

UNIVERSIDAD TÉCNICA DE AMBATO



FACULTAD DE CONTABILIDAD Y AUDITORÍA

UNIDAD ACADÉMICA DE TITULACIÓN

MAESTRÍA EN GERENCIA FINANCIERA EMPRESARIAL

Resolución del Problema Profesional

Tema: ANÁLISIS DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES Y SU
INCIDENCIA EN EL FINANCIAMIENTO EN LAS EMPRESAS QUE
HAN EMITIDO EN LA BOLSA DE VALORES DE QUITO

Resolución del Problema Profesional, previo a la obtención del Grado Académico de
Magister en Gerencia Financiera Empresarial a través del Examen Complexivo

Autor: Ing. Mario Alfredo Villacís Carrillo

AMBATO-ECUADOR

2016

La Unidad Académica de Titulación de la Facultad de Contabilidad y Auditoría.

El Tribunal receptor de la Resolución del Problema Profesional integrado por el Presidente y Miembros del Tribunal, designados por la Unidad Académica de Titulación de la Facultad de Contabilidad y Auditoría de la Universidad Técnica de Ambato, para receptor la Resolución del Problema Profesional con el tema: “ANÁLISIS DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES Y SU INCIDENCIA EN EL FINANCIAMIENTO EN LAS EMPRESAS QUE HAN EMITIDO EN LA BOLSA DE VALORES DE QUITO”, elaborado y presentado por el Señor Ingeniero Mario Alfredo Villacís Carrillo, para optar por el Grado Académico de Magister en Gerencia Financiera Empresarial a través del Examen Complexivo; una vez escuchada la defensa oral el Tribunal aprueba y remite el trabajo para uso y custodia en las bibliotecas de la UTA.

Eco. Telmo Diego Proaño Córdova, Mg.
Presidente y Miembro del Tribunal

Miembro del Tribunal

c.c.....

Miembro del Tribunal

c.c.....

AUTORÍA DE LA RESOLUCIÓN DEL PROBLEMA PROFESIONAL

La responsabilidad de las opiniones, comentarios y críticas emitidas en la Resolución del Problema Profesional presentado con el tema: “ANÁLISIS DE LA EMISION DE OBLIGACIONES Y SU INCIDENCIA EN EL FINANCIAMIENTO EN LAS EMPRESAS QUE HAN EMITIDO EN LA BOLSA DE VALORES DE QUITO”, me corresponde exclusivamente a: Ingeniero Mario Alfredo Villacís Carrillo.

Ing. Mario Alfredo Villacís Carrillo
AUTOR

DERECHOS DE AUTOR

Autorizo a la Universidad Técnica de Ambato, para que la Resolución del Problema Profesional, sirva como un documento disponible para su lectura, consulta y procesos de investigación, según las normas de la Institución.

Cedo los Derechos de mi trabajo, con fines de difusión pública, además apruebo la reproducción de este, dentro de las regulaciones de la Universidad.

Ing. Mario Alfredo Villacís Carrillo
c.c. 1802491074

ÍNDICE GENERAL

CONTENIDO	PÁG.
PORTADA.....	i
LA UNIDAD ACADÉMICA DE TITULACIÓN.....	ii
AUTORÍA DE LA RESOLUCIÓN DEL PROBLEMA PROFESIONAL.....	iii
DERECHOS DE AUTOR	iv
ÍNDICE GENERAL	v
ÍNDICE CUADROS	ix
ÍNDICE GRÁFICOS	ix
INTRODUCCIÓN	1
CAPITULO I.	2
1.2 Planteamiento del Problema.....	2
1.2.1 Contextualización.....	2
Contextualización Meso:	3
Contextualización Micro:	5
1.2.2 Análisis Crítico.....	5
1.2.2.1 Árbol del Problema.....	6
1.2.3 Prognosis	7
1.2.4. Formulación del Problema	10
1.2.5. Delimitación del Problema.....	10
1.3 Justificación.....	10
1.4 OBJETIVOS	11
1.4.1. Objetivo General	11
1.4.2. Objetivos Específicos	11
CAPITULO II.....	12

2. MARCO TEORICO	12
2.1 Antecedentes Investigativos	12
2.2 Fundamentación Filosófica	14
2.2.1. Mercado Financiero.....	14
2.2.1.1. Mercado Monetario	15
2.2.1.4. Mercado de Bursátil	16
2.2.1.4.1. Tipos de Mercado Bursátil	16
2.2.1.4.1.1. Mercado Primario o de Emisión.....	17
2.2.1.4.1.2. Mercado Secundario	17
2.2.1.4.2.1. Junta de Regulación del Mercado de Valores	18
2.2.1.4.2.2. La Bolsa de Valores.....	19
2.2.1.4.2.2.1. Misión de la Bolsa de Valores.....	20
2.2.1.4.2.2.2. Concepto de la Bolsa de Valores.....	20
2.2.1.4.2.2.3 Función Económica	21
2.2.1.4.2.2.4. Función Social	21
2.2.1.4.2.2.5 Función Jurídica	22
2.2.1.4.2.2.6 Función de Información	22
2.2.1.4.2.2.7 Función de un Mercado Uniforme	22
2.2.1.4.2.3. Las Casas de Valores.....	23
2.2.1.4.2.3.1. Requisitos para la de Conformación y Funcionamiento de las Casas de Valores.....	23
2.3 Fundamentación Legal	24
2.3.1. Ley de Mercado de Valores.....	25
2.3.2 OBLIGACIONES.....	35
2.3.2.1 Obligaciones con Garantía General.....	35
2.3.2.2 Obligaciones con Garantía Específica.....	35
2.3.2.3 Obligaciones Convertibles en Acciones.....	36

2.3.2.4 Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial.....	36
2.3.2.5 Plazos.....	36
2.3.2.6 Unidad Monetaria.....	37
2.3.2.7 Rendimientos.....	37
2.3.2.8 Tratamiento Fiscal.....	37
2.3.2.9 Colocación.....	37
2.3.2.10 Convenio de Representación.....	38
2.3.2.11 Compañías que han emitido obligaciones.....	39
2.4 Categorías Fundamentales.....	42
2.5 Hipótesis.....	43
2.6 Señalamiento de Variables.....	43
CAPITULO III.....	44
3. METODOLOGIA.....	44
3.1 Modalidad Básica de Investigación.....	44
3.2 Tipos y Métodos de Investigación.....	45
3.3. Población y Muestra.....	45
3.4.2 Variable Dependiente: COSTOS FINANCIEROS.....	48
3.5 Plan de Recolección de Información.....	50
CAPITULO IV.....	52
4. ANÁLISIS E INTERPRETACION DE RESULTADOS.....	52
4.1. Análisis e Interpretación de Resultados.....	52
4.2. Verificación de Hipótesis.....	52
4.2.1. Artefactos ecuatorianos para el hogar s.a. artefacta.....	53
4.2.2.1. Monto.....	56
4.2.2.2. Plazo.....	56
4.2.2.3 Tasa de interés.....	57

4.2.2.4 Amortización.....	57
4.2.2.5 Garantía	58
4.2.2.6 Impuestos.....	59
4.2.2.7 Costos	59
4.2.3 Evaluación de la Emisión de Obligaciones de ARTEFACTA S.A.	60
4.3 Evaluación del Préstamo Bancario de ARTEFACTA S.A.	63
CAPITULO V.....	66
5. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	66
5.1. Conclusiones.....	66
5.2 Recomendaciones.....	68
BIBLIOGRAFÍA	69

ÍNDICE CUADROS

CUADRO N° 1	4
CUADRO N° 2	7
CUADRO N° 3	8
CUADRO N° 4	8
CUADRO N° 5	39
CUADRO N° 6	41
CUADRO N° 7	47
CUADRO N° 8	48
CUADRO N° 9	53
CUADRO N° 10	55
CUADRO N° 11	59
CUADRO N° 12	62

ÍNDICE GRÁFICOS

GRÁFICO N° 1	6
GRÁFICO N° 2	42

INTRODUCCIÓN

En el Ecuador la emisión de obligaciones incide en el financiamiento en las empresas que han emitido en la bolsa de valores de Quito, en la presente investigación se analizará la emisión de obligaciones y su incidencia en el financiamiento en las empresas que han emitido en la bolsa de valores de Quito

El presente estudio investigativo consta de cuatro capítulos estructurados de la siguiente manera:

En el Capítulo I, se encuentra el planteamiento del problema, contextualización, al igual que se explica las razones por las cuales éste proyecto es importante en la justificación del mismo, y se plantean los objetivos

En el Capítulo II, se presenta los antecedentes de la investigación, la fundamentación filosófica y legal, las categorías fundamentales de las variables a estudiar, la hipótesis siendo de gran importancia, señalamiento de variables para conocer con mayor profundidad el problema a investigar.

En el Capítulo III, se procede a redactar la metodología de investigación, y la modalidad de la investigación a utilizar para obtener datos confiables, así como la Operacionalización de las variables y la recolección de información pertinente a la investigación.

En el Capítulo IV, se encuentra el análisis e interpretación de resultados, y la verificación de la hipótesis que es de gran importancia.

En el Capítulo V, se encuentra las conclusiones y recomendaciones.

CAPITULO I.

1.1. Tema de Investigación

“ANÁLISIS DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES Y SU INCIDENCIA EN EL FINANCIAMIENTO DE LAS EMPRESAS QUE HAN EMITIDO EN LA BOLSA DE VALORES DE QUITO”

1.2 Planteamiento del Problema

1.2.1 Contextualización

Es necesario plantear el problema en su contexto y en su red de relaciones para tener un acercamiento perceptivo del porque en la Emisión de Obligaciones no es utilizado como un mecanismo de financiamiento en las Empresas de la Provincia de Pichincha, para ello definimos tres ejes transversales:

Contextualización Macro:

En 2002 nueva falla en el funcionamiento del mercado de financiamiento del comercio internacional: los bancos locales e internacionales no estaban dispuestos a asumir los riesgos políticos (de transferencia de divisas o su convertibilidad) y/o comerciales (riesgos crediticios por debilitamiento de la capacidad de pago empresarial) del financiamiento del comercio internacional. (Echegaray, 2004)

Las situaciones son diversas, en algunos casos el financiamiento se ha hecho más escaso y a plazos más breves. En otros, las fuentes tradicionales de financiamiento no están dispuestas a asumir los riesgos políticos del financiamiento del comercio. En otros, el riesgo comercial de las empresas pequeñas y medianas ha encarecido sensiblemente el crédito para el comercio. (Echegaray, 2004)

Contextualización Meso:

El desarrollo de la sociedad de la información necesita de estrategias nacionales que permitan utilizar plenamente las fuentes y los instrumentos disponibles para financiar el desarrollo digital. Formular y ejecutar esas estrategias demanda visión y planes de acción con prioridades claras y basadas en criterios de eficiencia, transparencia, solidaridad social y acuerdos público-privados. (CEPAL, 2005, pág. 5)

En la década de los setenta, la negociación de títulos valores en el Ecuador casi no se mencionaba, debido al limitado desarrollo, difusión y evolución de los mismos. Por ello los entendidos en la materia describían a la bolsa de valores como un lugar “donde la gente astuta e inteligente jugaba con otros participantes, transando papeles que misteriosamente variaban su valor”(Ortiz , 1993, pág. 4)

Por ello la participación en la bolsa fue mayoritaria por parte del sector público (Ver cuadro No. 1), el promedio fue del 74,9 por ciento, mientras que el sector privado fue del 25,1 por ciento. En el mismo periodo los títulos que más se negociaron fueron los de renta fija (98,5%), y los de renta variable (1.5%). Era una actividad que no tenía impacto en la economía, en la inversión real, en el empleo o en el crecimiento del país.

CUADRO N° 1
ESTRUCTURA DE LAS OPERACIONES EN LA BOLSA DE VALORES
QUITO Y GUAYAQUIL
PERIODO 71 – 80
(En porcentaje)

Años	Renta Variable	Renta Fija	Sector Público	Sector Privado
1971	5,6	94,4	69,2	30,8
1972	2,3	97,7	66,7	33,3
1973	0,6	99,4	89,2	10,8
1974	0,6	99,4	85,8	14,2
1975	1,4	98,6	81,5	18,5
1976	1,5	98,5	82,6	17,4
1977	0,9	99,1	84,2	15,8
1978	0,6	99,4	75,4	24,6
1979	1,4	98,6	61,5	38,5
1980	0,3	99,7	53,2	46,8
Promedio	1,5	98,5	74,9	25,1

FUENTE: Estadísticas del Ecuador, ILDIS
ELABORADO POR: Mario Villacís C.

A pesar, que en mayo de 1993, se expidió la primera Ley del Mercado de Valores y su reforma en 1998, a partir de esta fecha las negociaciones de títulos valores en la Bolsa de Quito han aumentado, sin embargo el mercado no reaccionó ante las facilidades que brindó la Ley para impulsar la emisión de obligaciones, el nivel de actividad se ha concentrado básicamente en títulos valores de renta fija, como los Bonos de Estado, Bonos de Estabilización Monetaria, Pólizas de Acumulación, Pagarés. (Ortiz , 1993)

Contextualización Micro:

La Bolsa de Valores de Quito y la Bolsa de Valores de Guayaquil actuarán como administradores del sistema de información para la valoración, adecuada de los instrumentos financieros, permite conocer y estimar las pérdidas y ganancias derivadas de una posición en instrumentos financieros, el valor del fondo y el desempeño financiero, el saldo diario de cada cuenta individual, y el riesgo inherente al conjunto de las inversiones. (Fonseca & Toro, 2008, pág. 2)

La Ley de Mercado de Valores determina las reglas a las que deberán sujetarse las inversiones de los fondos, las transacciones de los valores deberán sujetarse a los precios que prevalecen en el mercado y deberán fundamentarse en estudios de valoración económica de esas inversiones. (Fonseca & Toro, 2008)

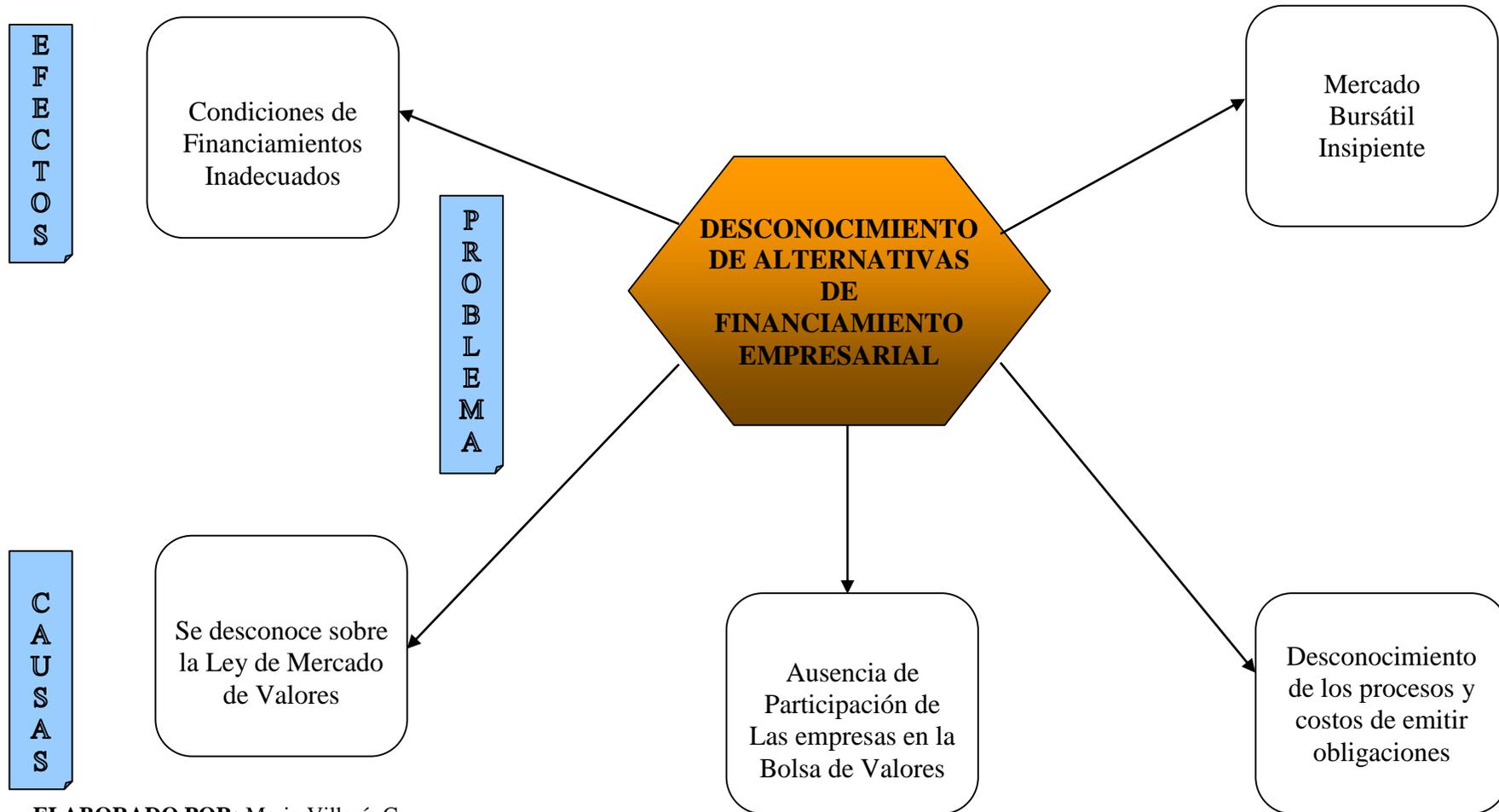
1.2.2 Análisis Crítico

Es importante observar al problema no desde su perspectiva general, sino encontrar las causas y efectos que originan la problemática del por qué las empresa ecuatorianas como parte administrativa y financiera no acuden a mercados alternativo de financiamiento, sino por el contrario recurren a fuentes tradicionales de apalancamiento financiero.

La canalización de recursos económicos desde los ahorradores hacia los prestatarios puede efectuarse a través de las instituciones del sistema financiero o a través de la Bolsa de Valores, pero lo tradicional en el Ecuador ha sido que el ahorro se canalice a través de las instituciones de sistema financiero quienes realizan la mayoría de captaciones en depósitos de ahorros, que por lo general éstos recursos son canalizados en créditos a corto plazo. Lo que estimula el consumo y a la larga no se traduce en un crecimiento económico.

1.2.2.1 Árbol del Problema

GRÁFICO N° 1



ELABORADO POR: Mario Villacís C.

1.2.3 Prognosis

El Mercado Bursátil Ecuatoriano, a pesar de ser un mercado no tan desarrollado, los montos negociados a nivel nacional en los últimos diez años tuvo un crecimiento anual promedio del 15 por ciento. En el año 2014, los montos negociados en la bolsa de valores de Quito y Guayaquil se duplicaron respecto a los montos negociados en el año 2013. El monto total negociado en las dos bolsas en el año 2014 fue un 55 por ciento mayor al del año 2006; y comparado al año 2013 se registró un crecimiento del 103 por ciento.

Del total negociado en el año 2014, el 37 por ciento de participación correspondió a la Bolsa de Valores de Quito y el 63 por ciento a la Bolsa de Valores de Guayaquil.

CUADRO N° 2 ESTRUCTURA DE LAS OPERACIONES EN LA BOLSA DE VALORES QUITO Y GUAYAQUIL

MONTOS NEGOCIADOS - 2014 (Millones de dólares)					
	BVQ		BVG		TOTAL
	V.E.	% Part.	V. E.	% Part.	V.E.
Renta Variable	620	52%	584	48%	1,203
Renta Fija	2,157	34%	4,186	66%	6,343
TOTAL	2,777	37%	4,770	63%	7,547

FUENTE: Memoria Anual Bolsa de Valores de Quito 2014

ELABORADO POR: Mario Villacís C.

La variación positiva en las negociaciones del año 2014, con respecto a las del año precedente, se debió principalmente a las negociaciones de: certificados de tesorería que crecieron en 1,214 millones; acciones que tuvieron un crecimiento en 1,056 millones, debido principalmente a la oferta pública de adquisición de acciones de LAFARGE CEMENTOS S.A. y a las tomas de control de HOLDING TONICORP S.A. y Banco de la Producción S.A. PRODUBANCO; certificados de depósito con un crecimiento en 566 millones; y certificados de inversión con un crecimiento en 490 millones.

Las negociaciones en la Bolsa de Quito en el año 2014 alcanzaron un monto de 2,777 millones, lo que representó un crecimiento de 129 por ciento comparado con lo registrado en el 2013, año en que las negociaciones alcanzaron los 1,215 millones. Este

hecho se debió al aumento en las negociaciones de valores de renta fija en 1,036 millones y 526 millones en las negociaciones de valores de renta variable.

Es así que la participación del total transado de valores de renta fija, en el año 2014, se presentó con un 58% correspondiente a valores del sector público y un 42% a valores del sector privado. El 100% de las transacciones de renta variable correspondieron a emisores del sector privado.

CUADRO N° 3
ESTRUCTURA DE LAS OPERACIONES EN LAS
BOLSAS DE VALORES QUITO
PERIODO 2012 - 2014

MONTOS NEGOCIADOS - BVQ (Millones de dólares)			
	2012	2013	2014
RENDA FIJA	1,609.63	1,121.55	2,157.14
SECTOR PRIVADO	1,090.28	589.69	916.41
SECTOR PÚBLICO	519.35	531.86	1,240.73
RENDA VARIABLE	104.23	93.82	619,52
TOTAL	1,713.87	1,215.37	2,776.66

FUENTE: Memoria Anual Bolsa de Valores de Quito 2014

ELABORADO POR: Mario Villacís C.

Realizando un análisis, observamos que existe mayor énfasis en papeles de renta fija, antes que en renta variable, siendo un promedio de participación del 78 por ciento del total transado en la Bolsa Quiteña, quizá las difíciles condiciones del entorno no permitieron que se produzca cambios cualitativos importantes en la estructura y naturaleza de las negociaciones en bolsa, y a su vez la gran dependencia respecto de la participación de las instituciones del sector público, discontinuidad en el mercado secundario de ciertos papeles, insuficiencia de instrumentos en que invertir e innecesaria segmentación del mercado, hacen mantener la tendencia en inversiones de renta fija.

CUADRO N° 4
OPERACIONES DE TITULOS DE RENTA FIJA
EN LA BOLSA DE VALORES QUITO
PERIODO 2010 - 2014

TÍTULOS DE RENTA FIJA (Millones de dólares)							
TÍTULO		CÓDIGO	2010	2011	2012	2013	2014
PRIVADO	Certificados de Depósito	CD	585.04	187.36	247.60	40.18	247.60
	Certificados de Inversión	CI	21.10	12.61	15.97	15.51	8.35
	Pólizas de Acumulación	PAC	71.88	15.83	16.55	2.81	26.74
	Titularizaciones	TIT	290.07	576.17	434.02	231.43	237.05
	Obligaciones Corporativas	OBL	161.04	137.13	138.27	130.20	115.58
	Papel Comercial	PC	85.90	138.54	165.84	96.80	195.10
	Otros	OTROS	43.78	100.62	72.03	72.77	85.99
PÚBLICO	Bonos del Estado	BE	573.47	90.99	180.07	60.66	149.74
	Bonos Global	BG	1.95	0.61			
	Certificados de Depósito	CD					1.70
	Certificados de Tesorería	CT	24.47	169.75	42.93	82.11	520.22
	Certificados de Inversión	CI	403.68	220.60	275.92	341.16	484.13
	Otros	OTROS	74.37	69.57	20.44	47.93	84.95
TOTAL			2,336.76	1,719.78	1,609.63	1,121.55	2,157,14,

FUENTE: Memoria Anual Bolsa de Valores de Quito 2014

ELABORADO POR: Mario Villacís C.

Dentro del sector privado se pudo destacar el incremento que hubo en los montos negociados, para el año 2014, debido al crecimiento de los montos de certificados de depósito, papel comercial, pólizas de acumulación y titularizaciones en 207 millones, 98 millones, 24 millones y 6 millones respectivamente. Por otra parte, las negociaciones de obligaciones presentaron un decrecimiento del 15 por ciento. Mientras tanto en el sector público se registró un aumento de las negociaciones de certificados de tesorería, certificados de inversión y bonos de estado en 438 millones, 143 millones y 89 millones respectivamente.

Los instrumentos financieros a través de los cuales se transfieren recursos para la actividad productiva seguirán diversificándose y poniéndose al alcance de los actores del mercado, cada vez con mayor rapidez debido al rápido desarrollo de los mercados de valores a nivel mundial. Dependiendo de la rapidez con que los agentes económicos involucrados (emisores e inversionistas) adopten los nuevos instrumentos de canalización

de recursos, se facilitará la creación de una estructura productiva que viabilice el desarrollo económico de nuestra sociedad.

1.2.4. Formulación del Problema

¿Qué incidencia tiene el desconocimiento de la Emisión de Obligaciones en el Costo de Financiamiento Empresarial?

1.2.5. Delimitación del Problema.

Delimitación Espacial

El estudio tratará sobre las negociaciones bursátiles (Emisión de Obligaciones) en la Bolsa de Valores de Quito

Delimitación Temporal

Esta investigación teórico – práctica se realizó tomando en consideración la información de los años 2010 al 2014.

1.3 JUSTIFICACION

La investigación constituye un aporte al sector productivo y financiero, ya que la dinamización del mercado de valores constituye para el país una nueva opción para que las empresas puedan acudir en procura de los fondos requeridos para financiar sus proyectos y lograr cubrir sus necesidades de expansión.

El país, el mercado se ha restringido a instrumentos como pólizas, repos y fondos de inversión. Por ello, el sector bursátil está poco desarrollado, donde las opciones de renta variable, han sido limitadas, por la escasa apertura empresarial, lo cual impide que las acciones sean una buena alternativa para invertir recursos.

La cultura financiera juega un papel importante en el desarrollo del mercado bursátil; las empresas podrían emitir obligaciones para abaratar los costos de financiamiento, sin embargo se requiere desarrollar una capacidad de gestión y lograr una trayectoria en el mercado.

El inversionista se beneficiaría porque el rendimiento de estos instrumentos estaría sobre los referenciales del mercado y a su vez las empresas lograrían su objetivo de financiamiento.

El tema a investigar es de actualidad y su estudio y análisis servirá de apoyo al área financiera de las empresas, que encontrará otras alternativas de financiar sus inversiones.

1.4 OBJETIVOS

1.4.1. Objetivo General

Realizar un análisis de las Emisiones de Obligaciones realizadas en la Bolsa de Valores de Quito y su incidencia en el financiamiento en el Sector Empresarial

1.4.2. Objetivos Específicos

- Definir como está conformado el mercado de valores en el país
- Dar información para realizar una Emisión de Obligaciones en el mercado de valores
- Determinar la mejor alternativa de financiamiento entre: la fuente tradicional de financiamiento (Crédito) y la Emisión de Obligaciones.

CAPITULO II

2. MARCO TEORICO

2.1 Antecedentes Investigativos

En la tesis PROPUESTA DE ALTERNATIVAS DE GESTIÓN FINANCIERA PARA CONVERTIR A LA TESORERÍA DE UNA COMPAÑÍA EN UN CENTRO DE UTILIDAD. CASO PRÁCTICO APLICADO A UNA EMPRESA DE TELECOMUNICACIONES DEL MERCADO ECUATORIANO. (Albán, 2004); manifiesta:

Monitorear periódicamente las alternativas de inversión y financiamiento del mercado local; ya que dentro de los lineamientos y restricciones establecidas por el Comité de Finanzas existen importantes alternativas no tradicionales que generan altos rendimientos (bajos costos) con niveles moderados de riesgo. Estas alternativas se fundamentan en la desintermediación financiera usando la Bolsa de Valores para captar o entregar recursos. (Albán, 2004)

Los mecanismos no tradicionales de inversión a corto plazo que más se adaptan a las características de la empresa y los lineamientos del Comité de Finanzas y del Directorio son los Fondos de Inversión y Descuentos por pronto pago a Proveedores. Estos podrían generar rendimientos del orden del 6,13% y 27,43 % efectivo anual respectivamente. (pág. xii).

Las alternativas e instrumentos financieros se adaptan a las características del ambiente al cual se va aplicar, dentro del financiamiento se encuentran lineamientos y restricciones establecidas, estas opciones se fundamentan en la utilización de bolsa de valores.

En la tesis ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO PARA PROYECTOS DE TERCERIZACIÓN EN UNA INDUSTRIA EMBOTELLADORA DE LA CIUDAD DE QUITO (Pozo & Sevilla, 2006) manifiestan:

De otra parte, se espera que los grandes proyectos de infraestructura que se adelantarán en nuestro país, encuentren en la titularización su mejor aliado para generar los recursos financieros que necesitan, en el mercado nacional y en el internacional. (Pozo & Sevilla, 2006)

Se genera un mayor desarrollo del Mercado de Valores, no solamente por los procesos de titularización como un nuevo negocio, sino que también se crea una nueva área de actividades en el caso de los intermediarios de valores, que ampliará el campo para la colocación y transacción de títulos, debido a la intervención de bancos de inversión, consultores, instituciones financieras, agentes de valores y calificadoras de riesgo, que se da principalmente porque el valor respaldado por activo emitido se puede diseñar especialmente para satisfacer las necesidades específicas de determinados inversionistas en cuanto a tasas, plazos, flujos, tributación y clasificación de riesgo. (pág. 72)

El recurso financiero en el mercado nacional e internacional se desarrolla en torno al mercado de valores, la posición buena o mala de la bolsa depende de un buen sistema financiero que ayude a la mejoría y adelanto del país, así también cree nuevas actividades económicas.

En la tesis LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES COMO UNA ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO A LARGO PLAZO PARA LAS EMPRESAS, (Narvaéz, 2004); manifiesta:

El mercado de capitales es en donde se negocian activos financieros, cuyo objetivo es canalizar el ahorro de mediano y largo plazo hacia el sector productivo, a través de éste mercado permite a los diferentes sectores de la industria, el comercio, la banca, las empresas de servicios, la captación de recursos para el fortalecimiento y en otros casos para la expansión dentro de su sector de mercado. A los agentes que participan

en el mercado de capitales como oferentes de recursos tienen diversas formas de inversión, con la ventaja de adquirir títulos valores de diferente índole en cuanto al riesgo, rentabilidad, liquidez. (Narvaéz, 2004)

Los inversionistas para diversificar su opción de inversión deben acudir a mercado de valores y adquirir títulos de deuda, ésta alternativa de inversión permite al inversionista, elegir el título valor que mejor rentabilidad lo ofrezca, además el inversor podrá convertir en efectivo su título valor en el momento que lo requiera, estos títulos tienen una mayor grado de liquidez. Por lo general las tasas pactadas en las obligaciones son más atractivas que las tasas pasivas reconocidas por las instituciones financieras, también permitir al inversor recuperar su inversión en flujos periódicos a través de los cupones que incluyen pago de capital e interés, durante la vigencia de la obligación, y hasta como un mecanismo de ahorro al inversionista. (pág. 72)

El mercado de valores permite el fortalecimiento de inversiones en los diferentes sectores, industrial, comercial, bancas y los diferentes tipos de empresas para mejorar su expansión y posicionamiento en el mercado, una de las alternativas del mercado de valores es la bolsa de valores cuya institución financiera facilita la capitalización dentro del mercado, siendo un mercado abierto al público dando opciones de inversión.

2.2 Fundamentación Filosófica

En este trabajo empezamos a describir el Mercado Financiero y sus principales clasificaciones, poniendo énfasis en el Mercado de Capitales como fundamento para la comprensión del marco legal y operativo en el que se desarrolla una Emisión de Obligaciones.

2.2.1. Mercado Financiero

El mercado financiero es el lugar donde se relacionan compradores y vendedores y el mecanismo a través del cual se compran y venden activos financieros, siendo su objetivo principal el establecimiento del precio de los mismos, que básicamente se determina por las fuerzas de la oferta y la demanda. (Quintana, 2007-2009)

Su finalidad es poner en contacto a oferentes y demandantes de fondos a través de mecanismos que faciliten sus transacciones, colocando a disposición de los mismos la información de los diferentes activos financieros que se negocian en el mercado para reducir los costos de transacción. (pág. 10)

Los mercados financieros facilitan: el aumento de capital a través de los mercados de capitales, la transferencia de riesgo en los mercados de derivados y el comercio internacional por medio de los mercados de divisas. (pág. 10).

Es el lugar donde se relacionan la compra y venta, donde se establecen los precios de los activos financieros que determinan la oferta y demanda, esto facilita las transacciones comerciales, facilitando el aumento de capital.

Según (Quintana, 2007-2009); De acuerdo al plazo de los recursos, el Mercado Financiero se compone de dos mercados especializados:

- Mercado Monetario
- Mercado de Capitales

2.2.1.1. Mercado Monetario

El mercado monetario es aquel donde se negocia con dinero o a su vez con títulos valores de alta liquidez, con vencimiento menor a un año y por consiguiente de bajo riesgo. (Quintana, 2007-2009)

2.2.1.2. Mercado de Capitales.

El mercado de capitales es aquel en el que se ofrecen y demandan fondos para financiar proyectos de mediano y largo plazo. Se negocian activos financieros de mediano plazo entre dos y cinco años y más de cinco años que se lo puede considerar como largo plazo. (Quintana, 2007-2009)

Los activos financieros principales de este mercado son: las acciones comunes y preferentes, los bonos y las obligaciones. Siendo los fondos captados a través de estas alternativas, destinados generalmente para actividades productivas. (pág. 11)

- Mercado de Instituciones Financieras
- Mercado de la Bolsa de Valores

2.2.1.3. Mercado de Instituciones Financieras

Es aquel que tiene como centro a los bancos e instituciones financieras, las mismas que canalizan los recursos, mediante la intermediación indirecta, a través de procesos de ahorro, crédito e inversión. (Quintana, 2007-2009)

2.2.1.4. Mercado de Bursátil

El Mercado Bursátil es la integración de todas aquellas Instituciones, Empresas o Individuos que realizan transacciones de productos financieros, entre ellos se encuentran la Bolsa de Valores, Casas Corredores de Bolsa de Valores, Emisores, Inversionistas e instituciones reguladoras de las transacciones que se llevan a cabo en la Bolsa de Valores. (Dominguez, 2008)

Para su mejor comprensión y como se mencionó anteriormente se dará mayor énfasis a éste Mercado, teniendo los siguientes mercados:

2.2.1.4.1. Tipos de Mercado Bursátil

2.2.1.4.1.1. Mercado Primario o de Emisión

“Es aquel en que los compradores y el emisor participan directamente o a través de intermediarios, en la compraventa de valores de renta fija o variable y determinación de los precios ofrecidos al público por primera vez”. (Ley de Valores, 2015)

Es aquel en el que se ponen en contacto los compradores y el emisor de títulos valores, directamente o a través de intermediarios, para la compra-venta de los mismos y la determinación de los precios justos ofrecidos al público por primera vez. (Quintana, 2007-2009)

Las empresas acuden a este mercado con el objetivo de obtener recursos frescos para poder financiar proyectos de expansión, ampliaciones de la planta, se relaciona con la compra-venta.

2.2.1.4.1.2. Mercado Secundario

“Comprende las operaciones o negociaciones que se realizan con posterioridad a la primera colocación; por lo tanto, los recursos provenientes de aquellas, los reciben sus vendedores” (Ley de Valores, 2015)

Es el mercado en el que se realizan las operaciones o negociaciones posteriores con los títulos valores en circulación. (Quintana, 2007-2009)

A este mercado recurren los tenedores de títulos con el propósito de obtener liquidez mediante la venta, se trata de negociaciones que realizan los vendedores.

2.2.1.4.2 El Sistema de Intermediación de Títulos Valores

La intermediación de Valores es el conjunto de actividades, actos y contratos que se los realiza en los Mercados bursátil y extrabursátil, con el objeto de vincular las ofertas y las demandas para efectuar la compra o venta de Valores. (Bejar, 2006)

Son intermediarios de Valores únicamente las Casas de Valores, las que podrán negociar en dichos Mercados por cuenta de terceros o por cuenta propia, de acuerdo a las normas que expida el Consejo Nacional de Valores (C.N.V.). (pág. 31)

Las instituciones del sistema financiero podrán adquirir, conservar o enajenar, por cuenta propia, los Valores de renta fija u otros Valores, según los define esta Ley. Se prohíbe a dichas instituciones efectuar operaciones de intermediación de Valores por cuenta de terceros en el Mercado extrabursátil, pudiendo hacerlo únicamente por intermedio de una Casa de Valores. (pág. 31)

Son un conjunto de actividades vinculadas a la oferta y a la demanda, con el objetivo de efectuar la compra y venta, de acuerdo a ciertas normas dadas por el concejo nacional de Valores.

Existen tres formas mediante las cuales se pueden transferir los fondos disponibles a las empresas que los requieran:

- A través de un intermediario financiero
- A través de mercados financieros
- Mediante colocación directa

En el Ecuador cumplen un papel fundamental en la intermediación del Mercado de Valores, básicamente cuatro instituciones:

- Junta de Regulación del Mercado de Valores
- Bolsa de Valores
- Casas de Valores

2.2.1.4.2.1. Junta de Regulación del Mercado de Valores

La Junta de Regulación del Mercado de Valores como un organismo de derecho público perteneciente a la Función Ejecutiva está facultado a “establecer la política pública del mercado de valores y dictar las normas para el funcionamiento y control del mercado de valores en concordancia con lo establecido en la Constitución de la República del Ecuador y con los principios y finalidades establecidos en esta Ley. (Ley de Valores, 2015)

La Junta de Regulación del Mercado de Valores estará integrada por tres miembros, quienes serán:

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

Los delegados de los miembros de la Junta, y el delegado del Presidente de la República, deberán contar con suficiente experiencia y conocimiento del mercado de valores. El Superintendente de Compañías y Valores, el Superintendente de Bancos y Seguros, y el Superintendente del Sistema Financiero Popular y Solidario serán parte de la Junta de Regulación del Mercado de Valores, con voz informativa pero sin voto. (Ley de Valores, 2015).

Es la que se encarga de dictar las normas para el funcionamiento del mercado de valores, se encuentra establecida de acuerdo a la Constitución de la República del Ecuador.

2.2.1.4.2.2. La Bolsa de Valores

Antes de la creación de la bolsa de valores, los bonos, acciones, obligaciones y demás títulos valores emitidos por el gobierno, empresas privadas y entidades de derecho público se negociaban particularmente por gestión personal de los interesados en la

transacción, por lo tanto las cotizaciones se fijaban arbitrariamente sin ninguna referencia válida para las partes. Frente a esta necesidad y con el fin de fomentar un mercado de valores organizado se crearon la bolsa de valores bajo la iniciativa de la Corporación Financiera Nacional — Comisión de Valores. (Fonseca & Toro, 2008)

Es la institución encargada de facilitar al inversionista la compra y venta de valores, convirtiéndose en el punto de negociación, siendo un proceso de evolución y crecimiento económico.

2.2.1.4.2.2.1. Misión de la Bolsa de Valores

“Ser la institución natural del mercado de capitales que ofrece el medio eficaz para lograr los mejores precios de los títulos valores al más bajo costo y en el menor tiempo de transacción” (Ley de Valores, 2015)

2.2.1.4.2.2.2. Concepto de la Bolsa de Valores

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

Podrán realizar las demás actividades conexas que sean necesarias para el adecuado desarrollo del mercado de valores, las mismas que serán previamente autorizadas por la Junta de Regulación del Mercado de Valores, mediante norma de carácter general”. (Ley de Valores, 2015)

Martínez Crespo dice que se trata de un mercado organizado de acuerdo con unas reglas preestablecidas donde periódicamente se contratan los valores admitidos previamente a libre cotización. La Bolsa es un mercado de capitales donde se dan cita quienes tienen bienes para invertir y quienes, en contrapartida, tienen necesidades de financiación. Si bien el término aplicable en cualquier contratación de bienes lo más peculiar es la que hacen con respecto a la Bolsa de Valores. (Soria, 1995, pág. 103)

Las bolsas de valores son las corporaciones civiles, sin fines de lucro, autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías, que tienen por objeto brindar a sus miembros los servicios y mecanismos requeridos para la negociación de valores.

La bolsa de valores tiene esencialmente dos características:

- Sitio dedicado principalmente a la contratación de valores efectos públicos
- Lugar donde se establecen y se cumplen operaciones de compra - venta de títulos valores.

2.2.1.4.2.2.3 Función Económica

Se trata de la función nacional hacia fines productivos y facilita la contratación, con una adecuada estructuración que permita lograr cotizaciones reales para las acciones, bonos, obligaciones. Permite el contacto entre los ahorradores a través de la bolsa con las personas intervinientes en la operación.

Esta función trata de los bonos, acciones y obligaciones a través de la bolsa de valores que permita a los beneficiarios operar en un mercado legible.

2.2.1.4.2.2.4. Función Social

Esta función protege al inversionista en sus compras y ventas, evitando especulaciones perjudiciales que puedan desequilibrar el mercado inversionista, los precios de libre competencia, presentando los valores reales de compra.

Esta función cuida al inversionista en sus compras y ventas cuidando el mercado ofreciendo en valores reales.

2.2.1.4.2.2.5 Función Jurídica

Según (Soria, 1995) manifiesta; “El funcionamiento y organización de las bolsas de valores en el país, se regula a base de un ordenamiento y condiciones preestablecidas según la Ley y los Reglamentos.”

Esta función actúa de acuerdo al reglamento y ordenamiento de leyes establecidas en la ley de valores.

2.2.1.4.2.2.6 Función de Información

Para (Soria, 1995), Posibilita la transformación de recursos a corto plazo originales del mercado monetario, en recursos a largo plazo, hasta lograr un equilibrio entre recursos y obligaciones.

Esta función verifica los recursos a corto y largo plazo, sin olvidar el equilibrio entre recursos y obligaciones.

2.2.1.4.2.2.7 Función de un Mercado Uniforme

“Está dada por las condiciones de competencia perfecta, es decir facilita la relación entre ahorradores e inversionistas a través de los agentes o corredores de bolsa con la rigurosa selección de títulos valores a precios libres y reales”. (Soria, 1995)

Esta función facilita la relación de los inversionistas o corredores en la bolsa de valores haciendo que los precios sean reales y cómodos.

2.2.1.4.2.3. Las Casas de Valores

Son compañías anónimas autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías, miembros de una Bolsa de Valores, cuyo objeto es la intermediación de valores. (Bolsa de valores Quito, 2015)

Entre los requisitos que estas compañías deben cumplir para operar en el mercado de valores están:

- Constituirse con un capital inicial pagado mínimo de USD \$ 105,156.00.
- Adquirir una Cuota Patrimonial de alguna Bolsa de Valores
- Inscribirse en el Registro del Mercado de Valores.
- Contar con la autorización de funcionamiento, expedida por la Superintendencia de Compañías.
- Aportar al fondo de garantía de la Bolsa de Valores

2.2.1.4.2.3.1. Requisitos para la de Conformación y Funcionamiento de las Casas de Valores

Según (Bolsa de valores Quito, 2015):

- Constituirse como sociedades anónimas de acuerdo a las disposiciones de la Ley de Compañías.
- El capital social pagado será fijado por la Junta de Regulación del Mercado de Valores en función de su objeto social
- Adquirir una cuota patrimonial para demostrar que ha sido aceptada como miembro en una bolsa de valores.
- Obtener la autorización para su funcionamiento, la misma que es otorgada por la Superintendencia de Compañías, luego de haber demostrado que cumple con la capacidad técnica, financiera, profesional y administrativa para lograr su objetivo social.
- inscribirse en el Registro del Mercado de Valores.

Para que la (Bolsa de valores Quito, 2015) acepte como miembro a una casa de valores y le autorice operar debe cumplir con lo siguiente:

- Adquirir una cuota de membresía
- Obtener la calificación de operadores de valores por parte de la Bolsa
- inscripción de los operadores en el Registro del Mercado de Valores
- Entregar a la bolsa la siguiente documentación:
- Copia de la escritura de constitución
- Copia de los certificados de inscripción de la casa de valores y de los operadores de valores en el Registro del Mercado de Valores
- Copia del nombramiento del representante legal
- Nómina de Directores y Administradores
- Copia del certificado de autorización de funcionamiento.

Según (Bolsa de valores Quito, 2015) se pueden realizar las siguientes actividades:

- Corretaje en la bolsa de valores
- Administración de portafolios de inversión
- Administración de cartera propia
- Realizar operaciones en el mercado primario

2.3 Fundamentación Legal

El mercado de valores es una parte del mercado financiero que moviliza recursos para financiar las actividades productivas en el corto, mediano y largo plazo. Constituye una fuente directa de financiamiento empresarial y una interesante opción de rentabilidad para pequeños o grandes inversionistas. (Ley de Valores, 2015)

La regulación y el control del mercado de valores están dado por el Consejo Nacional y la Superintendencia de Compañías, respectivamente.

Las principales ventajas que ofrece el mercado de valores son:

- Los empresarios consiguen mayores volúmenes de recursos y a costos más convenientes.
- Provee liquidez al inversionista y al emisor
- Existe una intermediación eficiente y económica para la transferencia de recursos de quien los tiene a quien los necesita
- Las personas se ven estimuladas a generar ahorros para invertirlos

Toda actividad bursátil se desarrolla dentro de un marco legal que regula cada una de las actividades realizadas en este ámbito, para lo cual se respalda en leyes Generales, Reglamentos Internos, Normativas y otros. (Ley de Valores, 2015)

La presente investigación se desarrollará sobre la base de la Ley de Mercado de Valores, su reglamento, y demás disposiciones dictadas por el Concejo Nacional de Valores que regulan la Emisión de Obligaciones, en especial en lo relativo a los montos máximos de emisión, de las características y plazo de emisión, de los requisitos de Calificación de Riesgo, de la constitución de garantías, del proceso de emisión, colocación y formas de negociación de las obligaciones. Y para el crédito bancario se considerará la Ley de Instituciones del Sistema Financiero, los reglamentos relativos a la concesión de créditos y las regulaciones dictadas por el Banco Central del Ecuador en materia de tasas de Interés Referenciales y de cumplimiento obligatorio (Ley de Valores, 2015)

2.3.1. Ley de Mercado de Valores

Para regular la Emisión de Obligaciones a largo plazo (más de un año), que es el objeto de estudio, se tomarán en referencia las disposiciones contenidas en los Artículos del 160 al 170 y 175 de la (Ley de Valores, 2015), donde establece lo siguiente:

Art. 160. Definición.- Obligaciones son valores de contenido crediticio representativos de deuda a cargo del emisor que podrán ser emitidos por personas jurídicas de derecho público o privado, sucursales de compañías extranjeras domiciliadas en el Ecuador, y por quienes establezca la Junta de Regulación del Mercado de Valores, con los requisitos que también sean establecidos por la misma en cada caso. (Ley de Valores, 2015)

La emisión de obligaciones se instrumentará a través de un contrato que deberá elevarse a escritura pública y ser otorgado por el emisor y el representante de los tenedores de obligaciones, el mismo que contendrá los requisitos esenciales determinados por la Junta de Regulación de Mercado mediante norma de carácter general. (Ley de Valores, 2015)

La emisión de valores consistentes en obligaciones podrá ser de largo o corto plazo. En este último caso se tratará de papeles comerciales. Los bancos privados no podrán emitir obligaciones de corto plazo.

Se entenderá que son obligaciones de largo plazo, cuando éste sea superior a trescientos sesenta días contados desde su emisión hasta su vencimiento.

Podrán emitirse también obligaciones sindicadas efectuadas por más de un Emisor en un solo proceso de oferta pública, de conformidad con lo dispuesto en esta ley y las disposiciones de carácter general que dicte la Junta de Regulación del Mercado de Valores para ese efecto. (Ley de Valores, 2015)

Art. 161 Requisitos de calificación de Riesgo.- Toda emisión de obligaciones requerirá de calificación de riesgo, efectuada por compañías calificadoras de riesgo inscritas en el Registro del (Ley de Valores, 2015).

Durante el tiempo de vigencia de la emisión, el emisor deberá mantener la calificación actualizada de conformidad con las normas que para el efecto expida la Junta de Regulación del Mercado de Valores

Art. 162 De la garantía.- Toda emisión estará amparada por garantía general y además podrá contar con garantía específica. Las garantías específicas podrán asegurar el pago del capital, de los intereses parcial o totalmente, o de ambos. (Ley de Valores, 2015)

Por garantía general se entiende la totalidad de los activos no gravados del emisor que no estén afectados por una garantía específica de conformidad con las normas que para el efecto determine la Junta de Regulación del Mercado de Valores. (Ley de Valores, 2015)

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

Admítase como garantía específica, la consistente en valores o en obligaciones ejecutivas de terceros distintos del emisor o en flujo de fondos predeterminado o específico. En estos casos, los valores deberán depositarse en el depósito centralizado de compensación y liquidación; y, de consistir en flujos de fondos fideicomisar los mismos. (Ley de Valores, 2015)

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

La Junta de Regulación del Mercado de Valores regulará los montos máximos de emisión de obligaciones en relación con el tipo de garantías y determinará qué otro tipo de garantías pueden ser aceptadas.

Art. 163 De la Disposición, sustitución o cancelación de garantías.- Sin perjuicio de lo que estipule respecto de la cancelación o sustitución de las garantías que se hayan establecido en la escritura pública de emisión, la emisora podrá previa autorización del representante de los obligacionistas, disponer de las garantías otorgadas, en proporción a la redención que fuere haciendo de las obligaciones emitidas, igualmente podrá sustituir o cambiar las garantías constituidas, las mismas que constarán en escritura pública, con la aceptación del representante de los obligacionistas y de la Superintendencia de Compañías. (Ley de Valores, 2015)

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

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

Las citaciones y modificaciones relacionadas a disposición, sustitución o cancelación de garantías que deban practicarse respecto de los acreedores hipotecarios o prendarios, se entenderán cumplidas al ponerse en conocimiento del representante de los obligacionistas. (Ley de Valores, 2015)

Art. 164 Del Proceso de Emisión.- La junta general de accionistas o de socios, según el caso, resolverá sobre la emisión de obligaciones. Podrá delegar a un órgano de administración la determinación de aquellas condiciones de la emisión que no hayan sido establecidas por ella, dentro del límite autorizado. (Ley de Valores, 2015)

La emisión de obligaciones deberá efectuarse mediante escritura pública. El contrato de emisión de obligaciones deberá contener tanto las características de la emisión como los derechos y obligaciones del emisor, de los obligacionistas y de la representante de estos últimos. Dicho contrato contendrá a lo menos las siguientes menciones: (Ley de Valores, 2015)

- a) Nombre y domicilio del emisor, fecha de la escritura de constitución de la compañía emisora y fecha de inscripción en el Registro Mercantil, donde se inscribió;
- b) Términos y condiciones de la emisión, monto, unidad monetaria en que ésta se exprese, rendimiento, plazo, garantías, sistemas de amortización, sistemas de sorteos y rescates, lugar y fecha de pago, series de los títulos, destino detallado y descriptivo de los fondos a captar;
- c) Indicación de la garantía específica de la obligación y su constitución, si la hubiere;
- d) En caso de estar representada en títulos, la indicación de ser a la orden o al portador;
- e) Procedimientos de rescates anticipados, los que sólo podrán efectuarse por sorteos u otros mecanismos que garanticen un tratamiento equitativo para todos los tenedores de obligaciones;
- f) Limitaciones del endeudamiento a que se sujetará la compañía emisora;

g) Obligaciones adicionales, limitaciones y prohibiciones a que se sujetará el emisor mientras esté vigente la emisión, en defensa de los intereses de los tenedores de obligaciones, particularmente respecto a las informaciones que deben proporcionarles en este período; al establecimiento de otros resguardos en favor de los obligacionistas; al mantenimiento, sustitución o renovación de activos o garantías; facultades de fiscalización otorgadas a estos acreedores y a sus representantes;

h) Objeto de la emisión de obligaciones;

i) Procedimiento de elección, reemplazo, remoción, derechos, deberes y responsabilidades de los representantes de los tenedores de obligaciones y normas relativas al funcionamiento de las asambleas de los obligacionistas;

j) Indicación del representante de obligacionistas y determinación de su remuneración;

k) Indicación del agente pagador y del lugar de pago de la obligación y, determinación de su remuneración;

l) El trámite de solución de controversias que, en caso de ser judicial será en la vía verbal sumaria.

Si, por el contrario, se ha estipulado la solución arbitral, deberá constar la correspondiente cláusula compromisoria conforme a la Ley de Arbitraje y Mediación; y,

m) Contrato de underwriting, si lo hubiere.

Como documentos habilitantes de la escritura de emisión se incluirán todos aquellos que determine la Junta de Regulación del Mercado de Valores. (Ley de Valores, 2015)

La Superintendencia de Compañías y la Superintendencia de Bancos y Seguros aprobarán la emisión de obligaciones de las entidades sujetas a su respectivo control.

Será atribución exclusiva de la Superintendencia de Compañías la aprobación del contenido del prospecto de oferta pública de la emisión de obligaciones, incluso

cuando dicha emisión hubiere sido aprobada por la Superintendencia de Bancos y Seguros. (Ley de Valores, 2015)

Según (Ley de Valores, 2015), Las sucursales de compañías extranjeras domiciliadas en el país, incluyendo a las instituciones financieras podrán emitir obligaciones, bajo las siguientes condiciones:

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

La emisión de obligaciones podrá dividirse en varias partes denominadas “clase”, de conformidad con las normas generales que expida al respecto la Junta de Regulación. No podrán establecerse distintos derechos dentro de una misma clase.

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

quedará sujeto a la supervisión y control de la Superintendencia de Compañías, en cuanto a su calidad de representante.

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

El representante de obligacionistas no podrá mantener ningún tipo de vínculo con la emisora, el asesor, agente pagador, garante, ni compañías relacionadas por gestión, propiedad o administración del emisor. Actuará por el bien y defensa de los obligacionistas, respondiendo hasta por culpa leve, para lo cual podrá imponer condiciones al emisor, solicitar la conformación de un fondo de amortización, demandar a la emisora, solicitar a los jueces competentes la subasta de la propiedad prendada u otros actos contemplados en la ley. (Ley de Valores, 2015)

Este representante contará con todas las facultades y deberes que le otorga esta Ley y sus normas, con las otorgadas e impuestas en el contrato de emisión o por la asamblea de obligacionistas. (Ley de Valores, 2015)

Las relaciones entre los obligacionistas y su representante se regirán por las normas de esta Ley y por las que expida la Junta de Regulación del Mercado de Valores, procurando su especialización en la materia. Los honorarios de este representante correrán a cargo de la emisora. (Ley de Valores, 2015)

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

Por otra parte, el emisor estará obligado a entregar a dicha representante la información pública que proporciona a la Superintendencia de Compañías, en la misma forma y periodicidad. También la compañía emisora deberá informarle de toda situación que implique el incumplimiento de las condiciones del contrato de emisión, tan pronto como ello ocurra. (Ley de Valores, 2015)

Art.167 De las obligaciones del representante de los obligacionistas.- Serán obligaciones especiales de los representantes de los obligacionistas las siguientes: (Ley de Valores, 2015)

- a) Verificar el cumplimiento por parte del emisor, de las cláusulas, términos y demás obligaciones contraídas en el contrato de emisión;
- b) Informar respecto del cumplimiento de cláusulas y obligaciones por parte del emisor a los obligacionistas y a la Superintendencia de Compañías, con la periodicidad que ésta señale;
- c) Verificar periódicamente el uso de los fondos declarados por el emisor, en la forma y conforme a lo establecido en el contrato de emisión;
- d) Velar por el pago equitativo y oportuno a todos los obligacionistas, de los correspondientes intereses, amortizaciones y reajustes de las obligaciones sorteadas o vencidas, pudiendo actuar como agente pagador en caso de haberlo convenido con la compañía emisora;
- e) Acordar con el emisor las reformas específicas al contrato de emisión que hubiera autorizado la junta de obligacionistas;
- f) Elaborar el informe de gestión para ponerlo a consideración de la asamblea de obligacionistas; y,
- g) Ejercer las demás funciones y atribuciones que establezca el contrato de emisión.

Art. 168.- De las asambleas de obligacionistas y su constitución.- La asamblea de obligacionistas está constituida por los tenedores de cada emisión de obligaciones. (Ley de Valores, 2015)

Corresponde a la asamblea de obligacionistas:

- a) Aprobar el informe de gestión del representante de los obligacionistas, sobre el cumplimiento de sus obligaciones;
- b) Designar nuevo representante de los obligacionistas, si lo estimare conveniente;

- c) Confirmar al representante de los obligacionistas designado por el emisor en la escritura del contrato de emisión, si lo estimare conveniente; y,
- d) Autorizar modificaciones al contrato de emisión propuestas por el emisor, con los dos tercios de los votos pertenecientes a los instrumentos de la emisión correspondiente y, que no fueran de aquellas en que el representante de obligacionistas tiene facultades propias. (Ley de Valores, 2015)

Se requerirá de la resolución unánime de los obligacionistas de la clase y emisión correspondiente, para efectuar modificaciones que afecten las tasas de interés o su forma de reajuste, el plazo y forma de amortización de capital, el plazo y forma de pago de intereses, modificación de garantías o modalidad de pago, contempladas en el contrato original. (Ley de Valores, 2015)

Los acuerdos legalmente adoptados serán de aceptación obligatoria para todos los obligacionistas de esa emisión o clase.

Art. 169.- De las convocatorias a asamblea de obligacionistas.- Se podrá convocar a las asambleas de los obligacionistas, en los siguientes casos: (Ley de Valores, 2015)

- a) Cuando así lo justifique el interés de los tenedores a juicio del representante;
- b) Cuando así lo solicite el emisor;
- c) Cuando lo soliciten obligacionistas que reúnan, a lo menos, el veinte por ciento del valor nominal de las obligaciones en circulación de la respectiva clase o emisión; y,
- d) Cuando lo requiera la Superintendencia de Compañías, con respecto a los emisores sometidos a su control, sin perjuicio de convocarla directamente en cualquier tiempo.

En cualquiera de los casos indicados en el inciso anterior, si el representante no hubiere efectuado la convocatoria, el Superintendente de Compañías citará a la asamblea a petición escrita del emisor o de los obligacionistas. (Ley de Valores, 2015)

Art. 170.- De la constitución de las asambleas de obligacionistas.- La convocatoria a asamblea de obligacionistas se hará mediante un aviso publicado con ocho días de anticipación en la página web de la Superintendencia de Compañías y Valores, informando a los obligacionistas el lugar, fecha, hora y orden del día de la Asamblea. Para el cómputo de este plazo no se contará el día de la publicación ni el de la celebración de la Asamblea (Ley de Valores, 2015)

La asamblea podrá deliberar válidamente, en primera convocatoria, con la presencia de obligacionistas que representen al menos el cincuenta por ciento de las obligaciones en circulación y en este caso sus decisiones se tomarán por mayoría simple, calculada en base a las obligaciones en circulación, constitutivas del quórum. (Ley de Valores, 2015)

Si no hubiere quórum en la primera convocatoria, se deberá realizar una nueva convocatoria, siguiendo las mismas formalidades de la primera. En segunda convocatoria, la asamblea se instalará con los obligacionistas presentes y las decisiones se tomarán con el voto favorable de las dos terceras partes de las obligaciones en circulación constitutivas del quórum. (Ley de Valores, 2015)

En todo caso, para que la comunidad de obligacionistas pueda, en primera como en segunda convocatoria, resolver la sustitución de su representante, requerirá del voto favorable de los titulares de más del cincuenta por ciento de las obligaciones en circulación. (Ley de Valores, 2015)

Podrán participar en las asambleas quienes acrediten su calidad de obligacionistas, pudiendo concurrir personalmente o mediante mandatario debidamente facultado mediante carta poder o poder otorgado ante notario. (Ley de Valores, 2015)

Los acuerdos y deliberaciones de la asamblea deberán constar en un libro de actas especial que llevará el representante de los obligacionistas.

Art. 175.- Del reembolso.- La emisora deberá cubrir el importe de las obligaciones en el plazo, lugar y condiciones que consten en la escritura de emisión.

Demostrado ante la Superintendencia de Compañías el pago de la totalidad de obligaciones de una emisión, aquella autorizará el levantamiento de la garantía real que las respalde, si la hubiere. (Ley de Valores, 2015)

2.3.2 OBLIGACIONES

La ley reconoce la existencia de las siguientes clases de obligaciones:

2.3.2.1 Obligaciones con Garantía General.

Se entienden la totalidad de los activos no gravados del emisor que no estén afectados por una garantía específica de conformidad con las normas que para el efecto determine la Junta de Regulación del Mercado de Valores, según Art. 162 del Reglamento para la emisión de Obligaciones de la (Ley de Valores, 2015)

2.3.2.2 Obligaciones con Garantía Específica.

Se entiende aquella de carácter real o personal, que garantiza obligaciones para asegurar el pago del capital, de los intereses o de ambos. Admítase como garantía específica, la consistente en valores o en obligaciones ejecutivas de terceros distintos del emisor o en flujo de fondos predeterminado o específico. En estos casos, los valores deberán depositarse en el depósito centralizado de compensación y liquidación; y, de consistir en flujos de fondos fideicomisar los mismos. (Ley de Valores, 2015)

Si la garantía consistiere en prenda, hipoteca, la entrega de la cosa empeñada, en su caso, se hará a favor del representante de obligacionistas o de quien éstos designen.

La constitución de la prenda se hará de acuerdo a las disposiciones del Código de Comercio, según Art. 162 del Reglamento para la emisión de Obligaciones de la (Ley de Valores, 2015)

2.3.2.3 Obligaciones Convertibles en Acciones.

La junta general de accionistas de las compañías que emitan obligaciones convertibles en acciones resolverá además de lo prescrito en la Ley y su Reglamento, la determinación de los plazos y términos de la conversión. (Ley de Valores, 2015)

El factor de conversión deberá constar en la escritura de emisión y, únicamente podrá ser modificado por aceptación unánime de los obligacionistas de la clase afectada y del emisor, según el Art. 173 del reglamento para la emisión de Obligaciones de la (Ley de Valores, 2015).

2.3.2.4 Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial.

Las compañías emisoras inscritas en el Registro de Mercado de Valores podrán emitir obligaciones de corto plazo con garantía general, también denominado papel comercial con plazo inferior a trescientos sesenta días. La inscripción deberá efectuarse con sujeción a las disposiciones de esta Ley y a las que establezca la Junta de Regulación del Mercado de Valores, mediante normas de aplicación general, según el Art. 174 del reglamento para la emisión de Obligaciones de la (Ley de Valores, 2015)

2.3.2.5 Plazos.

La emisión de valores consistentes en obligaciones podrá ser de largo o corto plazo. En éste último caso se tratará de papeles comerciales. Se entenderán que son obligaciones de largo plazo, cuando éste sea superior a trescientos sesenta días contados desde su emisión hasta su vencimiento, según el Art. 160 del reglamento para la emisión de Obligaciones de la (Ley de Valores, 2015).

2.3.2.6 Unidad Monetaria

Las obligaciones serán emitidas en dólares de los Estados Unidos de América.

2.3.2.7 Rendimientos.

La tasa de interés o rendimiento que devenguen las obligaciones será de libre contratación fija o reajutable, dentro de los parámetros establecidos para el mercado financiero por el Directorio del Banco Central del Ecuador. En caso de mora del deudor, esta reconocerá; adicionalmente, el máximo interés permitido por la Ley. (Ley de Valores, 2015)

2.3.2.8 Tratamiento Fiscal.

Los intereses generados por las obligaciones emitidas, se encuentran exentos de impuesto a la renta, según el Art. 223 de la (Ley de Valores, 2015).

2.3.2.9 Colocación.

Las compañías que emitan obligaciones podrán poner en circulación en el mercado mediante oferta pública o de una negociación o venta privada; según el Art. 7 del reglamento de Oferta Publica de Valores de la (Ley de Valores, 2015), que manifiesta lo siguiente:

.... La colocación o venta de estos valores puede hacerse mediante el proceso de oferta pública o de negociación o venta privada, conforme lo establecido en el inciso tercero del Art. 1 de este reglamento.

De acuerdo a lo dispuesto en el Art. 43 actual 174 de la Ley, la colocación o venta de obligaciones especiales o papel comercial deberá hacerse siempre mediante oferta pública. (Ley de Valores, 2015)

2.3.2.10 Convenio de Representación.

Según el Art. 165 de la Ley de Mercado de Valores, la emisora, como parte de las características de la emisión, deberá celebrar con una persona jurídica, especializada en tal objeto, un convenio de representación a fin de que esta tome a su cargo la defensa de derechos e intereses que colectivamente corresponde a los obligacionistas durante la vigencia de la emisión y hasta su cancelación total, dicho representante quedara sujeto a la supervisión y control de la Superintendencia de Compañías, en cuanto a su calidad de representante. (Ley de Valores, 2015)

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

El representante de los obligacionistas no podrá mantener ningún tipo de vínculo con la emisora, el asesor, agente pagador, garante, ni compañías relacionadas por gestión, propiedad o administración del emisor. Actuará por el bien y defensa de los obligacionistas, respondiendo hasta por culpa leve, para lo cual podrá imponer condiciones al emisor, solicitar la conformación de un fondo de amortización, demandar a la emisora, solicitar a los jueces competentes la subasta de la propiedad prendada u otros contemplados en la Ley. (Ley de Valores, 2015)

Este representante contará con todas las facultades y deberes que le otorga esta Ley y sus normas, con las otorgadas e impuestas en el contrato de emisión o por la asamblea de los obligacionistas. (Ley de Valores, 2015)

Las relaciones entre obligacionistas y su representante se regirán por las normas de esta Ley y por las que expida el Consejo Nacional de Valores, procurando su especialización en la materia. Los honorarios de este representante correrán a cuenta de la emisora. (Ley de Valores, 2015)

2.3.2.11 Compañías que han emitido obligaciones.

En lo que se refiere a la emisión de obligaciones, varias compañías de distintos sectores productivos y financiero del país encontraron en el mercado de valores una alternativa para el financiamiento de sus operaciones, teniendo un crecimiento del 77 por ciento del año 2009 al 2014. (Ver cuadro No. 05).

CUADRO N° 5
NÚMERO DE EMISIONES DE OBLIGACIONES
PERIODO 2009 – 2015

AÑO	OBLIGACIONES
2009	39
2010	48
2011	62
2012	78
2013	66
2014	67

FUENTE: Memoria Anual de la BVQ.
ELABORACION: Mario Villacís C.

De las 67 emisiones de obligaciones realizadas en el año 2014, 30 corresponden al sector comercial, 25 al industrial, 8 al sector de servicios, 2 al sector agrícola y ganadero, 1 al financiero y 1 al inmobiliario.

El principal beneficio de este instrumento de financiamiento es la desintermediación financiera, ya que las empresas obtienen capitales para financiar sus proyectos de crecimiento a un costo inferior al que se obtendría en el mercado de intermediación financiera, a través de la venta directa de sus papeles de deuda al público inversionista local e internacional. (Bolsa de Valores Quito, 2011)

Otra diferencia con un crédito bancario es que el capital de los inversionistas llega directamente a la empresa, a una tasa de interés mucho más conveniente tanto para el inversionista como para la empresa que recibe el financiamiento. Esto es, la empresa reduce sus costos de 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 el sistema de dolarización, la existencia de un spread importante entre las tasas de captación y colocación representa una real oportunidad de ahorro para el inversionista. (Bolsa de Valores Quito, 2011)

Además con la emisión de obligaciones, las empresas pueden reestructurar sus pasivos, es decir, 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 las necesidades de la empresa, reduciendo el riesgo de incumplimiento del pago de pasivos. (Bolsa de Valores Quito, 2011)

Entre las empresas que durante el año 2014, se han acogido al mecanismo de emisión de obligaciones para financiar sus operaciones y activos, tenemos firmas como ADITMAQ ADITIVOS Y MAQUINARIAS CÍA. LTDA., AUTOMOTORES Y ANEXOS AYASA S.A., CONTINENTAL TIRE ANDINA S.A., EXPALSA EXPORTADORA DE ALIMENTOS S.A., SECOHI Segundo Eloy Corrales e Hijos, entre otras, han emprendido este tipo de operaciones financieras para abastecerse de recursos frescos, y han obtenido buenos resultados. (Bolsa de Valores Quito, 2011)

En los últimos años, los montos emitidos de obligaciones tuvieron variaciones en función a la economía del país; para los años 2012, 2013 y 2014 los montos emitidos de obligaciones, llegando a montos de 496 millones, 588 millones y 438 millones respectivamente. (Ver cuadro No. 06)

CUADRO N° 6
MONTOS EMITIDOS DE EMISIONES DE OBLIGACIONES
PERIODO 2010 – 2014
(Millones de dólares)

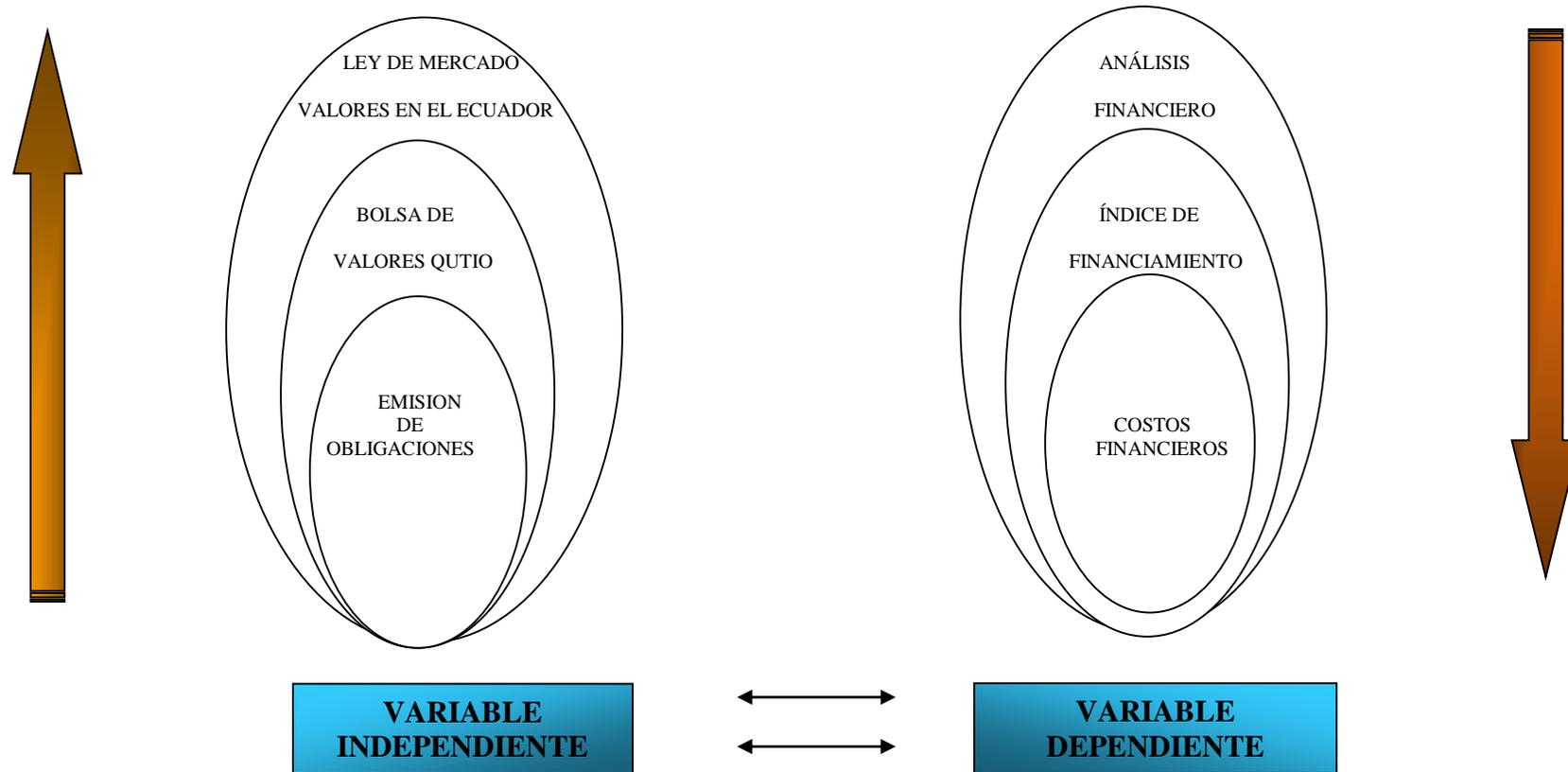
AÑO	OBLIGACIONES
2010	410
2011	332
2012	496
2013	588
2014	438

FUENTE: Memoria Anual de la BVQ.
ELABORACION: Mario Villacís C.

Durante el 2014, en monto emitido decreció en un 25 con respecto al 2013, situándose en los 438 millones. El rendimiento promedio ponderado de las negociaciones de este valor fue del 8.43 por ciento, siendo el valor que reconoció una tasa efectiva mayor, comparado con otros valores de renta fija del mercado. El plazo promedio ponderado de los montos negociados fue de 1,629 días, lo que equivale a un vencimiento promedio de las obligaciones negociadas 4.5 años, siendo las negociaciones de obligaciones por tipo de mercado encontramos que el 88 por ciento corresponde a mercado primario y el 12 por ciento al mercado secundario. (Bolsa de Valores Quito, 2011)

GRÁFICO N° 2

2.4 Categorías Fundamentales



FUENTE: Marco Teórico.
ELABORACION: Mario Villacís C.

2.5 Hipótesis

El financiamiento por medio de la Emisión de Obligaciones es un medio de desintermediación financiera, ya que las empresas obtienen capitales para financiar sus proyectos de crecimiento a un costo inferior al que se obtendría en el mercado de intermediación financiera tradicional

2.6 Señalamiento de Variables.

Variable Independiente: Emisión de Obligaciones

Variable Dependiente: Costos Financieros

CAPITULO III

3. METODOLOGIA

3.1 Modalidad Básica de Investigación

La presente investigación está basada en la modalidad descriptiva documental ya que "la investigación descriptiva se ocupa de la exposición de las características que identifican los diferentes elementos y componentes de la investigación".

Por lo expuesto, el presente trabajo de investigación se basará en:

- Investigación de campo
- Bibliográfica – documentada.

Investigación de Campo. Es la que nos permite entrar en contacto directo con el problema mediante la recopilación de la información (instrumentos), variables, manuales, políticas, aplicación de instrumentos de recopilación que serán realizados con el personal que labora en la empresa.

- Diseño de instrumentos, libros, revistas, folletos, cuestionarios.
- Organización y depuración de información.

Investigación Bibliográfica - Documentada. Es aquella que se obtendrá de frecuencias bibliográficas, informes de investigación de labores estadísticas, documentos auditivos, documentos jurídicos, documentos financieros, archivos de la empresa, y que sustentarán el análisis de cada uno de los componentes del plan.

3.2 Tipos y Métodos de Investigación

Para la estructuración del presente trabajo de investigación se utilizarán los siguientes tipos de investigación: exploratorio, descriptivo y correlacional, por las siguientes consideraciones:

3.2.1. Exploratorio.- Porque permite familiarizarnos con el problema, ver cuál es su comportamiento en su contexto y recopilar la información inicial para articular y formular las variables.

3.2.2. Descriptivo.- Permite conocer cómo se encuentra la situación del problema, es decir describirlo, utilizando técnicas de recolección de la información.

3.2.3. Correlacional o de Asociación de Variables.- Determina como se interrelaciona la variable independiente: Análisis de Riesgo Crediticio frente a la variable dependiente: Recuperación de Cartera.

Entre los métodos de investigación a utilizarse tenemos:

Método Inductivo.- es un proceso analítico - sintético, mediante el cual se parte del estudio de casos, hechos o fenómenos particulares para llegar a un principio o ley general que los rige.

Método Deductivo.- Sigue un proceso sintético - analítico, es decir, contrario al anterior, se presentan conceptos, principios, leyes generales de las cuales se extraen conclusiones o se examinan casos particulares sobre la base de afirmaciones generales. Este método se tomará en cuenta para analizar, casos en el cual han realizado emisión de obligaciones.

3.3. Población y Muestra

Por tratarse de una investigación bibliográfica, descriptiva y aplicadas a empresas que han desarrollado emisiones de obligaciones, no es necesario determinar una muestra del universo de estudio, se escogerá una empresa que haya realizado varias emisiones de obligaciones para realizar el presente estudio. Para la prueba de hipótesis, se aplicará la empresa sujeta de estudio para el presente análisis

CUADRO N° 7

3.4. Operacionalización de las Variables

3.4.1 Variable Independiente: EMISION DE OBLIGACIONES

CONCEPTUALIZACION	CATEGORÍAS	INDICADORES	ÍTEMES BÁSICOS	TÉCNICAS
<p>Constituyen valores representativos de una deuda que el emisor reconoce o crea y que son exigibles según las condiciones de la emisión.</p> <p>La Emisión de Obligaciones es uno de los mecanismos de financiamiento más eficientes y de bajo costo porque permite al emisor absorber de manera directa cuáles son las expectativas de los inversionistas y sobre esa base poner condiciones de tasa de interés, plazos, forma de pago, etc.</p>	<p>Bolsa de Valores en el Ecuador</p> <p>Bolsa de Valores de Quito</p>	<p>Montos de Emisión</p> <p>Numero de Emisiones</p> <p>Costos de la Emisión</p> <p>Tiempos de Aprobación</p> <p>Tasas de interés Pactadas</p>	<p>¿Qué montos se han aprobado en Emisión de Obligaciones?</p> <p>¿Por qué las empresas ecuatorianas no emiten obligaciones?</p> <p>¿Cuáles son los procedimientos de la Emisión de Obligaciones?</p> <p>¿Cuántas emisiones de Obligaciones se han aprobado en la Bolsa de Valores de Quito?</p> <p>¿Cómo se estable la tasa en la Emisión de Obligaciones?</p>	<p>Técnicas de Observación y aplicación de cuestionarios a los funcionarios de Superintendencia de Cías, Casas y Bolsas de Valores</p>

ELABORACION:Mario Villacís C.

CUADRO N° 8

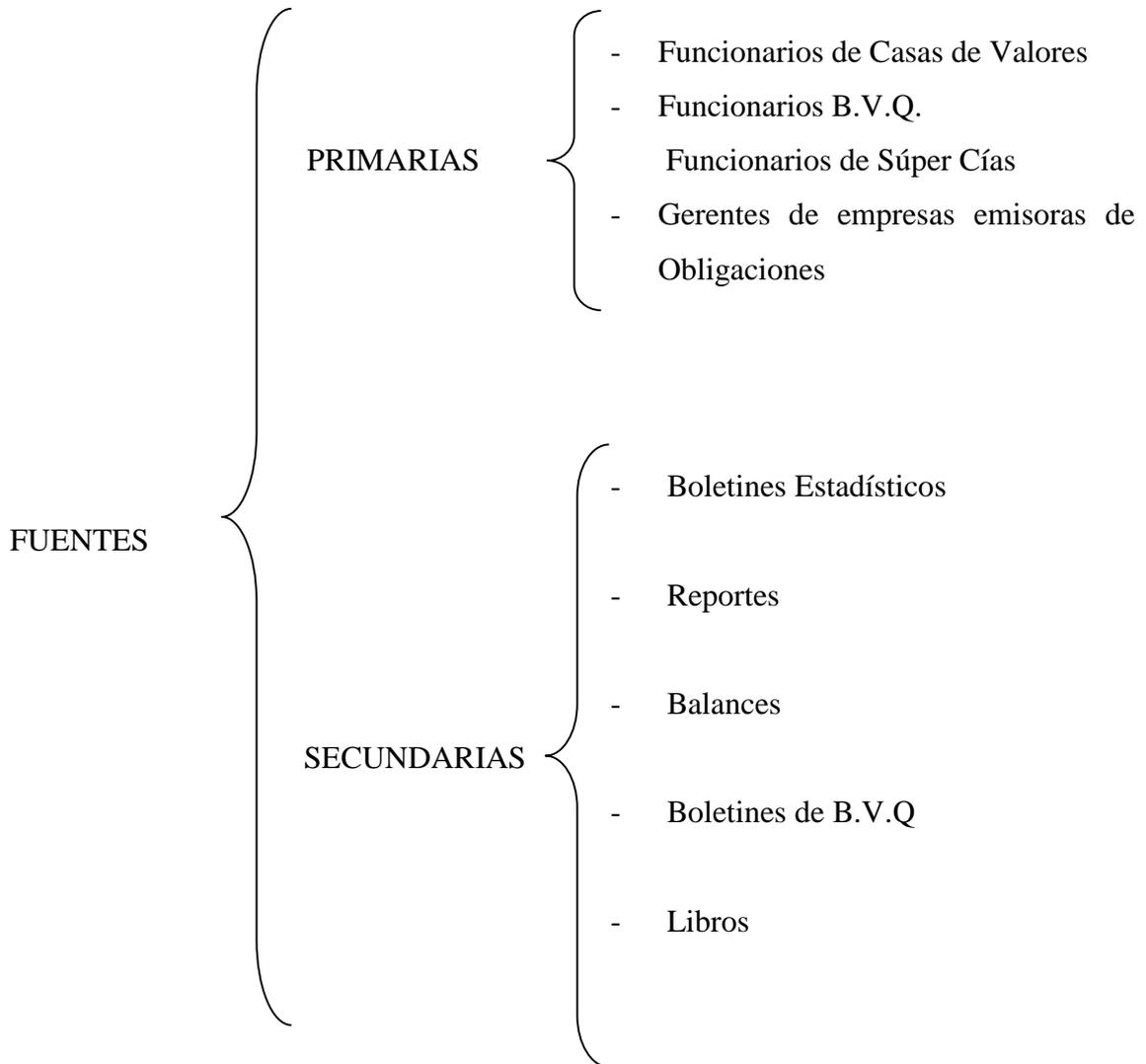
3.4.2 Variable Dependiente: COSTOS FINANCIEROS

CONCEPTUALIZACIÓN	CATEGORÍAS	INDICADORES	ÍTEMS BÁSICOS	TÉCNICAS
<p>El que se integra por los gastos derivados de allegarse fondos de financiamiento por lo cual representa las erogaciones destinadas a cubrir los intereses, comisiones y gastos que deriven de un título de crédito o contrato respectivo.</p> <p>Se calculan sobre el monto del capital y deben ser cubiertos durante un cierto periodo de tiempo.</p>	Emisión de Obligaciones	Intereses	¿Cuáles son las tasas de interés vigentes?	Técnicas de Observación y aplicación de cuestionarios a los funcionarios de Superintendencia de Cías, Casas y Bolsas de Valores
		Comisiones	¿Cuál es el porcentaje de Comisión?	
		Gastos	¿En qué otros gastos se incurren?	
	Crédito Bancario	Intereses	¿Cuáles son las tasas de interés vigentes?	Técnicas de Observación y aplicación de cuestionarios a los funcionarios de Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras
		Comisiones	¿Cuáles son los porcentajes de comisión?	

ELABORACION:Mario Villacís C.

3.5 Plan de Recolección de Información

Un aspecto importante en el proceso de una investigación es aquel que tiene relación con la obtención de información, pues de ello depende la confiabilidad y validez del estudio.



3.6 Plan de Procesamiento y Análisis de la Información

La investigación está dividida para lograr coordinación y coherencia en el trabajo:

3.6.1. Exploración del contexto a estudiar, permite detectar la situación del problema que se va a investigar, el objeto de investigación.

3.6.2. Documentación de ideas, conceptos, teorías, que sustente la investigación que se está efectuando.

3.6.3. Aplicación de cuestionarios, conforme a las áreas de análisis objeto de la investigación con la ayuda de técnicas de Observación.

3.6.4. Establecimiento de conclusiones y recomendaciones, dando respuesta a las necesidades que arrojó el problema motivo de investigación.

Toda la información y datos a utilizarse serán procesados mediante la ayuda de programas de computación como:

- Microsoft Word
- Microsoft Excel

El análisis particular se lo realizará mediante cuadros, gráficos y técnicas estadísticas.

CAPITULO IV

4. ANÁLISIS E INTERPRETACION DE RESULTADOS

4.1. Análisis e Interpretación de Resultados

Los datos recogidos se lo realizó a través de entrevistas a los funcionarios de: La Bolsa de Valores de Quito, la Superintendencia de Compañías de la Provincia de Pichincha, las Casas de Valores de Quito y las Empresas que han realizado Emisión de Obligaciones; así como, la observación y recolección de información secundaria que se adjunta en los anexos.

Para el presente trabajo se procederá a indicar y cuantificar todos los costos en los que se incurren para una Emisión de Obligaciones y luego se hará una comparación con los de un crédito bancario, con el fin de determinar, cuál de las dos alternativas de financiamiento se incurre en menores costos financieros al final. Cabe indicar, que para realizar un análisis coherente se considerarán condiciones equivalentes en cuantos a plazos, se generarán flujos de efectivo y el resultado al final nos mostrará claramente el resultado de ésta investigación.

Para determinar la ventaja entre los dos instrumentos financieros se realizará la comparación por medio de la herramienta del Valor Actual Neto (VAN), con el resultado nos permitirá comprobar la hipótesis de la presente investigación

4.2. Verificación de Hipótesis.

Para analizar el presente trabajo se consideró el caso de una compañía que ha realizado varias emisiones de obligaciones como es la empresa Artefactos Ecuatorianos para el Hogar S.A. ARTEFACTA, tomando la séptima emisión de obligaciones por el valor de 40.000.000 dólares

4.2.1. ARTEFACTOS ECUATORIANOS PARA EL HOGAR S.A. ARTEFACTA.

4.2.1.1. Información General de la Empresa

De acuerdo a la información del Banco Central del Ecuador, una de las actividades que tuvo gran importancia en la economía del país es el “Comercio”, contribuyendo alrededor del 10.3 por ciento del Producto Interno Bruto (PIB) del país para el año 2013, y ha tenido un comportamiento variable acorde al movimiento de la economía en general teniendo un crecimiento promedio del 3.8 por ciento desde el año 2007, al tiempo que la economía del país en su conjunto registraba un crecimiento promedio de 4.3 por ciento en igual periodo.

En el segmento comercial se identifican dos niveles de intermediación en la distribución y/o comercialización de bienes, en el primer nivel aparecen las figuras importador – distribuidor y los mayoristas; y, el segundo nivel se encuentran los minoristas. Los primeros constituyen el poder de negociación acorde al monto de compra y por ende pueden ofrecer descuentos al consumidor final, mientras que los segundos constituyen un sector atomizado donde intervienen un gran número de participantes que dependerán de stock de mercaderías acordes a las necesidades de los clientes, calidad de los productos, atención al cliente, limpieza, entre otras características.

De acuerdo a información del Banco Central del Ecuador hasta el año 2014, el país ha registrado importantes crecimientos, de la mano de la evolución mostrada por la economía en general y del sector comercio en particular, siendo para la empresa ARTEFACTOS ECUATORIANOS PARA EL HOGAR S.A. ARTEFACTA un crecimiento del 15.7 por ciento entre el año 2010 al 2013 de acuerdo al nivel de ingresos reportados en la Superintendencia de Compañías.

CUADRO N° 9

INGRESOS TOTALES DE CADENAS DE ELECTRODOMESTICOS
(Millones de dólares)

CADENA	2010	2011	2012	2013
La Ganga	166	202	222	238
Marcimex	146	178	199	205
Comandato	191	212	210	202
Artefacta	115	152	160	179
Créditos Económicos	104	127	148	139
Icesa	107	118	120	114
Jaher	46	45	47	64
Total	877	1.036	1.106	1.141

FUENTE: Superintendencia de Compañías

Elaborado por: Mario Villacís C

Pertenece al sector de comercio de electrodomésticos, fue constituida como Sociedad Anónima mediante escritura pública otorgada por el Notario del Cantón Guayaquil, el veinte y nueve de noviembre de mil novecientos ochenta y ocho e inscrita en el Registro Mercantil del Cantón Guayaquil el doce de enero de mil novecientos ochenta y nueve. Tiene por objeto social dedicarse principalmente a actividades de fabricación, importación, exportación y comercialización de artículos electrodomésticos en general.

Cuenta con un capital social suscrito y pagado por 10.512.535 dólares. Sus principal accionista y propietario de más del 50 por ciento de las acciones representativas del capital suscrito es la empresa Unicomer Latin American CO LTD (99.99%). Como gerente y por ende como Representante Legal de la misma, es el señor Raúl Antonio Chegade Rosas. La compañía cuenta con tres directores y dos administradores, y un total de 2024 empleados a nivel nacional.

Su matriz se encuentra en la ciudad de Guayaquil en la ciudadela Urdenor, avenida Rodrigo Chávez, manzana 275, solar 5, Parque Empresarial Colón, edificio Corporativo 4, planta baja. La empresa cuenta con 149 establecimientos abiertos a nivel nacional la gestión de los mismos se divide:

- Guayaquil 25 locales
- Quito 30 locales
- Región Costa 51 locales
- Región Sierra – Oriente 43 locales

Desde su creación en el año 1989 la empresa tuvo la visión siempre de entregar el mejor servicio al cliente, innovando como productos con garantía extendida, intermediación de seguros masivos con coberturas de vida, accidente y desempleo, estandarizando la imagen de sus tiendas, entre otros aspectos, que le sirvieron para el año 2013 ingresos a nivel de todos sus locales por 179 millones de dólares.

4.2.2. Comparación entre la Emisión de Obligaciones con los de un Préstamo Bancario.

Para fines de análisis se toma la séptima emisión de obligaciones realizada por la empresa ARTEFACTOS ECUATORIANOS PARA EL HOGAR S.A. ARTEFACTA y, la de un préstamo bancario del sistema financiero.

CUADRO N° 10

**ARTEFACTOS ECUATORIANOS PARA EL HOGAR S.A. ARTEFACTA
DIFERENCIAS ENTRE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES
Y EL CREDITO BANCARIO
AÑO 2015**

CONCEPTO	CREDITO BANCARIO	EMISION DE OBLIGACIONES	VENTAJA
Monto Recibido	\$ 39.785.500	\$ 39.600.000	Emisión
Plazo	Corto y Mediano Plazo	Corto, Mediano y Largo Plazo	Emisión
Interés	9.3300 %	9.3300 %	Igual
Amortización	En cada amortización tiene Capital + intereses	Pago de Capital a partir 7mo año	Emisión
Garantía	Colateral	General	Emisión
Impuestos	0.05 % SOLCA	Exentos	Emisión
Costos	No tiene	Si tiene	Crédito Bancario

FUENTES: Prospecto de Oferta Pública de Obligaciones de ARTEFACTA, Ley de Instituciones del Sistema Financiero, Ley de Régimen Tributario Interno y Ley de Mercado de Valores.

ELABORACIÓN: Mario Villacís C

4.2.2.1. Monto

En la emisión de obligaciones de ARTEFACTA por el prestigio y solidez de la compañía tuvo un precio promedio de colocación del 100 por ciento, por lo cual, del monto nominal ofertado 40 millones de dólares se obtuvo en el mercado el valor total de los 40 millones, que luego de deducir los costos de la emisión (ver cuadro No. 09) se alcanzó un valor neto de 39.785.500 dólares. En el caso del préstamo bancario, de los 40 millones de dólares solicitados por la empresa al banco, una vez aprobada y procesada la operación, y considerando los gastos a la fecha de la emisión, esto es el 0.50 por ciento del impuesto SOLCA, y un 0.5 por ciento de gastos como notariales, avalúos y de escrituración, el banco acreditaría 39 millones de dólares. En consecuencia se puede apreciar una primera ventaja al emitir obligaciones con respecto al préstamo bancario al momento del desembolso.

4.2.2.2. Plazo

La emisión de obligaciones pueden emitirse a corto, mediano y largo plazo, en ARTEFACTA se efectuó a un plazo 3.600 días, es decir a 10 años; mientras que el préstamo bancario en la mayoría de los casos y por el monto analizado, es a corto y mediano plazo. Para la compañía, la alternativa más ventajosa es la emisión de obligaciones, ya que la compañía puede reestructurar sus pasivos, como en efecto fue para la reestructuración de pasivos de corto plazo de las entidades financieras, lo que le permite reemplazar sus compromisos de corto plazo por deudas de largo plazo con un menor costo financiero y con una estructura de pagos definida acorde a las necesidades de la empresa.

4.2.2.3 Tasa de interés.

La tasa de interés en la emisión de obligaciones es de libre contratación, fija o reajutable, en la emisión realizada por ARTEFACTA se pactó a una Tasa Efectiva Máxima del segmento productivo corporativo, señalada por el Banco Central del Ecuador para la semana inmediata anterior a aquella en cual se efectuó la colocación, según las negociaciones realizadas en bolsa en el mes de mayo del 2015, la tasa que se pactó fue del 9.33 por ciento; mientras que la tasa de interés en el préstamo bancario está fijada por la institución financiera, en este caso se lo hizo con la tasa de interés activa que regía en mayo del 2015, siendo el 9,33 por ciento, según en el boletín de Información Estadística Mensual del Banco Central del Ecuador.

De lo anteriormente mencionado, se observa que no existe ventaja al realizar una emisión de obligaciones en cuanto a la tasa de interés. La ventaja que se puede ofrecer es un mejor rendimiento para el inversionista, esto es, si comparamos con la tasa de interés pasiva que regía en julio del 2005, era de 36.92 por ciento, según en el boletín de Información Estadística Mensual del Banco Central del Ecuador.

4.2.2.4 Amortización.

La amortización de obligaciones de ARTEFACTA se lo hizo, para el capital la amortización de ocho cupones a partir del décimo tercer semestre bajo el siguiente esquema:

- Décimo tercer semestre el 12.50 por ciento del valor nominal de la emisión.
- Décimo cuarto semestre el 12.50 por ciento del valor nominal de la emisión
- Décimo quinto semestre el 12.50 por ciento del valor nominal de la emisión.
- Décimo sexto semestre el 12.50 por ciento del valor nominal de la emisión.
- Décimo séptimo semestre el 12.50 por ciento del valor nominal de la emisión.
- Décimo octavo semestre el 12.50 por ciento del valor nominal de la emisión.
- Décimo noveno semestre el 12.50 por ciento del valor nominal de la emisión.
- Vigésimo semestre el 12.50 por ciento del valor nominal de la emisión.

Y para los intereses, veinte cupones pagaderos de forma semestral; mientras que en el caso del préstamo bancario el sistema de amortización es diferente; pues para el plazo analizado, el capital se amortiza con los intereses generados en el subperiodo de pago, en este caso el trimestre.

Hay que recalcar que la amortización más conveniente para la empresa es la emisión de obligaciones, dado que permite a la compañía utilizar adecuadamente el apalancamiento financiero y el costo de oportunidad del dinero.

4.2.2.5 Garantía

La emisión realizada por la compañía ARTEFACTA S.A. estará respaldada con garantía general, en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus reglamentos, la misma que menciona que la garantía general se entienden la totalidad de los activos no gravados del emisor que no estén afectados por una garantía específica de conformidad con las normas que para el efecto determine el Consejo Nacional de Valores, según Art. 162 del Reglamento para la emisión de Obligaciones de la Ley de Mercado de Valores.

Mientras que en un préstamo bancario según el Art. 72 de la Ley de Instituciones del Sistema Financiero “en ningún caso la garantía adecuada podrá tener un valor inferior al ciento cuarenta por ciento (140%) de la obligación garantizada.

4.2.2.6 Impuestos

Los préstamos bancarios en dólares, están sujetos al impuesto del 0.5 por ciento sobre el monto aportado de crédito, impuesto que corresponde a SOLCA. En el caso de la emisión de obligaciones de acuerdo a las reformas introducidas a la Ley de Régimen Tributario Interno, por la ley No. 06 publicado en el suplemento del Registro Oficial No. 32 del 23 de marzo de 1997, están exentos del impuesto único solamente los rendimientos financieros obtenidos por obligaciones emitidas a plazos mayores a un año con sujeción a la Ley de Mercado de Valores.

Adicionalmente, de acuerdo al numeral 19 del Art. 09 de la Ley de Régimen Tributario Interno, las obligaciones emitidas a plazos mayores a un año, con sujeción a la Ley de Mercado de Valores; los intereses y las ganancias obtenidas en la compra y venta ocasional de acciones, participaciones y derechos de sociedades, están exentas del Impuesto a la Renta. Lo que demuestra una ventaja adicional a la emisión con respecto al crédito bancario.

4.2.2.7 Costos

Para el préstamo bancario registra costos adicionales al momento de que la empresa solicita una facilidad crediticia, pero son relativamente inferiores a los costos en la emisión, ya que depende del monto de la emisión. Sin embargo, a continuación se presenta el desglose de los costos que ARTEFACTA incurrió en la emisión realizada el 17 de marzo del 2015 por el valor de 40.000.000 dólares.

CUADRO N° 11

ARTEFACTA
COSTO DE LA EMISION DE OBLIGACIONES
MARZO 2015
(Dólares)

	CONCEPTO	VALOR	%
Costos de Emisión	Comisión de Colocación – Casa de Valores	20.000.00	0,0500
	Estructuración Financiera	25.000.00	0,0625
	Calificación de Riesgo (inicial)	15.500.00	0,0388
	Calificación de Riesgo (19 actualizaciones semestrales)	60.000.00	0,1500
	Representación de los Obligacionistas (x 3.600 días)	32.000.00	0,0800
	Inscripción Superintendencia de Compañías, Valores *	2.500.00	0,0063
	Comisión de Piso – Bolsa de Valores	36.000.00	0,0900
	Agente de Pago y Desmaterialización	20.000.00	0,0500
	Gastos Notariales y Legales	3.500.00	0,0088
	TOTAL	214.500.00	0.5363

* El valor a cancelar a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros por concepto de inscripción en el Catastro Público del Mercado de Valores es el 0.5 por mil del monto total de la emisión, hasta un monto máximo de \$ 2.500, en concordancia con lo indicado en el numeral 3 del Artículo 3 Título VII Capítulo VI de la Codificación de las Resoluciones expedidas por el CNV.

FUENTES: Prospecto VII emisión de obligaciones de ARTEFACTA

ELABORACION: Mario Villacís C.

4.2.3 Evaluación de la Emisión de Obligaciones de ARTEFACTA S.A.

En la emisión de la compañía ARTEFACTA S.A., cuyo monto nominal alcanzó los 40 millones de dólares que fueron autorizados el 17 de marzo del 2015, se obtuvo el 100 por ciento, ya que la compañía alcanzó un precio promedio de colocación del 100 por ciento, por lo cual, del monto nominal ofertado 40 millones de dólares, luego de deducir los costos de la emisión se alcanzó un valor neto de 39.785.500 dólares.

Dicha emisión, se pactó a una Tasa Efectiva Máxima del segmento productivo corporativo, señalada por el Banco Central del Ecuador para la semana inmediata anterior a aquella en cual se efectuó la colocación, según las negociaciones realizadas en bolsa en el mes de mayo del 2015, la tasa que se pactó fue del 9.33 por ciento. La amortización de las obligaciones se lo hizo, para el capital en ocho cupones semestrales pagaderos a partir del décimo tercer semestre y para los intereses veinte cupones semestrales. En el

cuadro No. 10 nos muestra la amortización de la Emisión de Obligaciones realizadas por ARTEFACTA S.A.

Utilizando la fórmula del Valor Actual Neto (VAN) con una tasa de descuento del 6 por ciento, se llegó a determinar el coste de oportunidad en la alternativa de emisión de obligaciones. Este ascendió a un VAN positivo \$ 3.594.905,08 dólares como se observa en el cuadro No. 10, dicho valor indica que esta alternativa de financiamiento a través de la emisión es viable.

CUADRO N° 12
CALCULO DEL VALOR ACTUAL NETO
EMISION DE OBLIGACIONES ARTEFACTA S.A.
(En miles de dólares)

P0	P1	P2	P3	P4	P5	P6	P7	P8	P9	P10	P11	P12	P13	P14	P15	P16	P17	P18	P19	P20
39.785	-1.866	-1.866	-1.866	-1.866	-1.866	-1.866	-1.866	-1.866	-1.866	-1.866	-1.866	-1.866	-6.866	-6.778	-6.691	-6.604	-6.517	-6.430	-6.343	-6.256
VAN = \$ 3.594.9																				

FUENTE: Amortización de la Emisión de Obligaciones ARTEFACTA S.A.

ELABORACIÓN: MarioVillacís C

4.3 Evaluación del Préstamo Bancario de ARTEFACTA S.A.

En el caso del crédito que se pactó es al mismo plazo, es decir 3600 días, su amortización se lo hace en base la tasa de interés activa para operaciones de crédito para el sector privado que regía en mayo 2015, siendo el 9,33 por ciento, según en el boletín de Información Estadística Mensual del Banco Central del Ecuador.

Como se manifestó anteriormente, las condiciones del préstamo bancario son diferentes de aquellas utilizadas en la emisión de obligaciones, ya que el capital se amortiza junto con los intereses generados en el subperíodo, en este caso el semestre. De los 40 millones de dólares solicitados por la empresa al banco, una vez aprobada la operación, este acreditaría a la empresa 39.600.000 millones de dólares luego de haber deducido los impuestos y costos de la operación como se mencionaron anteriormente.

En el cuadro No. 11 se observa el cálculo de interés a pagar y la amortización de capital en cada periodo del crédito bancario. En base a estos valores se calculó el Valor Actual Neto con una tasa de descuento del mismo 6 por ciento que dio un VAN NEGATIVO de \$ 11.176.332.11 como se indica en el cuadro No. 11.

CUADRO No. 11
CALCULO DEL VALOR ACTUAL NETO
CREDITO BANCARIO ARTEFACTA S.A.
(En miles de dólares)

P0	P1	P2	P3	P4	P5	P6	P7	P8	P9	P10	P11	P12	P13	P14	P15	P16	P17	P18	P19	P20
39.600	-4.485	-4.485	-4.485	-4.485	-4.485	-4.485	-4.485	-4.485	-4.485	-4.485	-4.485	-4.485	-4.485	-4.485	-4.485	-4.485	-4.485	-4.485	-4.485	-4.485
VAN = - \$ 11.176.3																				

FUENTE: Amortización de Crédito Bancario, ARTEFACTA S.A.

ELABORACIÓN: Mario Villacís C

Una vez analizado el Valor Actual Neto tanto para la emisión de obligaciones realizadas por ARTEFACTA S.A. y para el préstamo bancario, es evidente que la alternativa más beneficiosa para la compañía es la emisión de obligaciones, puesto que se obtuvo un VAN positivo superior en comparación del VAN obtenido en el crédito bancario.

CAPITULO V

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

5.1. Conclusiones

- La alternativa de financiamiento a través de la emisión de obligaciones disminuye el costo financiero para las empresas que utilizan crédito bancario y mejora el rendimiento de los inversionistas.
- La oferta pública de obligaciones en la Bolsa de Valores de Quito ocasiona que el mecanismo de oferta y demanda logre transparencia y precio justo
- El cotizar en Bolsa de Valores provoca que las empresas mejoren su imagen corporativa pues el mercado de valores es un medio eficaz para difundir apropiadamente su estructura organizativa, potencialidad económica financiera, perspectivas de expansión y las oportunidades y fortalezas que ofrecen al invertir en dichas empresas.
- La Emisión de Obligaciones posibilita que los plazos se ajusten a las necesidades reales de financiamiento del emisor
- El endeudamiento vía Emisión de Obligaciones ofrece mejores resultados que el crédito bancario. En primer lugar la institución emisora recibe un monto mayor, por cuanto estos títulos se transan en el mercado con una prima por colocación, luego de deducidos los costos de emisión, resulta un valor mayor al que obtendría a través de un crédito bancario. En el caso analizado, del valor solicitado se resta el impuesto del 1 por ciento para SOLCA. Casabaca S.A. recibió por la emisión 3.984.270 dólares, mientras que si solicitaba crédito bancario obtendría 3.9 millones de dólares.

- La emisión de obligaciones constituye una alternativa de financiamiento para las empresas, mediante la cual el emisor puede captar recursos frescos directamente de los inversionistas, evitando la intermediación financiero con lo cual se logra un menor costo de financiación que otras alternativas.
- El sistema de amortización es diferente en los dos sistemas. En el caso de la emisión las dos empresas amortizará el capital con un periodo de gracia. En el crédito la amortización del capital se lo hace conjuntamente con el pago de intereses cada subperíodo de pago. En este sentido la empresa emisora puede aprovechar de mejor forma los recursos conseguidos, es decir, costo de oportunidad del dinero.
- Las empresa sujeta a estudio emitieron sus títulos a un plazo mayor de 365 días, con lo que sus títulos quedan exentos de impuestos.
- Se evidencia la ventaja de la emisión frente al crédito bancario, pues la evaluación por medio de la metodología del Valor Actual Neto, muestra una cifra mayor y positiva en el caso analizado de Artefacta S.A. en su séptima emisión de obligaciones realizada en el año 2015.

5.2 Recomendaciones

- Es fundamental que el gobierno desarrolle un ambiente de confianza, con reglas de juego claras, y creando un entorno macroeconómico favorable necesario para recuperar el crecimiento económico, y mantener un ambiente de estabilidad política y económica que permita realizar inversiones a largo plazo.
- Las bolsas de Valores del país para cumplir con su objetivo de canalizar sus recursos hacia los sectores productivos, deben realizar una campaña de difusión y promoción de los distintos títulos valores que se transan y los potenciales; motivando de esta manera al público a participar en el mercado de capitales.
- Los empresarios deben tener en cuenta que la emisión de obligaciones es una vía alternativa de financiamiento para el crecimiento y desarrollo de las empresas y, que sus costos financieros a través de este mecanismo son más bajos que otras alternativas. Además, las empresas que cotizan en la bolsa de valores, tendrán presencia en el mercado de valores, con los correspondientes beneficios de imagen, solidez y confianza; naturalmente para ello es necesario que las empresas mantengan sus cuentas en completo orden y profesionalicen la gestión.
- Las Casas de Valores deberían desarrollar una mayor calidad del Mercado de Valores, a través de profesionales especializados en impulsar las diferentes alternativas de inversiones y financiamiento que el mercado de valores puede ofrecer.

BIBLIOGRAFÍA

- Albán, M. (2004). *PROPUESTA DE ALTERNATIVAS DE GESTIÓN FINANCIERA PARA CONVERTIR A LA TESORERÍA DE UNA COMPAÑÍA EN UN CENTRO DE UTILIDAD. CASO PRÁCTICO APLICADO A UNA EMPRESA DE TELECOMUNICACIONES DEL MERCADO ECUATORIANO*. . Quito: Pontificia Universidad Católica del Ecuador.
- Bejar, L. (2006). *Marcados Bursátiles del Ecuador*.
- Bolsa de Valores Quito. (2011). *Memoria Anual BVQ*. Obtenido de http://www.bolsadequito.info/uploads/promocion-y-capacitacion/publicaciones/bvq/120402215048-0fba236262b74173a0e2ba68b5ef11f8_infadmin2011.pdf
- Bolsa de valores Quito. (2015). *Bolsa de valores Quito*. Obtenido de <http://www.bolsadequito.info/inicio/conozca-el-mercado/las-casas-de-valores/>
- CEPAL. (2005). *Instrumentos para el financiamiento de la sociedad de la información: un marco de referencia para la definición de políticas*. Santiago de Chile: Publicación de las Naciones Unidas.
- Dominguez, J. (2008). *El Mercado Bursatil*. Wordpress.
- Echegaray, A. (Mayo de 2004). *El financiamiento del Comercio Internacional por el BID*.
- Fonseca, F., & Toro, J. (2008). *Análisis de riesgo y rendimiento sectorial de las acciones de las empresas del ecuador*. Latacunga: Escuela Politécnica del Ejército.
- Ley de mercados de valores. (s.f.). *Bolsa de quito*. Obtenido de 2015: http://www.bolsadequito.info/uploads/normativa/normativa-del-mercado-de-valores/ley-de-mercado-de-valores/141024195748-4df8d7eda00bdc4ba0e84cd4b59cbe50_leyMercadoValores.pdf
- Ley de Valores. (2015). *Guia del inversionista bursátil*. Obtenido de http://www.bolsadequito.info/uploads/normativa/normativa-del-mercado-de-valores/ley-de-mercado-de-valores/141024195748-4df8d7eda00bdc4ba0e84cd4b59cbe50_leyMercadoValores.pdf
- Narvaéz, J. (2004). *La emisión de obligaciones como una alternativa de financiamiento a largo plazo para las empresas*. Quito: Universidad Andina Simón Bolívar sede Ecuador.

Ortiz , E. (1993). *Mercado de Valores*. Quito: Madulo 1.

Pozo, J., & Sevilla, E. (2006). *ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO PARA PROYECTOS DE ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO PARA PROYECTOS DE LA CIUDAD DE QUITO*. Quito: PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL ECUADOR .

Quintana, D. (2007-2009). *CULTURA Y PRÁCTICA BURSÁTIL PARA EL FINANCIAMIENTO*. Latacunga: ESCUELA POLITÉCNICA DEL EJÉRCITO.

Soria, A. (1995). *Mercado de Valores*. Oficina de Investigación Jurídica.