en pequeñas cantidades año a año.

En resumen, los pasivos a corto plazo fueron superiores que los pasivos a largo plazo, y el patrimonio tuvo una reserva negativa en el año de 1995 lo cual lo vemos reflejado en las utilidades retenidas del año 1995.

Rentabilidad

El rendimiento de activos totales en promedio es de 0,045 veces desde el año de 1994 hasta 1999, lo que quiere decir que ni siquiera el promedio total de todos estos años representa una eficiencia en sus recursos y/o total de activos.

Mientras que el margen de utilidad en promedio es de 2,29% desde el año 1994 hasta 1999 en los que respecta a su margen de utilidad neta en ventas. En los años 1994 a 1996, el margen de utilidad neta en ventas es inferior al promedio de la Empresa, esto indica que sus ventas son demasiado baja, sus costos son demasiado altos, o ambas cosas. ROCSA tiene una mayor proporción de deuda que el promedio de la empresa y las razones de rotación de interés ganado.

Lo anterior junto con una rotación de inventario de alrededor de un mes, lleva a un ciclo de efectivo de 45 días. En otras palabras, la empresa necesita de 45 días para contar de nuevo con lo invertido en sus inventarios.

Rendimiento del capital contable común

El promedio del rendimiento del capital contable común desde el año 1994 hasta 1999 fue de 27,62%

El rendimiento de ROCSA fue aumentando a partir del año 1996 con respecto al promedio, lo que significa que la empresa no tenía que hacer uso de deudas como lo hizo en el año 1994 y 1995.

La posición patrimonial de los accionistas se ha visto favorecida respecto de 1994 en lo referente a la utilidad por acción, pese a que en 1995 hubieron pérdidas elevadas para la compañía (S/.1,871,055). Esto nos muestra que ROCSA tuvo un crecimiento del 157% desde 1996 respecto de 1994, manteniéndose el mismo número de acciones en circulación, a su vez en el año de 1996 las utilidades netas aumentaron en un 167% pese a la trágica situación ocurrida en el año anterior.

Podemos darnos cuenta que antes de emitir la obligación la empresa es efectivamente líquida con capital de trabajo positivo, pero es dependiente de la liquidación de sus inventarios, tal como lo muestran las pruebas realizadas. El nivel de apalancamiento es muy elevado en Distribuidora Richard O. Custer S.A. El pasivo constituía el 78% de las fuentes en 1994, luego subió al 91% en 1995 y finalmente representa el 86% a fines de 1996, estructura que hace que la tercera parte de la empresa esté en poder de los proveedores.

Podemos analizar que la rotación de cartera es muy lenta y el pago de los proveedores se realiza antes que se pueda recuperar la cartera por lo que deben de contar con un capital para cubrir el pago a los proveedores.

E D E S A

EDESA es una empresa encargada de la instalación y explotación de la industria cerámica, afines y complementarios y la comercialización, dentro y fuera del país, de los productos de dicha industria. EDESA es una empresa industrial cuya principal línea de productos son sanitarios cerámicos y sus accesorios, griferías y tinas de baño.

De acuerdo a esto podemos mencionar que entre 1997 y 1998, las ventas de la empresa alcanzan un crecimiento nominal importante, pero en términos de volúmenes y dólares estas disminuyen como consecuencia de la recesión económica local debido a que el mercado de exportaciones no se había consolidado hasta entonces.

Considerando el número de piezas vendidas, durante 1999 la compañía experimentó una reducción del 7% en sus ventas en el mercado local, pero logró superar esta pérdida en el mercado de sus exportaciones en donde alcanzó una tasa de crecimiento en volúmenes del 43.55%, con lo cual logró un crecimiento en volúmenes del orden del 13%. Estas cifras no se reflejan en el P&G transformado a dólares debido a que la conversión se realiza a tipos de cambio promedio y no a los reales.

Históricamente la empresa obtiene márgenes brutos importantes con una tendencia constante a mejorar. Esto se debe a que los procesos de calidad implementados han permitido mejorar los niveles de productividad y eficiencia, traducidos principalmente en la disminución de desperdicios y roturas.

La reducción de los gastos de ventas y administrativos en relación de las ventas, en el año 1999, obedece en parte a una política de austeridad impuesta pero principalmente

a que la mayor parte de dichos gastos son en sures y se ajustaron a ritmos menos acelerados que las ventas.

Edesa ha mantenido históricamente gastos financieros bajos en relación a las ventas debido a los pequeños niveles de endeudamiento. Sin embargo, en el año 99, estos aumentan de forma importante: en primer lugar porque suben los niveles de deuda (para financiar la compra de dos hornos de alta capacidad y capital de trabajo negativo) y porque se registra una pérdida en cambio como efecto de la devaluación. Las altas tasas de interés también afectan los gastos financieros.

RAZONES FINANCIERAS DE EDESA

EDESA

	1996	1997	1998	1999
LIQUIDEZ				
Circulante	1,63	1,58	1,36	1,15
Prueba ácida	0,62	0,80	0,77	0,78
ADMINISTRACION DE DEUDA				
Endeudamiento	42%	50%	82%	163%
Razón de rotación de interés ganado	0,23	2,42	0	0,93
RENTABILIDAD				
Rendimiento de activos totales	0,09	0,10	0,12	0,11
Rendimiento de capital contable común	0,10	0,11	0,09	0,07
Margen de Utilidad neta en ventas	9,35%	10,52%	12,47%	11,98%

Fuente: Balances auditados del prospecto de emisión BVG

Autor: Sandy Maridueña y Elke Noristz

En el año 1999 los activos de la compañía llegan a ECS 306,585 millones de sures con una tasa de crecimiento del 135%.

Liquidez

En todos los períodos analizados Edesa presenta capital de trabajo positivo, y los índices de liquidez son adecuados aunque se han visto reducidos como efecto del endeudamiento a corto plazo para financiar activos fijos. Podemos observar que una



buena parte de los activos están comprometidos en inventarios y en cuentas por cobrar, lo que genera un flujo operacional negativo desde 1998.

El flujo negativo en 1999, es mas importante debido a la necesidad de financiar mayores ventas al exterior, tanto en inventarios como en cuentas por cobrar.

Tanto el flujo de fondos negativo como las inversiones en activos fijos se financian con deuda bancaria de corto plazo. El destino de la emisión de obligaciones que analizamos es precisamente la sustitución de pasivos de corto plazo a dos años.

Las inversiones realizadas durante 1998 y 1999 se refieren a la incorporación de equipos y adecuación de procesos que le han permitido a la empresa mejorar su productividad y eficiencia.

Endeudamiento

En el año 1999 el patrimonio de la compañía se financia el 38% de sus activos, el 62% son pasivos provenientes en su mayor parte de obligaciones bancarias en dólares, con Citibank, Banco del Pichincha, ING Bank, y ABN AMRO BANK. Mantiene también obligaciones en dólares por 13.936 millones de sucres con su compañía relacionada WC Industries Panamá.

En general, los niveles de endeudamiento de la compañía se han mantenido en niveles relativamente bajos siendo su patrimonio el que financiaba la mayor parte de activos. Esta relación cambia a partir de 1999 por la necesidad de financiar inversiones en activos fijos y nuevos mercados como se menciona anteriormente. Sin embargo, en los estados financieros interinos a septiembre del 2000, se evidencia que el endeudamiento baja 1,1. Debido al nuevo proyecto de expansión, la deuda sube nuevamente a partir del 2001 y la relación de pasivos frente al patrimonio se mantiene sobre 1,1 hasta el año 2002 inclusive. Estos niveles de deuda son

manejables para la empresa gracias a sus volúmenes de ventas y a los márgenes de rentabilidad saludable.

2.3 Casos de apertura de capital exitoso

A continuación se procederá a dar ejemplos de casos de apertura de capital exitosos tanto nacionales como internacionales:

INTERNACIONALES

MICROSOFT CORPORATION

Micosoft Corporation, una de las empresas más grandes e importantes en el mundo vendió sus acciones en la Bolsa de Nueva York por primera vez el 13 de marzo de 1986 a un precio de \$ 21,00 por acción, llegando a alcanzar los \$ 28,00 en sólo el primer día de transacción. La oferta pública inicial recaudó 61 millones de dólares.

Abrir el capital de la compañía transformó a Bill Gates en un billonario, gracias al fuerte incremento que experimentó el precio de sus acciones en el mercado y que hizo crecer su patrimonio personal en gran escala.

LOCALES

PALM EXPORT

En junio del año 1995, se realizó la primera venta directa a través de las Bolsas de Valores del país de una emisión de acciones destinadas por completo a financiar la creación de una empresa totalmente nueva, se trataba del desarrollo de la fase agrícola de un proyecto de producción y exportación de Palmito ecuatoriano.

En sólo el primer día de negociaciones se colocaron 1'396.000 acciones de un total de 2'400.000 correspondientes a la emisión total, y cuyo valor efectivo alcanzó 1.438 millones de sucres aproximadamente (US 573.000). El precio de cierre de las operaciones fue de 1.030 sucres por acción, es decir un 103% del valor nominal de las mismas que era de 1.000 sucres cada una.

En medio del difícil contexto en que se ha desenvuelto el país durante los últimos años, y que ha afectado a todas las empresas, Palm Export logró mantener hasta el año 99, una presencia constante en Bolsa, que permitió una evolución favorable en el precio de sus acciones. El precio más alto registrado fue en octubre de 1998, donde alcanzó los 2.500 sucres por acción, es decir, un 143% sobre el precio original de colocación.

Otro ejemplo de aperturas exitosas es el caso de la empresa Agrícola Industrial Tropical, que en octubre de 1999 realizó un aumento de su capital a través de la oferta primaria y pública de acciones en las Bolsas de Valores del Ecuador. Esta emisión tuvo el propósito de financiar la ampliación de las operaciones de cultivo de cacao, plátano, teca y otros productos agrícolas, así como capital de trabajo para el objeto general de la compañía.

El primer día de la colocación, el valor efectivo de las operaciones ascendió a 1.048 millones de sucres (US 64.038) correspondiente a la negociación de 1.570 acciones. El precio de cierre fue de 667.508 sucres (US 40) por cada acción.

Agintrosa, desde su ampliación de capital, ha mantenido una constante presencia bursátil y su precio se ha incrementado a 46.5, cuya última cotización corresponde al 15 de marzo del 2.001. Esto equivale a un rendimiento del 16.3% en comparación con el precio de emisión.

El rendimiento normal es de 1,5 estípites por cada lata de 225 gr. peso drenado, o 3 estípites para latas de 500 gr. de peso drenado.

El principal productor mundial es Brasil, con un volumen exportable de alrededor de 10.000 TM al año.

El consumo interno del palmito es muy bajo (0,5 TM mensuales) siendo el destino obligado del proyecto el mercado internacional.

El principal importador de palmitos es Francia (aproximadamente 10.000 TM/año), siguiendo luego Estados Unidos (2.000 TM/año)

- **Análisis de la empresa según los Balances esperados.**

	Año 1998	Año 1999	Año 2000
Activo	18.747.000	48.642.000	58.625.000
Pasivo	12.178.000	33.467.000	40.450.000
Patrimonio	6.569.000	15.175.000	18.175.000
Util. Neta	-3.785.000	-2.295.000	-12.825.000

Se puede concluir al haber realizado el análisis de las empresas, que algunas que han realizado emisiones de obligaciones les ha resultado ventajoso. Como ejemplo podemos tomar a la empresa EL UNIVERSO la cual incrementó su capital de trabajo y además realizó innovaciones en el transcurso de los años. Otro ejemplo exitoso ha sido la empresa EDESA que realizó su emisión para reestructuración de pasivos. Lo que le ayudó a esta empresa en obtener ventajas para la realización de esta emisión fue el elevado monto a emitir.

Las desventajas que tuvieron el resto de empresas fue que realizaron la emisión para reestructurar pasivos y que realizaron emisiones con montos bajos.

CAPITULO 3

3. EL MERCADO DE VALORES: UNA VALIOSA OPORTUNIDAD

Uno de los desafíos que impone la globalización, para que las empresas ecuatorianas sean competitivas es encontrar financiamiento mas barato y de mejor calidad en términos de tasa, plazo y condiciones de pago. Este es un requisito que el mercado de valores puede cumplir a cabalidad.

La actual estructura de las tasas de interés en el Ecuador, genera una muy interesante oportunidad para el desarrollo del mercado de capitales, los ahorristas del sistema financiero se quejan de las tasas de interés pasivas que reciben son muy bajas; mientras que los sectores productivos esgrimen que las tasas activas que se les cobran por los préstamos bancarios son muy altas y que no han disminuido pese a que nivel internacional la tendencia a sido que estas caigan drásticamente. Es aquí donde surge la necesidad de que empresas e inversiones volteen la mirada hacia el mercado de valores interno.

Según datos proporcionados por la Bolsa de Valores de Guayaquil (BVG), las emisiones de globalizaciones privadas en 2001 se colocaron a una tasa de rendimiento promedio ponderado del 8,1% y a un plazo promedio ponderado de 550 días. A la fecha de colocación, la tasa pasiva referencial promedio era del 6,9% y la activa del 15,6%. Esto demuestra un beneficio considerable para emisores e inversores.

Pero no solo que el costo financiero en que incurren las empresas es menor, sino que en algunos casos las empresas consideran que emitir títulos de deuda y negociarlos en la Bolsa de Valores, les resulta más sencillo que incurrir en el engorroso trámite de solicitar créditos bancarios producto de la significativa reducción del financiamiento tradicional a causa de la crisis del sistema financiero, el cual tardara mucho en recuperar su nivel original.

La emisión de obligaciones es una alternativa válida para las empresas que buscan financiar actividades tan diversas como: planes de expansión y penetración de nuevos mercados, compra de maquinarias y equipos, inversiones en tecnología e investigación y desarrollo, y la sustitución de pasivos a corto plazo a altas tasas de interés. Si se hubiera querido dar una solución de mercado a la reestructuración de pasivos, lo adecuado hubiera sido que las empresas acudieran al mercado de valores y de esa forma cancelar sus obligaciones bancarias sustituyéndolas por obligaciones a mayor plazo y a una menor tasa de interés.

Pero la emisión de títulos de renta fija, no es la única porción que tienen las empresas para obtener financiamiento en el mercado de valores, la emisión de acciones corporativas es una modalidad que ha sido descuidada en el Ecuador, en la actualidad son muy pocas las empresas que cotizan en bolsa, las empresas deben comprender que es imperativo abrir sus capitales a los inversionistas, para poder crecer y ser competitivos.

Es importante que las empresas acudan al mercado de capitales, no solo porque es un mecanismo para lograr financiamiento adicional, ni porque se logra la desconcentración y la distribución del riesgo en todo el sistema, sino porque logra que exista un cambio de actitud que privilegia la inversión productiva sobre la especulativa.

A partir de la vigencia de la nueva Ley de Seguridad Social y de la creación de las Agencias Colocadoras de Ahorro Provisional (ACAPs), se dará un mayor impulso al mercado de valores; pero si las empresas no están preparadas, es decir, si no se emiten títulos que puedan absorber los ingentes recursos que se van a generar, inevitablemente se trasladaran a los mercados de capitales externos, con lo que se habrá desperdiciado una valiosa oportunidad.

El mercado de valores no es un sustituto del sistema financiero pero debe convertirse en un complemento tal, que estimule a la Banca a ser mas eficiente, y por lo tanto a reducir el spread de la tasa de interés que perjudica a ahorristas y deudores.

Emisión de obligaciones en el año 2001 en la Bolsa de Valores de Guayaquil (BVG)

EMISOR	MONTO EMITIDO (\$)	PLAZO DE LA EMISION	TASA DE INTERES	RENDIMIENTO PROMEDIO %	DESTINO DE LA EMISION	CALIFICACIÓN DE RIESGO
Cedal	1,500,000	720 días	Tasa pasiva referencial	8.44%	Compra de activos de un proyecto agroindustrial forestal y reconversión industrial de la planta	AAA
Edesa S.A.	5,000,000	720 días	Tasa Libor + 2.5	8.01%	Reestructuración de pasivos	AA
Mastercard	3,000,000	182 días	Tasa pasiva referencial	7.98%	Sustitución de pasivos financieros	A
Macosa	1,000,000	720 días	135%	10.00%	Capital de	A

			TPR		trabajo y reestructuración de pasivos a corto plazo	
Casabaca	3,000,000	1,080 días	70% TAR	11.50%	Reestructuración de pasivos a corto plazo	A
Hotel Colon Internacional	4,000,000	1,080 días	8.50%	9.47%	Reestructuración de pasivos a corto plazo	AA
Total	17,500,000					

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil (BVG)

Esto se puede observar en una breve comparación en bolsa y realizar un crédito bancario. Al entrar en un análisis más profundo de lo que sería emitir en la Banca comercial, mostraremos básicamente las diferencias y similitudes entre los servicios que presta el mercado bursátil y la banca ecuatoriana. Esta información ha sido una recopilación de lo que se ha podido observar de estos dos mercados y a su vez de opiniones obtenidas por miembros que pertenecen a la banca comercial y mercado de valores.

Financiamiento Bursátil

El financiamiento bursátil ha sido un medio adquirido por los empresarios en los últimos tiempos para financiarse en proyectos de inversión o para financiar deudas a largo plazo por parte de los emisores.

Las empresas buscan sentirse mas seguras en el momento de realizar una inversión, al encontrar la seguridad que una institución financiera pueda brindarle por lo que el mercado bursátil ofrece la participación directa de entidades de prestigio como las Casas de Valores, estas forman parte de la operación bursátil puesto que se trabaja en conjunto con el Consejo Nacional de Valores. Esta integración de dos instituciones brinda al inversionista seguridad en la negociación puesto que estas se encargan de que se realice una negociación adecuada.

En el mercado de valores se brinda una facilidad y confiabilidad de consulta para obtener información real de las empresas, del mercado cambiario y monetario lo cual ayuda al emisor a realizar análisis de la actual situación del mercado y de sus beneficios.

No obstante, el mercado de valores tiene una flexibilidad en cumplimiento de la entrega de títulos aprobados por la Superintendencia de Compañías, por lo que los emisores tienen la seguridad de que estos títulos generarán beneficios y eficiencia en la negociación puesto que se cumplen con los plazos de entrega.

Una ventaja del financiamiento bursátil con respecto al financiamiento bancario es la tecnología de punta con herramientas amigables para el usuario donde los emisores pueden obtener información en línea no solo del mercado ecuatoriano sino de diferentes mercados en los cuales se negocian títulos de valores. Además, los emisores pueden realizar negociaciones on line donde puedan adquirir vender acciones y/o negociar obligaciones con inversionistas extranjeros.

En el caso de colocación de acciones, la empresa no está obligada a la devolución del dinero por lo que quienes inviertan en acciones tienen la plena seguridad de que son parte de la empresa y que si esta tuviera utilidades serian distribuidas en partes equitativas dependiendo del numero de accionistas que tenga la empresa.

Sin embargo, los empresarios al emitir en bolsa se encuentran con algunos problemas básicos como por ejemplo que no existe protección de la información en el mercado de valores. Debido a esto muchas empresas no entregan los balances verdaderos donde se puede reflejar la situación real de la empresa, esto implica que los inversionistas no se sientan seguros de emitir obligaciones o comprar acciones de empresas que coticen en bolsa porque no hay fiabilidad en la información entregada a las instituciones que valoran la situación de cada empresa.

Otra razón por la cual, las empresas no entregan información confidencial es debido a que la mayoría de ellas son empresas familiares. Por lo general, los grupos familiares no desean que su competencia o sus empleados tengan conocimiento de la verdadera situación de la empresa ya que de esta forma si ellos tuvieran utilidades no estarían obligados a entregar un porcentaje de las mismas a sus empleados. En el caso de que la competencia pueda analizar la situación de la empresa al tener la facilidad de revisar los balances, esto podría traer como consecuencia que si la empresa obtuviera altos márgenes de utilidad, ellos investigarían cual es la estrategia de la empresa para mantenerse líder en el mercado y así poderle quitar posicionamiento.

Un problema que persiste en el mercado de valores es que no existen suficientes compradores para la cantidad de oferta que hay en el mercado de valores, es decir que no hay dinámica en las negociaciones. Los movimientos son muy pequeños, no hay dinamismo.

Según el Econ. Víctor Morales-Director del Departamento Financiero de la Compañía CRIDESA se debería de implementar en la Bolsa de Valores de Guayaquil mas movimiento en las acciones laborales y las acciones referenciales y a su vez que se permitan mayores movimientos en las operaciones de reporte a través de pagares, letras

de cambio y factoring en el sector financiero, de manera que si alguien que fija una letra pueda negociarla o desmontarla.

El mercado de valores resulta ser incipiente por la falta de dinamismo y las pocas opciones de instrumentos financieros que pueden ser negociados. Se debería de implementar en la Ley de Mercado de Valores, instrumentos que puedan ser innovadores para los inversionistas.

Financiamiento Bancario

El financiamiento bancario ha sido una opción de adquirir préstamos para inversiones por parte de los empresarios y a su vez ha sido un camino para poder cumplir con obligaciones de pago de deuda. No obstante, la facilidad que ofrecen los bancos para adquirir un préstamo ha logrado ser una fuente atractiva de rápido ingreso frente a los ojos de los inversionistas y ha provocado un deslice en el mercado bursátil puesto que los empresarios piensan que hay excesivos requisitos burocráticos y pérdida de tiempo en este último.

La banca comercial se caracteriza por brindar una asesoría personalizada con la parte interesada a realizar un préstamo, buscando servir al cliente dándole una cartera de opciones a las cuales los principales puedan acudir según su beneficio e interés.

Si al concluir el tiempo de pago del préstamo y del interés, el empresario se encontrara en una situación en la cual no pueda cumplir con la devolución total del dinero, la banca comercial se habrá asegurado con la adquisición de algún bien que pertenezca al empresario.

Los empresarios conocen mas de financiamiento bancario que de financiamiento bursátil. Esto se debe a que la banca comercial se ha preocupado de llamar la atención de los clientes presentando una variedad de productos y servicios los cuales son interesantes para los principales. Además, cada vez que la banca implanta un producto nuevo, realiza un plan de marketing donde se busca que todo el país conozca lo que el banco esta ofreciendo, mientras que el mercado bursátil no implanta un plan de marketing.

La banca comercial son empresas libres de entregar información a sus clientes, es decir, proporcionan todo tipo de información que la empresa requiera para realizar su gestión.

La deuda que se adquiere mediante este financiamiento es variable e inflexible. En la economía ecuatoriana, los prestamos bancarios fijan una tasa de interés la cual es inestable, puesto que estas tasas dependen de las tasa establecidas en el mercado financiero y estas varían dependiendo de las políticas económicas que establezca el gobierno y de la situación que atraviere el país.

Las empresas a través del financiamiento bancario adquieren un alto grado de apalancamiento. Esto se debe a que las empresas adquieren un endeudamiento a corto plazo y se ven obligadas a cancelar sus deudas dentro de un periodo menor a uno, dos o tres anos. Esto no es beneficioso para las empresas puesto que si ellas no obtienen el dinero para cancelar sus haberes con los bancos pueden caer en un estado de quiebra. Además, los mecanismos de previsión son débiles por lo que se manejan con costos altos.

3.1 Análisis de las Empresas inscritas en bolsa: razones por las que se inscribieron .

Las empresas están buscando información de medios de financiamientos que les ofrezcan ventajas más específicas y necesarias frente a otros medios de financiamiento.

El desarrollo de la mayoría de las empresas ecuatorianas se han basado en grupos familiares los cuales se han financiado a través de la Banca Comercial. Sin embargo, pocas empresas lo han echo a través del mercado de capitales. Es por esto que se busca hallar una respuesta en incentivar a las empresas a financiarse en el mercado de valores.

3.2 Razon por las que una empresa decide cotizar en bolsa

La empresa es otro de los actores protagonistas del mercado bursátil. De hecho, lo que se negocia en la Bolsa son los valores emitidos por las empresas, en forma de renta variable (acciones) y/o en forma de renta fija (obligaciones, bonos, letras y pagares).

Entre las muchas razones que existen para que una empresa cotiche en Bolsa, nos parece importante destacar las siguientes:

- a) Diversificar fuentes de financiación, necesarias para crecer
- b) Dinamizar y potenciar su imagen
- c) Facilitar la transmisión de la propiedad

Diversificar fuentes de financiación, necesarias para crecer

Cualquier empresa en expansión alcanza, tarde o temprano, un nivel de desarrollo a partir del cual los accionistas fundadores (o sus sucesores) no pueden aportar el capital necesario para su financiación. La empresa tiende entonces a recurrir al crédito. Sin embargo, las posibilidades de este pueden ser limitadas o insuficientes para cubrir sus

necesidades (especialmente cuando los tipos de interés se sitúan en cotas elevadas). Además, la concesión del crédito puede conllevar la exigencia de garantías, que comprometan el patrimonio personal de los propietarios.

Es importante que la empresa diversifique sus fuentes de financiación, mas allá de las constituidas por los créditos y las aportaciones de los propietarios. Esto puede llevarse a cabo ensanchando el círculo de sus accionistas: el ahorro privado toma el relevo o se suma a la financiación procedente de los accionistas de origen y a los posibles créditos.

La Bolsa posibilita el acceso al mercado financiero a través de la emisión de valores. La variedad de productos que puede ofertar la empresa permite satisfacer las necesidades o preferencias del público ahorrador, y preservar el control de la empresa para los accionistas mayoritarios.

Al entrar en Bolsa, la empresa dispone de un arma esencial: la emisión y la negociabilidad de sus valores en un mercado organizado y oficial. La capacidad de desarrollo de la empresa se ve potenciada con el refuerzo de la estructura financiera (aumento de los fondos propios) y con las nuevas fuentes de financiación (plazo, costes, etc.) que pueden propiciar el abaratamiento y la mejora, en general, de las tradicionales o restantes vías de financiación.

Dinamizar la imagen de la empresa

En un entorno cada vez mas competitivo, la admisión en Bolsa marca la consagración de una empresa y prueba su dinamismo, su apertura al exterior, y su voluntad de desarrollo. Mejora el reconocimiento de su marca y de sus productos ante sus clientes y fortalece las relaciones con sus colaboradores externos (proveedores, bancos,...) con los medios de comunicación y con sus propios empleados.



Los efectos positivos de la presencia en Bolsa se producen no solo en el momento de la admisión (presentaciones, publicidad, opiniones financieras, artículos en la prensa...) sino también durante la vida de la empresa y, mas concretamente, con ocasión de la emisión de nuevos valores o de cualquier otra operación relacionada con el mundo bursátil.

La estrategia a largo plazo se realiza con un mayor control y se obtiene, a través de la cotización de las acciones, un importantísimo elemento valorativo, por si solo o comparativamente, del curso de la empresa. La cotización representa para la empresa un valor añadido a la hora de implantarse o de difundir sus productos fuera de su ámbito tradicional.

Facilitar la transmisión de la propiedad

La cotización bursátil de las acciones de la empresa facilita la resolución de alguno de los problemas con que se enfrentan los empresarios, en el momento del relevo en la titularidad de la empresa.

Por ejemplo, los sucesores de un negocio familiar se pueden encontrar con la dificultad de atender el pago de los impuestos devengados, con motivo del traspaso del negocio, poniendo en peligro la integridad y la continuidad de la empresa familiar. Este problema desaparece si las acciones de la empresa se negocian en bolsa y, por consiguiente, pueden ser vendidas en ella, en la medida o cuantía oportuna, sin que se cuestione el control del negocio para, con el producto de esa venta, cubrir las correspondientes obligaciones fiscales.

La propia determinación del valor de la empresa y el reparto de la misma entre los diferentes sucesores pueden llegar a constituir otro problema que desaparecería si los precios y la valoración de las acciones se formaran en el mercado.

En el caso de desacuerdos graves entre los componentes del grupo accionarial, la cotización de las acciones en Bolsa, donde se pueden comprar y vender en cada momento al mejor precio posible, supone una vía para poner término a tales desacuerdos.

Por que le interesa a los empresarios seguir cotizando en bolsa?

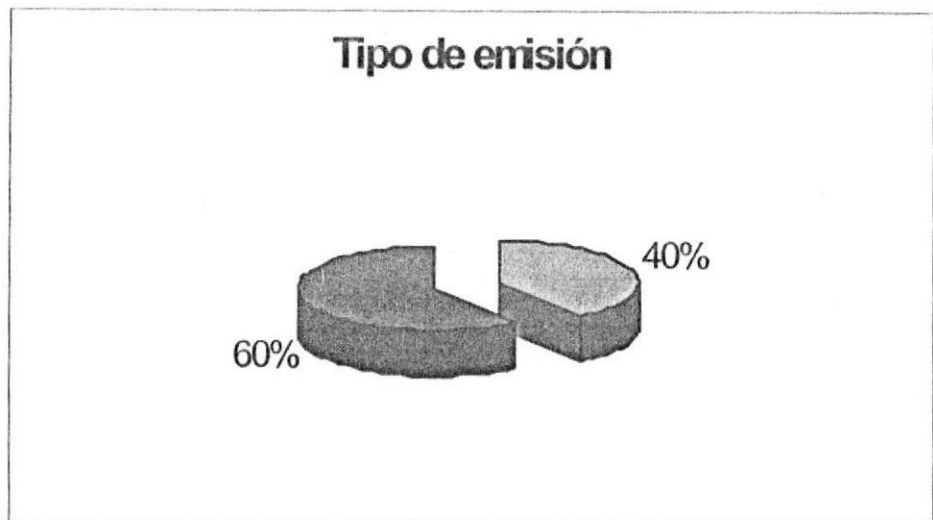
Básicamente les interesa cotizar en Bolsa por que esto les permite:

- ☐ Ampliar y diversificar sus fuentes de financiación en las mejores condiciones (financiación barata y a largo plazo).
- ☐ Asegurar, en ciertos supuestos o ante determinados eventos, la continuidad del negocio facilitando la transmisión de la propiedad a un precio publico y establecido por el libre juego de oferta y demanda.
- ☐ Potenciar y mejorar su imagen puesto que, además de resultar mas conocida, la empresa deberá cumplir con unos requisitos de transparencia e información y su gestión será refrendada por sus accionistas.
- ☐ Motivar a los empleados, y a otros agentes relacionados con la empresa, vendiéndoles acciones de la empresa en condiciones ventajosas o pagando en especie, a través de acciones de la empresa, ligando el salario a la productividad.

- ☐ Disponer de una valoración objetiva y concreta.
- ☐ Estimular y disciplinar la gestión a través de la presión de los accionistas, que exigirán una estrategia a largo plazo.
- ☐ Contar con valiosos indicadores adicionales para la comparabilidad con otras empresas como la cotización bursátil de las acciones.
- ☐ Facilitar la transmisión de las acciones ya que, al existir un mercado, el valor resulta mas líquido puesto que compradores y vendedores saben donde acudir.
- ☐ Obtener rendimientos añadidos y complementarios a los tradicionales dividendos y plusvalías.
- ☐ Diversificar el patrimonio, puesto que la cotización en Bolsa permite desprenderse de una parte de sus acciones para liberar recursos que, así, se pueden colocar en otros activos financieros.

3.3 Mecanismo de emisiones que han realizado las empresas hasta el momento: vía acciones o vía obligaciones.

Los resultados obtenidos de las empresas fueron que el 40% ha realizado por lo menos una emisión mediante acciones y el 60% restante mediante obligaciones, las empresas que realizaron su emisión a traves de obligaciones lo hicieron con la finalidad de estructurar pasivos.

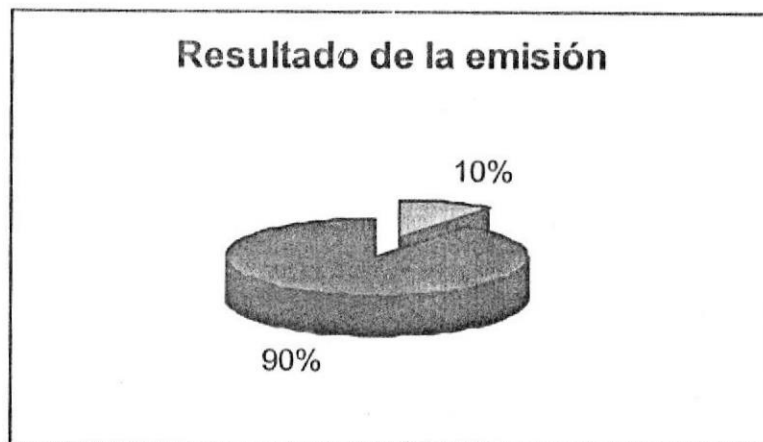


Se quería conocer también a través de esta encuesta cuál ha sido el resultado que las empresas han obtenido emitiendo obligaciones y/o acciones, por lo que se realizó la siguiente pregunta:

¿Cómo describiría el resultado de dichas emisiones (muy exitosas, medianamente exitosas y poco exitosas.? ¿Por que?

El resultado fue el siguiente:

El 90% de las empresas dijeron que sus operaciones en Bolsa fueron realizadas con éxito, solamente el 10% no fue realizada exitosamente debido a que las empresas trataban de aumentar la liquidez.



- **Opinión de los empresarios respecto del Mercado de Valores Ecuatoriano**

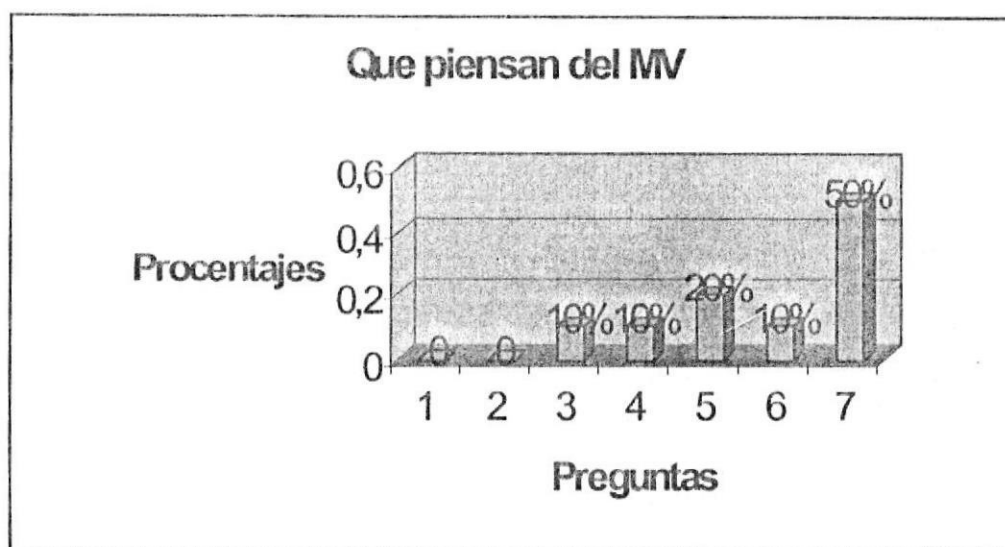
Los empresarios tienen diferentes opiniones con respecto al Mercado de Valores Ecuatoriano, esto lo podremos analizar a través de la siguiente pregunta:

Que opina usted del Mercado de Valores Ecuatoriano?. Es incipiente, no existe, no funciona, poco desarrollo, es frágil, es una buena alternativa. Por que?

De esta pregunta obtuvimos los siguientes resultados:

- A. El 10% de los empresarios demostró un grado de desconocimiento del Mercado de Valores Ecuatoriano, por lo que nos dijeron que ellos creen que realmente no existe un Mercado de Valores donde realmente se puedan hacer negociaciones similares a las que se realizan en la Wall Street de New York debido a que el sistema economico ecuatoriano es muy debil y no hay mucha credibilidad en el Gobierno.

- B. Sin embargo, el 10% de las empresas afirman que existe poco desarrollo en el Mercado de Valores ecuatoriano debido a que no existe un grado de inversión alto por parte de los empresarios, esto trae como consecuencia que las pocas negociaciones que existen en el Mercado de Valores Ecuatoriano sean muy estacionales y no cíclicas, por lo que no es muy atractivo invertir en este mercado. Además que hay una tendencia a una ausencia de información periódica y real del comportamiento de las empresas que realizan sus transacciones en el mercado.
- C. Un 20% de las empresas concluyeron que el mercado de valores ecuatoriano es incipiente debido a que se realizan muy pocas transacciones, es decir, no se negocian ni papeles ni acciones.
- D. Un 10% de las empresas enfatizó que el Mercado de Valores ecuatoriano es una buena alternativa de financiamiento ya que permite al inversionista tener una visión clara de la situación económica de la industria y el comercio en general en un país.
- E. Finalmente, el 50% de las empresas contestaron que el mercado de valores ecuatoriano no funciona debido a que no se tiene cultura ni conciencia clara de lo que es el Mercado Bursátil. Por ende, es muy difícil transar operaciones en el Mercado bursátil debido al poco conocimiento.



Elaborado por Elke Noristz

A continuación procederemos a analizar la opinión de los empresarios con respecto al Mercado de Valores Ecuatoriano, para esto hemos hecho una recopilación de las cuatro siguientes preguntas en un cuadro muy ilustrativo donde indicamos el porcentaje de aceptación o negativa de cada una de las variables.

Cree usted que el mercado de Valores tiene la suficiente imparcialidad y transparencia en el manejo de las diferentes operaciones bursátiles.?

Los empresarios piensan en un 70% que el mercado de valores es imparcial y transparente en sus operaciones bursátiles debido a que su funcionamiento se basa en captar información real de las empresas que se encuentran en los diferentes sectores de la economía. El porcentaje restante de las empresas tiene una negativa absoluta en que el Mercado de Valores sea imparcial y Transparente debido a que las empresas no entregan información fidedigna de su real situación.

Cree usted que uno de los problemas básicos del mercado de Valores Ecuatoriano es la complejidad de los procedimientos que conlleva la Oferta Pública.?

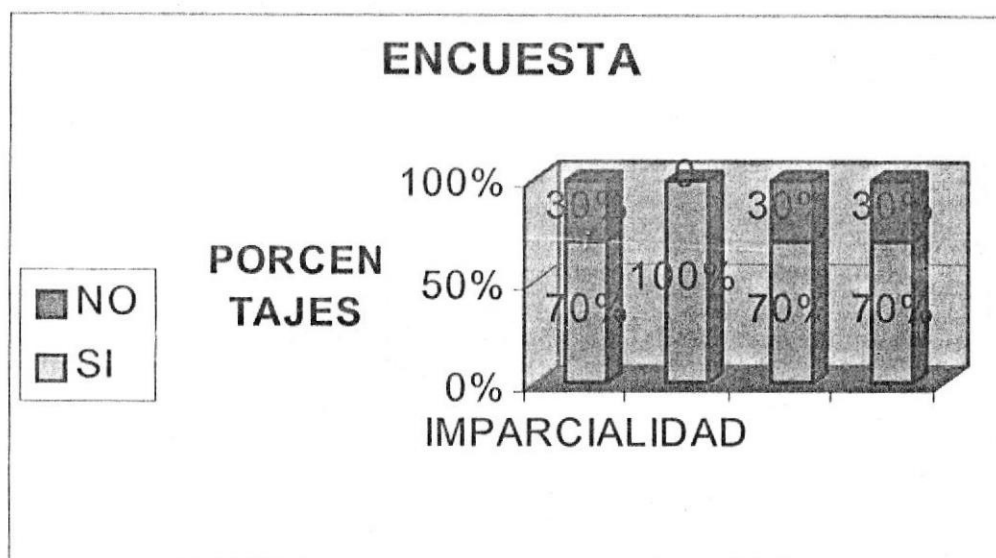
Con esta hipótesis se confirma una de las hipótesis planteada en el capítulo 4, donde los empresarios se mantienen distantes de la posibilidad de seguir emitiendo en el Mercado de Valores debido a la complejidad de los procedimientos que conlleva la Oferta Pública lo cual trae como consecuencia que los inversores pierdan tiempo y dinero.

Cree usted que uno de los problemas básicos del mercado de Valores Ecuatoriano es la resistencia a entregar información de las empresas en general.?

Definitivamente uno de los problemas básicos del Mercado de Valores Ecuatoriano es la resistencia a entregar información de las empresas en general, debido a que en su gran mayoría (70%) de las empresas son de estructura familiar y el 30% restante son empresas transnacionales.

Cree usted que el mercado de Valores Ecuatoriano tiene la suficiente capacidad de venta y transacción de títulos y valores de empresas.?

El Mercado de Valores tiene un 70% de capacidad de venta y transacciones de títulos valores porque si este sistema no fuera rentable no existirían empresas que continúan realizando negociaciones en la Bolsa de Valores, donde el 30% restante se abstiene.



Elaborado por Elke Noristz y Sandy Mariduená

- **Información que les gustaría recibir**

Los empresarios de los diferentes sectores de la economía le gusta mantenerse informados de las situaciones económicas y bursátiles a nivel mundial en la actual época de la globalización donde se tienen que realizar análisis de los mercados competitivos.

Se siente satisfecho con el servicio que recibe como emisor inscrito en la Bolsa de Valores de Guayaquil. Que tipo de información le gustaría recibir.?

La mayoría de las empresas realmente no recibe información otorgada por la Bolsa de Valores de Guayaquil, puesto que no es información actualizada ni real de las empresas.

La información que a los diferentes empresarios les gustaría recibir la detallaremos a continuación.

- ☐ Información de precios de productos agrícolas en el exterior (Latino América)
- ☐ Índices de los sectores
- ☐ Tipo de cambio de marco alemanes en dólares
- ☐ Tarifas de ocupación en porcentajes, tarifas promedios, montos por venta
- ☐ Debería dar cursos informativos.

En este capítulo se pudo observar que aquellos inversionistas que tienen conocimiento de lo que es el Mercado de Valores, están dispuestos a utilizarlo como medio de financiamiento, puesto que para ellos como inversionistas les ha resultado exitosa la participación en la misma, pese a que al Mercado de Valores ecuatoriano le falta todavía por desarrollarse como medio de financiamiento debido a que existe muy poco conocimiento de los servicios que éste presta.

CAPITULO IV

4. ANALISIS DE LAS RAZONES POR LO QUE LAS EMPRESAS NO SE FINANCIAN EN EL MERCADO DE VALORES.

Para entrar a un análisis mas detallado del comportamiento de las empresas y además respondernos la pregunta que es el tema de investigación de esta tesis: Por que las empresas no se financian vía mercado de valores?. Hemos tenido que acudir a un medio para obtener información. Este medio ha sido realizar un estudio de mercado a través de encuestas a empresas de Guayaquil que pertenecen a los diferentes sectores de la economía y que además están inscritas y no inscritas en la Bolsa de Valores. Este capítulo se basará en estudiar las respuestas de las empresas que no están inscritas en la Bolsa de Valores nos dieron a las preguntas establecidas. Estas interrogaciones con sus respectivas respuestas nos llevan a investigar cuales son las razones por las cuales los empresarios no quieren invertir en el mercado de valores.

La encuesta estuvo dirigida a los siguientes sectores:

- Agricultura, servicios agrícolas, caza, silvicultura y pesca
- Comercio
- Construcción
- Finanzas, seguros, bienes inmuebles y servicios técnicos profesionales
- Hotelería y turismo
- Industrias manufactureras



Las encuestas fueron realizadas a 214 empresas que no se financian en el mercado de valores. Esta fue una ardua tarea, la cual representó tiempo, paciencia y dedicación ya que no obtuvimos toda la información que se hubiese querido y necesitado, debido a que no todas las empresas fueron abiertas a proporcionar la información. Debido a la poca información que existe en el mercado bursátil, a la poca acogida del mismo y al desinterés de las empresas por contestar la encuesta, se tuvo que realizar entrevistas personalizadas con los altos ejecutivos de las respectivas empresas. Pese a esto, se recibió negativas de parte de los propietarios y se tuvo que entrar a efectuar un análisis general de las empresas previa cita.

Esta investigación dará información de primera fuente acerca de la visión de los empresarios que permitan encontrar soluciones que incentiven a la economía a ser mas eficientes.

En el transcurso de la investigación hubieron muchas empresas que no quisieron participar de la misma por el desinterés que existe en mejorar los servicios que esta presta puesto que el único servicio que las empresas utilizan de la Bolsa de Valores es el de apalancamiento puesto que necesitan capital para poder pagar deudas a largo plazo.

4.1 VALIDACION DE LAS HIPÓTESIS PLANTEADAS AL INICIO DE LA INVESTIGACIÓN.

Para el desarrollo de esta investigación se plantearon 4 hipótesis que nos llevarían a encontrar una respuesta de cuales serian las razones por las cuales las empresas no se financian en el mercado de valores. El estudio se basa en confirmar si estas hipótesis son válidas y analizar cada una de las preguntas de la encuesta las cuales nos darán un enfoque de cual ha sido el problema.



Las hipótesis planteadas son las siguientes:

1. Excesivos requisitos burocráticos.
2. Alta concentración de empresas familiares y su deseo de no brindar información pública, crea desinterés de no asistir al Mercado de Valores.
3. Desconocimiento de las características del Mercado de Valores.
4. La existencia de una banca comercial que ha suplido las necesidades de los inversionistas tanto en plazo como en costos.

Es posible que al final de este capítulo nos encontremos con que las hipótesis planteadas no fueron realmente la razón primordial para que las empresas no busquen el financiamiento vía mercado de valores. Quizás el mercado bancario se presentó a los inversionistas de una forma mas atractiva pero eso lo descubriremos mas adelante donde analicemos las conclusiones, tanto de las empresas que no se financian a través de la emisión de obligaciones y deciden acudir al financiamiento bancario y las conclusiones de las empresas que están inscritas en el mercado de valores y que además han emitido obligaciones en reiteradas ocasiones.

A continuación se encuentra la encuesta que fue elaborada para analizar las hipótesis planteadas.

ENCUESTA DE FINANCIAMIENTO DE EMISORES

1. Razón social

2. Objeto social

A. ¿ Cuantas emisiones ha realizado su empresa hasta el momento.?

Año

Monto

Acciones

Obligaciones

B. Como describiría el resultado de dichas emisiones

Muy exitosa

☐

Medianamente exitosa

☐

Poco exitosa

☐

¿ Por que?

C. Tiene planeado realizar nuevas emisiones en el futuro

Monto

Fecha

Acciones

Obligaciones

D. Que opina del Mercado de valores ecuatoriano

Es incipiente

☐

No existe

☐

No funciona

☐

Es frágil

☐

Poco desarrollo

Es una buena alternativa

☐

Porque?

E. ¿Cree usted que el mercado de Valores tiene la suficiente imparcialidad y transparencia en el manejo de las diferentes de títulos y valores de empresas.?

SI ☐

NO ☐

F. ¿Cree usted que el Mercado de Valores ecuatoriano tiene la suficiente capacidad de venta y transacción de títulos y valores de empresas?

SI ☐

NO ☐

G. ¿Cree usted que el mercado de Valores ha logrado un adecuado desarrollo como para ser una alternativa para el crecimiento de las empresas.?

SI ☐

NO ☐

H. ¿Cree usted que uno de los problemas básicos del mercado de valores ecuatoriano es la complejidad de los procedimientos que conlleva el emitir obligaciones o acciones?

SI ☐

NO ☐

I. Diría usted que el acceder al mercado de valores es una buena alternativa de financiamiento para las empresas ecuatorianas.

SI ☐

NO ☐

J. ¿Cree usted que uno de los problemas del Mercado de valores es la resistencia a entregar información de las empresas en general.?

SI ☐

NO ☐

K. ¿Que dificultades ha enfrentado como emisor inscrito en el Mercado de Valores?

SI ☐

NO ☐

L. Se siente satisfecho con el servicio que recibe como emisor inscrito en la BVG.

SI ☐

NO ☐

M. Su empresa cuenta con Estados Financieros auditados.

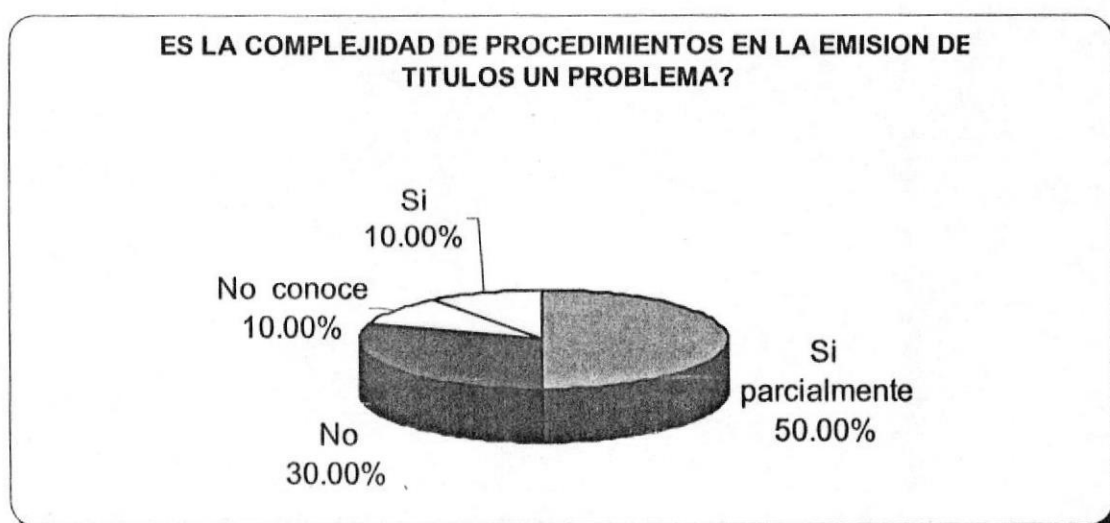
SI ☐

NO ☐

4.1.1 Excesivos Requisitos Burocráticos

Los excesivos requisitos burocráticos son un problema con que se ha presentado el mercado de valores. Sin embargo, para entender cual ha sido el comportamiento de los empresarios a esta problemática, una de las preguntas que se realizó en la encuesta de financiamiento a las firmas para obtener información de los excesivos requisitos burocráticos fueron las siguientes:

Para Usted., uno de los problemas de financiarse a través del mercado de valores ecuatoriano es la complejidad de los procedimientos que conlleva la emisión de títulos de valores (Acciones, Obligaciones, Titularización)? Cuales son las razones de esta complejidad?



A esta pregunta obtuvimos un resultado de un 50% que nos contestó satisfactoriamente a un si parcial. Es decir, que tienen una comprensión parcial de los procedimientos al emitir un título de valor. Obtuvimos una concluyente negativa de un 30% a que los procedimientos sean una de las razones por las cuales las firmas no inviertan en el mercado de valores. Sin embargo, un 10% de las compañías no

conocen mucho de la complejidad de los procedimientos que conlleva la emisión de títulos de valores. En cambio, otra parte del mercado en un porcentaje de un 10% considera que sí ha sido un problema para las firmas que los procedimientos para financiarse en el mercado de valores sean muy complejos.

Dentro de las razones que los empresarios nos dieron a favor de que existe complejidad en los procedimientos para emitir títulos de valores, ellos mencionaron en un 60% que los trámites para emitir un título de valor toman demasiado tiempo, desencadenando como consecuencia que los inversionistas no se sientan interesados en emitir. Además que esto podría ser un gravitante problema para una empresa que necesita cubrir deuda a corto plazo o que necesite invertir en algo de valor en forma inmediata.

No obstante, un 30% de los empresarios nos respondieron que existen demasiados requisitos que cumplir para entrar a emitir en el mercado de valores. Esto ellos lo relacionan con todos los requisitos que solicita la Bolsa de Valores, la Superintendencia de Compañías, las Casas de Valores, las Calificadoras de Riesgo para estar calificada como empresa para poder entrar a negociar en el mercado de valores. Y uno de los requisitos que a los empresarios le molesta de sobremanera es entregar análisis periódicos de los Balances reales de las empresas ya que las empresas ecuatorianas no han estado acostumbradas a declarar los valores reales que mantienen sus empresas tanto en pérdidas como en ganancias, por miedo a que su competencia pueda encontrar sus debilidades y a su vez que sus colaboradores conozcan el valor real de la empresa, desencadenando el reclamo de utilidades anuales.

Asimismo el 10% restante apoyaron a otras razones entre las cuales tenemos la falta de confianza en el sistema. Esto significa que los empresarios no se sienten seguros de la economía que atraviesa nuestro país ni tampoco de las políticas establecidas por

el gobierno, ya que hemos sido un país inestable tanto a nivel económico, político y social.



Analizando esta pregunta mas a fondo llegamos a la siguiente conclusión:

Debido a la poca actividad bursátil que presentan las empresas inscritas en la Bolsa de Valores, los procedimientos al emitir una obligación son muy molestos para los empresarios puesto que primero los empresarios deben de acudir a una Casa de Valores donde le den una asesoría de la estructuración de la emisión lo cual toma un tiempo de 30 días.

Segundo, al emitir una obligación, la empresa necesita de una calificación. Para esto acude a las calificadoras de riesgo que se toman aproximadamente 15 días. Este es un requisito solicitado por la ley. Luego, la inscripción en el mercado de valores. Esto se lo hace por una de las exigencias de la Superintendencia de Compañías la cual solicita una serie de requisitos que la empresa debe de cumplir para poder

financiarse a través del mercado de valores. Esto conlleva a generar una pérdida de tiempo para el principal que además tiene que esperar que sea aceptado y realizar la oferta pública.

Como ejemplo podemos citar a una compañía de gran prestigio como lo es SUPAN, donde pudimos mantener una entrevista con el señor Alfonso Niemes Benítez, Director de Finanzas y Administración.

Dentro de sus comentarios captamos que esta empresa se inscribió en el registro de Mercado de Valores en años anteriores, tratando de cumplir con los requisitos necesarios para poder emitir obligaciones y fondear proyectos. Llegar a cumplir los requerimientos para emitir una obligación les tomó mucho tiempo, pero sin embargo, pudieron ser aceptados.

El propósito que tenía la compañía SUPAN al emitir obligaciones era financiar proyectos en post-mejora de la empresa. Sin lugar a dudas sus obligaciones fueron emitidas satisfactoriamente y sus proyectos fueron financiados y pagados en los plazos acordados hasta inicios de 1999.

Desde esta fecha el mantener este registro implicaba entre otros requisitos, conservar una serie de publicaciones, como la entrega semestral a la Superintendencia de Compañías de un set de información financiera: Balances y Estados de Pérdidas y Ganancias de la empresa.

De no cumplirse estos requisitos, la Superintendencia de Compañías no podría emitir el Certificado de Cumplimiento de la Obligación (CCO), documento obligatorio solicitado por los bancos a las empresas para mantener las calificaciones de su cartera.

Las obligaciones desde 1999 no han sido para SUPAN el mejor mecanismo de apalancamiento, peor aun, la perspectiva que muchas veces los empresarios han tenido de cotizar acciones en Bolsa.

Por esta razón, con la finalidad de eliminar trabajo operativo y obtener a tiempo sus Certificados de Cumplimientos de las Obligaciones (CCO), se decidió eliminar la suscripción lo cual le representaba a la firma costos no operativos, los cuales no eran recuperables.

Finalmente, una de las sugerencias que recibimos de la empresa SUPAN es que sería bueno que si en la Bolsa de Valores no existen obligaciones autorizadas, ni emitidas, ni en circulación de las empresas inscritas en el mercado de valores, se trate de obviar los requisitos de entrega de información confidencial a la Superintendencia de Compañías en forma periódica.

El ejemplo citado sobre una empresa que piensa que los procedimientos para emitir un título de valor son demasiados complejos y que además sus trámites toman demasiado tiempo, es el caso particular de la Compañía SUPAN. Sin lugar a dudas en el mercado de valores ecuatoriano existen otras empresas que estuvieron inscritas y emitiendo obligaciones en la Bolsa de Valores; pero sin embargo estas empresas cancelaron su inscripción por las mismas razones presentadas en el ejemplo de la Compañía SUPAN.

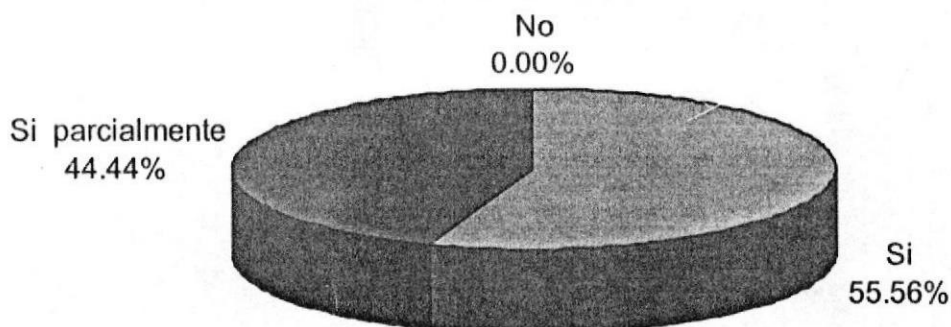
4.1.2 Alta concentración de empresas familiares y su deseo de no brindar información pública, crea desinterés de no asistir al Mercado de Valores

En la Bolsa de Valores hasta la actualidad se encuentran inscritas 54 empresas de Guayaquil, de las cuales un total de 27 son familiares.

A las empresas familiares, no les gusta publicar información porque para ellas como empresa familiar es importante mantener información reservada puesto que la competencia siempre está pendiente de saber el comportamiento que han mantenido para así poder ver como se puede atacar y poder captar mercado. Al publicar información las empresas familiares tienen ciertos riesgos ya que cuando participan en el mercado de valores se exponen al criterio del mercado de valores y no les conviene estar expuestas porque de esta manera pueden perder garantías como empresa. A continuación detallaremos las conclusiones obtenidas a través de la encuesta realizada y de las preguntas formuladas:

Cree usted que un factor que incide que no existan muchas empresas participando en el mercado de valores ecuatoriano es la resistencia a entregar información por parte de las empresas en general?

CREE UD. QUE LA OBLIGATORIEDAD EN LA ENTREGA DE INFORMACION DE LAS EMPRESAS ES RAZON PARA QUE NO INTERVENGAN EN EL MV.?



Los resultados obtenidos fueron los siguientes: El 0% de las firmas no creen que el problema básico del mercado de valores ecuatoriano es la resistencia a entregar información. Sin embargo, se obtuvo un 55,56% a favor de que el problema básico

del mercado de valores ecuatoriano es la resistencia a entregar información de las empresas en general y un porcentaje de un 44,44% a una aceptación parcial de que la obligatoriedad en la entrega de información de las empresas es razón para que no intervengan en el mercado de valores.

Los principales criterios captados a las respuestas afirmativas fueron las siguientes:

- **No existe un buen asesoramiento en las diferentes áreas a la hora de entregar la información.**

Lo que tratan de decir los empresarios es que por lo general, la información confidencial solicitada por algunos organismos que colaboran en el mercado de valores no se guarda con absoluta confidencialidad y las diferentes áreas que pertenecen a los organismos que entregan información no saben manejarla con profesionalismo.

- **Falta de información**

La información que se entregan a los organismos no es una investigación completa de cómo es la situación actual de la empresa que quiere invertir en el mercado de valores por lo que se deberían de establecer multas para las firmas que no proporcionen la información correcta.

- **Honestidad, Falsos criterios y Debilidad en la información.**

No existe en el área comercial e industrial ecuatoriana, empresarios que se manejen con honestidad y que entreguen la información fidedigna del estado en el que se encuentre la empresa. Los empresarios obvian el paso de presentar balances correctos y estados de pérdidas y ganancias para evadir

impuestos que la empresa por los montos de venta deberían de cancelar, ellos evaden al fisco.

Las firmas presentan balances falsos de la situación de la empresa, teniendo como finalidad que pueda ser atractiva para quien quiera negociar títulos de valores con la empresa o quiera comprar acciones.

La información presentada tiene un efecto de atracción a nuevos inversores pero la información real, muchas veces es débil porque la empresa no está en una buena situación económica para enfrentar haberes con los bancos y proveedores.

- **Recelo de divulgar información e información mal utilizada.**

Las empresas sienten recelo de divulgar información porque la mayoría son empresas familiares las cuales no tienen interés de divulgar información de sus balances por querer protegerse de personas que quieran aprovecharse y obligarles a pagar utilidades a sus colaboradores. Además se previenen de la competencia, ya que en caso de que sus balances sean correctos, la competencia buscará hallar información del plan de marketing que llevan y tratarán de imitar a las firmas. Con esto la competencia puede tomar ventaja o manejar la información que ellos pudieran obtener de una forma inteligente donde le sacarían su ventaja en algún momento.

4.1.3 Desconocimiento de las características del Mercado de Valores

Algunas personas no tienen conocimiento profundo con respecto al mercado de valores ecuatoriano. Muchas de estas personas en algún momento han recibido la visita de miembros de la Bolsa de Valores para informarles y presentarles los servicios que presta a sus clientes que en este caso serían los empresarios los cuales

no se han visto interesados en investigar las ventajas que este mercado les representaría.

Sin embargo, ciertas firmas que no han recibido la visita de los miembros de la Bolsa de Valores por ser pequeños empresarios desconocen de los servicios que esta institución de gran prestigio presenta a las firmas. Por esta razón al iniciar una relación personalizada con cada uno de ellos se le explica al inicio lo que es el mercado de valores para que ellos puedan tener una visión amplia de la gama de ventajas que pueden adquirir a través de esta institución.

El Mercado de Valores es el segmento del mercado financiero que moviliza recursos estables (principalmente de mediano y largo plazo), desde los sectores ahorristas hacia las actividades productivas mediante la compra-venta de papeles o documentos especiales denominados títulos de valores. Este mercado constituye una valiosa e importante fuente directa de financiamiento empresarial y una interesante opción de rentabilidad para los inversionistas.

Al analizar esta hipótesis por medio de una encuesta pudimos observar que las empresas no están interesadas en cotizar en Bolsa de Valores porque no conocen que existe un medio llamado Bolsa de Valores para poder financiarse, por ende, desconocen plenamente de los servicios que esta presta, de los pro y contras de financiarse mediante este sistema, es decir, de las características del mismo, por ello muchas empresas buscan financiarse por otros medios, y no utilizan el mercado de valores.

De las 50 encuestas que se realizaron el 63% de las empresas encuestadas respondieron no tener ningún conocimiento de la existencia de un Mercado de Valores, por medio del cual se pueden financiar.

Este problema de financiamiento se debe a la falta de publicidad de la Bolsa de Valores, debido a que no hay cultura de información por medio de folletos o

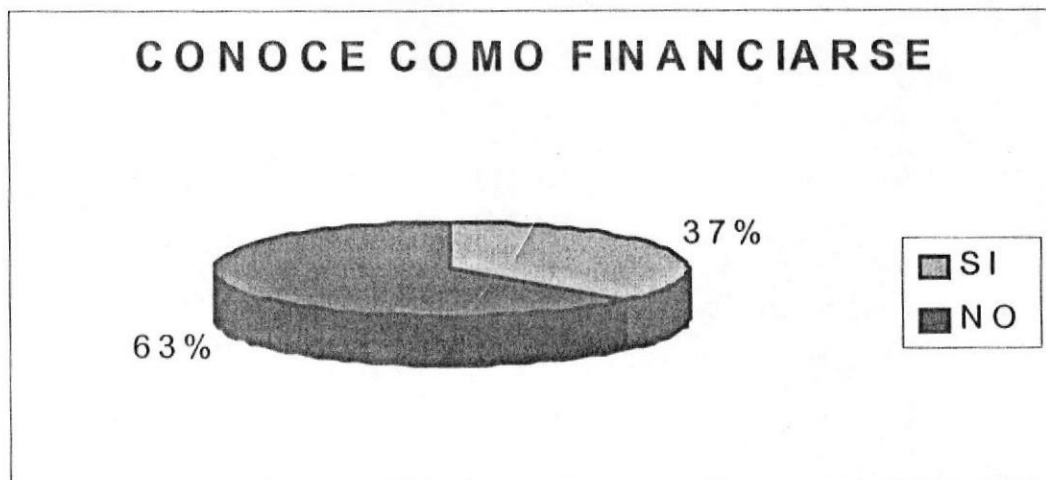
publicaciones, ya que las empresas que conocen la existencia de este Mercado no pueden acceder a ella debido a la falta de información de la misma.

Los servicios que proporciona la Bolsa de Valores deberían de ser más accesibles también a los pequeños empresarios, porque esta sería una forma de incrementar inversiones y proyectos. Una información que nos proporcionó la compañía CRIDESA en la entrevista fue de que ellos no ven que la Bolsa de Valores entregue información actualizada de la situación que tiene cada empresa y que además las operaciones que actualmente mantienen son lentas y poco atractivas para que una gran empresa se arriesgue por ejemplo a comprar acciones que se coticen en Bolsa.

Los empresarios solicitan que la Bolsa de Valores proporcione mayor información de cómo invertir en el mercado, que presten los servicios que ellos necesitan como asesoramiento de cómo financiarse a través del mercado de valores sin ningún costo.

Las preguntas que se le plantearon a los empresarios para analizar esta hipótesis fueron:

Conoce Ud. Los mecanismos de financiamiento empresarial (emisión de acciones, obligaciones, titularización) que le brinda el mercado de valores?.



Por lo que se puede observar, las firmas no tienen un mayor conocimiento del mercado de valores ya que con respecto a las que conocen del mercado bursátil, su variación esta por la media.

El 37% de las empresas conocen como financiarse a través del mercado de valores, pero muchos de ellos no cuenta con el respaldo monetario para realizar dichas inversiones ya que son empresas que trabajan con un capital y a deudas bancarias.

Además las empresas grandes, que conocen del mercado ponen obstáculos por el excesivo costo que representa para la empresa invertir en Bolsa y el sinnúmero de requisitos que deben de tener la empresa. Todos estos procesos requieren de tiempo lo cual hace que el empresario pierda mucho tiempo.

Sin embargo, la banca comercial ofrece mayores facilidades para prestamos, los costos son relativamente bajos y el crédito es aprobado en 24 horas si eres cliente del Banco.

Uno de los ejemplos que a continuación se relata es una experiencia vivida por la compañía CRIDESA, los cuales tienen un flujo de caja de mucho movimiento. Esta es una empresa que por ser internacional se caracteriza por la liquidez y ellos no han tenido problemas de buscar financiamiento vía Bolsa de Valores porque ellos han podido obtener créditos bancarios con índices de tasas de interés relativamente bajos comparado con los costos que tendría vía mercado de valores. Pese a ellos estar inscritos en Bolsa de Valores, ellos en los últimos 6 años no han tenido la necesidad de emitir obligaciones en Bolsa.

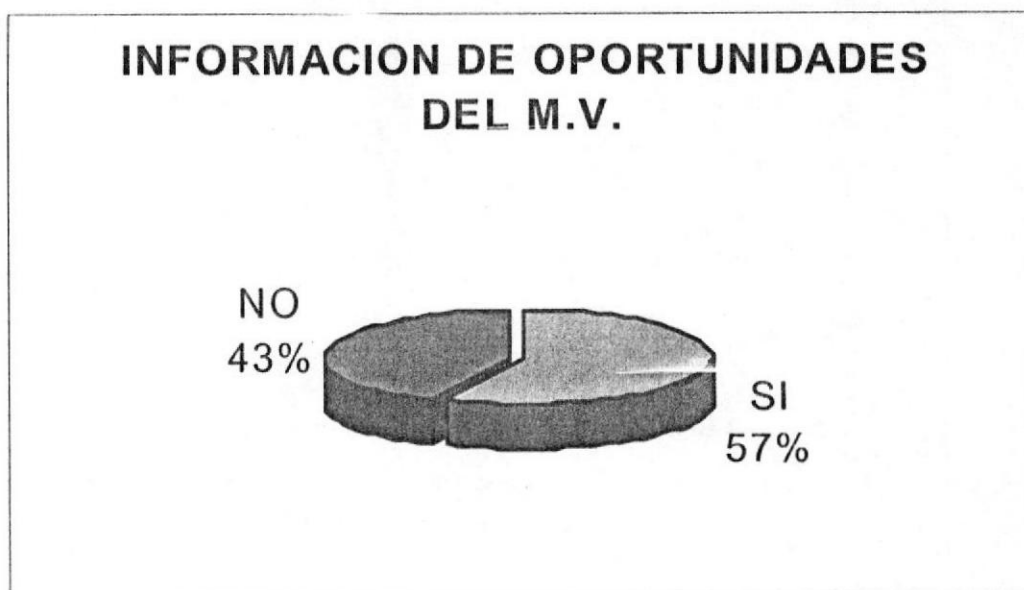
El caso de esta empresa es que ellos realizan préstamos bancarios a entidades financieras internacionales las cuales les proporcionan tasas de interés del 4%. Además una de las preguntas que se realizó frente a esta situación es que los bancos internacionales podrán acreditar préstamos bancarios con tasas bajas pero cual es la

situación de nuestro país. Una de las cosas más preocupantes es que las instituciones financieras ecuatorianas están brindando créditos bancarios a empresas multinacionales y/o transnacionales con unas tasas de interés muy cómodas para ellos lo cual es preocupante porque esto significa que el mercado de valores no está siendo visto de forma atractiva para el inversionista.

Otra de las preguntas que realizamos para dar una mayor apertura a esta hipótesis fue basada en la información que los inversionistas quisieran recibir del Mercado de Valores.

La pregunta esta detallada a continuación:

Le gustaría recibir mayor información de las oportunidades que ofrece el mercado de Valores?



Los resultados a esta pregunta fueron los siguientes: El 57% de los empresarios piensan que realmente ellos requieren de mayor información de las oportunidades que ofrece el mercado de valores. Sin embargo, el 43% de las firmas piensan que no necesitan de mayor información de las oportunidades que ofrece el mercado de valores.

Entre la información que los empresarios necesitan se encuentra las diferentes formas de financiamiento que pueden realizar las firmas en el mercado de valores, los diferentes movimientos que realizan las empresas en sus acciones cuando las ponen en venta en la Bolsa, las transacciones que se realizan en Bolsa diariamente.

Además existe información bursátil, que los empresarios desean recibir como detalle de las transacciones cerradas en la Bolsa de Valores de Guayaquil con rendimientos, montos y plazos. Las diferentes tasas de financiamiento empresarial: rendimiento de emisiones de obligaciones y papel comercial del sector privado. Indicadores de mercado accionario, índices bursátiles e índices de renta fija.

Otro tipo de información que requieren es información financiera como por ejemplo: Estados Financieros resumidos e índices financieros de emisores de la Bolsa de Valores de Guayaquil, Estados Financieros completos e índices financieros de emisores de la Bolsa de Valores de Guayaquil.

Dentro de los rangos más bajos que tenemos en la información que los empresarios requieren tenemos lo siguiente: Análisis económico-bursátil y análisis sectoriales.

A través de esta hipótesis podemos concluir que la Bolsa de Valores de Guayaquil necesita mejorar sus servicios de información y dar un óptimo asesoramiento a los empresarios para que puedan financiarse en el mercado de valores.

4.1.4. La existencia de una banca comercial que ha suplido las necesidades de los inversionistas tanto en plazo como en costos.

Como se ha venido citando anteriormente existe un desconocimiento de los servicios que presta la Bolsa de Valores lo que hace que los empresarios opten por financiarse vía banca, de esta manera su única alternativa de financiamiento es la banca comercial. Para otras empresas que sí conocen la existencia de un mercado de Valores se les hace más conveniente el financiarse vía banca debido a la poca información que existe de los servicios que presta la Bolsa de Valores.

Respecto a esta hipótesis se puede connotar que la banca comercial ha suplido las necesidades de los inversionistas debido a que al usar este medio de financiamiento se obtiene un servicio más rápido, puesto que se puede acceder a el inmediatamente sin pérdida de tiempo, mientras que mediante la Bolsa de Valores se demora de 3 a 4 meses, lo que hace perder el deseo de buscar financiarse mediante la Bolsa de Valores.

Un ejemplo que sostiene esta hipótesis puede ser una entrevista realizada al Director Financiero de CRIDESA, el cual nos informó sobre lo que pensaba respecto a la Bolsa de Valores, entre las cosas que él mencionó se pudieron anotar las siguientes:

- Que en la Bolsa de Valores no existen movimientos debido a las pocas transacciones que ésta realiza por lo que no tiene mucha acogida para los inversionistas, debido a que lo que ofrece no satisface las necesidades de un financiamiento adecuado. Una de las sugerencias que se tomó fue de que las transacciones realizadas en la Bolsa de Valores deberían de ser dinámicas. Es decir, que debería de haber mucho mas movimiento en sus transacciones.
- Las emisiones de bonos que se realizan en la Bolsa de Valores no hay mucha oportunidad, ya que habrá que trabajar mucho para poder colocarlas. Solo las

empresas grandes tienen oportunidad en la Bolsa de Valores para realizar una emisión de Bonos.

- Otro criterio que se tomó fue de que en la Bolsa de Valores no hay instrumentos financieros, por lo menos no para empresas pequeñas.
- En la Bolsa de Valores solo hay 5 o 6 empresas que realizan movimientos constantes y esto es cuando hacen cambio de razón social lo cual no es representativo para poder invertir.
- El valor de las acciones negociadas en Bolsa de Valores no representa realmente el valor de las empresas, por lo que muchos inversionistas no ven conveniente cotizar en Bolsa de Valores. Por ende los inversionistas buscan el valor patrimonial debido a que este es más real.
- La Bolsa de Valores no debería solo trabajar con emisiones primarias o secundarias, sino también con operaciones de reporte que se muevan en instrumentos financieros donde se puedan hablar de operaciones de tesorería de tal manera que si alguien tiene una letra pueda negociarla. Esta actividad permitiría un mayor dinamismo en las operaciones. En este caso los Bancos no prestan esta facilidad pero sería interesante que la Bolsa de Valores pueda ser pionera en la implementación de esta actividad.
- En alguna época había más financiamiento vía Bolsa porque había un exceso de caja en dólares. Esto se debía a que podía haber cobertura de un pasivo en moneda extranjera ya que esperaban una devaluación.



- Una de las cosas que las empresas buscan básicamente es poder apalancarse a Largo Plazo y la banca solo financia a Mediano y Corto Plazo, pero pese a que las tasas han bajado no resultan ser competitivas.

Estos criterios pueden ser confirmados a través de la encuesta realizada a los empresarios donde una de las preguntas que se realizaron fue la siguiente:

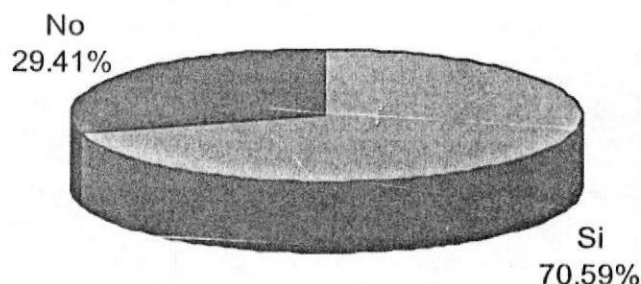
Si Ud. Pudiera financiar su empresa en el mercado de valores a menores costos. Estaría dispuesto a entregar información?

Esta pregunta fue realizada para atacar a la banca comercial, ya que se ha confirmado que una de las estrategias que puede ofrecer la Bolsa de Valores a los empresarios para captar sus intereses es reduciendo los costos para financiarse.

Los resultados obtenidos a esta encuesta fueron los siguientes: En un porcentaje de 70,59% las empresas estuvieron de acuerdo en obtener menores costos para entregar información. Esto quiere decir que otra de las razones por las que no entregan información las empresas a la bolsa es por los costos que representa.

En cambio el pensamiento de otras empresas estuvo en contra de entregar información en un 29,41%. Esto quiere decir que se encuentran reacias a entregar información confidencial.

**DE OBTENER MENORES COSTO, UD. ESTARIA DISPUESTO
A ENTREGAR INFORMACIÓN?**



**4.2 Hipótesis que se presentaron durante la investigación acerca
del comportamiento de los empresarios.**

La Bolsa de Valores no es una de las mejores formas de financiamiento para las empresas que conforman la Superintendencia de Compañías, es por ello que existe un total descontento y desconocimiento de la función y servicio que la Bolsa de Valores ofrece, de acuerdo a la encuesta que realizamos se pudo notar lo siguiente:

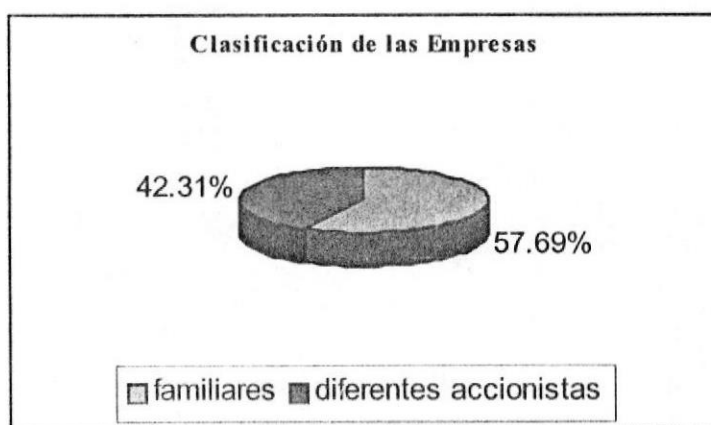
4.2.1 Razones para no financiarse

Al inicio de esta investigación se plantearon hipótesis concernientes a los distintos problemas que se pensó que tendría el mercado de valores pero en el camino nos hemos encontrado con distintas variables que han repercutido en el comportamiento del mercado y de las empresas. A continuación se presentarán las distintas razones que las empresas plantearon para no financiarse utilizando el Mercado Bursátil y los distintos problemas que ellos piensan pueden tener al invertir en ella.

Las razones que presentan las empresas para no financiarse utilizando el Mercado Bursátil fueron las siguientes:

1. Existe una total resistencia a entregar información a la Bolsa de Valores.

Como primer punto se pudo observar que en el Mercado de Valores se encuentran empresas tanto familiares, como aquellas conformadas por diferentes accionistas, entre las empresas que pudimos encuestar se dio que el 57.69% son empresas familiares y el 42,31% son empresas conformadas por diferentes accionistas, por ende para la mayoría de las empresas es una desventaja financiarse en Bolsa de Valores ya que la gran mayoría son empresas familiares. Esta es una de las razones por las cuales se niegan a dar información que pueda tal vez comprometer a los accionistas de la empresa. Pero no solo puede ser ese el motivo, tal vez ellos no quieren que sus colaboradores conozcan su nivel de ingresos para que así no puedan reclamar utilidades.



Otro punto que pudimos observar es que debido a que la mayoría de las empresas que funcionan en Guayaquil son familiares existe una resistencia a entregar información a la Bolsa de Valores, pues como empresa familiar es importante para ellas mantener información reservada, puesto que no les conviene que las otras

empresas familiares también se enteren de los pormenores o situación financiera de las mismas. Esto puede ser perjudicial ya que su competencia puede atacar de una forma que pueda quitarles mercado.

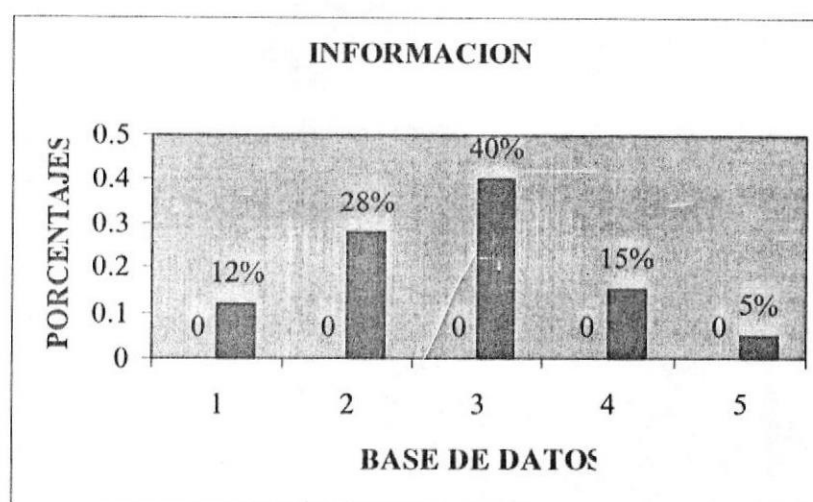
Además, las empresas familiares tienen ciertos riesgos al ingresar en Bolsa ya que cuando participan en el Mercado de Valores se exponen al criterio de este mercado y como tal les gusta guardar una buena apariencia en el Mercado Bursátil para un buen funcionamiento de sus operaciones.

En la investigación tuvimos la oportunidad de preguntarle a los empresarios que tipo de información no estarían dispuestos a entregar, entre las cuales mencionaron las siguientes:

- Información contable, como toda empresa tienen restricciones a este tipo de información, nadie esta dispuesto a entregar al público en general cual es su situación financiera ya que es una información muy confidencial de cada una de las empresas. Además en este momento no creemos que las empresas quieran que el mercado conozca su situación actual ya que la crisis que ha afrontado el país en los últimos tiempos ha sido desfavorable.

Detallando la información que las firmas no estarían dispuestas a entregar tenemos:

1. Costos de los accionistas
2. Estados de resultados
3. Balances
4. Ganancia líquida
5. Base de datos



Información referente a los accionistas o clientes. Cada uno de los miembros que conforman las empresas tienen mucho que ver con el buen o mal funcionamiento de la misma, por ende no publican información respecto a ellos como por ejemplo la base de datos.

A través de este cuadro se ha reflejado el orden de importancia para los empresarios en lo que respecta a la información que ellos entregarían a las diferentes instituciones y vemos que la mayoría de empresas en un 40% no entregarían información de los balances verdaderos de la empresa ya que esto indicaría la situación real que está pasando la empresa financieramente.

En un 28% las empresas no entregarían el estado de resultados puesto que ellos reflejan los costos y utilidad neta que la empresa ha mantenido por un periodo determinado. En un 15% las empresas no entregarían el valor real de ganancia líquida que ha tenido la firma por un periodo de un año porque de esta forma las instituciones de renta podrían verificar si la empresa está al día en sus impuestos.

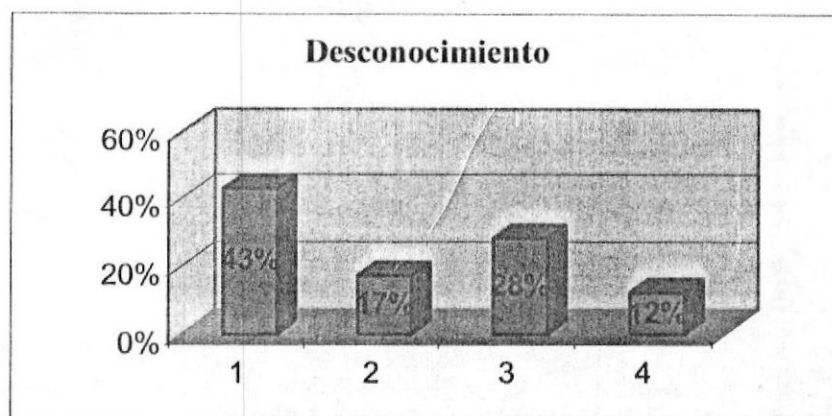
En el rango de selección de información tenemos a los accionistas en un cuarto lugar con un porcentaje del 12% donde los empresarios se niegan a entregarla.

Finalmente en un 5% tenemos a la base de datos que mantienen los empresarios con respecto a su cartera de clientes lo cual es más accesible para las instituciones puesto que esta es una información que hasta el mercado y competencia conoce.

2. Desconocimiento del Mercado de Valores

Algunos empresarios tienen un total desconocimiento del mercado de valores. Las razones básicas del desconocimiento del Mercado de Valores son las siguientes:

1. No se tiene mucha información a nivel gerencial del financiamiento bursátil.
2. En el país no se negocian muchas empresas vía Bolsa esto hace que parezca poco atractivo el financiarse en el Mercado de Valores. Las empresas no toman el riesgo de financiarse en el mercado de valores por la inestabilidad política y económica que atraviesa el Ecuador.
3. Existen algunas empresas que no buscan financiamiento externo, sino únicamente en el ámbito corporativo.
4. Desconocimiento de los servicios y beneficios que la Bolsa de Valores presta.



Dentro de la encuesta realizada se obtuvo que el 43% de las empresas, no tienen mucha información a nivel gerencial del financiamiento bursátil, por lo que pocas empresas quieren participar, por ende, no existe impulso de la misma.

El segundo lugar se encuentran aquellas empresas que no buscan financiamiento externo sino únicamente en el ámbito corporativo, esto tiene un porcentaje de 28%.

Sin embargo en un 17% no existen muchas empresas en el país que tengan como prioridad invertir en el mercado de valores, esto se debe al poco movimiento de las transacciones que esta entidad mantiene a diario las cuales son muy lentas y de poca rotación.

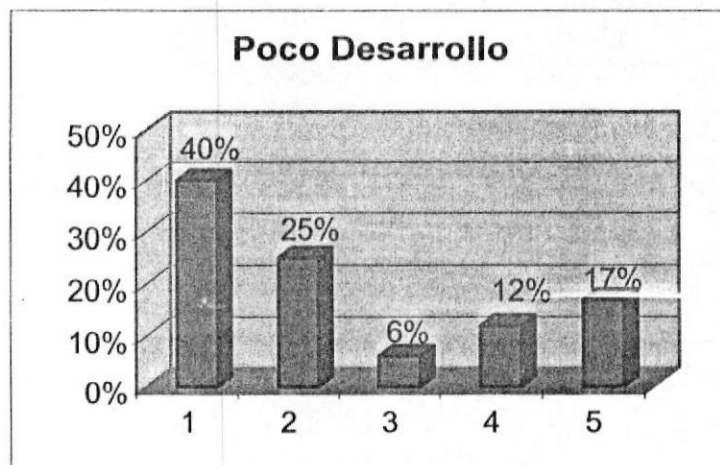
Finalmente en un 12%, se ubicaron las empresas que mantienen un desconocimiento de los servicios y beneficios que la Bolsa de Valores presta, como por ejemplo las ventajas con respecto al endeudamiento bancario, estructura de financiamiento menos riesgosa, etc.

5. Existe poco desarrollo del Mercado de Valores.

El mercado de valores se ha visto muy deteriorado por la falta de financiamiento e interés de los empresarios. Existen múltiples razones por lo que no ha habido un

desarrollo sostenible en el mercado bursátil. A continuación mencionaremos algunas pautas:

1. Puesto que no hay cultura de información en el país.
2. Debido a que las empresas pueden crecer solas.
3. Porque faltan líneas de crédito.
4. Las tasas de interés son altas.



5. Por las pocas facilidades que le dan a los entes productivos.

Al análisis que llegamos a través de esta hipótesis fue el siguiente: En un 40% una de las razones por el poco desarrollo del mercado de valores es la falta de cultura de información, por lo que no se valoran a las empresas en su actividad real.

La segunda razón otorgada por los empresarios en un 25% es que las empresas no necesitan de financiarse en el mercado de valores para crecer en márgenes de utilidad. Las empresas pueden crecer solas con estrategias de marketing.

Las facilidades para los diferentes sectores productivos de financiarse en el mercado de valores es muy restringida, puesto que necesitan cumplir con una serie de requisitos. La valoración que obtuvo dentro de la encuesta fue de un 17%.

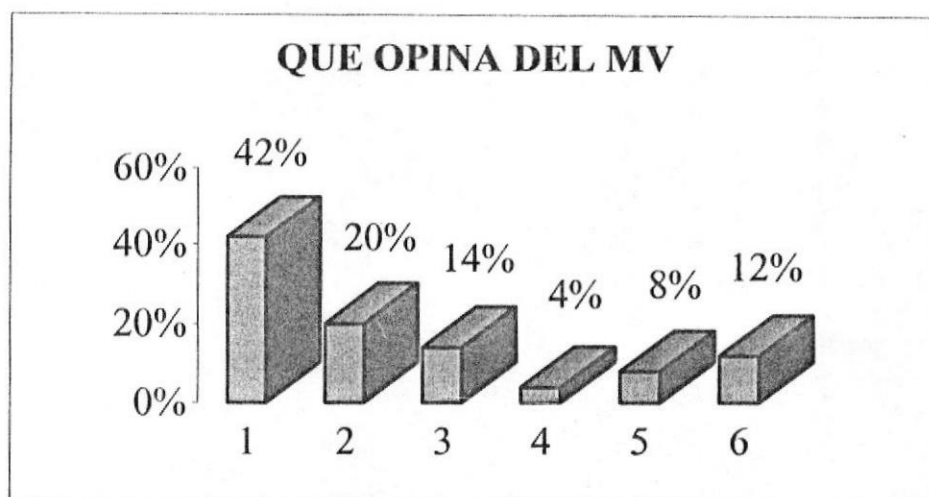
Entre las últimas razones que las empresas mantienen tenemos en un 12% que las tasas de interés son demasiadas elevadas, esto realmente no es verdad puesto que las tasas de interés interbancarias tienen rangos altos cuando se realiza algún préstamo a pesar de que dependiendo de la empresa se negocia la tasa de interés que esta pagaría con el banco. A veces los bancos ofrecen tasas de interés bajas para así poder captar al cliente. En un 6% los empresarios piensan que no hay líneas de crédito en este mercado, pero las líneas de crédito solamente están establecidas por los bancos.

6. El mercado de valores es incipiente, no existe, no funciona, poco desarrollo, es frágil, es una buena alternativa para impulsar el crecimiento de las empresas.

Los empresarios tienen distintas opiniones que caracterizan el mercado de valores. Una de las preguntas que se formuló en la encuesta era la opinión que ellos se habían formado del mercado de valores ecuatoriano. A esta interrogante las firmas respondieron de múltiples formas, las cuales se expresaran a continuación:

1. Es incipiente
2. No existe
3. No funciona
4. Poco Desarrollo
5. Es frágil

6. Es una buena alternativa para impulsar el crecimiento de las empresas



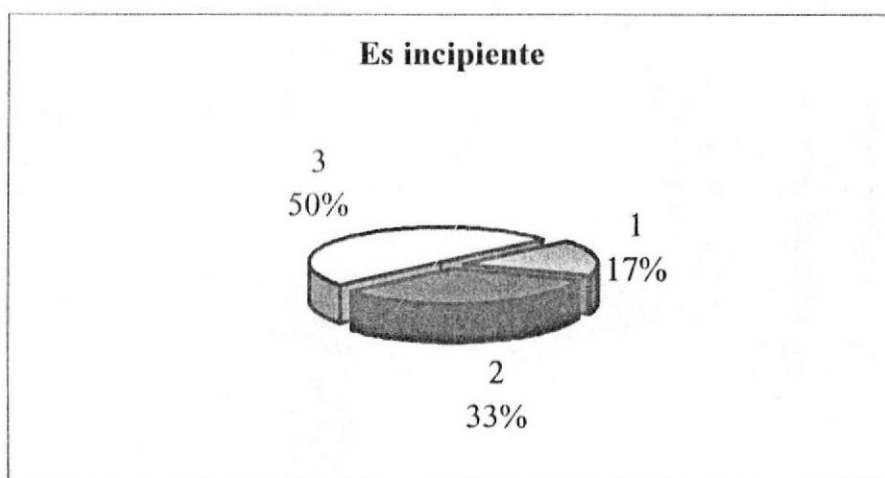
Entre las opiniones más relevantes de los empresarios sobre el mercado de valores tenemos que el 42% de las firmas piensan que es incipiente por el poco movimiento de transacciones lo cual produce que no sea un mercado atractivo para invertir. Además no proporcionan bien los beneficios que ofrecen. Seguidamente, los principales creen que el mercado de valores no existe, esta opinión fue valorada en un porcentaje del 20%. Consecutivamente tenemos con un 14% que el mercado de valores no funciona, esto se debe a que las empresas no tienen mucho interés por inscribirse y no es muy nombrado en nuestro medio por las firmas como un medio de financiamiento. A la postre tenemos con un 12% que las firmas piensan que es una buena alternativa para impulsar el crecimiento de las empresas y finalmente con un 8% el mercado de valores es frágil y con un 4% es poco desarrollado porque no se implementan renovadoras opciones de financiamiento.

Dentro de estas razones, las firmas dieron una opinión mas puntualizada de las que son más relevantes.



A continuación se exponen que el mercado de valores es incipiente por la falta de balances reales, la falta de un mercado de capital y porque las empresas son pequeñas por lo que no hay donde invertir debido a la crisis bancaria. Esto fue valorado estadísticamente, enumerando cada una de ellas:

1. Falta de Balances reales.
2. Falta de un mercado de capital.
3. Porque las empresas son pequeñas por lo que no hay donde invertir debido a la



crisis bancaria.

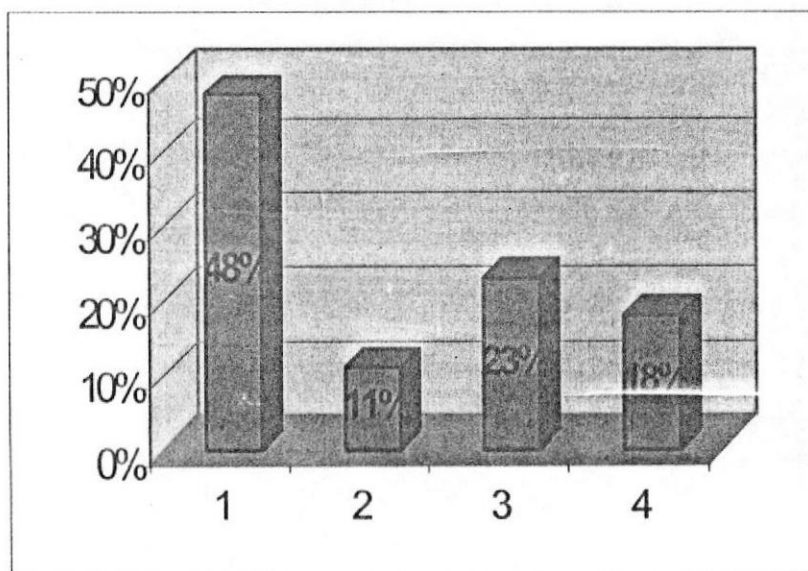
El análisis que obtuvimos es que en un 50% las empresas consideran que en el mercado de valores no pueden ingresar empresas pequeñas por lo que no hay donde invertir debido a la crisis bancaria. La crisis bancaria es un problema el cual esta siendo superado por el país pero se ha perdido la credibilidad en la banca comercial, los ahorristas ya no confían en guardar su dinero en los bancos. El sistema financiero se convirtió en un régimen inestable, pero poco a poco esta volviendo la estabilidad.

En un 33% las firmas argumentan que el mercado de valores es incipiente por la falta de un mercado de capital donde se movilizan recursos estables desde los sectores ahorristas hacia las actividades productivas.

Finalmente tenemos que el mercado de valores es incipiente por la falta de balances reales en un porcentaje de 17%. Esto se debe a que las empresas nunca quieren revelar la situación real de cada una para que los individuos desconozcan cual ha sido su margen de utilidad o de pérdida que han tenido.

Otra de las razones donde los empresarios se displayaron en sus explicaciones fue que el mercado de valores no funciona. Ellos tienen algunos argumentos con respecto a esto:

1. Por la situación económica y política del país puesto hay un nivel de riesgo alto para inversionistas extranjeros.
2. La inseguridad financiera en los bancos.
3. Debido a que la mayoría de las empresas que participan son bancos.
4. Ya que las empresas no brindan toda la información necesaria.



El mercado de valores se lo ha discriminado por ser un mercado incipiente principalmente por la situación económica y política que atraviesa el país; puesto que hay un nivel alto de riesgo para los inversionistas extranjeros. En un 48% los empresarios están de acuerdo con este argumento porque cómo pueden confiar en un país donde se vive una total inestabilidad, donde ni siquiera se guarda respeto por los políticos que llevan a la vanguardia al país, donde la inflación sube día a día, donde las manifestaciones del orden público son un tema relevante dentro de cada semana. Deberíamos nombrar múltiples razones que hemos vivido cada ciudadano que ha formado parte del Ecuador.

En un acuerdo de un 23% concluyeron que la mayoría de empresas inscritas en bolsa y que se mantienen anualmente realizando emisiones en el mercado de valores son los bancos porque ellos realmente conocen los grandes beneficios y la seguridad que representa invertir en el mercado de valores. La banca sabe que sus acciones no serían negociadas a inversionistas que se mantienen en un nivel alto de riesgo y que este mercado es eficiente para hacer inversiones de emisión de obligaciones que tengan como finalidad cubrir sus pasivos.

Sigue manteniéndose en los rangos altos de un 18% donde las empresas no entregan información real de su situación, lo cual vuelve al mercado de valores en un mercado incipiente. Concluyendo tenemos que un 11% los bancos mantienen una inestabilidad en el sistema financiero por sus constantes fusiones y quiebras.

Los individuos sostienen que el mercado de valores es incipiente porque los empresarios no se ven interesados en el mismo.

Podemos darnos cuenta que existe bastante inseguridad todavía en el país, y hemos notado también que el desarrollo de la Bolsa no es suficiente para cubrir a la cantidad

de empresas constituidas. Además que la bolsa no entrega facilidades a las empresas medianas y pequeñas por los montos de negociación.

De acuerdo a esto pudimos conversar con los directivos de las empresas donde pudimos darles a conocer a algunos de ellos en que consiste el registrarse en Bolsa. Los beneficios y servicios que esta presta a las empresas.

Sin embargo, las firmas sostienen que hay muchos beneficios los cuales les gustaría adquirir. Estos beneficios se los detallaremos a continuación:

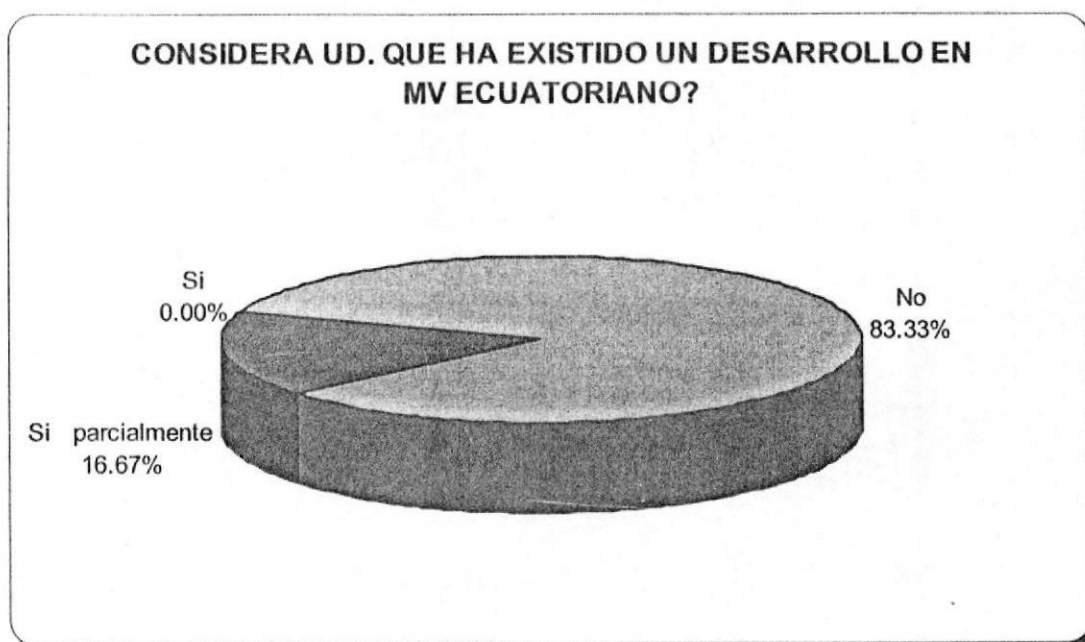
- **Liquidez inmediata.-** Es decir, facilidad con que un activo puede convertirse en dinero; puede referirse, también, al grado de disposición inmediata sobre los recursos. Si la riqueza se invierte por completo en activos no realizables, como propiedades, proporciona poca disposición inmediata sobre los recursos.
- **Financiamiento a través de instrumentos financieros a largo plazo.-** Crear nuevos títulos de valores, los cuales puedan ser financiados a largo plazo.
- **Menores costos.-** Los costos de financiarse en el mercado de valores deberían ser más bajos o por lo menos que exista la opción de que la asesora para financiarse la entregue la misma Bolsa de Valores.
- **Menores tasas**
- **Disponibilidad de crédito fresco de capital**
- **Financiamiento en corto plazo**

- Comprar acciones de otras compañías.- Las acciones que se negocien en Bolsa sean de empresas con alta rentabilidad y ganancia.
- Conseguir capital para nuestra empresa.- Que las bolsas implanten un sistema de inyectar capital fresco a las empresas buscando otros sistemas y no solo hacerlo a través de negociar papeles.
- Financiamiento en nuevos proyectos.- Proyectos que no-solo sean de postmejora en crecimiento de activos de la empresa sino también en fusiones entre empresas.
- Prontitud en la emisión y comercialización de papeles.- Obviar tantos trámites burocráticos al emitir obligaciones en bolsa. Tratar de resumir o acortar el tiempo de demora para que pueda ser aceptada la negociación. Esto podría realizarse a través de métodos innovadores que minimicen el tiempo de aceptación de la negociación.
- Información de cotización (diaria), inversiones.- Entregar información periódica a los empresarios de análisis económicos, financieros y bursátiles. Además, entregar información de las operaciones diarias que se negocian en el mercado de valores y de las diferentes empresas que se inscriben y salen del mercado. Como también noticias de las razones por las cuales las firmas salen del mercado y la situación real de cada una de ellas.
- Información financiera más precisa.- Información mas actualizada de los estados financieros de las empresas.
- Rentabilidad alta.- Que al financiarse las empresas puedan tener una rentabilidad alta.

- Tener las mismas oportunidades que las empresas grandes.- Es decir, que las empresas pequeñas puedan ingresar a este mercado con igual facilidad que las empresas de gran tamaño

Aunque existen muchos criterios sobre las empresas que negocian títulos de valores en bolsa, hay muchas empresas que no consideran que el mercado de valores es una fuente de financiamiento para el crecimiento de las empresas. Esto pudimos analizarlo a través de una de las preguntas que hicimos en la encuesta.

Cree usted que el mercado de valores ha logrado un adecuado desarrollo como para ser una alternativa óptima para el crecimiento de las empresas y por que?



A esta interrogante pudimos obtener los siguientes resultados:

En un 83,33% las empresas consideran que el mercado de valores no ha logrado un adecuado desarrollo como para ser una alternativa óptima para el crecimiento de las empresas. Esto se ha debido a que no se conoce que el mercado de valores haya mejorado su actuación. Además existe una total falta de seguridad y promoción por parte de la Bolsa de Valores ya que no dan a conocer al mercado todas las formas en que pueden contribuir a su crecimiento. La politización e inseguridad que han existido en la economía ecuatoriana sido una pauta a que no sea una fuente de crecimiento para las empresas porque tampoco ha sido una fuente de desarrollo el mercado de valores ecuatoriano para la economía del país por sus bajos movimientos. Conjuntamente, hay una variable que hemos ignorado en el análisis de este capítulo que es el factor confianza por parte de los individuos en el mercado de valores. Todas estas razones son una cadena, las cuales se unen para que no se crea que ha habido un crecimiento óptimo en el mercado de valores que pueda ser una ayuda al crecimiento de muchas empresas.

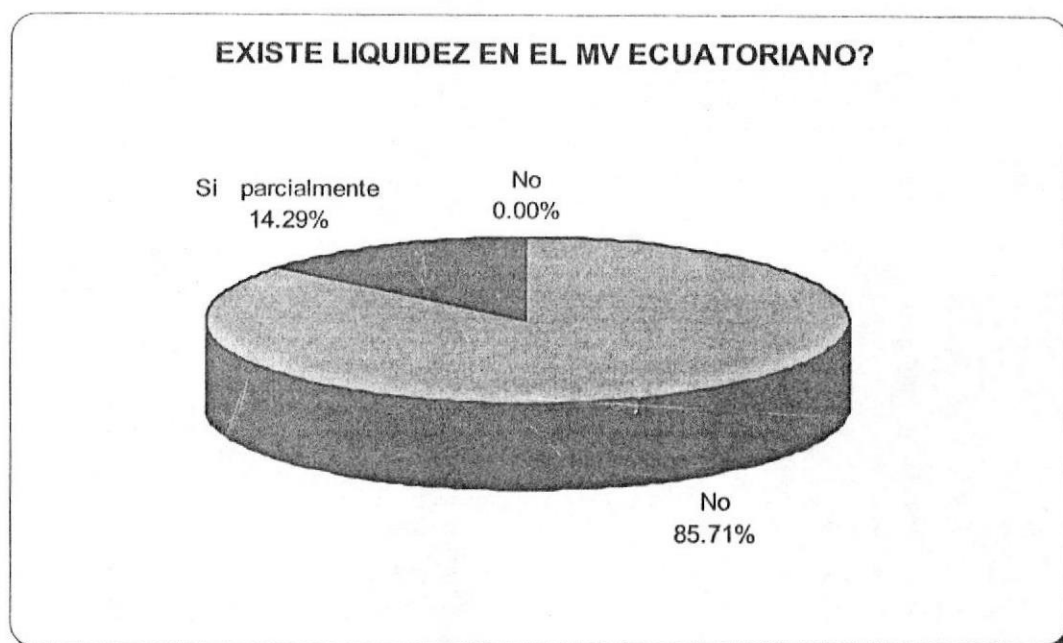
Hay empresas que piensan que el mercado de valores sí ha sido desarrollado parcialmente en los últimos tiempos porque se esta priorizando actividades que mueven mucho capital. El porcentaje de evaluación fue de un 16,67% a favor.

7. Liquidez en el mercado de valores ecuatoriano

La liquidez es un factor preponderante para las empresas puesto que lo que ellas necesitan para financiarse es tener dinero líquido de forma inmediata. Nosotros evaluamos la confianza en la liquidez que el mercado de valores ecuatoriano podía ofrecer a los empresarios a través de la siguiente pregunta:

**Cree Ud. Que en el mercado de valores ecuatoriano existe suficiente liquidez?
(Capacidad para comprar y vender titulas fácilmente).**

A continuación tendremos los resultados obtenidos:



El 85,71% de las empresas dieron una negativa a que el mercado de valores ecuatoriano tenga la suficiente liquidez para comprar y vender títulos de valores. Esto se debe a que no hay apertura de créditos, no existe confiabilidad en el país por la situación económica. Además no existe mercado en el medio puesto que las personas no se han educado en una mentalidad amplia para tener un mercado de valores demasiado veloz en crecimiento.

Sin embargo, el 14,29% contestó a favor en forma parcial ya que sus argumentos estuvieron asegurados a través de que la economía de baja escala da prioridad a grandes rubros de capital. Al mismo tiempo, no tenemos que olvidar que existen nuevas corrientes de crecimiento económico.

En pocas palabras, la falta de concentración de empresas individuales, el difícil acceso a la emisión de obligaciones por el sinnúmero de requisitos que hay que cumplir, las trabas de pedir información cuando ya la operación ha finalizado y el desconocimiento del funcionamiento de la información expuesta en la Bolsa, hace que este no sea un medio atractivo para los inversionistas, la mayoría de ellos opinan que el Mercado de Valores necesita desarrollarse operativamente para un mejor funcionamiento, porque como alternativa es bueno y logra en la práctica ser una opción más barata lo que se analizará en el capítulo que se dará a continuación, pero el problema básico del Mercado de Valores es la falta de información que podría dejar en claro muchas cosas para los inversionistas. Además hay cosas que pueden cambiarse para lograr un funcionamiento más adecuado para los emisores y futuros emisores.

CONCLUSIONES

Según el análisis realizado a los empresarios ecuatorianos a través de la encuesta llegamos a lo siguiente:

- 1) El 80% de los empresarios cree que la apertura de capital debe ser parte de su estrategia de desarrollo del negocio.
- 2) Más del 50% tienen en mente ejecutar tal estrategia dentro de sus planes futuros.
- 3) 39% hasta dentro de 2 años.
- 4) 41% hasta dentro de 5 años.
- 5) 1% en el largo plazo.

La apertura del capital la realizarán de la siguiente forma:

- 1) 34% con familiares y amigos.
- 2) 64% con socios estratégicos y financieros, de los cuales 16% con socios estratégicos y 48% con socios financieros.
- 3) 2% por mecanismos asociados a la Bolsa de Valores.

Quienes están abiertos al capital en adición a sus socios actuales, esperan de sus nuevos accionistas:

- 1) Les apoyen en su crecimiento (más mercado) 88%
- 2) Incorporen tecnología 89%
- 3) Obtengan recursos 90%
- 4) Provean cultura estratégica 86%
- 5) Den soporte a la administración profesional 88%



6) Actúen como mecanismo de control 83%

Obviamente las expectativas de un socio están más asociadas a lo que podría proveer socio estratégico frente a lo que un socio rentista puede proveer o frente a un accionista que utiliza las Bolsas de Valores.

Los resultados anteriores presentan el primer fundamento para desarrollar la desintermediación bancaria o sea la banca de inversión.

Dentro de lo captado en el transcurso de la investigación se comprueba que los empresarios no invierten en el mercado de valores por los excesivos requisitos burocráticos que existen y por eso muchas veces deciden financiarse a través de la banca ya que esta no les exige cumplir tantos requisitos ni montos.

A través del caso de estudio que se analizó se llegó a la conclusión de que es mas ventajoso financiarse vía crédito bancario pero en lo que respecta a costos por el ahorro financiero que existe en cuanto a los costos en los que se incurre el inicio del financiamiento, pero a Largo plazo la emisión de obligaciones es mas ventajosa debido a que la tasa de interés es mucho mas baja vía emisión de obligaciones por lo que los pagos de la amortización salen mas barato vía emisión de obligaciones y no mediante crédito bancario, además el VAN calculado en el capítulo anterior es mucho mas alto que el calculado en el crédito bancario. Por ende tanto la emisión como el crédito bancario tiene sus pro y sus contra, pero a largo plazo resulta mucho mas ventajoso para un inversionista el realizar la emisión. Cabe recalcar que el análisis anterior realizado en el capítulo 5 es solo para darle un valor agregado a la tesis y demostrar de manera mas específica la rentabilidad de una emisión de obligaciones.

La emisión de obligaciones se maneja a través de economías de escala puesto que a mayor sea el monto de negociación en este mercado los costos se reducen, y es allí cuando se obtiene una mayor ventaja al emitir obligaciones. Mientras que cuando los montos de negociación son bajos, los costos se elevan, provocando que no sea ventajoso el emitir obligaciones. Aquí se cumple lo que la teoría indica.

Pudimos observar también que el cotizar en bolsa fuera de las ventajas de ser mas rentable que cualquier otra opción resulta muy poco atractivo por lo que se mencionó en el capítulo IV, debido a que la exigencia de papeles por parte de la Superintendencia de Compañías una vez terminada la emisión, hace incurrir en un costo y trabajo operativo que ninguna empresa está dispuesta a gastar, además, la poca información que existe acerca del funcionamiento del Mercado y de la información que en este se deposita hace que los posibles emisores no busquen utilizar a este como medio de financiamiento, quizás el tiempo para realizar una emisión es bastante pero resulta ser bastante rentable, pero la poca participación de empresas individuales y la falta de conocimiento de este Mercado hace que se opte por utilizar un medio más rápido y menos complicado.

RECOMENDACIONES

Las recomendaciones que se pueden ofrecer a la Bolsa de Valores de Guayaquil después de haber realizado esta investigación son las siguientes.

1. La Bolsa de Valores de Guayaquil debería solicitar una nueva Ley en el Mercado de Valores donde le permitan crear nuevos derivados financieros que puedan ser atractivos a los empresarios, implementar estos derivados financieros que sean atractivos para los inversionistas para que ellos puedan analizar las opciones más rentables.
2. Al implantarse nuevos derivados financieros, dar a los empresarios asesoría en las cuales ellos puedan realizar portafolios para así diversificar el riesgo.
3. Aumentar la publicidad de la Bolsa de Valores de Guayaquil a través de propagandas donde se mencionen las múltiples ventajas que se obtienen en este mercado.
4. Solicitar al Gobierno que se inyecte capital fresco para proyectos de expansión de crecimiento de la Bolsa de Valores de Guayaquil.
5. Buscar apoyo por parte de las entidades públicas, específicamente a la Superintendencia de Compañías para que la información que es entregada por parte de las empresas sea totalmente transparente.

A n e x o N o 1

No 2002-59

CONGRESO NACIONAL

Considerando:

Que la reactivación del aparato productivo en sus diversas manifestaciones es un imperativo del país.

Que la industria de la construcción, hoy deprimida por falta de recursos financieros de mediano y largo plazo, incorpora en su actividad uno de los mas altos indices de valor agregado nacional a mas de que contribuye a la soloucion del problema habitacional que es tambien una prioridad de la Administración Publica.

Que la cedula hipotecaria constituye un instrumento financiero que historicamente ha prouectado la industria de la construcción; ha logrado cristalizar el desarrollo de programas de vivienda y ha coadyuvado al ahorro nacional y, debidamente garantizada, puede contribuir ala captación de que para la consecución de los fines enunciados, es necesario garantizar eficientemente a los eventuales adquirientes de Cédulas Hipotecarias; y, en el ejercicio de sus facultades constitucionales y legales expide la siguiente:

LEY QUE REGULA LA EMISION DE CEDULAS HIPOTECARIAS

Art. 1.- Las Cédulas Hipotecarias son títulos ejecutivos que contienen un derecho economico que consiste en la percepción de una renta periódica fija o reajutable, y el derecho al reembolso del capital determinado en la misma, en el plazo estipulado para el pago de los prestamos a que correspondan, por sorteos ssementrales, o por orden cronológico. Las Cédulas Hipotecarias deberan estar garantizadas por el capital y las reservas de la institución financiera sujeta al control de la Superintendencia de Bancos, por el conjunto de sus prestamos hipotecarios de amortización gradual con emision de Cédulas Hipotecarias vigentes; y por consiguiente, por los bienes inmuebles hipotecados a favor de la institución financiera emisora, para caucionar tales prestamos da amortización gradual.

Las Cédulas Hipotecarias que pueden ser nominativas, a la orden o al portador, a elección del deudor, deberan emitirse en denominaciones de icen dolares de los Estados Unidos de America o de sus múltiplos. En caso de emision de Cédulas Hipotecarias, en monedas extranjeras diferentes a la de curso legal en el país, el valor nominal sera el equivalente a cien dolares de los Estados Unidos de America o de sus múltiplos, redondeado a la fraccion mas proxima.

El valor total de una emjision de Cédulas Hipotecarias no podra se inferior a cinco mil dolares de los Estados Unidos de America o a su equivalente en moneda diferente a la de curso legal.

No podrán emitirse Cédulas Hipotecarias con vencimiento inferior a una no ni superior a treinta anos; y, estas deberán ser negociadas a través del mercado bursátil del país.

Únicamente podrán emitir cedulas hipotecarias los bancos, las mutualistas, cooperativas de ahorro y crédito y sociedades financieras, legalmente constituidos, a que se encuentren bajo el control y vigilancia de la Superintendencia de Bancos.

Art. 2.- La garantía hipotecaria que se constituya para caucionar un prestamos hipotecario de amortización gradual con emisión de Cédulas recaerá sobre bienes inmuebles según la definición del Código Civil, debe tener el carácter de primera hipoteca, y el avalúo del bien en ningún caso podrá tener un valor inferior al 140% de la obligaciones garantizada y deberá ser efectuado por peritos idóneos nombrados por el Directorio de la institución financiera emisora. Los avalúos habilitaran la escritura de emisión y los peritos serán responsables civilmente hasta por culpa leve por el contenido de sus informes periciales.

No podrán emitirse Cédulas con respaldo de bienes inmuebles de propiedad de la institución financiera emisora y de sus partes vinculadas.

Art. 3.- Tendrán calidad de primera hipoteca las sucesivas hipotecas que a favor de la institución financiera emisora se constituya sobre un mismo inmueble siempre que no hubiere otras anteriores a favor de terceros. El conjunto de los prestamos garantizados por hipotecas sucesivas, constituidas sobre un mismo inmueble no excederá del porcentaje señalado en el artículo anterior. El gravamen así constituido no podrá levantarse sino con la entrega de todos los títulos cancelados.

Art. 4.- Los préstamos de amortización gradual con emisión de Cédulas Hipotecarias deberán contar con seguro contra todo riesgo sobre las edificaciones hipotecadas y con seguro de desgravamen del deudor persona natural. Los seguros serán contratados por la institución financiera emisora en empresa de seguros legalmente establecidas en el Ecuador su costo será asumido por el deudor.

Art. 5.- En todo caso en que el pago de los dividendos se encontraren vencidos, la institución financiera, podrá cobrar, sobre el monto del capital, la máxima tasa de mora permitida por la ley, vigente al momento del pago.

Las instituciones del Sistema Financiero pueden demandar, en todo o en parte, el pago de los dividendos estuviere en mora, por más de sesenta días, a) el saldo del préstamo o capital reducido, cortado a la fecha del último dividendo en mora, asimismo, con la máxima tasa de mora permitida, sobre el capital, hasta la solución del préstamo, b) la comisión pactada, c) las primas de seguro satisfechas por la institución financiera y d) los gastos de juicio.

Art. 6.- El deudor tendrá derecho, en cualquier momento, o al tiempo de los pagos regulares, a hacer pagos adicionales de todo o parte del saldo de su préstamo. Este pago adicional o total, en ningún caso se lo podrá realizar dentro del primer año de la emisión de las Cédulas Hipotecarias.

Ningún pago adicional será menor de cien dólares de los Estados Unidos de América, y los de mayor cantidad serán múltiplos de esta suma. Cada semestre empezado se considerará vencido, para efectos del pago.

Todo pago por concepto de amortización de capital podrá efectuarse con Cédulas emitidas por la misma institución financiera, siempre que correspondan a la misma serie y, al semestre en que se otorgó el préstamo que se paga o a semestres anteriores.

Art. 7.- Las Cédulas Hipotecarias serán impresas y se expresará en ellas claramente el nombre de la institución financiera emisora, el valor nominal de la cédula, la serie a la que pertenece, el número de orden que le corresponde, el tipo de interés, la fecha de emisión, las normas a las que habrá de ceñirse su amortización, la referencia del bien inmueble que respalda el crédito y de la hipoteca, con los datos respectivos de su inscripción en el Registro de la Propiedad correspondiente, así como, las demás indicaciones según su naturaleza.

Cada cédula llevará cupones adheridos, en los que se hará constar el nombre de la institución financiera emisora, la serie y el número de cédula a que correspondan, la tasa de interés, el semestre a que corresponda; y la fecha de pago.

El cupón será suficiente y único comprobante para el pago de los intereses.

Las Cédulas Hipotecarias podrán emitirse previo acuerdo entre las partes desmaterializadas a través de un Depósito Centralizado de Liquidación y Compensación de Valores, de conformidad con lo dispuesto en la Ley de Mercado de Valores.

Art. 8.- Las Cédulas cuyo plazo hubiere vencido o las que hubieren sido llamadas al pago de acuerdo con los términos en que hayan sido emitidas, dejarán de ganar intereses desde la fecha del vencimiento o llamamiento para el pago.

Art. 9.- Los intereses devengados por las Cédulas hipotecarias se pagarán a sus tenedores.

Terceras personas no podrán oponerse al pago, a menos que aleguen la pérdida de la cédula respectiva y rindan caución ante la institución financiera emisora.

Art. 10.- La persona que falsificare una cédula o cupón, o hiciere circular o introdujere en el país, Cédulas o cupones falsificadas, quedará sujeta a las sanciones establecidas en el Título IV del Código Penal.

Art. 11.- El depósito de Cédulas Hipotecarias se aceptará por su valor en el mercado, en todos los casos en que por la Ley o resolución judicial se requiera una garantía, para el desempeño de un cargo público, para el cumplimiento de un contrato público o para cualquier fianza o depósito exigido por la ley.

Las garantías que deban ser otorgadas en dinero efectivo y los depósitos judiciales que deban ser hechos en dinero, podrán serlo en Cédulas Hipotecarias siempre que sus vencimiento no sean mayores a un año.

Art. 12.- Las instituciones financieras podrán comprar, poseer y vender sus propias cédulas hipotecarias y constituir con ellas los depósitos en garantía que la ley exige que se mantenga, excepto el canje en el Banco Central de Ecuador, podrá adquirirlas, así mismo por dación en pago que se adjudique judicialmente a su favor en pago de sus créditos, y en cualquiera de esos casos deberán volverlas a poner en circulación dentro

del año de su adquisición. Estas negociaciones deberán realizarse a través del mercado bursátil.

Art. 13.- En todos los casos en que cualquier institución emisora de Cédulas Hipotecarias previstas en el artículo 1, inciso quinto de esta ley, sea declarada en liquidación, la cartera correspondiente a la emisión de Cédulas Hipotecarias será transferida conjuntamente con los correspondientes créditos y sus respectivas garantías hipotecarias a otra institución de las establecidas en esta ley y que haya sido autorizada por la Superintendencia de Bancos, y tales activos y pasivos que constituirán patrimonio autónomo serán excluidos de la masa de acreedores, gozando de todas las garantías y privilegios establecidos en esta ley.

La Junta Bancaria reglamentará los procedimientos, forma y condiciones para la aplicación de la norma contenida en este artículo, como también dictará las resoluciones de carácter general para la aplicación de esta ley.

Art. 14.- El Presidente de la República expedirá en el plazo de 60 días el reglamento correspondiente para la aplicación de esta ley.

Dada, en la ciudad de San Francisco de Quito, Distrito Metropolitano, en la sala de sesiones del Pleno del Congreso Nacional del Ecuador, a los veinte y tres días del mes de enero de año dos mil dos.

No. 2002-61

CONGRESO NACIONAL

Considerando:

Que mediante Ley No. 107 el Plenario de las Comisiones Legislativas expidió la Ley de Mercado de Valores que fue promulgada en el Registro Oficial No. 367 de julio 23 de 1998.

Que es necesario introducir reformas a ciertas normas contenidas en dicha ley, para de esta forma coadyuvar a un mercado organizado y transparente con un control efectivo de sus participantes, en protección del inversionista.

Que es necesario mantener el control de dicho mercado sobre la base de la infraestructura técnica y de recursos humanos con los que actualmente cuenta el país, y.

En uso de las facultades constitucionales, expide la siguiente.

LEY REFORMATORIA A LA LEY DE MERCADO DE VALORES

Art. 1.- A continuación del inciso cuarto del artículo 3 de la Ley de Mercado de Valores, reformado mediante artículo 118 de la Ley para la Promoción de la Inversión y la Participación Ciudadana, agréguese el siguiente inciso.

“Sobre valores no inscritos en el Registro de Mercado de Valores o que estando inscritos sean producto de transferencia de acciones originadas en fusiones, escisiones, herencias, legados, donaciones y liquidaciones de sociedades conyugales y de hecho.”

Art. 2.- Sustitúyase el primer inciso del artículo 10 de la Ley de Mercado de Valores, por el siguiente:

“Art. 10.- De las atribuciones y funciones de la Superintendencia de Compañías.- Además de las funciones señaladas en la Ley de Compañías, para efectos de esta Ley, a través de las Intendencias de Mercado de Valores de Quito y de Guayaquil y de aquellas que creare el Superintendente de Compañías en función del desarrollo del mercado de valores, gozará de autonomía técnica y operativa y tendrán las siguientes atribuciones.”

Art. 3.- A continuación del inciso primero del artículo 32 de la Ley de Mercado de Valores, reformada por el artículo 119 de la Ley para la Promoción de la Inversión y la Participación Ciudadana, agréguese los siguientes incisos:

“Tanto en el mercado primario como secundario los valores de renta variable, inscritos en bolsa deberán negociarse únicamente en el mercado bursátil a través de las casa de valores, con excepción de las transferencias de acciones originadas en fusiones, escisiones, herencias, legado, donaciones y liquidaciones de sociedades conyugales o de hecho.

Serán nulas las negociaciones realizadas con violación de lo que dispone el presente artículo sin que, por consiguiente, el cesionario pueda ejercer ninguno de los derechos que le otorga la Ley al accionista.

Los representantes legales de emisores cuyas acciones se encuentran inscritas en las bolsas de valores, deberán abstenerse de inscribir transferencias de dichas acciones sin que previamente se les haya presentado la respectiva liquidación de bolsa, salvo en los casos determinados en el inciso segundo de este artículo.”

Art. 4.- En el inciso cuarto del artículo 49 de la Ley de Mercado de Valores, a continuación de la frase: “podrán ofrecer otros sistemas transacciones tales como subasta, rueda electrónica,” agregar: “sistemas transaccionales y de información para atender al mercado extrabursátil.”

Art. 5.- Derógase la Disposición Transitoria Novena de la Ley 107, a través de la cual se expidió la Ley de Mercado de Valores, promulgada en el Registro Oficial No. 367 de 23 de julio de 1998.

Art. 6.- La presente ley entrará en vigencia a partir de su publicación en el Registro Oficial.

Dada, en la ciudad de San Francisco de Quito, Distrito Metropolitano, en la sala de sesiones del Pleno del Congreso Nacional del Ecuador, a los veintinueve días del mes de enero del año dos mil dos.

BOLSA DE VALORES

Guayaquil - Quito

OPERACIONES POR TITULO

Valores efectivos

(en millones de dolares)

TITULO	1999	2000	2001	% Total				% Inc.				% Total				% Inc.			
				2002		2002		2002		2002		2001		2001		2001		2001	
				Ene-Mar	2002	Ene-Mar	2002	Ene-Mar	2002	Ene-Mar	2002	Ene-Mar	2002	Ene-Mar	2002	Ene-Mar	2002	Ene-Mar	2002
TOTAL	7759	2771	1807	413	100%	413	100%	-24%	-24%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	-34%	-34%	-34%	-34%
ACCIONES	92	19	10	3	0,70%	3	0,70%	78,5%	78,5%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	-49,30%	-49,30%	-49,30%	-49,30%
RENTA FIJA	7667	2752	1797	410	99,30%	410	99,30%	-24,30%	-24,30%	99,50%	99,50%	99,50%	99,50%	99,50%	99,50%	-34,70%	-34,70%	-34,70%	-34,70%
Estado	6166	528	369	105	25,50%	105	25,50%	2,40%	2,40%	20,40%	20,40%	20,40%	20,40%	20,40%	20,40%	-30,20%	-30,20%	-30,20%	-30,20%
Bonos de Estado	311	112	360	101	24,50%	101	24,50%	1,30%	1,30%	19,90%	19,90%	19,90%	19,90%	19,90%	19,90%	221,60%	221,60%	221,60%	221,60%
Cetes	190	22	9	4	1,00%	4	1,00%	42,40%	42,40%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	-57,90%	-57,90%	-57,90%	-57,90%
Bonos de Estabiliz.	5665	395	0	0	-	0	-	-	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	-100%	-100%	-100%	-100%
Papeles Privados	1501	2224	1428	305	73,80%	305	73,80%	-30,60%	-30,60%	79%	79%	79%	79%	79%	79%	-35,80%	-35,80%	-35,80%	-35,80%
Cert. Deposito	628	1342	840	197	47,60%	197	47,60%	-26,10%	-26,10%	45,50%	45,50%	45,50%	45,50%	45,50%	45,50%	-37,40%	-37,40%	-37,40%	-37,40%
Dct. Privados	653	823	489	48	11,60%	48	11,60%	-70,50%	-70,50%	27,10%	27,10%	27,10%	27,10%	27,10%	27,10%	-40,60%	-40,60%	-40,60%	-40,60%
Reporte bursatil	0	0	30	445	10,80%	445	10,80%	-	-	1,70%	1,70%	1,70%	1,70%	1,70%	1,70%	-	-	-	-
Obligaciones	63	31	40	8	1,90%	8	1,90%	156,40%	156,40%	2,20%	2,20%	2,20%	2,20%	2,20%	2,20%	27,50%	27,50%	27,50%	27,50%
Cupones	46	17	14	6	1,40%	6	1,40%	91,50%	91,50%	0,80%	0,80%	0,80%	0,80%	0,80%	0,80%	-19%	-19%	-19%	-19%
Hipotecarios	46	0	15	0	-	0	-	-	-	0,80%	0,80%	0,80%	0,80%	0,80%	0,80%	73795,90%	73795,90%	73795,90%	73795,90%
CD reprogramados	63	10	0	0	-	0	-	-	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	-	-	-	-
Otros	2	0	0	2	0,50%	2	0,50%	-	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	24,40%	24,40%	24,40%	24,40%



A n e x o N o 2

Costos de Asesoría de una Casa de Valores

Las Casas de Valores cobran una cantidad de dinero cuando prestan sus servicios de asesoría para estructurar una Oferta Pública. Este valor es independiente de la comisión que cobran por colocar o vender los títulos que nacerán de esa Oferta Pública.

De esta manera los costos por asesoría dependerán de cada Casa de valores, pero un aproximado del mercado podría ser:

Costo por Asesoría = US\$ 10,000

Otras cobran de acuerdo al monto y al plazo a emitir

Costo por Asesoría = entre 0.5% y 1% del monto

Cuando no se requieren los servicios de asesoría, sino únicamente el de colocar (vender) los títulos, algunas Casa de Valores cobran un monto adicional por "revisión", para asegurarse de que los títulos que van a colocar han sido bien estructurados. Este valor más o menos llega a US\$ 1,000.

El costo por la colocación de los títulos variará dependiendo de la Casa de Valores y estará alrededor del 1%.

A n e x o N o 3

Costos de una Calificación de riesgo

Las calificadoras de riesgo son sociedades anónimas o de responsabilidad limitada autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías, que tienen por objeto principal la calificación del riesgo de los valores y emisores.

Se entenderá por calificación de riesgo, la actividad mediante la cual den a conocer al mercado y público en general su opinión sobre la solvencia y probabilidad de pago que tiene el emisor para cumplir con los compromisos provenientes de sus valores de oferta pública.

Son sujetos de calificación de riesgo todos los valores materia de colocación o negociación en el mercado; excepto aquellos emitidos, avalados, aceptados o garantizados por el Banco Central del Ecuador, el Ministerio de Finanzas, así como las acciones de sociedades anónimas y demás valores patrimoniales.

La calificación de acciones u otros valores patrimoniales de un emisor, será voluntaria por lo que podrá efectuarse oferta pública sin contar con la respectiva calificación de riesgo.

Los honorarios que cobran las Compañía Calificadoras de Riesgos pueden basarse en el monto que se va a emitir o en una tarifa fija. Esto dependerá de la Calificadora. Un monto variable podría estar entre el 3 o 4 por mil, y actualizaciones semestrales de 1.5% sobre el monto; en el caso de calificadoras que cobran un valor fijo, este puede estar en \$4,000 la calificación inicial y \$500 por cada actualización semestral.

EJEMPLO 1

La Empresa ADN emitirá Obligaciones por un valor de US\$1,000,000, ¿cuál es costo de Calificación de riesgos si se aplica una tarifa variable?

Primera Calificación (variable)

$$= 1'000,000 \times 3 / 1000$$

$$= \text{US\$ } 3,000$$

Calificaciones Posteriores (semestrales)

$$= 1'000.000 \times 1.5 / 1000$$

$$= \text{US\$ } 1,500$$

EJEMPLO 2

La Empresa AAA emitirá Obligaciones por un valor de US\$1,000,000, con plazo de tres años. ¿Cuál es costo de Calificación de riesgos si se aplica una tarifa fija?

Primera Calificación (fija)

$$\text{US\$ } 4,000$$

Calificaciones Posteriores (semestrales)

$$\text{US\$ } 500$$

A n e x o N o 4

Costos de un Representante de Obligacionistas y un Agente Pagador

Para el caso de una Oferta Pública de Obligaciones, la Ley exige que el Emisor designe a una persona natural que desempeñe la función de Representante de Obligacionistas. Generalmente se designa a un profesional que tenga conocimiento del mercado de valores, leyes, regulaciones, etc.

Costo del Representante = Entre US\$ 500 y US\$ 1,000 por cada semestre.

Respecto al Agente Pagador, cuando se designa la empresa que va a ejercer esta función, generalmente un banco, se le paga un valor por el servicio de pagar, a nombre del emisor, los cupones periódicos de interés y/o capital. Este valor generalmente depende del monto de la Oferta Pública (especialmente si es de obligaciones):

Costo del Pagador = 0,5% del Monto emitido semestralmente.

A n e x o N o . 6

Reglamento para el cobro de la tarifa de Inscripción y la cuota anual de mantenimiento de emisores en bolsa

La presente Regulación tiene por objeto establecer las normas generales relativas al pago tanto de la Tarifa de inscripción que deben efectuar todos los emisores que se inscriban en la Corporación Civil Bolsa de Valores de Guayaquil, como de la cuota anual de mantenimiento.

- **Tarifa de inscripción:**

Será cancelada por una sola vez, cuando el directorio de la Corporación apruebe el registro del emisor en la Bolsa, dicho pago deberá efectuarse previo a la negociación de los respectivos valores en rueda. El cálculo de este valor es igual al cálculo del pago de mantenimiento. Cuando se trate de la inscripción de nuevos emisores en un período anual ya iniciado, se tomará en cuenta el patrimonio registrado en el último balance general disponible. El valor de la inscripción será la parte proporcional de la cuota anual que corresponda de acuerdo al número de meses que faltaren para concluir el año.

- **Tarifa de mantenimiento:**

El pago de la cuota anual de mantenimiento deberá realizarse dentro del primer semestre del año, y le da el derecho al emisor de negociar sus títulos en Bolsa.

Se fijan los valores, sobre la base del Patrimonio de los emisores, expresado en los Estados Financieros auditados del último ejercicio contable, tanto para la tarifa de inscripción de emisores en Bolsa, como para la cuota anual de mantenimiento:

Por los primeros	USD\$ 22'300.000	0.25 por mil
Por los segundos	USD\$ 22'300.000	0.20 por mil
Por los terceros	USD\$ 22'300.000	0.15 por mil
Por los cuartos	USD\$ 22'300.000	0.10 por mil
Cualquier excedente		0.05 por mil

La cuota mínima no podrá ser inferior a USD\$ 200 dólares.

Ejemplo Práctico 1

La empresa XYZ tiene que pagar la cuota de mantenimiento, el valor del patrimonio a diciembre del 2000 es US\$80,000,000:

Por los primeros	USD\$ 22'300.000, entonces:	$22,300,000 \times 0.00025 =$	US\$5,575
Por los segundos	USD\$ 22'300.000, entonces:	$22,300,000 \times 0.00020 =$	US\$4,460
Por los terceros	USD\$ 22'300.000, entonces:	$22,300,000 \times 0.00015 =$	US\$3,345
Por los cuartos	USD\$ 22'300.000, diferencia:	$13,100,000 \times 0.00010 =$	<u>US\$1,310</u>

A PAGAR: US\$14,690



Este valor es el monto que tendría que pagar una empresa por concepto de cuota de mantenimiento, este tiene que ser pagado hasta el 30 de junio de cada año.

Ejemplo Práctico 2

La empresa XYZ tiene que pagar la cuota de mantenimiento, el valor del patrimonio a diciembre del 2000 es US\$50,000,000:

Por los primeros USD\$ 22'300.000, entonces: $22,300,000 \times 0.00025 =$ US\$5,575

Por los segundos USD\$ 22'300.000, entonces: $22,300,000 \times 0.00020 =$ US\$4,460

Por los terceros USD\$ 22'300.000, diferencia: $5,400,000 \times 0.00015 =$ US\$ 810

A PAGAR: US\$10,845

Este valor es el monto que tendría que pagar una empresa por concepto de cuota de mantenimiento, este tiene que ser pagado hasta el 30 de junio de cada año.

Ejemplo Práctico 3

La empresa XXX tiene que pagar la cuota de mantenimiento, el valor del patrimonio a diciembre del 2000 es US\$10,000,000:

Por los primeros USD\$ 22'300.000, entonces: $10,000,000 \times 0.00025 =$ US\$2,500

A PAGAR: US\$2,500

Este valor es el monto que tendría que pagar una empresa por concepto de cuota de mantenimiento, este tiene que ser pagado hasta el 30 de junio de cada año.

Descuentos

- Los emisores que efectúen el pago hasta el 31 de marzo, obtendrán un descuento por pronto pago del 5% sobre la cuota respectiva.
- Los emisores que tengan inscritas sus acciones en Bolsa, y siempre que éstas cumplan los siguientes porcentajes de presencia bursátil en el último ejercicio económico:

Presencia	Descuento
Entre 60% - 70%	10%
Entre 71% - 79%	12%
Más de 80%	15%

- Los emisores que, teniendo inscritas sus acciones en Bolsa, cumpliendo éstas con una presencia bursátil mínima del 50% en el último ejercicio económico, hayan

realizado emisiones de obligaciones, obligaciones convertibles y/o papel comercial durante el año:

	<u>Monto de la emisión</u>	<u>Descuento:</u>
Menos de	USD\$ 2'550.000	2%
Desde	USD\$ 2'550.000 hasta 6'300.000	4%
Más de	USD\$ 6'300.000	6%

Sanciones

- Los emisores que excedieren este plazo, de un semestre, serán acreedores a una multa equivalente a la tasa de interés legal por cada día de atraso.
- El incumplimiento en el pago de las tarifas señaladas en la presente Regulación faculta a esta Corporación a no autorizar la negociación de los títulos que emitan, acepten o avalen o la suspensión temporal o definitiva de los valores.

Anexo No. 5

REQUISITOS PARA INSCRIPCION DE EMISORES EN EL REGISTRO DEL MERCADO DE VALORES

1. Carta modelo de inscripción.
2. La Descripción de la entidad a inscribirse que contenga la siguiente información:
 - a) Denominación, domicilio, número del RUC, direcciones domiciliaria y postal, teléfonos y telefax;
 - b) Fechas de su constitución y reformas;
 - c) Descripción del sector en el que se desarrolla su actividad principal;
 - d) Estructura de la propiedad del capital con determinación de los principales socios o accionistas; número de acciones o participaciones y participación porcentual;
 - e) Nombres, apellidos, cargos y curriculum vitae del representante legal y administradores;
 - f) Nombres del auditor externo y de la calificador de riesgo, de ser el caso;
 - g) Número de los empleados y trabajadores;
 - h) Breve descripción de la historia del emisor;
 - i) Participación en el capital de otras empresas;
 - j) Las demás informaciones económico - financieras que establezca el CNV.
3. Curriculum Vitae del representante legal y administradores.
4. Estados financieros auditados de los tres últimos ejercicios económicos, con sus respectivas notas explicativas (si aplicare). En cualquiera de los casos, los mismos deberán encontrarse aprobados por la Junta General de Accionistas
5. Aprobación de la correspondiente Junta General o del Organo de Administración al que en los respectivos estatutos sociales se delegue o asigne tal atribución.

REQUISITOS PARA INSCRIPCION DE OBLIGACIONES EN EL REGISTRO DEL MERCADO DE VALORES

Requisitos para la inscripción de Obligaciones emitidas por el sector privado financiero y no financiero

Para la inscripción de obligaciones amparadas con garantía general o específica y de las convertibles en acciones, se presentarán los siguientes documentos:

1. Solicitud para inscripción
2. Copia certificada de la escritura pública de la emisión, inscrita en el correspondiente Registro, de ser el caso.
3. Convenio de Representación de Obligacionistas
4. Copia del prospecto de Oferta Pública (información detallada en el anexo 4).
5. Certificado de una calificación de riesgo
6. Formato del correspondiente título o certificado
7. Documento descriptivo de las condiciones de la oferta y del sistema de colocación y distribución.
8. Si se trate de obligaciones emitidas por el sector financiero, será necesaria la autorización previa de la Superintendencia de Bancos.

**REQUISITOS PARA INSCRIPCION DE ACCIONES, CERTIFICADOS
PROVISIONALES O RESGUARDOS Y CERTIFICADOS DE PREFERENCIA
DE LOS SECTORES FINANCIERO Y NO FINANCIERO EN EL REGISTRO
DEL MERCADO DE VALORES**

1. Carta solicitud para la inscripción
2. Copia certificada de la escritura pública contentiva del convenio de promoción y del estatuto que ha de regir la compañía a constituirse (sólo para empresas nuevas);
3. Formato del respectivo contrato de suscripción, título de acción o acciones y del certificado o certificados provisionales o resguardos;
4. Copia del prospecto de oferta pública;
5. Documento descriptivo de las condiciones de la oferta y del sistema de colocación y distribución;
6. Copia de la calificación de riesgo, en el caso de que el CNV lo estime necesario.
7. Resolución aprobatoria para la suscripción pública de acciones, cuando corresponda a emisores del sector financiero.

Para el caso de aumento de capital por suscripción pública, así como para la inscripción de los certificados de preferencia se acompañarán los siguientes documentos:

1. Copia certificada de la correspondiente acta resolutive del aumento de capital.
2. Formato del respectivo contrato de suscripción, título de acción o acciones y del certificado o certificados provisionales o resguardos;
3. Copia del prospecto de oferta pública;
4. Documento descriptivo de las condiciones de la oferta y del sistema de colocación y distribución;
5. Copia de la calificación de riesgo, en el caso de que el CNV lo estime necesario.
6. Resolución aprobatoria para la suscripción pública de acciones, cuando corresponda a emisores del sector financiero.
7. Para el caso de certificado de preferencia, el formato correspondiente.



ANEXO 7



COLOCACIONES PRIVADA

Venta directa a los inversionistas. No están registradas en la BV, no presentan reportes financieros con la SEC. Realizan su propia investigación.

Los principales colocadores privados pueden ser: compañías de seguros, compañías de crédito, de fondos de pensión, bancos comerciales, fundaciones universitarias e individuos acaudalados.

VENTAJAS

- Costo de emisión mas bajo
- Mayor rapidez en colocación
- Mayor flexibilidad en volumen de la emisión
- Mayor flexibilidad de los valores
- Reacción mas favorable al precio de las acciones.
- Costo mas bajo para resolver los problemas de insolvencia financiera.

DESVENTAJAS

- Rendimiento mas elevado
- Cláusulas mas rígidas y términos mas restrictivos

En abril de 1990, la SEC adoptó la Regla 144^a bajo la Ley de Valores de 1933. Esta regla ha ampliado el mercad para las colocaciones privadas en Estados Unidos, en especial para los emisores extranjeros. En una colocación privada bajo la regla 144^a, el emisor les vende sus valores no registrados a uno o mas bancos e inversión, que depuse les revenden los valores a "compradores institucionales calificado" (CIC).¹ Este proceso es muy semejante a una oferta publica suscrita.

¹ CIC. Institución financiera que sobre una base discrecional invierte por lo menos \$100

COLOCACIONES PUBLICA

Se realiza una oferta publica inicial (OPI), venta al publico, sujeta a los requerimientos de las leyes de valores.

Cotizar públicamente incluye: 1. Preparar a la empresa para cotizar. 2.n Determinar el precio de la oferta.

VENTAJAS

- Reunir nuevo capital
- Lograr una liquidez y diversificación para los accionistas actuales
- Crear un instrumento negociable
- Incrementar la flexibilidad de financiamiento de capital de la empresa
- Mejorar la imagen de la empresa

DESVENTAJAS

- Requerimiento de divulgación
- Responsabilidad con los accionistas públicos y presión del mercado para un desempeño a corto plazo.
- Presión para pagar dividendos
- Dilución del interés de la propiedad
- Gasto de cotizar en publico
- Valuación estatal mas alta

Cuando un grupo de inversionistas compra todo el capital social común de una empresa que cotiza en publico, la empresa se convierte en una empresa de propiedad privada, ya no esta sujeto a los requerimiento de reportes financieros de una empresa publica. Si las desventajas de ser publica superan a las ventajas, es posible volver al a propiedad privada. Debido que la decisión de cotizar en publico implica considerables costos de transacción.

millones en valores de empresa afiliadas o en valores de Tesorería.

ANEXO 8

SECTOR PRIVADO

Aceptaciones Bancarias.

Son títulos cuya modalidad de operación se realiza mediante letras de cambio o pagarés girados por los clientes de un banco o sociedad financiera y aceptados por éste. El origen de los giros o letras de cambio librados contra el banco o sociedad financiera puede darse por transacciones relativas a la producción, transporte interior, importación o exportación de mercaderías. Al momento de la aceptación se deberá hacer entrega de los documentos que transfieran o aseguren la propiedad.

Aval bancario

El aval es una forma de garantizar el pago de una letra de cambio o pagaré, la cual puede ser presentada por un tercero o por un signatario cualquiera de la letra. El dador del aval quedará obligado en la misma forma que la persona de quien se constituya garante.

Bonos de Prenda

Son títulos de crédito a plazo que otorgan a su poseedor una garantía prendaria. Los intereses que devenguen los bonos de prenda se pagarán periódicamente utilizando el sistema de cupones. Los bonos no devengarán intereses a partir de la fecha en que hubieren resultado sorteados.

Cédulas Hipotecarias

Son títulos emitidos al portador que tienen por objeto captar recursos para financiar la actividad de la construcción; generan una tasa de interés pagadera por periodos. Dejarán de ganar intereses desde la fecha del vencimiento o de sorteo.

Certificados de Arrendamiento Mercantil

Son instrumentos de captación de recursos que crean una obligación de dinero, pura, líquida y determinada, a cargo de la entidad emisora y en favor del beneficiario o del legítimo tenedor del título. Las compañías de leasing están autorizadas para emitir certificados de arrendamiento mercantil con el fin de obtener recursos para su actividad.

Certificados de Arrendamiento Mercantil Inmobiliarios

Los certificados de arrendamiento mercantil inmobiliarios son emitidos para el financiamiento de soluciones habitacionales de interés social cuyo valor no exceda de 10.000 UVCs.

Certificados de depósito a plazo

Son obligaciones financieras exigibles al vencimiento de un período no menor de treinta días, libremente convenido por las partes. Pueden instrumentarse en un título valor, nominativo, a la orden o al portador. Pueden ser pagados antes del vencimiento del plazo, previo acuerdo entre el acreedor y el deudor.

Los títulos que poseen estas características tienen las siguientes denominaciones en el mercado:

Certificado de Depósito,
Certificado de Depósito a Plazo Fijo

Certificado de Depósito a Plazo
Depósito a Plazo
Depósito a Plazo Mayor

Certificados de depósito a la vista

Son obligaciones bancarias exigibles en un plazo menor a 30 días. Podrán constituirse bajo diversas modalidades y mecanismos libremente pactados entre el depositante y el depositario.

Los títulos bajo estas características tienen las siguientes denominaciones en el mercado:

Certificado de Ahorro
Certificado de Ahorro a la Vista
Certificado de Depósito a la Vista
Depósito de Ahorro
Depósito a Plazo Menor

Los certificados de depósito a la vista comparten las características mencionadas en la tabla de certificados de depósito a plazo a excepción de:

Valores emitidos por procesos de titularización

Los valores que se emitan como consecuencia de procesos de titularización, pueden ser nominativos o a la orden. Los valores de contenido crediticio o valores mixtos podrán tener cupones que reconozcan un rendimiento financiero fijo o variable, pudiendo tales cupones ser nominativos o a la orden, según corresponda a las características de los valores a los cuales se adhieren.

Tipos de valores:

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

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

Valores mixtos: Por los cuales los inversionistas adquieren valores que combinan las características de valores de contenido crediticio y valores de participación, según los términos y condiciones de cada proceso de titularización. (Según LMV art. 147).

Letras de Cambio

La letra de cambio constituye un título de crédito, mediante el cual el librado se compromete a pagar por un tercero, el librador o girador, el monto indicado en el documento a la persona cuyo nombre se emitió la letra, el beneficiario. Las letras de cambio pueden ser transmisibles por endoso y pueden estar garantizadas por un aval.

Obligaciones

Obligaciones son títulos emitidos por compañías legalmente facultadas con el objeto de captar recursos de mediano y largo plazo para financiar sus actividades productivas. Su rendimiento está dado por el interés que se señale en el respectivo título; sin embargo, pueden emitirse obligaciones cero cupón cuyo rendimiento está determinado por el descuento pactado sobre el valor del título en el día de negociación.

Obligaciones Convertibles en Acciones

Las obligaciones convertibles en acciones dan derecho a su titular o tenedor para exigir alternativamente que la compañía le pague el valor de dichas obligaciones, conforme a las disposiciones generales o que las convierta en acciones. La conversión puede efectuarse en época o fechas determinadas o en cualquier tiempo a partir de la suscripción, o desde cierta fecha o plazo.

Para estos efectos habrá un factor de conversión, que será el número de acciones que se otorgue por cada obligación de una misma clase, que deberá ser especificado al momento de la emisión en la escritura respectiva.

Las obligaciones convertibles en acciones comparten las características mencionadas en la tabla de obligaciones.

Obligaciones especiales o Papel Comercial

Las compañías emisoras inscritas en el Registro del Mercado de Valores podrán emitir obligaciones de corto plazo con garantía general, también denominado papel comercial con plazo inferior a trescientos sesenta días. Para la colocación de estos valores se deberá contar con una calificación de riesgo.

Las obligaciones especiales o papel comercial no podrán ser emitidas en unidades de valor constante.

Pagaré bancario

Es un título de crédito mediante el cual se especifica una promesa de pago hecha por escrito y firmada por el deudor, quien se obliga a pagar una cantidad de dinero en un tiempo determinado, a la orden de otra persona. Se puede estipular el pago de una tasa de interés, el mismo que se hará constar en el título respectivo.

SECTOR PUBLICO

Bonos de Conversión de Deuda Externa

Estos títulos fueron emitidos con la finalidad de financiar proyectos de carácter social, cultural, educacional, de protección ambiental, forestación, reforestación, de investigación agropecuaria, promoción turística y de capacitación especial, promovidos por entidades sin fines de lucro.

Los bonos que actualmente se negocian son aquellos que fueron emitidos hasta diciembre 31 de 1992 y que aún no han sido redimidos.

Bonos de Estabilización Monetaria

Son títulos emitidos por el Banco Central del Ecuador, al portador o nominativos, con la finalidad de regular la liquidez de la economía de conformidad con su programación monetaria y financiera. Los BEMS son aceptados en el sistema de encaje de las instituciones financieras.

Se emiten semanalmente mediante subastas o mini subastas a través de la mesa de dinero del Banco Central. En el caso de subastas, el Banco Central publica sus ofertas los días lunes, se subastan los días miércoles y se pagan los días jueves. No generan interés fijo, sino que su rendimiento esta dado por el margen de descuento con el cual se realicen las negociaciones. A su vencimiento los bonos de estabilización monetaria son redimidos a la par en las oficinas del BCE.

Bonos del Estado

Son títulos emitidos por el Gobierno a través del Ministerio de Finanzas, cuya finalidad es la captación interna de recursos para financiar el déficit del presupuesto del estado y proyectos específicos. Pueden ser emitidos en sucres, dólares americanos y en unidades de valor constante (UVC), según lo contempla la Ley de Régimen Monetario. (*Ver Anexo 9*)

Certificados de Tesorería.-

Son títulos de corto plazo emitidos por el Ministerio de Finanzas con la finalidad de captar recursos para financiar el déficit de la caja fiscal. No devengan intereses, su rendimiento está dado por el margen de descuento con el cual se realizan las negociaciones.

Notas de Crédito Tributarias

Son títulos nominativos por medio de los cuales la Dirección General de Rentas reconoce que el pago de un impuesto se ha realizado indebidamente o en exceso y, por lo tanto, procede al reembolso de tal valor al contribuyente.

Este papel no tiene plazo de vencimiento y no devenga interés. Generalmente se utiliza en el año de emisión o en el siguiente.

Bonos de Fomento

Son emitidos con el objeto financiar proyectos para el fomento de la producción agrícola, ganadera, forestal y pesquera. Son títulos al portador, no reivindicables.

La tasa de interés se acordará según lo dispuesto en las regulaciones de la Junta Monetaria y los intereses se pagarán periódicamente por el sistema de cupones.

Títulos Valores de Renta Variable:

Acciones

Acciones son títulos valores de renta variable. Es decir, son el conjunto de activos financieros que no tienen un vencimiento fijo y cuyo rendimiento, en forma de dividendos o capital, variará según el desenvolvimiento del emisor. Todas las acciones

inscritas en Bolsa pueden ser únicamente negociadas en el mercado bursátil, a excepción de las transferencias de acciones originadas en fusiones, escisiones, herencias, legados, donaciones y liquidaciones de sociedades conyugales o de hecho.

Las acciones deben ser nominativas, es decir, el nombre del dueño debe constar en el título. Según los derechos que le otorgan a los accionistas, las acciones pueden ser: ordinarias o preferidas.

Acciones ordinarias

Las acciones son ordinarias cuando confieren todos los derechos de ley.

Acciones preferidas

Las acciones son preferidas cuando no conceden derecho a voto, pero sí derechos especiales en cuanto al pago de dividendos y en el caso de que la compañía entre en liquidación.

La ventaja de financiarse a través de acciones es que la empresa no incurre en altos costos financieros al momento de la emisión y al inversionista le ofrece la oportunidad de participar de la empresa y fomentar así el desarrollo de la misma.

Hay dos formas de obtener rendimientos financieros a través de la compra de acciones: por los dividendos distribuidos y por la diferencia de precio desde la compra hasta la venta del título, conocido como ganancia de capital.

Otros títulos de valores:

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.

Las partes esenciales que deben intervenir en un proceso de titularización son las siguientes:

- **Originador.**- Consiste en una o más personas naturales o jurídicas, de derecho público o privado con finalidad social o pública, nacionales o extranjeras, o entidades dotadas de personalidad jurídica, propietarios de activos o derechos sobre flujos susceptibles de ser titularizados.
- **Agente de Manejo.**- Será una sociedad administradora de fondos y fideicomisos que tenga a su cargo, además de las funciones consagradas en el contrato de fideicomiso mercantil, la buena administración del proceso de titularización, por lo que no responderá por los resultados obtenidos, a menos que dicho proceso arroje pérdidas causadas por dolo o culpa leve en las actuaciones del agente de manejo, declaradas como tales en sentencia ejecutoriada, en cuyo caso responderá por dolo o hasta por culpa leve.
- **Patrimonio de propósito exclusivo.**- Que siempre será el emisor, es un patrimonio independiente integrado inicialmente por los activos transferidos por el originador y, posteriormente por los activos, pasivos y contingentes que

resulten o se integren como consecuencia del desarrollo del respectivo proceso de titularización. Dicho patrimonio de propósito exclusivo podrá instrumentarse bajo la figura de un fondo colectivo de inversión o de un fideicomiso mercantil, administrado por una sociedad administradora de fondos y fideicomisos.

- **Inversionistas.-** Son aquellos que adquieren e invierten en valores emitidos como consecuencia de procesos de titularización.
- **Comité de Vigilancia.-** Estará compuesto por lo menos por tres miembros, elegidos por los tenedores de títulos, no relacionados al agente de manejo.



DEUDA PUBLICA INTERNA DEL ECUADOR

EMISIONES EN SUORES							
DECRETO	DESTINO DE LA EMISION	VALOR EMISION (en miles)	VALOR COLOCADO (en miles)	FECHA INICIO	PLAZO AÑOS	FECHA VENCIMIE.	PAGO INTERER AMORTI ZACION
725	Pago expropiación IERAC	50,000	50,000	JUL.1/75	30	JUL 1/05	CON SOR.
1101	Aporte Capital del BEV.	87,600,000	87,600,000	OCT.01/93	5	OCT 1/98	CON SOR.
1246	Const.Carr.Casa Maq-Mends	150,000,000	150,000,000	NOV.01/93	10.5	MAY 1/04	AL VNCMTO.
1589	Aporte l.Municipio de Quito	18,000,000	18,000,000	ENE.01/94	10	ENE 1/04	SEMESTRAL TRIM.
3055	Proy.Obras Min. COOP.	140,000,000	140,000,000	AGO.01/95	5	AGO 1/00	SEMESTRAL TRIM.
3271	Proyecto Interés Social	76,000,000	72,165,000	SEP.01/95	5	SEP 1/00	SEMESTRAL TRIM.
3767	Reserva matemát. ISSPOL	20,000,000	20,000,000	JUN.20/96	5	JUN.20/01	SEMESTRAL TRIM.
3803	Cons.Carr.CasaMaq -Men.	110,000,000	110,000,000	JUN.01/96	10.5	DIC-01-06	AL VNCMTO.
3871	Acreencias Ecuatoriana A.	26,840,000	26,840,000	SEP.01/95	20	SEP 1/15	SEMESTRAL SEMES.
4038	Seguro Cesantía FFAA.	30,000,000	30,000,000	ENE.1/97	5	ENE.1/02	SEMESTRAL TRIM.
805	Cons.Carr.CasaMaq -Men.	200,000,000	200,000,000	OCT.1/97	10.5	ABR.1/08	AL VNCMTO.
3545	Presupuesto 1995	153,616,000	153,610,000	ABR.25/96		REVOLVEN.	AL VNCMTO.
3745	Presupuesto 1996	240,317,740	210,210,000	RO abr.25/96		REVOLVEN.	AL VNCMTO.

**REVOLVENTES
(C/P)**

EMISIONES EN DOLARES



810-I	Financ.Adicli.Trasv.Rio Daule	23,420	23,420	JUL.01/93	5	JUL 1/98	SEMESTRAL SEMES.	Final del semes.	PRO.PRIME +1%
810-II	Financ.Adicli.Trasv.Rio Daule	26,900	26,900	ENE.01/94	4	ENE 1/98	SEMESTRAL SEMES.	Final del semes.	PRO.PRIME +1%
874	Finan.Carr.Cuenc-Azog.	79,000	79,000	JUL.01/93	3-10.5	ENE 1/04	AL VENCMTO. SEMES.	Inicio del semes.	PRIME +1.5%
1227	Finan.Proy.Viv.Agua Potab.y	75,000	75,000	NOV.01/93	6	NOV 1/99	SEMESTRAL SEMES.	Final del semes.	PRO.PRIME +1%
1962	Modernización del Estado	100,000	100,000	JUL.01/94	6	JUL 1/00	SEMESTRAL TRIM.	Final del semes.	PRO.PRIME -1%
2159	Obligaciones AGROMAN	7,000	7,000	AGO.01/94	6	AGO 1/00	SEMESTRAL TRIM.	Final del trimes.	PRO.PRIME +1%
2274	Acreedores Ecuatoriana	31,000	31,000	NOV.01/94	6	NOV 1/00	SEMESTRAL TRIM.	Final del trimes.	PRO.PRIME +1%
2576	Sist. Agua Potable Gquil	12,000	12,000	NOV.01/94	6	NOV 1/00	SEMESTRAL TRIM.	Final del trimes.	PRO.PRIME +1%
67	RESERVADO	95,400	95,400	NOV.22/95	6	NOV 22/01	SEMESTRAL TRIM.	Final del trimes.	PRO.PRIME +1%
"APG"	Financiar indemnizaciones	15,000	7,110	JUL.9/96	3	JUL 9/99	SEMESTRAL TRIM.	Inicio del trimes.	LIBOR 90ds+12%
4039	Termin. Carr. Cuenc-Azog.	25,000	12,400	AGO.1/96	5	AGO.1/01	AL VENCMTO. SEMES.	Inicio del trimes.	PRIME +1%
302	Reestructurar la DPL	250,000	250,000	MAY.27/97	3-5	MAY.27/02	SEMESTRAL TRIM.	Final del semes.	PROM.PRIME +1%
1273	Finan.Proy.Inver.y Reest.Deuda P.	250,000	196,950	ABR.28/98	3-5-7	ABR.28/05	SEMESTRAL SEMES.	Final del trimes.	PROM.LIBOR 180 +margen
								Final del semes.	
REVOLVENTES (C/P)									
3544	Capitalizar al BNF.	25,600	24,000	MAR.13/97		REVOLVEN	AL VENCMTO		NEGOCIADOS CON DESCUENTO
3545	Presupuesto 1995	70,000	70,000	MAR.11/A		REVOLVEN.	AL VENCMTO.		NEGOCIADOS CON DESCUENTO
3745	Presupuesto 1996	96,800	93,000	MAY.3-23/96		REVOLVEN.	AL VENCMTO.		NEGOCIADOS CON DESCUENTO
EMISIONES EN UVCS. (C/P)									
3545	Presupuesto 1995	2,000	1,692	DIC.2/96		REVOLVEN.	VENCMTO.		NEGOCIADOS CON DESCUENTO



Fuente: Banco Central del Ecuador.
Elaboración: Central de Anotaciones y Deuda Pública Interna

CEMENTOS SELVA ALEGRE	Q	✓	✓
CENTRO GRAFICO CEGRAFICO S.A.	Q	✓	✓
C EPSA S.A.	Q	✓	✓
CERVECERIA ANDINA S.A.	Q	✓	✓
CITIBANK N.A.	Q		✓
COMERCIAL AUTOMOTORA DE SERVICIOS AUTORIZADOS CASABACA S.A.	Q	✓	✓
COMERCIAL KYWI S.A.	Q	✓	✓
COMPAÑIA ANONIMA EL UNIVERSO	G	✓	✓
COMPAÑIA DE CERVEZAS NACIONALES C.A.	G	✓	✓
COMPAÑIA DE ECONOMIA MIXTA PARQUE INDUSTRIAL RIOBAMBA	Q	✓	✓
COMPAÑIA ECUATORIANA DEL CAUCHO S.A. ERCO	Q	✓	✓
CONSORCIO EMPRESARIAL EMCONSORCIO S.A.	G	✓	✓
CONSTRUCTORA INMOBILIARIA ARGOS C.A.	G	✓	✓
CORPORACION ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL	Q	✓	✓
CORPORACION FINANCIERA NACIONAL	G	✓	✓
CORPORACION MULTI BG S.A.	G	✓	✓
CRISTALERIA DEL ECUADOR S.A. CRIDESA	G	✓	✓
DINERS CLUB DEL ECUADOR S.A., SOCIEDAD FINANCIERA	Q	✓	✓
DISTRIBUIDORA RICHARD O. CUSTER S.A.	G	✓	✓
ECUATORIANA DE AVIACION S.A.	Q	✓	✓
ECUATORIANA DE SAL Y PRODUCTOS QUIMICOS C.A. ECUASAL	G	✓	✓
EDESA S.A.	Q	✓	✓
ELECTROCABLES S.A.	G	✓	✓
FILANBANCO S.A.	G	✓	✓
FILANBANCO TRUST & BANKING CORP.	G	✓	✓
FINAGRO BANCO DEL AGRO S.A. (*)	G	✓	✓
FINANCIERA DE LA REPUBLICA S.A. (FIRESA)	G	✓	✓
FINANCIERA DEL OCCIDENTE INTERNATIONAL CORP. (@)	G	✓	✓
FINANNOVA SOCIEDAD FINANCIERA S.A. (@)	G	✓	✓
FONDO COLECTIVO DE INVERSION FORESTAL VERDE	G	✓	✓
GUAYAQUIL BANK & TRUST Co. LTDA.	G	✓	✓
HOTEL COLON INTERNACIONAL C.A.	Q	✓	✓
INDUSTRIAS ALES C.A.	Q	✓	✓
ING BANK N.V. -SUCURSAL ECUADOR	Q	✓	✓
INTEGRAL S.A. COMPAÑIA DE SEGUROS / REASEGUROS	Q	✓	✓
INTEROC S.A.	Q	✓	✓
INVERSANCARLOS	G	✓	✓
LA CEMENTO NACIONAL S.A.	G	✓	✓
LABORATORIOS INDUSTRIALES FARMACEUTICOS ECUATORIANOS C.A. LIFE	Q	✓	✓
LANDUNI S.A.	G	✓	✓
LLOYDS BANK (BLSA) LTD.	Q	✓	✓
MACOSA S.A.	Q	✓	✓
MARRIOTT S.A.	G	✓	✓
MASTERCARD DEL ECUADOR S.A.	G	✓	✓

ANEXO 11

EL UNIVERSO

Cuadro de los Balances General antes de emitir la obligación

Indicadores/Año	1993	1994	1995	1996
ACTIVOS				
Activos Corrientes				
Caja e inversiones temporales	10.552.862	6.088.300	6.281.231	16.835.468
Cuentas por cobrar	6.825.301	12.669.061	30.393.338	6.000.476
Inventarios	7.205.237	6.803.699	29.444.418	19.429.568
Pagos Anticipados	111.354	260.041	450.776	1.616.676
Total Activos corrientes	24.694.754	25.821.101	66.569.763	43.882.188
PROPIEDADES				
Terrenos	563.585	734.862	898.000	898.000
Edificios e instalaciones	17.596.288	25.200.312	33.570.449	34.197.354
Maquinarias y equipos	11.771.542	7.724.952	7.256.118	7.691.767
Muebles y enseres	648.809	1.428.491	1.988.390	2.118.508
Vehículos	1.139.506	2.124.105	2.591.112	2.773.114
Equipos de computación			5.204.416	5.990.069
En proceso	1.880.746			
En tránsito	109.528	385.183	1.224.238	925.969
Total	33.710.004	37.597.905	52.732.723	54.594.781
Menos depreciación acumulada	-6.969.135	-7.038.464	-12.440.455	15.997.277
Total Propiedades, Neto	26.740.869	30.559.441	40.292.268	38.597.504
Inversiones Temporales	1.035.516	6.854.995	7.096.213	13.113.722
Total Activos	52.471.139	62.235.537	113.956.244	95.593.414

PASIVOS				
Pasivos corrientes				
Sobregiros bancarios			580.658	
Documentos por pagar a bancos	1.000.000	6.376.100	33.210.100	8.700.000
Venc. Cte. de obligación a l.plazo	5.453.334		1.500.000	
Cuentas por pagar	17.804.900	18.599.091	20.931.357	27.855.377
Gastos acumulados	1.348.860	1.767.353	2.750.077	2.973.868
Total Pasivos corrientes	25.607.094	26.742.544	58.972.192	39.529.245
Obligaciones a largo plazo	5.778.241	6.683.412	5.000.000	5.000.000
Otros Pasivos			6.092.535	6.737.279
PATRIMONIO				
Capital social	6.000.000	15.000.000	19.000.000	19.000.000
Reservas	13.264.669	12.506.189	21.129.575	21.138.884
Utilidades retenidas	1.821.135	2.303.392	3.763.942	4.188.006
Patrimonio de los accionistas	21.085.804	29.809.581	43.893.517	44.326.890
Total Pasivos y Patrimonio	52.471.139	63.235.537	113.958.244	95.593.414

Cuadro del Estado de Perdidas y Ganancias antes de emitir la obligación

	1993	1994	1995	1996
Ventas Netas	43,527,441.00	76,453,430.00	101,822,916.00	90,381,262.00
Costo de Ventas	(25,387,421.00)	49,206,552.00	(65,847,161.00)	63,145,452.00
Margen Bruto	18,140,020.00	27,246,878.00	35,975,755.00	27,235,811.00
Gastos de Operación				
Administración	3,047,020.00	5,870,364.00	8,198,143.00	7,632,928.00
Ventas Netas	10,975,484.00	13,829,765.00	17,076,896.00	11,727,063.00
Total	14,023,233.00	19,700,129.00	25,275,049.00	19,359,991.00
UTILIDAD DE OPERACION	4,116,787.00	7,546,749.00	10,700,716.00	7,875,820.00
Otros gastos				
Gastos Financieros	(2,377,653.00)	(3,656,183.00)	(5,565,295.00)	(7,630,025.00)
Diferencia de cambio	(885,973.00)	(2,745,147.00)	(8,450,268.00)	
Intereses ganados	1,093,718.00	1,508,175.00		
Otros ingresos				6,253,081.00
Otros egresos				(2,270,847.00)
Otros	453,445.00	837,670.00	7,511,800.00	

Total	(1,716,463.00)	(4,055,485.00)	(6,503,763.00)	(3,847,791.00)
UAIR	2,400,324.00	3,491,264.00	4,196,953.00	4,028,029.00
Participación de trabajadores	360,049.00	523,690.00		
Impuesto a la renta	271,222.00	592,437.00	197,334.00	
Utilidad Neta	1,769,053.00	2,375,137.00	3,999,619.00	

Resumen de los principales indicadores financieros

	1993	1994	1995	1996
ACTIVOS				
Total de Activos	51,435,623	56,380,542	106,862,031	82,479,692
Activo Corriente	24,694,754	25,821,101	66,569,763	43,882,188
Inventario	7,205,237	6,803,699	450,776	19,429,568
Activo Fijo	26,740,869	30,559,441	40,292,268	38,597,504
Total Pasivos				
Pasivo corriente	25,607,094	26,742,544	58,972,192	39,529,245
Obligaciones Bancarias	5,778,241	6,683,412	5,000,000	5,000,000
Patrimonio	21,085,804	29,809,581	43,893,517	44,326,890
Ventas Monetaria	43,527,441	76,453,430	101,822,916	90,381,262
Costos en ventas	(25,387,421)	(49,206,552)	(65,847,161)	(63,145,452)
Gastos Financieros	(2,377,653)	(3,656,183)	(5,565,295)	(7,630,025)
Ingreso no operacional				6,053,081
Costo fijo	9,387,041	13,026,991	16,700,021	19,687,213
Costo Variable	16,000,380	36,179,561	49,147,140	52,831,071
Margen ganancia bruta	18,140,020	27,246,878	35,975,755	27,235,811
Utilidad operacional	4,116,787	7,546,749	10,700,716	7,875,820
Utilidad antes de impuestos	2,400,324	3,491,264	4,196,953	4,028,029
Utilidad por acción	295	158	211	
Utilidad neta	1,769,053	2,375,137	3,999,619	

Cuadro de los Balances General después de emitir la obligación (en miles)

	1997	1998	1999
Activo			
Activo corriente	68,933	105,038	174,173
Caja y Bancos	37,387	8,980	15,711
Inversiones temporales		31,801	101,962
Cuentas y Doc. Por cobrar	11,974	24,752	9,961
Inventario	18,070	36,832	44,114
G. Pagados por anticipado		248	161
Otros activos corrientes	1,503	2,424	2,265
Activo fijo neto	60,718	84,311	126,488
Inversiones permanentes	10,324	10,022	9,358

Cargos diferidos		221	1,202
Otros activos	430	10,929	5,681
TOTAL DE ACTIVOS	140,406	210,521	316,903
PASIVOS			
Pasivo corriente	32,128	70,125	123,514
Ctas. Doc. Por pagar	26,109	63,346	111,876
Pasivos acumulados		4,726	5,561
Obligaciones IESS e impuestos		1,736	5,446
Otros pasivos corrientes	6,019	318	632
Pasivo no corriente	30,254	21,780	19,706
Deuda a L/P	21,651	9,752	7,906
Otros pasivos L/P	8,603	12,028	11,801
TOTAL DE PASIVOS	62,382	91,905	143,220
PATRIMONIO			
Capital social	19,000	19,000	64,000
Reserva	48,633	4,579	30,502
Reserva por Rev. Del Patrimonio		78,161	93,903
Reexpresión monetaria			
Otros			
Resultados acumulados	10,391	2,585	2,269
Resultados del ejercicio			10,008
TOTAL PATRIMONIO	78,023	118,616	173,683
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	140,406	210,521	316,903

Cuadro del Estado de Perdidas y ganancias después de emitir la obligación

	1,997	1,998	1,999
Ventas netas	144,120	193,258	242,461
Costo de ventas	99,307	130,943	174,722
Utilidad bruta	44,814	62,315	67,739
Gastos operacionales	33,557	45,253	61,860
Gastos administrativos		19,733	25,038
Gastos de ventas		9,008	11,856
Otros		16,512	24,966
Utilidad Operacional	11,257	17,062	5,879
Otros ingresos	2,179	29,385	97,487
Otros gastos	1,239	25,253	86,650
Utl. Antes partic. Trabajadores	12,197	21,194	16,715
Utilidad neta	10,310	14,291	10,008

Resumen de los principales indicadores financieros

	1,997	1,998	1,999
TOTAL DE ACTIVOS	140,406	210,521	316,903
Activos corrientes	68,933	105,038	174,173
Inventarios	18,070	36,832	44,114
Otros activos	1,503	2,424	2,265
TOTAL DE PASIVOS	62,382	919,905	143,220
Pasivos corrientes	32,128	70,125	123,514
Total de ventas	144,120	193,258	242,461
Gastos financieros		9,008	11,856
Gastos administrativos		19,733	25,038
Utilidad operacional	11,257	17,062	5,879
Ingresos no operacionales	2,179	29,385	97,487
Util. Antes de impuestos	12,197	21,194	16,715
Utilidad neta	10,310	14,291	10,008
Utilidad por acción	9,279	12,861	8,298

PINTURAS GLIDDEN

Cuadro de los Balances General antes de emitir la obligación

	1993	1994	1995	1996
Activo				
Activo corriente				
Caja y Bancos	400.910,00	137.503,00	411.890,00	547.121,00
Inversiones temporales	613.200,00			34.311,00
Cuentas Por cobrar	4.523,00	6.732,00	18.095,00	24.437,00
Clientes	3.765.601,00	5.056.299,00	6.939.985,00	6.342.481,00
Compañías relacionadas	290.883,00	455.350,00	826.982,00	927.190,00
Funcionarios y empleados	48.972,00	41.625,00	45.126,00	
Otras	30.219,00	220.807,00	431.183,00	337.022,00
Cuentas Por cobrar	4.135.675,00	5.774.081,00	8.243.277,00	7.606.693,00
menos cuentas dudosas	-102.666,00	-144.801,00	-182.052,00	-220.416,00
Total cuentas por cobrar	4.033.009,00	5.629.280,00	8.061.225,00	7.386.277,00
Inventario				
Productos terminados	1.202.154,00	1.625.943,00	2.240.511,00	3.109.813,00
productos para reventa	28.440,00	73.348,00	113.019,00	2.341.387,00
Productos en proceso	69.103,00	83.846,00	149.646,00	
Materias mprimas	2.351.102,00	2.869.647,00	3.166.503,00	
Importaciones en tránsito	73.014,00	144.574,00	90.279,00	
menos provisión obsoleta	-51.521,00	-147.893,00		
Total inventarios	3.672.592,00	4.649.465,00	5.759.958,00	5.451.200,00
G. Pagados por anticipado	88.108,00	224.104,00	162.257,00	507.605,00
Total activos corrientes	8.807.819,00	10.640.352,00	14.395.330,00	13.514.627,00
Ctas. Cobrar a L/P				
Compañías relacionadas	675.470,00	529.083,00	0,00	4.990.042,00

Activo Fijo	1.398.268,00	1.872.816,00	2.511.681,00	2.343.548,00
Otros activos	20.394,00	42.510,00	50.444,00	16.131.474,00
TOTAL DE ACTIVOS	10.901.951,00	13.084.761,00	16.957.455,00	15.874.307,00
PASIVOS				
Pasivo corriente				
Obligaciones bancarias	2.025.000,00	3.525.000,00	4.416.522,00	200.000,00
Cuentas por pagar				1.283.040,00
Proveedores del exterior	312.920,00	549.644,00	312.137,00	2.731.093,00
Proveedores locales	433.456,00	753.302,00	2.231.616,00	
Compañías relacionadas	161.909,00	818.328,00	1.787.560,00	
Otros impuestos por pagar	138.348,00	185.015,00	179.093,00	-141.470,00
Otras	371.626,00	463.022,00	25.150,00	
Total cuentas por pagar	1.418.259,00	2.769.311,00	4.535.556,00	1.283.040,00
Pasivos acumulados	742.156,00	914.065,00	7.721.363,00	1.248.052,00
Total pasivos corrientes	4.185.415,00	7.208.376,00	9.724.211,00	2.589.622,00
Pasivo a L/P				
Provisión jubilación patronal	279.523,00	334.616,00	465.920,00	4.834.180,00
TOTAL DE PASIVOS	4.464.938,00	7.542.992,00	10.190.131,00	7.423.802,00
PATRIMONIO				
Saldo al 1 de enero	5.268.828,00	6.437.013,00	5.541.769,00	7.753.131,00
Dividendos en efectivo	-837.403,00	-929.973,00	409,00	654.101,00
Ajustes Reex. Monetaria			-14.427,00	
Reexpresión monetaria	674.323,00	1.048.917,00	788.748,00	1.915.536,00
Utilidad neta	1.331.265,00	-1.014.188,00	451.234,00	773.734,00
TOTAL PATRIMONIO	6.437.013,00	5.541.769,00	6.767.324,00	11.096.502,00
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	10.901.951,00	13.084.761,00	16.957.455,00	18.520.304,00

Cuadro del Estado de Perdidas y Ganancias antes de emitir la obligación

	1993	1994	1995	1996
Ventas netas	12.709.604,00	14.578.541,00	19.557.239,00	19.563.707,00
Costo de ventas	7.778.140,00	10.577.778,00	12.635.903,00	12.631.748,00
Utilidad bruta	4.931.464,00	4.000.763,00	6.921.336,00	6.931.959,00
Gasto Venta y publicidad	-1.338.233,00	-2.223.036,00	-2.879.766,00	-2.880.288,00
Gastos administrativos	-989.492,00	-1.810.967,00	-2.293.400,00	-2.293.982,00
Gastos financieros	-629.597,00	-1.044.518,00	-1.186.754,00	1.187.768,00
total	-2.957.322,00	-5.078.521,00	-6.359.920,00	-3.986.502,00
Utilidad Operacional	1.974.142,00	-1.077.758,00	561.416,00	2.945.457,00
Otros ingresos	0,00	63.570,00	58.304,00	
Otros gastos	-49.581,00			
Utl. Antes partic. Trabajadores	1.924.561,00	-1.014.188,00	619.720,00	2.945.457,00
Utilidad neta	1.331.265,00	1.014.188,00	451.234,00	-528.182,00

Resumen de los principales indicadores financieros

	1993	1994	1995	1996
ACTIVOS				
Total de Activos	51,435,623	56,380,542	106,862,031	82,479,692

Activo Corriente	24,694,754	25,821,101	66,569,763	43,882,188
Inventario	7,205,237	6,803,699	450,776	19,429,568
Activo Fijo	26,740,869	30,559,441	40,292,268	38,597,504
Total Pasivos				
Pasivo corriente	25,607,094	26,742,544	58,972,192	39,529,245
Obligaciones Bancarias	5,778,241	6,683,412	5,000,000	5,000,000
Patrimonio	21,085,804	29,809,581	43,893,517	44,326,890
Ventas Monetaria	43,527,441	76,453,430	101,822,916	90,381,262
Costos en ventas	(25,387,421)	(49,206,552)	(65,847,161)	(63,145,452)
Gastos Financieros	(2,377,653)	(3,656,183)	(5,565,295)	(7,630,025)
Ingreso no operacional				6,053,081
Costo fijo	9,387,041	13,026,991	16,700,021	19,687,213
Costo Variable	16,000,380	36,179,561	49,147,140	52,831,071
Margen ganancia bruta	18,140,020	27,246,878	35,975,755	27,235,811
Utilidad operacional	4,116,787	7,546,749	10,700,716	7,875,820
Utilidad antes de impuestos	2,400,324	3,491,264	4,196,953	4,028,029
Utilidad por accion	295	158	211	
Utilidad neta	1,769,053	2,375,137	3,999,619	

Cuadro de los Balances General después de emitir la obligación

	1997	1998	1999
Activo			
Activo corriente	44,351	113,865	129,053
Caja y Bancos	2,976	8,915	7,426
Inversiones temporales		0	3,230
Cuentas y Doc. Por cobrar	14,595	32,387	30,380
Inventario	26,876	71,785	87,689
G. Pagados por anticipado		874	298
Otros activos corrientes	-95	-95	30
Activo fijo neto	12,104	30,548	44,672
Inversiones permanentes	0	239	47
Cargos diferidos	0	0	0
Otros activos			
TOTAL DE ACTIVOS	60,210	149,732	181,207
PASIVOS			
Pasivo corriente	28,248	93,040	110,329
Ctas. Doc. Por pagar	18,183	78,169	101,349

Pasivos acumulados	0	7,176	4,373
Obligaciones IESS e impuestos	65	6,519	1,919
Otros pasivos corrientes	10,000	1,176	2,688
Pasivo no corriente	1,137	1,639	1,441
Deuda a L/P	0	0	0
Otros pasivos L/P	1,137	1,639	1,441
TOTAL DE PASIVOS	29,385	94,679	111,770
PATRIMONIO			
Capital social	16,000	18,605	50,000
Reserva	2,036	11,551	6,524
Reserva por Rev. Del Patrimonio	3,838	11,857	30,128
Reexpresión monetaria		0	0
Otros	0	0	0
Resultados acumulados	8,952	4,167	-939
Resultados del ejercicio	0	0	-16,276
TOTAL PATRIMONIO	30,826	55,053	69,437
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	60,210	149,732	181,207

Cuadro del Estado de Perdidas y Ganancias después de emitir la obligación

	1997	1998	1999
Ventas netas	\$ 28.742	\$ 40.594	\$ 55.585
Costo de ventas	\$ 20.982	\$ 29.799	\$ 36.117
Utilidad bruta	\$ 7.759	\$ 10.795	\$ 19.468
Gastos operacionales	\$ 4.621	\$ 7.219	\$ 6.745
Gastos administrativos	\$ -	\$ 5.080	\$ 3.793
Gastos de ventas	\$ -	\$ 337	\$ 492
Otros	\$ -	\$ 1.802	\$ 2.460
Utilidad Operacional	\$ 3.138	\$ 3.576	\$ 12.723
Otros ingresos	\$ -	\$ 454	\$ 250
Otros gastos	\$ 2.987	\$ 3.817	\$ 12.751
Utl. Antes partic. Trabajadores	\$ 151	\$ 213	\$ 223
Utilidad neta	\$ 151	\$ 136	\$ 129

Resumen de los principales indicadores financieros

	1.997,00	1.998,00	1.999,00
TOTAL DE ACTIVOS	10.901.951,00	13.084.761,00	16.957.455,00
Activos corrientes	8.807.819,00	10.640.352,00	14.395.330,00
Inventarios	3.672.592,00	4.649.465,00	5.759.958,00
Otros activos	20.394,00	42.510,00	50.444,00
TOTAL DE PASIVOS	4.464.938,00	7.542.992,00	10.190.131,00
Pasivos corrientes	4.185.415,00	7.208.376,00	9.724.211,00
Total de ventas	12.709.604,00	14.578.541,00	19.557.239,00
Gastos financieros	-629.597,00	-1.044.518,00	-1.186.754,00
Gastos administrativos	-989.492,00	-1.810.967,00	-2.293.400,00
Utilidad operacional	3.475.446,00	5.732.025,00	7.896.731,00
Util. Antes de impuestos	1.856.357,00	2.876.540,00	4.416.577,00
Utilidad neta	1.331.265,00	1.014.188,00	451.234,00

AGA

Cuadro de los Balances General antes de emitir la obligación

Indicadores/Año	1993	1994	1995	1996
ACTIVOS				
Inversiones temporal	448.433		100.000	
Caja – Bancos	254.638	817.517	811.674	1.415.751
Cuentas por cobrar	4.402.899	6.438.526	9.826.358	9.034.667
Inventarios	5.252.356	6.881.069	9.826.358	9.034.667
Pagos Anticipados	264.166	117.722	394.351	950.475
Total Activos corrientes	10.262.492	14.254.834	20.315.888	24.348.168
Activos Fijos	20.242.435	24.125.948	25.220.307	22.804.686
Inversión en Acción		73.503	602.904	
Otros activos		310.600	750.247	7.121.815
Total Activos	30.504.927	38.768.885	53.641.546	54.274.669
PASIVOS				
Pasivos corrientes				
Obligaciones bancarias	2.884.004	5.730.730	14.320.810	10.586.946
Compañías relacionadas	2.124.141	3.032.817	3.144.378	3.537.020
Otros Acreedores	1.177.124	564.776	387.634	1.693.355
Proveedores	687.495	790.447	1089.189	1.037.183
Pasivos acumulados	604.1536	1.240.870	1623.780	1.197.017

Impuesto a la Rentas	24.169			
Total de Pasivo Corriente	7.501.086	11.359.640	20.565.791	18.051.521
Depósitos en Garantía	431.624	594.720	728.839	813.112
Reserva para jubilación	478.353	496.294	633.600	679.602
TOTAL PASIVOS	8.411.063	12.450.654	21.928.230	19.554.235
PATRIMONIO				
Capital pagado	6.761.975	15.141.085	15.141.085	15.141.085
Reserva Legal	26.785	166.222	286.678	286.678
Otras Reservas				
Reserva Valorización Patrimonio	12.095.239	7.929.214	14.017.183	14.017.183
Reexpresión Monetaria	2.447.676	1.838.602	1.079.009	848.220
Resultado ejer. anterior	(632.179)	38.557	969.746	1.189.362
TOTAL PATRIMONIO	22.093.864	26.318.231	31.713.316	34.7430.434
Total Pasivos y Patrimonio	30.504.927	38.768.885	53.641.546	54.274.669

Cuadro del Estado de Perdidas y Ganancias antes de emitir la obligación

	1993	1994	1995	1996
Ventas Netas	27,402,178.00	31,931,293.00	42,955,075.00	31,505,738.00
Otros Ingresos	163,419.00	147,126.00	285,290.00	362,709.00
TOTAL DE INGRESOS	27,565,597.00	32,078,419.00	43,240,365.00	31,868,447.00
Costo de Venta	14.094.106	15.978.361	20.712.774	18.040.574
Gasto de ventas	5,079,699.00	6,510,859.00	7,881,722.00	3,691,226.00
Gastos Administrativos	4,471,192.00	5,777,252.00	8,639,458.00	3,455,540.00
Otros Egresos	1,904,552.00	2,103,874.00	5,609,834.00	3,433,199.00
TOTAL COSTOS Y GASTOS	25,549,549.00	30,370,346.00	42,843,788.00	28,620,539.00
Utilidad antes de impuestos	2.016.048	1.708.073	396.577	3.247.908
Participación a trabajadores	305,110.00	217,627.00	77,505.00	487,186.00
Impuesto a la renta	316,570.00	285,889.00)	99,457.00	690,181
Utilidad Neta	1,394,368.00	1,204,557.00	219,615.00	2,070,541

Resumen de los principales indicadores financieros

	1993	1994	1995	1996
ACTIVOS				
Total de Activos	30,504,927	38,768,885	53,641,546	54,274,669
Activo Corriente	10,262,492	14,254,834	20,315,888	24,348,168
Inventario	5,252,356	6,881,069	9,826,358	9,034,667
Activo Fijo	20,242,435	24,125,948	25,220,307	22,804,686
Total Pasivos	8,411,063	12,450,654	21,928,230	19,544,235
Pasivo corriente	7,501,086	11,359,640	20,565,791	18,051,521
Obligaciones Bancarias	2,884,004	5,730,730	14,320,810	10,586,946
Patrimonio	22,093,864	26,318,231	31,713,316	34,730,434
Ventas Monetaria	27,402,178	31,931,293	42,955,075	31,505,738
Costos en ventas	14,094,106	15,978,361	20,712,774	18,040,574
Gastos Financieros	1,904,552	2,103,874	5,609,834	3,433,199
Ingreso no operacional	163,419	147,126	285,290	362,709
Costo fijo	9,550,891	12,288,111	16,521,180	7,146,766
Costo Variable	14,094,106	15,978,361	20,712,774	18,040,574
Margen ganancia bruta	13,308,072	15,952,932	22,242,301	13,465,164
Utilidad operacional	1,852,629	1,560,947	111,287	2,885,199
Utilidad antes de impuestos	2,016,048	1,708,073	396,577	3,247,908
Utilidad por acción	1,031,04	397,78	72,52	683,75
Utilidad neta	1,394,368	1,204,557	219,615	2,070,541

Cuadro de los Balances General después de emitir la obligación

	1997	1998	1999
Activo			
Activo corriente	27,185	43,058	91,693
Caja y Bancos	1,678	3,274	14,071
Inversiones temporales	443	0	2,976
Cuentas y Doc. Por cobrar	12,337	22,597	46,176
Inventario	11,682	15,815	29,203
G. Pagados por anticipado		1,206	346
Otros activos corrientes	1,045	165	-1,077
Activo fijo neto	29,694	52,434	93,265

Inversiones permanentes	31,895	213	13,952
Cargos diferidos	0	-2,515	0
Otros activos	0	39,273	26,925
TOTAL DE ACTIVOS	88,774	132,464	225,835
PASIVOS			
Pasivo corriente	43,726	83,842	199,512
Ctas. Doc. Por pagar	26,109	81,088	194,520
Pasivos acumulados	0	331	850
Obligaciones IESS e impuestos	925	1,261	3,906
Otros pasivos corrientes	0	1,162	236
Pasivo no corriente	4,040	8,761	12,163
Deuda a L/P	843	8,761	11,243
Otros pasivos L/P	3,197	0	920
TOTAL DE PASIVOS	48,691	92,603	211,675
PATRIMONIO			
Capital social	0	15,141	15,141
Reserva	0	309	309
Reserva por Rev. Del Patrimonio	0	42,375	73,022
Reexpresión monetaria		0	0
Otros		0	0
Resultados acumulados	0	474	-74,312
Resultados del ejercicio	0	0	0
TOTAL PATRIMONIO	40,083	39,861	14,160
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	88,774	132,464	225,835

Cuadro del Estado de Perdidas y Ganancias después de emitir la obligación

	1,997	1,998	1,999
Ventas netas	54,102	79,059	161,181
Costo de ventas	26,633	43,451	70,273

Utilidad bruta	27,469	35,608	90,908
Gastos operacionales	23,949	39,432	46,401
Gastos administrativos	0	27,813	16,246
Gastos de ventas	0	1,000	30,155
Otros	0	10,619	0
Utilidad Operacional	3,520	-3,824	44,507
Otros ingresos	469	500	36,595
Otros gastos	4,368	15,113	111,441
Utl. Antes partic. Trabajadores	-379	-18,437	-63,339
Utilidad neta	-379	-18,340	-63,339

Resumen de los principales indicadores financieros

	1,997	1,998	1,999
TOTAL DE ACTIVOS	88,774	132,464	225,835
Activos corrientes	27,185	43,058	91,693
Inventarios	11,682	15,815	29,203
Otros activos	0	39,273	26,925
TOTAL DE PASIVOS	48,691	92,603	211,675
Pasivos corrientes	43,726	83,842	199,512
Total de ventas	54,102	79,059	161,181
Gastos financieros	23,949	39,432	46,401
Gastos administrativos	0	27,813	16,246
Utilidad operacional	3,520	-3,824	44,507
Ingresos no operacionales	469	500	36,595
Util. Antes de impuestos	12,197	21,194	16,715
Utilidad neta	-379	-18,437	-63,339
Utilidad por acción	-379	-18,340	-63,339

CALOX ECUATORIANA S.A.

Cuadro de los Balances General antes de emitir la obligación (expresados en miles de sucres.)

Indicadores/Año	1995	1996
ACTIVOS		
ACTIVOS CORRIENTES	23,906,137	31,629,286
Caja – Bancos	1,921,199	2,482,834
Cuentas por cobrar	12,009,098	17,382,589
Clientes	11,184,802	15,776,259
Crédito Tributario	416,635	600,294
Funcionarios y empleados	193,232	123,749
Otras	402,716	1,220,047
Subtotal Cuentas por Cobrar	12,197,385	17,720,349
(Provisión Cuentas dudosas)	(188,287)	(337,760)
Inventarios	9,923,037	11,431,348
Farmacia	5,708,498	7,509,184
Consumo General	1,767,645	2,784,061
Inventarios en transito	2,446,894	1,138,103
Pagos Anticipados	52,803	332,515
Total Activos no corrientes	375,856	348,329
Activos Fijos	354,916	344,802
Otros activos	20,940	3,527
Total Activos	24,281,993	31,977,615
PASIVOS	21,812,110	27,664,007
Pasivos corrientes	21,694,620	27,228,698
Obligaciones bancarias	3,524,394	5,885,634
Cuentas por Pagar	17,131,027	20,788,304
Proveedores al exterior	9,006,422	10,550,786
Proveedores Locales	6,261,790	9,741,837
Compañía relacionadas	1,170,400	275,773
Otras	692,415	219,908
Pasivos Acumulados	1,039,199	554,760
Pasivo a Largo Plazo	117,490	435,309
Obligaciones de propia emisión		
Jubilación patronal	117,490	435,309
PATRIMONIO	2,469,883	4,313,608
Capital social	230,000	2,265,000

Aumento de capital en tramite		
Reserva Legal	115,000	115,000
Reserva Valorización Patrimonio	1511,444	133,417
Reexpresión Monetaria	(1,157,074)	
Utilidades retenidas	1,770,513	1,800,191
TOTAL PATRIMONIO + PASIVO	24,281,993	31,977,615

Cuadro del Estado de Perdidas y Ganancias antes de emitir la obligación

	1995	1996
Ventas Netas	55,481,288	77,610,178
Costo de Ventas	45,745,720	63,298,410
Utilidad Bruta	9,745,568	14,311,768
Gasto de Venta	5,223,357	7,833,607
Gasto de Administración	1,695,491	2,002,360
Gastos Financieros	1,259,776	2,846,131
TOTAL de GASTOS	8,178,624	12,682,098
Utilidad en Operación	1,566,944	1,629,670
Otros Ingresos	9,190	276,993
Otros Egresos	1,769,868	1,846,144
Perdida cambiara	1,769,868	1,846,144
Otros		
Util. Antes de impuestos	(193,734)	60,519
Participación a los trabajadores		10,012
Impuesto a la renta		
Utilidad Neta	(193,734)	50,507

Resumen de los principales indicadores financieros

	1995	1996
ACTIVOS		
Total de Activos	24,281,993	31,977,615
Activo Corriente	23,906,137	31,629,286
Inventario	9,923,037	11,431,348
Activo Fijo	354,916	344,802
Total Pasivos	21,812,110	27,664,007
Pasivo corriente	21,694,620	27,228,698
Obligaciones Bancarias	3,524,394	5,885,634

Patrimonio	2,469,883	4,313,608
Ventas Monetaria	55,481,288	77,610,178
Costos en ventas	45,745,720	63,298,410
Gastos Financieros	1,259,776	2,846,131
Costo fijo	6,918,848	9,835,967
Costo Variable	45,735,720	63,298,410
Margen ganancia bruta	9,745,568	14,311,768
Utilidad operacional	1,566,944	1,629,670
Utilidad antes de impuestos	(193,734)	60,519
Utilidad por acción		22
Utilidad Neta	(193,734)	50,507

Cuadro de los Balances General después de emitir la obligación

	1,997	1,998	1,999
Activo			
Activo corriente	25,814	55,332	12,758
Caja y Bancos	4,024	1,127	1,849
Inversiones temporales	0	0	0
Cuentas y Doc. Por cobrar	26,186	29,058	10,782
Inventario	21,675	24,522	0
G. Pagados por anticipado	0	533	55
Otros activos corrientes	929	92	72
Activo fijo neto	756	1,311	1,750
Inversiones permanentes	4	7	0
Cargos diferidos	0	0	0
Otros activos	0	964	3,718
TOTAL DE ACTIVOS	53,574	57,614	18,226
PASIVOS			
Pasivo corriente	43,175	50,239	7,069
Ctas. Doc. Por pagar	12,168	48,811	6,207
Pasivos acumulados	0	161	118
Obligaciones IESS e impuestos	0	96	77
Otros pasivos corrientes	1,008	1,174	668
Pasivo no corriente	4,007	3,718	2,892
Deuda a L/P	3,375	2,275	2,125
Otros pasivos L/P	632	1,443	767

TOTAL DE PASIVOS	47,182	53,957	9,961
PATRIMONIO			
Capital social	2,265	8,655	8,655
Reserva	0	1	1
Reserva por Rev. Del Patrimonio	153	-1,295	-950
Reexpresión monetaria	0	0	0
Otros	0	0	6,000
Resultados acumulados	3,974	2,834	-2,495
Resultados del ejercicio	0	0	-2,946
TOTAL PATRIMONIO	6,392	3,657	8,264
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	53,574	57,614	18,226

Cuadro del Estado de Perdidas y Ganancias después de emitir la obligación

	1,997	1,998	1,999
Ventas netas	128,865	145,491	79,011
Costo de ventas	105,692	130,612	68,013
Utilidad bruta	23,173	14,879	10,997
Gastos financieros	15,608	22,176	15,781
Gastos administrativos	0	17,101	11,160
Gastos de ventas	0	1,851	643
Otros	0	3,224	3,978
Utilidad Operacional	7,565	-7,297	-4,783
Otros ingresos	0	3,939	2,871
Otros gastos	5,575	3,180	1,034
Utl. Antes partic. Trabajadores	1,989	-6,539	-2,946
Utilidad neta	1,521	-6,525	-2,946

Resumen de los principales indicadores financieros

	1,997	1,998	1,999
TOTAL DE ACTIVOS	53,574	57,614	18,226
Activos corrientes	25,814	55,332	12,758

Inventarios	21,675	24,522	0
Otros activos	0	964	3,718
TOTAL DE PASIVOS	47,182	53,957	9,961
Pasivos corrientes	43,175	50,239	7,069
Total de ventas	128,865	145,491	79,011
Gastos financieros	0	1,851	643
Gastos administrativos	0	17,101	11,160
Utilidad operacional	7,565	-7,297	-4,783
Util. Antes de impuestos	1,989	-6,539	-2,946
Utilidad neta	1,521	-6,525	-2,946

ROCSA

Cuadro de los Balances General antes de emitir la obligación

	1,994	1,995	1,996
Activo			
Activo corriente	14,931,766	18,500,721	23,147,469
Caja y Bancos	856,830	1,027,217	740,187
Cuentas Por cobrar	10,492,029	10,511,512	14,003,090
Clientes	9,400,998	10,558,158	13,511,895
Compañías relacionadas	816,448	0	0
Funcionarios y empleados	57,803	133,206	165,007
Otras	452,843	520,148	1,093,949
Cuentas Por cobrar	10,728,092	11,211,512	14,770,851
menos cuentas dudosas	-236,063	-700,000	-767,761
Inventario	3,553,119	6,777,905	8,337,011
Farmacia	1,932,480	2,501,241	5,274,937
consumo general	1,241,930	3,727,138	2,226,914
ferretería	287,580	532,379	483,514
Agrícolas	7,376	0	0
Repuestos y otros	83,753	0	0
Inventarios en tránsito		17,147	351,646
G. Pagados por anticipado	29,788	184,087	67,181
ACTIVO NO CORRIENTE	990,256	1,060,885	1,101,447
Activo Fijo	93,224	15,241	15,241

Otros activos	897,032	1,045,754	1,086,206
TOTAL DE ACTIVOS	15,922,022	19,461,716	254,248,916
PASIVOS	12,377,117	17,671,140	20,955,570
Pasivo corriente	120,158,328	16,022,043	19,071,154
Obligaciones bancarias	2,913,359	2,953,004	2,149,460
Cuentas por pagar	8,703,694	12,608,780	18,755,786
Proveedores del exterior	909,898	0	0
Proveedores locales	7,342,095	6,368,112	9,225,998
Compañías relacionadas	54,319	5,484,248	5,884,100
Otras	50,448	0	0
Pasivos acumulados	346,934	756,420	642,688
Pasivo a L/P	398,275	460,259	1,165,908
Obligaciones propia emisión	361,789	1,649,097	1,884,416
Provisión jubilación patronal	361,789	1,649,097	1,884,416
PATRIMONIO	3,544,905	1,890,576	3,293,346
Capital social	2,900,000	3,183,000	3,183,000
Aumento de capital en trámite	283,000	0	
Reserva legal	999	50,263	50,263
Reserva Facultativa	963	279,885	2,795,885
Res. Reval. Patrimonio	2,001,076	160,550	0
Reexpresión monetaria	-2,037,228	0	0
Utilidades retenidas	396,095	-1,783,122	-219,802
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	15,922,022	19,561,716	24,248,916

Cuadro del Estado de Perdidas y Ganancias antes de emitir la obligación

	1,994	1,995	1,996
Ventas netas	54,510,825	72,983,172	95,851,223
Costo de ventas	46,639,997	61,808,899	80,396,202
Utilidad bruta	7,870,828	11,174,273	15,455,021
Gasto Venta y publicidad	5,172,368	6,636,966	8,475,873
Gastos administrativos	1,751,646	2,608,026	3,159,789
Gastos financieros	560,495	1,780,967	2,258,465
total gastos	7,484,509	11,025,959	13,894,127
Utilidad Operacional	386,319	148,314	1,560,894
Otros ingresos	193,259	-2,019,369	197,269
Utl. Antes partic. Trabajadores	579,578	-1,871,055	1,758,163
Participación a los trabajadores	-86,936	0	-245,541

Impuesto a la renta	-96,545	0	-347,850
Utilidad neta	396,097	-1,871,055	1,164,772

Resumen de los principales indicadores financieros

	1,994	1,995	1,996
TOTAL DE ACTIVOS	15,922,022	19,461,716	254,248,916
Activos corrientes	14,931,766	18,500,721	23,147,469
Inventarios	3,553,119	6,777,905	8,337,011
Otros activos	897,032	1,045,754	1,086,206
TOTAL DE PASIVOS	12,377,117	17,671,140	20,955,570
Pasivos corrientes	120,158,328	16,022,043	19,071,154
Total de ventas	54,510,825	72,983,172	95,651,223
Gastos financieros	560,495	1,780,967	2,258,465
Gastos administrativos	1,751,646	2,608,026	3,159,789
Utilidad operacional	386,319	148,314	1,560,894
Util. Antes de impuestos	579,578	-1,871,055	1,758,163
Utilidad neta	396,097	-1,871,055	1,164,772

Cuadro de los Balances General después de emitir la obligación

	1,997	1,998	1,999
Activo			
Activo corriente	36,061	47,683	519,444
Caja y Bancos	1,009	1,395	2,472
Inversiones temporales	0	0	0
Cuentas y Doc. Por cobrar	22,452	30,363	23,871
Inventario	12,498	15,714	25,446
G. Pagados por anticipado	66	91	67
Otros activos corrientes	37	119	89
Activo fijo neto	1,537	2,280	3,679
Inversiones permanentes	22	22	22
Cargos diferidos	0	0	-299
Otros activos	0	896	3,879
TOTAL DE ACTIVOS	37,620	50,880	59,224
PASIVOS			

Pasivo corriente	26,987	34,812	34,759
Clas. Doc. Por pagar	24,123	29,373	30,121
Pasivos acumulados	1,006	1,791	1,958
Obligaciones IESS e impuestos	391	1,823	894
Otros pasivos corrientes	1,467	1,825	1,786
Pasivo no corriente	3,236	2,093	2,105
Deuda a L/P	1,750	664	500
Otros pasivos L/P	1,486	1,429	1,605
TOTAL DE PASIVOS	30,223	36,905	36,865
PATRIMONIO			
Capital social	3,183	7,000	7,000
Reserva	1,495	80	5,010
Reserva por Rev. Del Patrimonio	410	0	3,282
Reexpresión monetaria	0	0	0
Otros	0	0	0
Resultados acumulados	-1,450	632	1,797
Resultados del ejercicio	0	0	5,271
TOTAL PATRIMONIO	7,398	13,975	22,366
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	37,620	50,880	59,224

Cuadro del Estado de Perdidas y Ganancias después de emitir la obligación

	1,997	1,998	1,999
Ventas netas	136,437	174,802	181,995
Costo de ventas	117,743	148,076	154,442
Utilidad bruta	18,694	26,726	27,553
Gastos operacionales	15,602	17,844	21,092
Gastos administrativos	11,106	12,638	14,797
Gastos de ventas	1,322	1,212	1,367
Otros	3,174	3,994	4,928
Utilidad Operacional	3,072	8,882	6,461
Otros ingresos	1,629	1,290	3,024
Otros gastos	0	476	2,150
Utl. Antes partic. Trabajadores	4,721	9,697	7,334
Utilidad neta	3,760	6,263	5,271

Resumen de los principales indicadores financieros

	1,997	1,998	1,999
TOTAL DE ACTIVOS	37,620	50,880	59,224
Activos corrientes	36,061	47,683	519,444
Inventarios	12,498	15,714	25,446
Otros activos	0	896	3,879
TOTAL DE PASIVOS	30,223	36,905	36,865
Pasivos corrientes	26,987	34,812	34,759
Total de ventas	136,437	174,802	181,995
Gastos financieros	1,322	1,212	1,367
Gastos administrativos	11,106	12,638	14,797
Utilidad operacional	3,072	8,882	6,461
Util. Antes de impuestos	4,721	9,697	7,334
Utilidad neta	3,760	6,263	5,271

EDESA

Cuadro de los Balances General antes de emitir la obligación (EN MILES)

	1,996	1,997	1,998	1,999	2,000
Activo					
Activo corriente					
Caja y Bancos	385,273	1,919,496	11,826,985	2,301,170	82,333
Equivalentes de caja y bancos	1,491,760	10,000	12,710,388	2,850,000	10,993,852
Cuentas Por cobrar	12,677,605	16,324,776	19,314,141	139,524,418	6,416,680
Inventario	13,710,031	18,574,245	34,274,588	69,945,284	24,536
G. Pagados por anticipado	276,846	628,517	104,282	2,512,812	8,089
Total de activos corrientes	28,541,515	37,457,034	78,230,384	217,133,684	17,525,490
Propiedades, planta y equipo					
Terreno	3,320,624	4,313,491	48,422,220	9,357,534	614,258
Edificios e instalaciones	9,766,724	14,321,806		34,140,839	2,757,655
Maquinaria y equipo	20,162,198	24,095,922		79,442,570	6,813,462
Muebles y enseres	2,641,834	3,247,297		6,117,486	476,530
Vehículo	1,052,908	1,042,233		1,586,896	87,172
En proceso y en instalación	922,934	2,055,506		3,434,759	5,247,406
	37,867,222	49,076,255	48,422,220	134,080,084	15,996,483
Depreciación acumulada	-22,101,929	-27,139,948		-49,941,930	-3,951,891

Total propiedades, plantas y eq.	15,765,293	21,936,307	48,422,220	84,138,154	12,044,592
Inversiones en acciones	8,711,019	9,445,419	2,922,461	4,302,781	219,435
Cargos diferidos	276,708	516,578	409,031	1,010,154	147,431
TOTAL ACTIVOS	53,294,535	69,355,338	129,984,096	306,584,773	29,936,948
Pasivos y Patrimonios					
Pasivos corrientes					
Sobregiros Bancarios	381,497	404,229	33,734,361	1,296,669	308,956
Obligaciones financiera	5,677,320	7,378,340	16,416,187	120,016,000	9,500,000
Cuentas Por pagar	8,095,466	11,265,510	2,425,639	54,501,376	5,554,853
Pasivos acumulados	1,936,381	4,646,522	2,958,724	12,945,387	2,131,764
Total pasivos corrientes	16,090,664	23,694,601	55,534,911	188,759,432	17,495,573
Obligaciones a L/P	979,350	1,049,805	1,835,722	1,360,819	115,795
Patrimonio de los accionistas					
Capital social	11,833,000	11,833,000	1,125,837	20,220,000	5,000,000
Reserva legal	1,214,379	1,729,868	20,220,000	2,906,622	220,437
Res. Rev. del patrimonio	17,567,210	22,608,493	32,694,020	52,945,015	1,541,407
Utilidades retenidas	5,609,932	8,439,571	18,573,606	40,392,885	5,563,736
TOTAL PATRIMONIO	36,224,521	44,610,932	72,613,463	116,464,522	12,325,580
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	53,294,535	69,355,338	129,984,096	306,584,773	29,936,948

Cuadro del Estado de Perdidas y Ganancias antes de emitir la obligación

	1,996	1,997	1,998	1,999	2,000
Ventas netas	52,971,160	72,211,696	93,429,113	186,634,568	21,000,766
costo de venta	-36,194,238	-47,787,082	-56,994,895	-102,420,177	-12,218,197
Utilidad bruta	16,776,922	24,424,614	36,434,218	84,214,391	8,782,569
Gastos de operación					
Ventas	-5,633,979	-7,580,848	-10,470,828	-12,770,011	-1,370,623
Generales y administrativos	-3,909,011	-4,494,510	-6,348,258	-11,159,803	-1,037,046
	-9,542,990	-12,075,358	-4,271,983	-23,929,814	-2,407,669
Utilidad Operacional	7,233,932	12,349,256	15,343,149	60,284,577	6,374,900
Otros ingresos					
Financieros neto	275,961	-1,703,106		-31,161,650	-983,363
Otros neto	-1,017,965	301,870		-101,647	-321,783
	-742,004	-1,401,236	0	-31,263,297	5,069,754
Utl. Antes partic. Trabajadores	6,491,928	10,948,020	1,959,621	29,021,280	-734,766
Participación a los trabajadores	-973,789	-1,642,203	2,595,416	-4,353,192	-171,312

Impuesto a la renta	-363,253	-1,842,523	14,707,354	-1,645,348	-1,052,569
	-1,337,042	-3,484,726	2,909,240	-2,682,318	-1,958,647
Utilidad neta	5,154,886	7,463,294	11,798,114	20,340,421	3,111,107