PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL ECUADOR- MATRIZ

FACULTAD DE CIENCIAS ADMINISTRATIVAS Y CONTABLES

TRABAJO DE TITULACIÓN PARA LA OBTENCIÓN DEL TÍTULO DE LICENCIADO EN ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS

FINANCIAMIENTO CON BOLSA DE VALORES, UNA ALTERNATIVA DE CRECIMIENTO PARA EMPRESAS MEDIANAS. CASO PRÁCTICO: WATER PROJECTS S.A

EDWIN RAÚL ARIAS HIDALGO

DIRECTOR: ING. JOSÉ CHICAIZA

LÍNEA DE INVESTIGACÍON: FINANCIAMIENTO DE LAS EMPRESAS, BOLSA DE VALORES

DEDICATORIA

A mis padres, sin quienes no habría sido posible cumplir con este objetivo de mi vida, ya que siempre estuvieron ahí para apoyarme, financiarme y aconsejarme de la mejor forma para que pueda seguir adelante y obtener los mejores resultados.

A mi hermana que es una mujer apasionada por aprender y siempre está buscando demostrar ser la mejor, a quien espero poder dar un buen ejemplo y motivar a llegar lejos.

A mi abuelita, quien ya no me acompaña, pero que siempre estuvo para mí siendo una de las mejores amigas y confiando en que podría cumplir todo lo que me proponga, aunque ya no me alcanzó a ver con el birrete de universitario, estoy seguro de que le hubiera encantado.

A mi abuelito, el empresario de la familia, del que no tengo memoria, pero sé que cuando me sostuvo en sus brazos creyó en mí y en que iba a continuar con su legado en los negocios.

AGRADECIMIENTOS

Agradezco a Dios por darme la salud, habilidades y recursos necesarios para subir este escalón en mi vida. A mi padre Edwin Arias, quien siempre ha estado presente en mis estudios y guiándome de la mejor forma para hacer de este trabajo un éxito. A mi madre Mónica Hidalgo, quien deposita en mí toda su confianza y siempre me motiva a seguir adelante y alcanzar toda meta que me proponga. A mi hermana Melissa, que sin duda es un orgullo para la familia y que siempre estuvo dispuesta a ayudarme con lo que necesitaba. A Hazel Monge, una persona muy importante para mí, quien participó activamente en este proceso, creyó en mí, me apoyó en todo momento y ejerció la presión suficiente para que pueda cumplir con este objetivo. A mis amigas Noely Jiménez, Ninette López y Doménica Vargas, que fueron un pilar fundamental en mi carrera y me enseñaron a apreciar la amistad. A mis abuelitos, que siempre estuvieron prestos a colaborar de la forma en la que les fuese posible a lo largo de mis estudios. Un agradecimiento especial a José Ignacio Valarezo, quien contribuyó al desarrollo de este estudio siempre aclarando mis dudas y brindándome la información que requería e impulsándome a seguir en el dinámico camino de las finanzas. Finalmente, a mi estimado director José Chicaiza, quien desde que le fui asignado demostró el interés necesario que todo estudiante espera de su director y muy responsablemente me ayudó a finalizar mis estudios con este trabajo.

TABLA DE CONTENIDO

DEDICATORIA I
AGRADECIMIENTOS II
GLOSARIO VI
RESUMEN EJECUTIVO VII
INTRODUCCIÓN 8
1. MERCADO DE VALORES 11
1.1. ¿Qué es el mercado de valores? 11
1.2. Breve historia de la Bolsa de Valores Quito 14
1.3. ¿Qué empresas pueden cotizar en bolsa? 18
1.4. Proceso para cotizar en bolsa de valores 19
2. SELECCIÓN DE CASA DE VALORES Y CALIFICACIÓN DE RIESGO 25
2.1. Casas de valores 25
2.2. Funciones de las casas de Valores y Ranking 29
2.3. Calificación de Riesgo 33
2.4. Factores que se deben considerar al momento de escoger una casa de valores y una calificadora de riesgo 36
3. BENEFICIOS DE COTIZAR EN BOLSA 40
3.1. Productos que ofrece la bolsa 40
3.2. Banca 58
3.3. Bolsa VS Banca 63
3.4. Mejor alternativa para una empresa mediana 69
4. CASO WATER PROJECTS S.A 71
4.1. Acerca de la empresa 71
4.2. Situación actual de la empresa 73
4.3. ¿Es una buena alternativa para la empresa, cotizar en bolsa de valores? 81
5. CONCLUSIONES 86
6. RECOMENDACIONES 90
7. BIBLIOGRAFÍA 91

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Participación Bolsa de Valores Latam 12
Tabla 2. Información de mercado 16
Tabla 3. Facultades de las casas de valores 26
Tabla 4. Obligaciones de las Casas de Valores 27
Tabla 5. Ranking de las Casas de Valores 32
Tabla 6. Proceso de calificación 35
Tabla 7. Requisitos Generales de procesos de Titularización 42
Tabla 8. Información Adicional para Titularización de Inmuebles generadores de flujo de caja 43
Tabla 9. Información adicional para Titularización de Proyectos inmobiliarios generadores de flujo de caja o de derechos de contenido económico 43
Tabla 10. Información adicional para titularización de flujos de fondos 44
Tabla 11. Características de los Tipos de Titularización 45
Tabla 12. Requisitos para el contrato de emisión de obligaciones 47
Tabla 13. Valores a deducir para el cálculo del monto máximo de emisión de Papel Comercial 49
Tabla 14. Resguardos 50
Tabla 15. Modalidades de Underwriting 52
Tabla 16. Información del Prospecto Para la Constitución de Compañías 53
Tabla 17. Estructura del Prospecto de Oferta Pública para Aumento de Capital 54
Tabla 18. Documentos necesarios para la inscripción en el Registro de Mercado de Valores 57
Tabla 19. Documentación para el Registro de la Bolsa de Valores 57
Tabla 20. Alternativas de financiamiento que ofrece un banco 60
Tabla 21. Tipos de Crédito Para empresas y Tasa Activa Efectiva referencial 61
Tabla 22. Requisitos para un Crédito Productivo Según Banco Pichincha 62
Tabla 23. Información económica exigida por Banco Pichincha para evaluar un crédito Productivo de Capital de trabajo y Activo Fijo 62
Tabla 24. Actividades comerciales de Water Projects S.A 71
Tabla 25. Estado de Situación Financiera Water Projects S.A 73
Tabla 26. Análisis Vertical 73
Tabla 27. Análisis Horizontal 74
Tabla 28. Estado de Resultados de la empresa 76
Tabla 29. Análisis Vertical Estado de Resultados 76
Tabla 30. Análisis Horizontal Estado de Resultados 77
Tabla 31. Estado de flujos de Efectivo 78
Tabla 32. Índices Financieros 79
Tabla 33. Resultados Promedio 82

ÍNDICE DE IMÁGENES

Imagen 1. Desarrollo de Mercados Financieros en el Mundo 13
Imagen 2. Logo Bolsa de Valores Quito 15
Imagen 3. Portal Bolsa de Valores Quito 16
Imagen 4. Proceso para financiarse con Bolsa de Valores Quito 20
Imagen 5. Ejemplo de Emisión de Obligaciones 30
Imagen 6. Escala de Calificación de riesgo 35
Imagen 7. Desarrollo Mundial de Instituciones Financieras 59
Imagen 8. Comportamiento histórico Nacional FCN 65
Imagen 9. FCN octubre 2019-2020 65
Imagen 10. Papel comercial negociado a nivel nacional 66
Imagen 11. Datos de Papel Comercial octubre 2019 y 2020 67
Imagen 12. Obligaciones a octubre 2019 vs octubre 2020 68
Imagen 13. Ingresos por Ventas Water Projects S.A 72

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Análisis Horizontal del Estado de Situación 75
Gráfico 2. Análisis Horizontal del Estado de Resultados 78

GLOSARIO

Mercado Bursátil: Mercado de valores formal, donde se realizan transacciones de instrumentos financieros.

REB: Registro Especial Bursátil.

Liquidez: Cualidad de los activos para convertirse inmediatamente en dinero, contribuye a medir la capacidad de pago de la empresa.

Rentabilidad: Nivel de beneficio que una empresa obtiene respecto de sus inversiones en la operación.

Emisor: Organización que ofertará sus instrumentos financieros en bolsa.

RESUMEN EJECUTIVO

El presente trabajo de titulación tiene como finalidad identificar como el financiamiento con bolsa de valores, sería una alternativa a través de la cual una empresa mediana podría adquirir los fondos necesarios para financiar su gestión, a un costo más bajo, relacionado con la banca privada y de esa forma inclinar su enfoque a un crecimiento dado a que podría ser más eficiente y mejorar sus indicadores financieros.

Para ello, se ha decidido organizar la información de manera que en el capítulo uno se hace una introducción al mercado de valores en general, un enfoque directo al desarrollo en mercado ecuatoriano, un breve resumen de la Historia de Bolsa de Valores Quito y la descripción del proceso que deben llevar a cabo las empresas para emitir valores, además de conocer qué organizaciones pueden hacerlo y cuáles son las instituciones que participan en el proceso.

Seguido por un capítulo segundo, donde se centra en desarrollar la información referente a Casas de Valores y Calificadoras de Riesgo, dos tipos de entidades que juegan papeles de suma importancia al momento de llevar a cabo el proceso de emisión de instrumentos financieros a través del mercado de valores, constituyendo cuál es su papel y ciertas referencias que permitirían al emisor identificar con qué empresa trabajar una vez decidido llevar a cabo una emisión de valores.

En el tercer capítulo se lleva a cabo un análisis comparativo entre los productos que ofrece bolsa de valores y la banca privada, de forma que se pueda conocer los beneficios en tasas, plazos, montos, entre otros, que presentan los dos tipos de instituciones y así sacar a colación las mejores alternativas entre las que puede escoger el empresario mediano.

Por otro lado, en el cuarto capítulo se desarrolla un análisis entre la situación de la empresa y los requerimientos de bolsa de valores, para identificar si la empresa califica para realizar una emisión de instrumentos financieros, lo que permitiría identificar si la organización puede apoyarse en bolsa de valores, para financiar sus operaciones o inversiones con beneficios distintos a los que ofrece la banca.

Finalmente, se elaboran las conclusiones y recomendaciones de los resultados obtenidos a lo largo del estudio, que permiten tener una mejor comprensión de este y resumir ciertos aspectos.

INTRODUCCIÓN

En Ecuador hasta 2018, apenas 300 empresas del total existente cotizaban en bolsa de valores, de las cuales solamente 45 de ellas emitieron acciones, mientras el resto otro tipo de papeles comerciales (Simó et al, 2018). Los expertos indican que la cultura de inversión en los ecuatorianos aún es bastante limitada y el financiamiento de empresas a través de bolsa es poco común. De manera que se prefiere recurrir al financiamiento bancario, de cooperativas, de mutualistas, etc. (Simó et al, 2018)

Sin embargo, no siempre esta es la mejor opción debido a que estas entidades presentan distintas limitaciones como la cantidad de dinero que pueden prestar, la tasa de interés, el plazo y además del proceso riguroso y distintos requerimientos para que la organización sea sujeta de crédito.

La bolsa de valores ofrece muchos beneficios en cuanto a financiamiento para las empresas puesto que dentro de su oferta se encuentran diversos instrumentos financieros con distintas características, ya sean estos para largo, mediano o corto plazo; de renta fija o de renta variable; con diferentes tasas de rendimiento y además de una fuerte imagen para aquellas firmas que cotizan en ella. No obstante, la falta del conocimiento de los procedimientos para suscribirse a esta entidad al igual que los beneficios han resultado en que la adquisición de fondos a través de este medio sea poco común o solamente lo utilicen empresas grandes y con enormes capitales. Si se adaptara la cultura que manejan otros países en cuanto a inversiones y financiamiento la bolsa de valores sería más grande; los beneficios que traería serían mayores y el atractivo de inversionistas se incrementaría, de manera que las fuentes de financiamiento aumentarían. Tal como se sugirió en la convención de ahorro e inversión del mercado de valores, auspiciado por Fiducia.

Siendo así que se identificó el problema ¿De qué manera pueden los instrumentos financieros que ofrece el mercado bursátil, ser una alternativa de financiamiento atractiva para el crecimiento de la empresa?

En este estudio se busca demostrar a las empresas medianas en general como podrían verse beneficiadas por la bolsa de valores, darles a conocer el procedimiento para cotizar en este organismo regulado por la superintendencia de compañías y sobre todo llegar a cómo el financiamiento a través de bolsa de valores podría ser una alternativa de crecimiento para la institución.

Para llevar a cabo el presente estudio, se toma como caso práctico a *WaterProjects S.A*, empresa ecuatoriana mediana que se dedica al tratamiento de agua, buscando ofrecer una mejor calidad de agua tanto para organizaciones como a nivel doméstico, la empresa tiene catorce años de experiencia en el medio y guarda una estrecha relación con *Culligan* para ofrecer un excelente servicio. En los últimos años, la empresa ha tenido ciertas dificultades con sus clientes, por lo que ha acudido a bolsa en busca de soluciones. De manera que es un buen ejemplo para estudiar y encontrar los beneficios de financiarse con Bolsa de valores, además de cómo esta podría contribuir en el crecimiento de la empresa.

El objetivo principal en el estudio radica en evaluar los beneficios que obtiene una organización de tamaño mediano al financiarse con el mercado bursátil, determinando si esta es una alternativa de financiamiento que conduzca al crecimiento de la empresa.

Para ello, presentar los conceptos básicos respecto al mercado de valores y capitales, información general sobre bolsa de valores y procedimientos que se deben seguir; sintetizar por qué los empresarios deberían conocer el mercado bursátil y considerarla

entre sus opciones de financiamiento; exponer los instrumentos que cotizan en el mercado de valores e identificar sus características; resumir la información del proceso para cotizar en bolsa de valores, indicando las instituciones que participan en él y la documentación requerida; contrastar los beneficios que ofrece bolsa de valores frente a la banca y determinar por qué esta alternativa permitiría a una empresa mediana financiar su gestión con un enfoque al crecimiento; corresponderían a los objetivos específicos.

1. MERCADO DE VALORES

1.1. ¿Qué es el mercado de valores?

De acuerdo con Bolsa de Valores Quito (2020), se denomina mercado a valores al medio a través del cual los recursos financieros son canalizados para actividades productivas, gracias a la negociación de valores; misma que da como resultado en una fuente directa de financiamiento y diversas opciones rentables para inversionistas. Al igual que en todo tipo de mercado, debe existir una parte ofertante y una demandante para que se ejecuten las distintas transacciones, siendo el objeto de intercambio los llamados "activos financieros." En la revista INESEM, De la Torre (2019), explica de forma muy simple el objetivo de los mercados financieros e indica que alcanzar este es posible gracias a la conexión presentada entre personas naturales y jurídicas con necesidades de financiamiento y aquellas que cuentan con excedentes de fondos y están dispuestos a comprar los activos de la otra parte involucrada.

Para tener un conocimiento más profundo de los mercados de valores, es necesario conocer su composición, dado que este está segmentado en mercado de dinero y mercado de capitales. Mismos que cumplen con distintas características. Bodie et al. (2014) en su libro *Investment* indican que mercados de dinero son aquellos donde los instrumentos se caracterizan por ser de corto plazo, negociables, líquidos y de bajo riesgo; además, pueden ser considerados como equivalentes al dinero.

Por otro lado, los mismos autores Bodie et al. (2014) definen a los mercados de capitales como aquellos donde los instrumentos negociados tienen la particularidad de ser de largo plazo, de contar con un riesgo más alto y de ser de renta variable o fija. No obstante, es importante reconocer que en el mercado de capitales existe mayor diversidad de documentos, que en los mercados de dinero.

En la convención de ahorro e inversiones, auspiciada por Fiducia, Bolsa de Valores Quito, Super Intendencia de Compañías y algunas casas de valores

nacionales, varios ponentes concordaron en que los mercados de valores son esenciales para la economía de una nación, particularidad que indica también el autor De la Torre en la revista INESEM:

"La función de los mercados de valores es vital para la economía nacional e internacional, pues contribuye al desarrollo económico, brinda liquidez a la inversión, conecta a las empresas y entidades del Estado en búsqueda de financiación, favorecen la valoración de activos financieros y la asignación eficiente de recursos." (De la Torre, 2019).

Por otro lado, durante su ponencia, el presidente de la Bolsa de Valores Quito, Gilberto Pazmiño, presentó la tabla 1 que se muestra a continuación, para analizar específicamente la situación de Ecuador respecto de este tema:

Tabla 1. Participación Bolsa de Valores Latam

PAÍS	PIB 2019	TRANSADO 2019	TRANSADO/PIB
CHILE	282,318	792,391	281%
COLOMBIA	323,802	386,669	119%
COSTA RICA	61,773	56,309	91%
MÉXICO	1,258,286	532,381	42%
BOLIVIA	40,895	11,879	29%
EL SALVADOR	27,022	4,129	15%
PANAMÁ	66,800	8,530	13%
ECUADOR	107,435	11,797	11%

Fuente: (Fiducia El Fondo es la forma, 2020, 1:26:45)

De forma que se puede ver claramente que la participación de la Bolsa de Valores en Ecuador es bastante pequeña y existe una enorme oportunidad de crecimiento. Comparado contra Chile y Colombia, países que tienen una relación de transado/PIB de 281% y 119% respectivamente; Ecuador apenas alcanza los 11% en este indicador. Pazmiño, en su análisis también indica que el desarrollo de los mercados financieros en los países es de suma importancia para atraer inversión extranjera y potenciar la producción nacional. De manera que hace un llamado al gobierno para implementar políticas que impulsen el desarrollo de este campo.

En la imagen 1. tomado de "*Introducing a New Broad-based Index of Financial Development*" una publicación del Fondo Monetario Mundial, se puede observar el desarrollo de los mercados de valores por país.

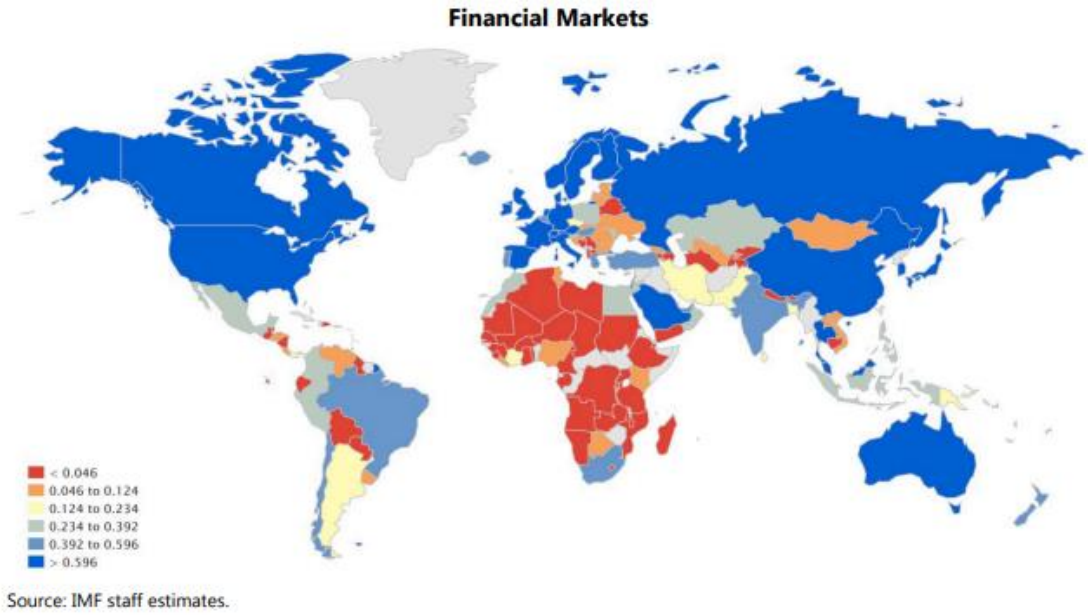

Imagen 1. Desarrollo de Mercados Financieros en el Mundo

(Svirydzenka, 2016)

De acuerdo con la llave le mapa, los países coloreados de azul representan aquellos cuyo mercado financiero es bastante desarrollado, pasando por una escala de cinco colores hasta llegar al rojo, que indica los países con un mercado de valores subdesarrollado. Como se puede apreciar, en el continente sudamericano, Chile y Brasil se encuentran pintados en un azul claro, Colombia y Perú en celeste, pero lastimosamente Ecuador está resaltado con color rojo, de forma que se puede validar lo propuesto en la tabla 1. Mediante este gráfico se puede percibir la cultura financiera del país, y por tanto los esfuerzos que se deberían hacer por desarrollar los mercados financieros. Un incremento en el tamaño de los mercados financieros podría tener una cadena de beneficios resultantes, como son: mayores oportunidades de financiamiento para las organizaciones, desarrollo empresarial, una cultura financiera más sólida e incluso llevar al país a un crecimiento económico y productivo; siendo más atractivos para la inversión extranjera.

1.2. Breve historia de la Bolsa de Valores Quito

En el Ecuador existen dos bolsas de valores, una en Quito y otra en Guayaquil, mismas donde se concentran los participantes que buscan formar parte de los mercados financieros nacionales. Evelyn León, con su publicación "funciones de la bolsa de valores" en Gestiopolis, se refiere a Bolsa de Valores como: "sociedad anónima de capital variable que facilita las transacciones con valores y procura el desarrollo del mercado bursátil." (León, 2003) De manera que la bolsa es la entidad a través de la cual demandantes y ofertantes negocian sus valores.

Entre las principales funciones de la bolsa de valores de un país encontramos las siguientes, de acuerdo con la autora León (2003):

- Busca la canalización del ahorro interno hacia las necesidades de inversión que requieren recursos financieros, sean empresas del sector público o privado.
- Ofrece las condiciones legales y de seguridad necesarias en las transacciones realizadas a través de ella, fundamentándose en su reglamento interno.
- Celebra negociaciones diarias, proporcionando tecnología y facilitando la comunicación entre participantes.
- Registra las cotizaciones y precios de los títulos de valor, y hace pública la información sobre los acontecimientos en el mercado bursátil.

Debido a que la empresa que se utilizará para el estudio fue constituida en la ciudad de Quito y por tanto busca trabajar con la Bolsa de Valores Quito, se proveerá información de esta institución, mas no de la bolsa de Guayaquil.

De acuerdo con la Federación Iberoamericana de Bolsas (2019), Bolsa de Valores Quito ha vivido tres momentos de suma importancia a lo largo de su vida jurídica. Partiendo por su primera fundación en 1969, nombrada en aquella época como Comisión de Valores- Corporación Financiera Nacional, en calidad de compañía anónima.

De acuerdo con Super Intendencia de Compañías, Valores y Seguros (2020), el 28 de mayo de 1993, fue expedida la primera Ley de Mercado de Valores. Misma que causaría una reestructuración en el mercado bursátil ecuatoriano. Como se indica en FIAB (2019) Con la Ley de Mercado de Valores, en la que se estableció la disposición de que las Bolsas se transformaran en Corporaciones Civiles sin fines de lucro, la Comisión de Valores-Corporación Financiera Nacional en mayo de 1994 se transformó y pasó a conocerse como Corporación Civil Bolsa de Valores Quito, otorgándole a este acontecimiento como la segunda fundación para la entidad.

Sin embargo, el 20 de mayo de 2014, fue expedida la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil (GOB .EC, 2020), misma que exigió la transformación de las bolsas de valores existentes en el país de corporaciones civiles a sociedades anónimas. Por lo que, para el cumplimiento de esta disposición, la entidad culmina el proceso de transformación y el 10 de agosto de 2016 pasa de llamarse Corporación Civil Bolsa de Valores Quito, a inscribirse en el Registro Mercantil como Bolsa de Valores Quito BVQ Sociedad Anónima; nombre que la institución ha mantenido hasta la actualidad.

La imagen 2, muestra el Logo que representa a Bolsa de Valores Quito. Mismo que se encuentra en su página Web, donde ofrece distintos servicios como capacitaciones sobre como invertir, como armar portafolios, entre otros. Además, proveer información de las empresas que cotizan en bolsa y de los distintos instrumentos financieros tranzados e información de las transacciones llevadas a cabo en aquel día. También variaciones en los precios de acciones de empresas que cotizan con renta variable. La imagen 3 presenta cómo se ve el portal de la institución en su página principal.

Imagen 2. Logo Bolsa de Valores Quito

(BVQ, 2020)

Imagen 3. Portal Bolsa de Valores Quito

(BVQ, 2020)

Por otra parte, la tabla 2 presenta el comportamiento de la información de mercado desde el año 2000 hasta 2019, de acuerdo con lo presentado por FIAB (2019).

Tabla 2. Información de mercado

Concepto	**2000**	**2005**	**2010**	**2019**
Capitalización bursátil total (millones USD)	747	3,175	5,263	8,682
Cantidad de sociedades listadas	27	32	40	61
Índice Bursátil (ECUAINDEX)	0	946.47	985.93	1,407
Cantidades de Sociedades de bolsa	23	26	32	36
Montos totales negociados- Renta Variable (millones USD)	18	88	72	44
Montos totales negociados-Renta Fija (millones USD)	920	1,536	2,337	683

Fuente: (FIAB, 2019)

De acuerdo con la Tabla 2, se puede ver el crecimiento que ha tenido la bolsa hasta 2019, partiendo por la capitalización bursátil que para el año 2000 fue de 747 millones de U$S, mientras para 2019 cerró con 8.682 millones de U$S. El incremento cada cinco años es importante ya que al menos en el primer periodo de cinco años crece en al menos 2.428 millones de U$S y posteriormente en 2.088 y 3.446 millones de U$S respectivamente para el segundo y tercer período de cinco años; lo que a través de un pequeño cálculo presenta un resultado de un incremento promedio de 2.654 millones de U$S cada cinco años. También es importante notar que el monto negociado de renta fija es bastante superior al de renta variable y que el monto total negociado en renta variable ha disminuido de 2010 a 2019. De acuerdo con una entrevista de Diario

El Comercio (2019, 4:59), Fernando Simó, presidente de la Asociación de Casas de Valores del Ecuador, indicó que el monto tranzado en acciones es bastante pequeño en relación con el monto total tranzado, llegando apenas a 42 millones. Por otro lado, en la misma entrevista, Paul McEvoy, gerente de Bolsa de Valore Quito complementaría esta información indicando que, de alrededor de 300 empresas inscritas en bolsa, apenas 45 cotizan en renta variable. Es decir, que aproximadamente el 15% de las empresas negocian sus activos de renta variable. Es importante rescatar que, a lo largo de la entrevista, los entrevistados indicaron la necesidad de trabajar duro en el país para mejorar la cultura de inversión que se tiene. La oportunidad de crecimiento para las bolsas de valores en el país, de la cual se habla en el 1.1 de este documento, es muy clara; considerando que en el Ecuador hasta 2018 el Instituto Nacional de Estadística y Censos registro 899.208 empresas. Además, en (FEFELF, 2020,1:37:08) Pazmiño, presidente de Bolsa de Valores Quito, resalta que BVQ es una bolsa nacional cuyos esfuerzos están dirigidos a la inclusión bursátil del sector de pequeños y medianos negocios.

Dado que este trabajo está dirigido a resolver como la bolsa de valores sería una alternativa de financiamiento con orientación al crecimiento para empresas medianas, conviene reconocer cuantas empresas medianas desempeñan sus actividades en el país.

De acuerdo con los datos proporcionados por el INEC, en el Ecuador existen dos categorías para empresa mediana. Empresa Mediana tipo A, es aquella con ventas entre un millón de dólares y dos millones y con una fuerza de trabajo de entre cincuenta y noventa y nueve contribuyentes. Por otro lado, una Empresa Mediana tipo B, es aquella con ventas entre dos millones a cinco millones y con una fuerza de trabajo de entre cien a ciento noventa y nueve colaboradores. (INEC, 2019) De manera que, en su estudio llevado, INEC (2019) encontró que en el Ecuador hasta 2018 se encontraron en operación 8.529 empresas medianas tipo A y 5.749 tipo B, es decir un total de 14.278 empresas medianas. Que representa apenas el 1.59% del total de empresas, presentado en los párrafos anteriores.

1.3. ¿Qué empresas pueden cotizar en bolsa?

Pese a que en el Ecuador es muy usual escuchar que en la bolsa de valores únicamente se encuentran las empresas grandes y solamente aquellas con capitales grandes pueden hacer uso de sus beneficios; BVQ ha hecho grandes esfuerzos para extenderse a empresas medianas y pequeñas, para que estas entidades puedan disfrutar de los beneficios que el mercado de valores ofrece. BVQ (2020) en su página web, en el apartado de ¿cómo financiarse? Indica que a través de su gestión empresas pequeñas y medianas se han financiado y obtenido los beneficios que ofrece el mercado de valores, por lo que podría pasar a ser tan solo un mito aquello de que solamente las grandes corporaciones pueden acceder al Mercado de Valores. "En los últimos 50 años, las empresas pequeñas, medianas y grandes del Ecuador han conseguido financiamiento para cumplir con sus objetivos estratégicos por medio del Mercado de Valores ecuatoriano y la Bolsa de Valores Quito" (BVQ, 2020).

Ahora bien, para cotizar en el mercado de valores una empresa debe acudir a una casa de valores para ser asesorada profesionalmente por estos especialistas bursátiles. Definir qué organizaciones pueden cotizar en bolsa es un tema bastante abierto, ya que depende de las necesidades de la organización, puesto que estas cambian de acuerdo con el financiamiento que necesite la firma; es decir, si la empresa requiere fondos en el corto plazo o en el largo plazo. (BVQ, 2020) Además, en una corta consulta a Jair Ponce, analista Sr comercial de BVQ, indicó que toda empresa puede cotizar en bolsa de valores siempre y cuando cumplan con los requisitos que demande el instrumento financiero que la misma necesite.

Un atractivo que podría resultar bastante interesante para aquellas empresas que busquen financiarse a través de bolsa de valores, es que los fondos estarían respaldados por el balance general de la empresa, es decir que la empresa puede utilizar diferentes cuentas de este estado financiero y no depender únicamente de sus activos fijos hipotecables. (BVQ, 2020).

La información retomada previamente permite afirmar que las empresas medianas son excelentes candidatos y podrían disfrutar de los beneficios que ofrece el mercado de valores.

1.4. Proceso para cotizar en bolsa de valores

Cuando una empresa decide convertirse en un emisor en bolsa de valores puede escoger entre tres opciones, tal como lo indica BVQ (2020), mismos que son: renta variable, renta fija y valores genéricos.

Para que una empresa pueda convertirse en emisor en bolsa de valores debe seguir el siguiente proceso de acuerdo con la página web de BVQ (2020):

a. Acudir a una casa de valores para recibir asesoría profesional. En la misma página de web, en el apartado de Casas se encuentran listadas todas las firmas autorizadas para realizar el proceso. En el capítulo 2 de este trabajo se analizará con mayor detalle a estas entidades.
b. Una vez que se hayan entablado distintas reuniones con la casa de valores, se haya provisto de la información necesaria y se haya llegado a determinar los instrumentos que mejor satisficieran las necesidades de la empresa, se procederá a llenar los documentos necesarios para la emisión. Estos documentos variarán dependiendo del instrumento financiero seleccionado. Sin embargo, aquellos necesarios en toda emisión son:
    a. Ficha Registral
    b. Nómina de Accionistas
    c. Solicitud de inscripción suscrita por el representante legal o apoderado
    d. Acta de la junta general o del órgano de administración que tenga la atribución de resolver la inscripción
    e. Estados financieros auditados de los tres últimos ejercicios económicos o desde constitución, en caso de que la antigüedad de la organización fuese menor.

f. Los requisitos siguientes, dependen de la opción de financiamiento que haya escogido la organización. Renta variable, renta fija o valores genéricos.

c. Una vez recopilados los requisitos, se elabora el prospecto de emisión, se presenta la informe calificación de riesgo y los estados financieros auditados.

d. Los documentos del paso anterior son ingresados a la superintendencia de compañías valores y seguros, para que sean revisados, aprobados e inscritos en el registro de mercado de valores.

e. Se inscribe en catastro público del mercado de valores.

f. Finalmente se da la inscripción del emisor en la bolsa y se hace oficial el emisor.

La imagen 4, tomada de BVQ (2020), presenta claramente el proceso resumido.

Imagen 4. Proceso para financiarse con Bolsa de Valores Quito

(BVQ, 2020)

Sin embargo, algunos de los costos en los que hay que incurrir para convertirse en emisor de bolsa de valores resultan algo elevados para algunas empresas, especialmente las más pequeñas, de manera que, en una consulta a José Ignacio Valarezo, subgerente de finanzas

corporativas del equipo de Silvercross Casa de Valores, indicó que existen instrumentos a menos exigentes en sus requisitos y por tanto contribuyen a que estas empresas puedan disfrutar de ciertos beneficios con un costo más asequible, como son por ejemplo las facturas negociables.

Previamente, durante el detalle de los requisitos necesarios, se indicó que existen algunos que varían dependiendo del instrumento financiero. De manera, que los mismos se presentarán a continuación respetando su categoría y con la información provista por BVQ (2020).

Para ser partícipe de una oferta pública de valores, una empresa debe cumplir con las siguientes características, de acuerdo con el artículo 12 del Código orgánico monetario y financiero, Libro II Ley Mercado Valores:

a. Tener Calificación de riesgo para valores presentativos de deuda o provenientes de procesos de titularización.
b. Encontrarse inscrito en el Catastro Público del Mercado de Valores
c. Haber circulado un prospecto o circular de oferta pública aprobado por la Super Intendencia de Compañías, Valores y Seguros.
d. Cumplir con los requisitos de estandarización de emisiones
e. Emitir valores desmaterializados.

No obstante, existen requisitos específicos para la oferta pública dependiendo de la categoría a la cual el emisor se remita a utilizar. En el blog de BVQ (2020) se encuentra lo siguiente:

a. **Oferta Pública de Acciones**
    a. Constitución sucesiva o suscripción pública de acciones
        i. Solicitud de autorización de la oferta pública e inscripción tanto en Catastro Público del Mercado de Valores como en la BVQ
        ii. Facsímile del Valor, formato del respectivo contrato de suscripción o certificados provisionales o resguardos
        iii. Un ejemplar del prospecto de oferta pública.
        iv. Informe de Calificación de riesgo
        v. Escritura pública contentiva del convenio de promoción y del estatuto que ha de regir la compañía a constituirse
        vi. Resolución aprobatoria de la promoción, tratándose de entidades sujetas al control de la Superintendencia de Bancos inscrita en el Registro Mercantil.
        vii. Resolución aprobatoria emitida por la SCVS

viii. Certificado de inscripción de la oferta pública emitida por la SCVS
ix. Parte pertinente del acta de junta general que autoriza la oferta pública
x. Resolución o criterio positivo emitido por la Superintendencia de Bancos o por la Superintendencia de Economía Popular y Solidaria
xi. Nombramiento del representante legal del emisor, inscrito en el Registro Mercantil
xii. Certificado de depósito emitido por un depósito centralizado de compensación y liquidación de valores.
xiii. Contrato de depósito o desmaterialización

b. **Oferta pública de Valores de Deuda**
    a. En el caso de los valores de deuda, los siguientes requisitos son necesarios ya independientemente del caso de que la entidad emisora escogiese entre los siguientes instrumentos financieros: Obligaciones, Papel Comercial u Obligaciones convertibles en acciones.
        i. Solicitud de inscripción de aprobación o inscripción de la oferta pública
        ii. Resolución o criterio positivo emitido por la Superintendencia de Bancos o por la Superintendencia de Economía Popular y Solidaria
        iii. Los balances no auditados del emisor, del último mes anterior a la fecha en la que presente la solicitud de inscripción en Bolsa.
        iv. Prospecto de oferta pública
        v. Informe de estudio de la calificación de riesgo
        vi. Acta de junta general de accionistas o de socios que resuelve la emisión y sus características.
        vii. Escritura de emisión de obligaciones
        viii. Acta de la Junta autorizando la emisión
        ix. Contrato suscrito con el agente pagador
        x. Contrato suscrito con el representante de los obligacionistas
        xi. Contrato de *Underwriting* de existir
        xii. Respaldos de las garantías específicas de existir
        xiii. Nombramiento del representante legal del emisor, inscrito en el Registro mercantil.
        xiv. Contrato de depósito o desmaterialización
        xv. Resolución aprobatoria emitida por la SCVS
        xvi. Certificado de depósito emitido por un depósito centralizado de compensación y liquidación de valores
        xvii. Certificado de inscripción de la oferta pública emitido por las SCVS

c. **Oferta Pública de Titularización de Activos**
    a. Este tipo de oferta requiere los siguientes requisitos:

i. Solicitud de autorización de oferta pública y de inscripción en el Catastro Público del Mercado de Valores
ii. Prospecto de oferta pública
iii. Documento en el que se indiquen: Los montos y la forma en que se han establecido los flujos futuros de fondos que se generarán, debe contener una proyección de al menos el tiempo de vigencia de los valores emitidos en el proceso de titularización.
iv. Escritura pública que contenga el mecanismo utilizado en el proceso de titularización
v. Criterio positivo del proceso de titularización emitido por la Superintendencia de bancos.
vi. Reglamento de gestión
vii. Declaración juramentada del representante legal del agente de manejo, acerca de la veracidad de la información contenida en el prospecto de oferta pública.
viii. Resolución aprobatoria emitida por la SCVS
ix. Certificado de inscripción de la oferta pública emitido por la SCVS
x. Informe completo de la calificación de riesgo
xi. Certificado de depósito emitido por un depósito centralizado de compensación y liquidación de valores
xii. Contrato de depósito o desmaterialización

d. **Valores Genéricos**
    a. Facturas comerciales negociables
        i. Solicitud de inscripción suscrita por el representante legal
        ii. Formato del valor
        iii. Certificado del Depósito de Compensación y Liquidación, en el que conste las características del valor, si la emisión es desmaterializada
        iv. Certificado de veracidad de la información
        v. Tratándose de valores emitidos por las instituciones financieras, resolución y oficio de la Superintendencia de Bancos y Seguros, en el que conste que está autorizado para realizar la emisión.
        vi. RUC del emisor, obtenido al menos con un año previo a la solicitud de inscripción en el Registro del Mercado de Valores
        vii. Detalle de las líneas de negocios del emisor
        viii. Formato de información que le proporcione la SCVS, en reemplazo de la ficha registral del emisor.
        ix. Resolución aprobatoria emitida por la SCVS
        x. Certificado de inscripción de la oferta pública emitido por la SCVS
        xi. Nombramiento vigente que acredite la calidad de representante legal

xii. Documento que contenga los datos de: Constitución de la compañía e inscripción en el Registro Mercantil; aumentos de capital y reformas estatutarias efectuadas
xiii. Acta del órgano de la administración de la compañía autorizando la inscripción de los valores
xiv. Detalle de las personas autorizadas para suscribir las FCN, incluido el registro de firmas
xv. Certificado vigente de cumplimiento de obligaciones y existencia legal del emisor otorgado por la SCVS
xvi. Certificado vigente del cumplimiento de obligaciones con el IESS.

2. SELECCIÓN DE CASA DE VALORES Y CALIFICACIÓN DE RIESGO

2.1. Casas de valores

En el Ecuador la ley a la que se rige el mercado de valores es en el libro II Ley Mercado Valores del Código orgánico monetario y financiero. La norma, en sus primeros artículos determina lo que se entiende por intermediación de valores y sus respectivos intermediarios, donde menciona explícitamente que los únicos facultados a llevar a cabo dichas actividades son las entidades conocidas como casas de valores. El artículo 4 de la norma establece lo siguiente:

> "La intermediación de valores es el conjunto de actividades, actos y contratos que se les 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.
>
> 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 con las normas que expida el Consejo Nacional de Valores." (Comisión de legislación y codificación H, Congreso Nacional, 2017)

De manera que, si una empresa busca realizar algún tipo de transacción bursátil en el país, necesariamente debo hacerlo a través de una casa de valores y es por ello por lo que estas sociedades anónimas juegan un papel de suma importancia al momento de buscar financiamiento o invertir con bolsa de valores.

Con motivo de profundizar en lo que la norma trata respecto de Casas de valores, se procede a citar los distintos artículos del Código, referentes a estas empresas. Partiendo por el artículo 56, donde se establece la naturaleza de dichas organizaciones:

"Casa de valores es la compañía anónima autorizada y controlada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros para ejercer la intermediación de valores, cuyo objeto social único es la realización de las actividades previstas en esta Ley." (CLCCN, 2017)

Tal como se mencionó previamente, en el artículo 4 se establece que las casas de valores son los únicos que pueden actuar como intermediarios de valores, por lo que en el artículo 57 del código, se detalla dicha responsabilidad y se indica lo siguiente:

"Toda orden para efectuar una operación bursátil se entenderá respecto de la casa de valores y de los comitentes, efectuada sobre la base que éstos quedan sujetos a los reglamentos de la bolsa respectiva" (CLCCN, 2017) además, en este mismo artículo se presenta el alcance de las casas de valores, es decir cuando pueden negociar los valores y una pequeña restricción respecto a los operarios de los equipos de estas.

> "Las casas de valores negociarán en el mercado de valores a través de operadores inscritos en el Catastro Público del Mercado de Valores, quienes actuarán bajo responsabilidad solidaria con sus respectivas casas. Los representantes legales, dependientes y operadores de una casa de valores no podrán serlo simultáneamente de otra casa de valores." (CLCCN,2017)

No obstante, dado que el objetivo de este apartado no es solamente saber qué es una casa de valores, sino también conocer las funciones de esta; el artículo 58 de esta norma detalla las quince facultades de la organización y las nueve obligaciones, de forma que se pueda profundizar la información respecto a las actividades de estos organismos. La tabla 3, presenta las facultades de las casas de valores.

Tabla 3. Facultades de las casas de valores

Facultad	Descripción
1.	Operar, de acuerdo con las instrucciones de sus comitentes, en el mercado bursátil.
2.	Administrar portafolios de valores o dineros de terceros para invertirlos en instrumentos de Mercado de Valores de acuerdo con las instrucciones de sus comitentes. Se considera portafolio de terceros a un conjunto de valores administrados para uno o varios comitentes, de acuerdo con los límites que para el efecto determine la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.
3.	Adquirir o enajenar valores por cuenta propia.
4.	Realizar operaciones de *underwriting* con personas jurídicas del sector público, del sector privado y con fondos colectivos.
5.	Dar asesoría, información y prestar servicios de consultoría en materia de negociación y estructuración de portafolios de valores, a personas naturales y/o jurídicas del sector privado y a instituciones del sector público.

Facultad	Descripción
6.	Explotar su tecnología, sus servicios de información y procesamiento de datos y otros relacionados con su actividad.
7.	Anticipar fondos de sus recursos a comitentes para ejecutar órdenes de compra de valores inscritos en el Catastro Público del Mercado de Valores, debiendo retener en garantía tales valores hasta la reposición de los fondos y dentro de los límites y plazos que establezcan las normas que para el efecto expedirá el C.N.V.
8.	Ser accionista o miembro de instituciones reguladas por esta Ley, con excepción de otras casas de valores, administradoras de fondos y fideicomisos, compañías calificadoras de riesgo, auditores externos, del grupo empresarial o financiero al que pertenece la casa de valores y sus empresas vinculadas.
9.	Efectuar actividades de estabilización de precios únicamente durante la oferta pública primaria de valores, de acuerdo con las normas de carácter general que expida el C.N.V.
10.	Realizar operaciones de reporto bursátil de acuerdo con las normas que expedirá el C.N.V.
11.	Realizar actividades de *"market- maker"* con acciones inscritas en bolsa bajo las condiciones establecidas por el C.N.V, entre las que deberían constar patrimonio mínimo, endeudamiento, posición, entre otros.
12.	Las demás actividades que autorice el C.N.V, en consideración de un adecuado desarrollo del mercado de valores en base al carácter complementario que éstas tengan en relación con su actividad principal.
13.	Celebrar convenios de corresponsalía con intermediarios de valores de otros países, para que, bajo la responsabilidad de la casa de valores local, tomen órdenes de compra o venta de valores, transados en mercados públicos e informados, por cuenta y riesgo de sus comitentes.
14.	Celebrar convenios de referimiento con intermediarios de valores de otros países, para que sus clientes puedan realizar órdenes de compra o venta de valores, transados en mercados públicos e informados, por cuenta y riesgo de sus clientes. Para esta actividad la casa de valores deberá suscribir contratos de referimiento con el intermediario respectivo y con sus clientes y cumplir con los demás requisitos que establezca la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera mediante normas de carácter general.
15.	Las demás actividades que autorice la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, en consideración de un adecuado desarrollo del mercado de valores en base al carácter complementario que éstas tengan en relación con su actividad principal.

Fuente: (CLCCN, 2017)

Por otro lado, la tabla 4. Presenta las obligaciones de las casas de valores, descritas con detalle en el mismo artículo.

Tabla 4. Obligaciones de las Casas de Valores

Obligación	Descripción
1.	Llevar los registros que determine la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

Obligación	Descripción
2.	Mantener estándares de seguridad informática tales como protección de los sistemas informáticos, respaldos de la información en sedes distintas al lugar donde operen las casas de valores, pólizas de fidelidad, medidas de gestión del riesgo legal, operativo y financiero, de acuerdo con lo que determine la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.
3.	Facilitar a sus comitentes información actualizada sobre los valores en circulación en el mercado y acerca de la situación legal, administrativa, financiera y económica de las empresas emisoras. En todos los casos en los que se ofrezcan alternativas de inversión, productos desarrollados por la casa de valores, se debe incluir una recomendación escrita de ésta sobre la decisión de negociación de dicho valor.
4.	Observar las normas de autorregulación.
5.	Determinar el perfil de riesgo del inversor, para lo que se deberán observar las normas que dicte la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera y la autorregulación, de acuerdo con estándares internacionales para protección del inversor.
6.	Entregar el dinero de las ventas y los valores de las compras a sus comitentes en un plazo máximo de cuarenta y ocho horas, desde la compensación y liquidación de cada operación.
7.	Mantener los activos del portafolio propio y del portafolio de terceros administrados por ésta, separados entre sí y de su propio patrimonio.
8.	Responder a los titulares de los portafolios administrados por los perjuicios o pérdidas que ella o cualquiera de sus empleados, funcionarios o personas que le presten servicios, les causare como consecuencia de infracciones a esa Ley.
9.	Las demás que determine la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

Fuente: (CLCCN, 2017)

Con motivo de profundizar la información sobre casas de valores, se llevó a cabo una entrevista a José Ignacio Valarezo, vicepresidente de finanzas corporativos de Silvercross Casa de Valores, a quien ya se citó previamente en este estudio. La información provista con el ejecutivo permite validar desde el punto de vista práctico, lo establecido en el código. La primera pregunta realizada correspondía a qué es una casa de valores, donde el entrevistado contestó que se trata de una compañía anónima cuyo objeto social es intermediar valores en las bolsas de valores del país y asesorar en materia financiera a los actores del mercado de valores y que el rol de estas entidades corresponde en juntar emisores de valores e inversionistas en la compra-venta de títulos valores inscritos en el Catastro Público del Mercado de Valores; al mismo tiempo que ofrecer un asesoramiento financiero adecuado para las partes involucradas.

También el experto comentó, que, si bien todas las casas de valores en general están autorizadas a cumplir funciones específicamente delimitadas por la ley y normativas a las que se rigen, estas organizaciones tienen diversas especialidades que vienen a ser determinadas por la gestión comercial que realizan y el nicho de mercado al cual están dirigidas; siendo así, que al momento de la práctica, existen casas de valores especializadas en portafolios institucionales o portafolios para personas naturales, emisiones corporativas de valores o solamente la intermediación de estos valores. No obstante, es posible identificar una subclasificación, considerando que hay casas de valores con mayor experticia en algún producto bursátil en particular. Por lo que Valarezo concluye que, si bien no hay una diferenciación explícita entre las casas de valores del país, existe una diferencia palpable, gracias al enfoque comercial que adopta cada una de estas instituciones.

Durante la entrevista, se preguntó al experto si la casa de valores tiene algún tipo de influencia en la demanda de los instrumentos financieros emitidos por alguno de sus clientes, donde indicó, que la trayectoria y reputación del equipo de la casa, conformado por diversos profesionales y expertos en el área financiera, brinda tanto a emisores como a inversionistas un mayor o menor nivel de seguridad y confianza en sus transacciones; lo cual puede resultar en una mayor o menor demanda a los instrumentos financieros que intermedia cada casa. En cortas palabras, la casa de valores con la que se decide trabajar es un factor importante para estudiar puesto a que tiene influencia en la confiabilidad de los instrumentos financieros que van a ser tranzados, gracias a su imagen y experiencias con clientes previos.

2.2. Funciones de las casas de Valores y Ranking

En el punto anterior, se mencionaron las funciones en general de las casas de valores de acuerdo con la Ley; sin embargo, dado que el presente estudio lo que busca es conocer las funciones de una casa de valores para que una empresa

empiece a evaluar los beneficios de financiarse con bolsa de valores, se hará énfasis en estas funciones de la organización. De manera que a continuación, se presenta el proceso que llevan a cabo las casas de valores y la información que la entidad requiere para llevar a cabo sus análisis y proponer las mejores recomendaciones posibles entre el abanico de opciones, para que la empresa escoja el instrumento financiero que mejor se acopla a sus necesidades de financiamiento.

De acuerdo con el subgerente de finanzas corporativas de Silvercross Casa de Valores, la documentación más importante para iniciar el proceso, son los estados financieros de la organización de los últimos años, ya que esta información permite dar lectura a la situación de la empresa, los resultados que ha obtenido y la trayectoria de esta. A través de un análisis financiero detallado, donde se llega a la evaluación de indicadores importantes como son los de rentabilidad, liquidez y endeudamiento principalmente; la casa de valores procede a elaborar su propuesta. Para elaborar su propuesta, la casa de valores toma en consideración el movimiento del mercado, es decir los papeles financieros que más están siendo demandados por los inversionistas debido a que este factor juega un papel importante cuando la empresa realice la colocación de sus títulos.

En su propuesta, la casa de valores presenta los diferentes costos en los que tiene que incurrir la empresa para realizar la emisión de sus papeles. La imagen 5,

TOTAL COSTOS ESTIMADOS
EMISION DE OBLIGACIONES XXX

SCCV SILVERCROSS S.A

Características de la Emisión:	
Monto	3,000,000.00
Pago de Intereses:	Trimestral
Pago de Capital:	Trimestral
Rendimiento:	8.25%
Garantía:	Por Definirse

Costos	Inicio	Trimestre 1	Trimestre 2
Estructuración Financiera y Legal	(10,000.00)		
Comisión de Colocación	(15,000.00)		
Comisión Bolsa de Valores	(2,700.00)		
Calificadora de Riesgos *	(6,500.00)		(2,500.00)
Representante de los Obligacionistas*	(8,000.00)		
Gastos Notariales, Prospectos y Publicaciones*	(2,500.00)		
Desmaterialización	(1,500.00)		
Catastrp Público del mercado de Valores	(1,500.00)		
Agente Pagador*		(24.94)	(24.55)
Total Costos Iniciales y de Mantenimiento	(47,700.00)	(24.94)	(2,524.55)

Imagen 5. Ejemplo de Emisión de Obligaciones

presenta un ejemplo de propuesta realizado a una organización, cuyo nombre mantiene el anonimato por motivos de confidencialidad. La imagen 5 presenta los costos de una emisión de obligaciones con un pago de intereses trimestral. Cabe resaltar, que existen costos que varían en dependiendo del instrumento financiero seleccionado o si la empresa decide trabajar con otras instituciones para la calificación de riesgo, aspectos notariales y otros; dado que se encuentra en libertad de escoger con quien desea trabajar. Esta decisión se tendría que comunicar a la casa de valores para elaborar un nuevo presupuesto de costos, previo a cerrar el contrato. Por otra parte, cabe rescatar que estos costos referenciales, pueden variar dependiendo de la casa de valores, puesto que estas tienen distintos costos en sus comisiones, estructuraciones, entre otros; debido a distintos factores, como puede ser el hecho de poseer su propio departamento de legal, tal y como es el caso de Picaval Casa de Valores.

En la imagen 5, se puede apreciar que los costos más importantes que debe cubrir la empresa son los de estructuración Financiera y legal y la comisión por colocación de los instrumentos, tomando como referencia esta propuesta de Silvercross Casa de Valores. Por otra parte, el más bajo es la inscripción en el Catastro Público del mercado de Valores. Una particularidad, como se puede ver en la imagen 5, es que solamente se debe incurrir una vez en la gran mayoría de costos. En cuanto a la calificación de riesgo, misma que se estudiará con mayor detalle más adelante, en un principio se debe hacer un desembolso alto y posteriormente distintos pagos para evaluar si hay alguna variación en el riesgo de la organización. Por último, se tiene un pago mensual para el Agente Pagador, mismo que de acuerdo con el glosario de términos bursátiles de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, se entiende como:

> "El agente pagador, es una figura jurídica utilizada en la emisión de obligaciones, con el propósito de realizar los pagos de intereses y capital, en las fechas y condiciones estipuladas en la escritura de emisión. Pueden actuar como agente pagador, la misma emisora, o una Institución del Sistema Financiero que se encuentre bajo el control de la Superintendencia de Bancos." (Supercias, sf)

Con motivo de conocer las casas de valores disponibles para negociar en el país, se presenta el ranking ordenado por valor anualizado de estas en la Tabla 5, el cual

se puede encontrar ingresando al portal de BVQ. Hasta diciembre de 2019, se encontraban inscritas 29 casas de valores.

Tabla 5. Ranking de las Casas de Valores

Casa de Valores	Monto Anualizado
Picaval Casa de Valores	988 883 407, 14
Silvercross S.A Casa de Valores	488 177 764, 80
Valpacífico S. A	262 304 004, 95
Mercapital Casa de Valores	243 603 715, 59
Vector Global WMG	169 612 663, 18
Plusvalores Casa de Valores	168 562 638, 15
Metrovalores Casa de Valores S. A	133 643 756, 18
Plusbursatil Casa de Valores S. A	95 512 020, 16
Analytica Securities Casa de Valores	86 729 161, 46
Value S. A	66 857 355, 82
Ecuabursatil Casa de Valores S. A	62 774 672, 72
Advfin S. A Casa de Valores S. A	61 487 365, 04
Santa Fe Casa de Valores S. A	52 230 566, 63
Sucaval S. A	51 345 991, 29
Activa Casa de Valores S. A	51 333 656, 55
Orion Casa de Valores S. A	48 776 052, 18
Merchantvalores	32 589 152, 64
Banrio Casa de Valores	18 885 469, 39
Accival S. A	16 296 425. 83
Casa de Valores SmartCapital S. A	12 767 284, 53
Masvalores Casa de Valores S. A	12 767 284, 53
Real Casa de Valores Casa Real	9 993 190, 44
Kapital One Casa de Valores S.A Kaovalsa	6 101 386, 72
Portafolio S. A	5 880 844, 59
Albion Casa de Valores	3 644 920 81
R & H Asociados Casa de Valores R & HVAL S.A	1 479 411, 39
Probrokers S.A Casa de Valores	134 222, 50
Ventura Casa de Valores Vencasa S. A	114 889, 08
Estratega Casa de Valores	8 500, 00

Fuente: (BVQ,2020)

De acuerdo con el ranking por valor anualizado, las principales casas de valores en el país son Picaval Casa de Valores, Silvercross Casa de Valores, Valpacífico Casa de Valores, Mercapital Casa de Valores y Vector Casa de valores. No obstante, BVQ presenta adicionalmente tres clasificaciones adicionales para evaluar el ranking de las casas de valores, como son el valore efectivo, número de transacciones y el balance general correspondiente a cada una de ellas. Estos factores son importantes a considerar para seleccionar la casa de valores, por lo que se hará mayor énfasis de este tema en el 2.4 de este documento.

2.3. Calificación de Riesgo

La calificación de riesgo de una empresa es otro de los aspectos importantes que una empresa debe considerar cuando va a emitir instrumentos financieros en la bolsa de valores. La importancia de la calificación de riesgo radica entre los factores que le brindarán la confiabilidad al inversionista al momento de invertir en una organización, debido a que presenta, entre otros, la capacidad de pago de la empresa. Por lo que una buena calificación, resultará en que el papel emitido por la organización que requiere financiamiento resulte más atractivo en el mercado. En el portal web de *BankWatchRatings* S.A, una calificadora de riesgos nacional, se define a la calificación de riesgo como "una opinión prospectiva, técnica e independiente sobre la calidad crediticia de un emisor, y/u otros aspectos evaluados en función del tipo de calificación y la metodología aplicable." (*BankWatchRatings* S.A, 2020) Si bien la calificación se sustenta en su mayoría por la información financiera de la empresa que va a ser calificada, la calificadora de riesgo también considera otros factores como son la gestión operativa, estrategias, entorno macroeconómico, entre otros; para emitir una opinión. Dice *Bank Watch.*

Para iniciar con la información en lo referente al proceso de calificación de riesgo, se partirá por definir una calificadora de riesgo, ya que son estas instituciones las autorizadas a realizar la mencionada actividad. El artículo 176 del Código Orgánico Monetario y Financiero, indica lo siguiente:

> "Las calificadoras de riesgo son sociedades anónimas o de responsabilidad limitada autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, que tienen por objeto principal la calificación del riesgo de los valores y emisores. Estas sociedades podrán efectuar, además, las actividades complementarias con su objeto principal" (CLCCN, 2017)

En el Ecuador, existen varias calificadoras de riesgo entre las que los emisores pueden escoger para ser calificados. *Bank Watch Ratings* S.A, mencionada

anteriormente, es la calificadora de riesgo más antigua en el país. De acuerdo con su portal Web, esta empresa está autorizada para operar desde 1993 y hace mención de que el mercado financiero y de valores los reconoce como la calificadora de riesgo más confiable del país.

En la Convención de Ahorro e inversión del mercado de valores en el Ecuador, Patricio Baus, CEO de *Bank Watch Ratings*, presentó que la utilidad de la calificación de riesgo se concentra en tres pilares fundamentales, expresar de forma sencilla la posición de un valor en el mercado; presentar una opinión independiente sobre la posición crediticia de un valor en el mercado y mantener opiniones actualizadas sobre la situación de los valores en el mercado. Hizo énfasis en el último aspecto, dado que, si la opinión no es actualizada periódicamente, esta puede entrar en obsolescencia y presentar información inadecuada. (FEFELF,2020, 3:57:00)

La imagen 6, presenta la escala de calificación de riesgo. De acuerdo con Baus, las calificaciones más confiables para invertir son aquellas de AAA, AA o A; a partir de B la inversión se vuelve especulativa. Es importante indicar, que la calificación se realiza a nivel local y se la compara con la industria en el país, no con instituciones internacionales ya que en ese caso se tomarían en cuenta aspectos adicionales.

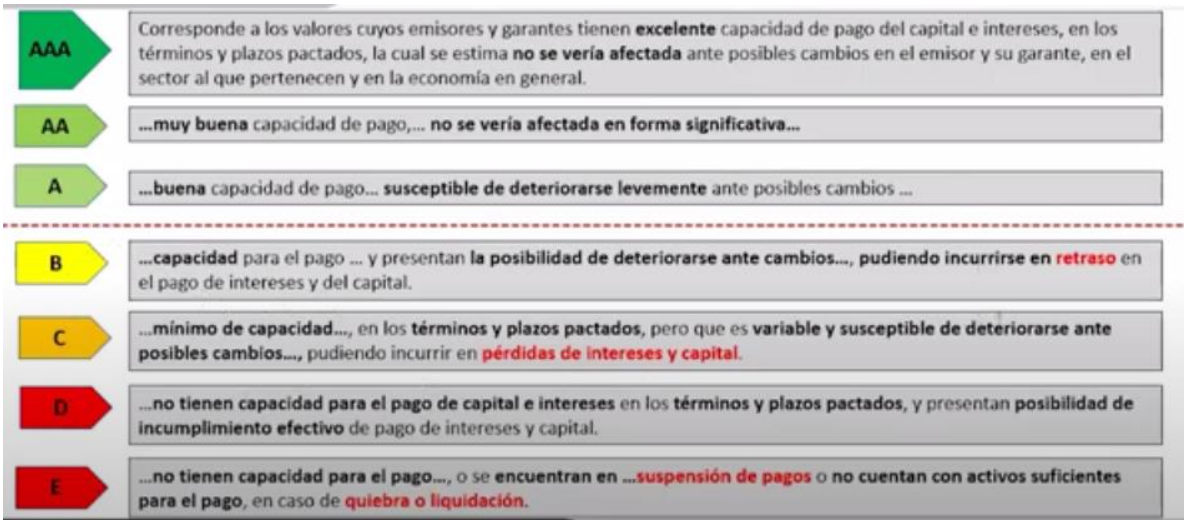

Imagen 6. Escala de Calificación de riesgo

(FEFELF,2020, 4:35:11)

Tomando en cuenta lo presentado en la imagen 6 y las palabras del CEO de *Bank Watch Ratings S.A*, se puede apreciar lo importante que sería para una empresa alcanzar una calificación de A o superior y lograr un mejor atractivo en sus instrumentos financieros emitidos.

Con motivo de obtener la calificación de riesgo, la empresa debe seguir el siguiente proceso, presentado en la tabla 6.

Tabla 6. Proceso de calificación

	Proceso de Calificación
1.	Realizar la solicitud de calificación y firmar el contrato.
2.	La calificadora asignará un equipo de trabajo.
3.	Juntar los documentos, requerimientos y analizar la información.
4.	Se convocará a una reunión para interactuar con el emisor.
5.	Se analizará la información recopilada.
6.	Se convocará el comité de calificación.
7.	Se comunica y publica la calificación obtenida.
8.	Se realiza un seguimiento a la calificación.

Fuente: (FEFELF,2020,4:25:23)

Por otro lado, Baus dio a conocer los involucrados en la calificación de riesgo y presentó la siguiente estructura para la calificadora. Como primer punto, se encuentran los requerimientos legales, que vienen a ser todas las autorizaciones y metodologías exigidas por las superintendencias; requerimientos administrativos, que abarca un equipo gerencial, un equipo de analistas y un

equipo de soporte; y finalmente un comité de calificación, que está conformado por profesionales locales e internacionales y su finalidad es tomar la decisión de la calificación, con base en el análisis tanto de factores cualitativos como cuantitativos.

Para Baus (FEFELF,2020, 4:09:04), es importante que tanto el inversionista como el emisor sepan diferenciar lo que no es una calificación de riesgo, por lo que en su presentación expresó que una calificación de riesgo no se debe tomar como una recomendación para comprar o vender valores, sino que es una herramienta que permite tener una mejor orientación. Tampoco garantiza o protege al inversionista contra posibles pérdidas ni es una predicción certera sobre la variación de precios en los valores. Por otra parte, la calificación de riesgo tampoco es una auditoría, tomando en cuenta que una auditoría se centra más en verificar la veracidad de los estados financieros ni tampoco es una fórmula específica sujeta a algún tipo de ponderación y finalmente la calificadora no está facultada para dar un servicio de consultoría ya sea en el ámbito financiero, legal, contable ni actuarial.

2.4. Factores que se deben considerar al momento de escoger una casa de valores y una calificadora de riesgo

Una vez que se ha detallado la información sobre casa de valores y calificadora de riesgo, conviene conocer un proceso para seleccionar las entidades con las cuales se va a continuar el proceso, para financiarse con bolsa de valores. En la entrevista realizada a José Ignacio Valarezo, se topó este tema y aportó con la siguiente información. Para el experto al momento de seleccionar con qué casa de valores trabajará la empresa emisora, las características más importantes que se debería considerar son: la trayectoria de la casa de valores, la reputación del equipo y las relaciones comerciales tanto con emisores e inversionistas. La trayectoria de una casa de valores es de vital importancia debido a que este aspecto influirá en la percepción que el inversionista tenga sobre los valores

emitidos, dice Valarezo. La reputación del equipo es muy importante, de hecho, esta podría incluso llegar a tener influencia directa en los rendimientos y liquidez de los títulos. Finalmente, la relación comercial, determinará la calidad en servicio y asesoría, por lo que una relación comercial duradera guardaría un papel importante.

Si bien, los factores propuestos por José Ignacio son de suma importancia, hay otros aspectos importantes que se debe considerar para seleccionar una casa de valores. Dependiendo de la ubicación de la empresa, conviene averiguar la ubicación de la casa de valores ya que esto facilitará el acceso a reuniones e inmediatez de ser necesario. Existen casas de valores más grandes con sedes tanto en Guayaquil como en Quito. El aspecto económico juega otro papel importante. Como se mencionó previamente en el punto 2.2, existen costos que varían dependiendo de la casa de valores, por lo que un análisis de la propuesta económica es fundamental para tomar la decisión. Pese a que las casas de valores tienen sus funciones específicas, mismas que ya fueron descritas en los apartados anteriores, cada casa de valor ofrece un diferenciador que debe ser considerado puesto a que benefician a la organización de diferentes formas. Conocer los clientes con los que ha trabajado en ocasiones anteriores, permite evaluar la experiencia que la casa de valores tiene, además de constatar si ha participado previamente en procesos de emisión con empresas del mismo sector.

Como se sabe que el tiempo es escaso, y contactarse con cada una de las casas de valores podría resultar en un proceso extenso, el portal de BVQ presenta información del ranking de las casas de valores. Mediante esta información se puede evaluar cuales son las casas con valor anualizado y efectivo más alto, cuales casas han realizado mayor cantidad de transacciones en el período y, además, un resumen corto del balance de situación financiera de cada casa de valores.

A través de un pequeño estudio evaluando estos parámetros, es posible determinar los mejores candidatos para escoger con quién resulta más adecuado para la empresa trabajar.

Elaborar matrices con ponderaciones sobre los intereses de la compañía para las casas de valores, convendría para tomar la decisión de forma más ordenada y

concreta fundamentada en lo propuesto. Muy importante considerar, que las personas que deberían participar activamente en este proceso son el gerente general, gerente financiero y tesorero.

Previamente se mencionó la importancia del equipo de la casa de valores al momento de seleccionar la institución con la cual se buscaba trabajar. En el caso de elegir la calificadora de riesgo, este aspecto vuelve a jugar un papel muy importante, de hecho, Patricio Baus en su presentación en la convención de ahorro e inversiones, citada en apartados anteriores, indica que el equipo de la calificadora de riesgo tiene un papel muy importante y una gran responsabilidad; en particular cuando se hace referencia a los analistas de la calificadora puesto que estos especialistas son los que trabajarán la información de la mejor forma posible. Baus hace énfasis en que una calificación de riesgo no es un tema de velocidad, sino de calidad y eficacia, por lo que se requiere gran rigurosidad en el análisis. De manera que, el emisor está en libertad de preguntar la experiencia del equipo que va a llevar a cabo el proceso. Analistas con tres meses de experiencia o se encuentran saturados con distintas empresas, no son recomendables puesto que presentarán ciertos errores en su trabajo. Por otro lado, al momento de evaluar una calificadora de riesgo, Baus recomienda que la organización se informe respecto del número de incumplimientos en los que ha incurrido la calificadora de riesgo; además, la estabilidad de la calificación de riesgo. Debido a que, a menos que existan factores externos o fuertes cambios en el mercado, la calificación debería ser estable la mayoría del tiempo. Para verificar este suceso, se realizan los respectivos controles periódicos.

Las dos instituciones analizadas, forman parte del proceso para emitir títulos en la bolsa de valores, por lo que el emisor debe seleccionar aquellas con las que se sienta más cómodo. Cuando la casa de valores realiza su propuesta, hace referencia a una calificadora de riesgo, mas el emisor no está obligado a trabajar con la misma. Si la empresa desea que su calificación de riesgo sea llevada a cabo por otra firma, la casa de valores está en la obligación de trabajar conforme a lo demandado por la empresa emisora. Estos pequeños ajustes, podrían resultar en una reducción en el costo para cotizar en bolsa de valores, referente que para

algunas empresas que buscan pequeños ahorros puede representar un aspecto relevante.

3. BENEFICIOS DE COTIZAR EN BOLSA

3.1. Productos que ofrece la bolsa

Previamente en este estudio, ya se ha hablado de que la Bolsa de Valores ofrece un amplio portafolio de productos o papeles, que las organizaciones pueden utilizar para negociar y adquirir el financiamiento de sus operaciones o inversiones. En este numeral, se detallará cada uno de los instrumentos financieros que se pueden negociar en bolsa, proporcionando sus cualidades y clasificando si el instrumento corresponde al corto plazo o al largo plazo; es decir, si se trata de un instrumento del mercado de dinero o de mercado de capitales.

En el Ecuador, de acuerdo con el Portal de Mercapital Casa de Valores, existen tres medios a través de los cuales las empresas pueden adquirir financiamiento bursátil; activos, pasivos y patrimonio, las tres categorías fundamentales en las cuales se clasifican las cuentas en un balance de situación empresarial. Pese a que existen otros instrumentos, se analizará primero los presentados por Mercapital, dado que son los más comunes.

Activos

Para referirse a un financiamiento a través de activos, los papeles bursátiles corresponden a Facturas Negociables y Titularizaciones.

De acuerdo con Bolsa de Valores Quito, se entiende por factura comercial negociable o FCN, a aquellos "valores genéricos de Renta Fija cuya estructuración no requiere de calificación de riesgo." (BVQ, 2020)

Según la Junta de Regulación Monetaria Financiera a través del artículo 4 de su norma "Codificación de resoluciones monetarias, financieras, de valores y seguros. Libro II: Mercado de Valores", una FCN puede ser transada en el mercado bursátil, Registro Especial Bursátil y en el mercado privado; siendo el plazo máximo de pago 360 días, mismo que se contará a partir de la fecha de emisión del documento. En lo que se refiere a Facturas Comerciales Negociables, es de suma importancia tener claros los artículos 5 y 6 de la Codificación de

resoluciones monetarias, financieras, de valores y seguros. Libro II: Mercados de valores; donde se establece lo siguiente:

> "Art. 5.- Valor a negociarse: El valor de cada factura comercial negociable en el mercado de valores, corresponderá al valor total de la factura menos todas las retenciones de impuestos efectuadas por el aceptante, menos el pago de la cuota inicial efectuada por el comprador, si fuera aplicable. El cumplimiento de las obligaciones tributarias recaerá, sobre el emisor y el agente de retención, según el caso, y conforme lo establecido en la normativa tributaria vigente al momento de la emisión de la Factura Comercial Negociable."

> "Art. 6.- Idoneidad: Previa a la negociación de facturas comerciales negociables en el mercado bursátil, las casas de valores deberán verificar la idoneidad de las firmas del emisor y del aceptante, conforme a lo establecido en el tercer inciso del Art. 57 de la Ley de Mercado de Valores."

Por otra parte, el Portal de BVQ manifiesta que las FCN, presentan los siguientes beneficios que podrían resultar atractivos para las empresas. Partiendo porque es una alternativa de financiamiento que permite convertir ventas a crédito, en ventas de contado y utilizando tasas bastante competitivas; reconociendo que no se trata de un préstamo de una entidad financiera como bancos o cooperativas, de manera que no se considera un endeudamiento ni requiere garantías; resulta en ser una herramienta efectiva en términos que facilita conseguir capital de trabajo y finalmente, el hecho de que se negocien en un mercado regulado, incrementa los niveles de seguridad y mejora el ciclo de cobranza. (BVQ, 2020)

El segundo instrumento financiero que corresponde al financiamiento a través de activos, son las titularizaciones, tal y como se presentó anteriormente. Cuando se habla de titularizaciones, se refiere a un tema extenso debido a que existen distintos tipos de titularización y la norma dota de diferentes características a cada uno de ellos, además de exigir requisitos particulares para cada uno de ellos. Sin embargo, BVQ en su portal, presenta a la titularización como el "proceso jurídico que convierte las expectativas de flujo de fondos futuros en títulos negociables hoy" (BVQ, 2020) y se negocia en mercado bursátil. El principal beneficio que una organización puede disfrutar de esta modalidad de financiamiento es que

puede percibir una liquidez de activos no líquidos, mediante la venta de estos títulos. Entre los otros beneficios que BVQ reconoce sobre la titularización, es que se trata de un financiamiento de largo plazo y que, al tratarse de un financiamiento a través de un activo, no implica deuda para la organización.

Con motivo de conocer a profundidad este instrumento financiero, se presentará lo que indica el capítulo V: Oferta Pública de valores de procesos de titularización, de la Codificación de resoluciones monetarias, financieras, de valores y seguros. Libro II: Mercados de valores; donde se muestran específicamente los requisitos necesarios para la emisión de estos procesos y las características que corresponde a cada tipo.

Como información general, en el artículo 1 de la norma se establece que se requieren los siguientes documentos presentados en la tabla 7.

Tabla 7. Requisitos Generales de procesos de Titularización

	Requisitos generales para el proceso de Titularización
a)	Solicitud de autorización de oferta pública y de inscripción en el Catastro Público del Mercado de Valores, suscrita por el representante legal de la administradora de fondos y fideicomisos y firmada por el abogado patrocinador, con indicación del monto requerido de autorización de la emisión
b)	Prospecto de oferta pública.
c)	Documento en el que se indique: los montos y la forma en que se han establecido los flujos futuros de fondos que se generarán, el mismo que deberá contemplar una proyección de, por lo menos, el tiempo de vigencia de los valores emitidos en el proceso de titularización.
d)	Escritura pública que contenga el mecanismo utilizado en el proceso de titularización.
e)	Criterio positivo del proceso de titularización emitido por la Superintendencia de Bancos o la Superintendencia de la Economía Popular y Solidaria en el caso de que el originador sea una institución sometida a su control.
f)	Reglamento de gestión que deberá constar como documento habilitante a la escritura pública del mecanismo de titularización.
g)	Declaración juramentada del representante legal del agente de manejo, acerca de la veracidad de la información contenida en el prospecto de oferta pública.

Fuente: (JPRMF, SF)

Dicha documentación, será requerida por la empresa para recibir la autorización de emisión y de oferta pública, además de la autorización para la inscripción de estos valores en el Catastro Público del Mercado de Valores. No obstante, como se ha indicado previamente, existen diferentes tipos de titularización y para ello

la norma ha establecido requisitos particulares con los que le organización debe cumplir si opta por este instrumento para su financiamiento.

Para una titularización de cartera de crédito, es necesaria solamente como información adicional, una "Certificación del representante legal del originador" (JPRMF, SF) donde se pueda constatar que la cartera no se encuentra pignorada, ni que sobre ella prese algún gravamen o exista alguna limitación.

Pero para titularizaciones de inmuebles generadores de flujo de caja, proyectos inmobiliarios generadores de flujo de caja y flujos de fondos; la información se encuentra clasificada en las tablas 8, 9 y10, respectivamente.

Tabla 8. Información Adicional para Titularización de Inmuebles generadores de flujo de caja

	Información adicional requerida para Titularización de Inmuebles
a)	Copia de la póliza de seguro que ampara el inmueble contra todo riesgo, a favor del patrimonio autónomo, con una vigencia de hasta tres meses posteriores al vencimiento de los valores producto de la titularización.
b)	Certificación de que el inmueble está libre de gravámenes o limitaciones de dominio (certificados del Registrador de la Propiedad y del Registrador Mercantil según corresponda)
c)	Dos avalúos actualizados sobre el inmueble, los cuales deberán ser efectuados por peritos de reconocida trayectoria en el ramo, independientes del originador y del agente de manejo. Se entenderá como avalúo actualizado aquel que no tenga más de seis meses de antelación a la fecha de presentación de la solicitud de autorización de oferta pública e inscripción de los valores derivados de un proceso de titularización, ante la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.
d)	Certificación emitida por los valuadores sobre su independencia frente al originador y el agente de manejo

Fuente: (JPRMF, SF)

Tabla 9. Información adicional para Titularización de Proyectos inmobiliarios generadores de flujo de caja o de derechos de contenido económico

	Información adicional para Titularización de Proyectos inmobiliarios
a)	Certificación de que el inmueble donde se desarrollará el proyecto inmobiliario está libre de gravámenes o limitaciones de dominio (certificados del Registrador de la Propiedad y del Registro Mercantil, de ser del caso)
b)	Estudio técnico - económico detallado que concluya razonablemente la viabilidad financiera del proyecto. Este estudio deberá contemplar la factibilidad del proyecto y la programación de la obra con su cronograma de ejecución.
c)	Valor del inmueble, del costo de los diseños, de los estudios técnicos, de la factibilidad económica, de la programación de obras y presupuestos; así como de los valores correspondientes a administración, imprevistos y utilidades, incluyendo los costos de promoción y ventas. Estos datos que deberán incluirse en el presupuesto total del proyecto.

	Información adicional para Titularización de Proyectos inmobiliarios
d)	Declaración rendida ante un notario por el constructor que acredite experiencia en el sector de la construcción y en obras de similar envergadura.
e)	Denominación de la compañía fiscalizadora de la obra, la cual deberá certificar su independencia frente al constructor de la obra.
f)	Forma de determinación del punto de equilibrio para iniciar la ejecución de la obra
g)	Copia de la proforma de la póliza de seguro contra todo riesgo a favor del patrimonio autónomo. Una vez que se alcance el punto de equilibrio, se deberá contratar la póliza respectiva sobre el inmueble donde se ejecutará el proyecto, con un plazo de hasta tres meses posteriores al vencimiento de los valores producto de la titularización o al prepago de los mismos, en los términos establecidos en la Ley de Mercado de Valores. Esta copia de la póliza deberá ser remitida a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, hasta dos días después de ser suscrita
h)	Copias de las proformas de las garantías bancarias o de las pólizas de seguros de fiel cumplimiento del contrato, del buen uso de los anticipos y de los fondos recibidos, constituidas por el constructor. Se deberá seguir el mismo procedimiento establecido en el literal anterior.

Fuente: (JPRMF, SF)

Tabla 10. Información adicional para titularización de flujos de fondos

	Información adicional requerida para Titularización de Flujos de Fondos
a)	Declaración bajo juramento otorgada ante Notario Público por el representante legal del originador en la que detalle los activos integrados al patrimonio de propósito exclusivo están libres de todo tipo de gravámenes o limitaciones de dominio o prohibiciones de enajenar, y su valor en libros. La declaración bajo juramento será en relación exclusiva al monto de los activos transferidos al patrimonio de propósito exclusivo para el desarrollo del proceso de titularización de flujos futuros de fondos.
b)	Estudio técnico - económico detallado que concluya razonablemente la viabilidad legal, técnica y financiera, así como la factibilidad en la generación de los flujos de fondos proyectados
c)	Forma de determinación del punto de equilibrio para la generación de los flujos.
d)	Para procesos de titularización de derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas, deberá presentar además de lo dispuesto en el numeral 5.1., una declaración bajo juramento otorgada ante Notario Público por el representante legal del originador en la que detalle los activos libres de todo tipo de gravámenes, limitaciones al dominio o prohibiciones de enajenar y su valor en libros, con el compromiso de reposición y mantenimiento.
e)	Esta declaración bajo juramento será en relación exclusiva al monto a ser autorizado para procesos de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan.
f)	Los procesos de titularización que estén respaldados con una garantía real no requerirán la presentación de la declaración indicada.

Fuente: (JPRMF, SF)

Una vez que se han indicado los requisitos que se requieren para los diferentes tipos de titularizaciones, es necesario presentar las características fundamentales

que corresponden a cada uno de ellos en cuanto a monto, plazo y condiciones. La tabla 11, clasifica la información mencionada.

Tabla 11. *Características de los Tipos de Titularización*

Titularización	**Monto**	**Plazo**	**Condiciones**
Cartera	No podrá exceder del cien por ciento del capital insoluto de la cartera transferida al patrimonio autónomo.	No podrá exceder los 18 meses calendario.	La suma de los montos de los tramos, no pueden exceder el monto de emisión aprobado Para solicitar autorización de emisión y oferta pública de un nuevo tramo, deberá haberse colocado en su totalidad el último tramo.
Inmuebles	Máximo hasta el noventa por ciento del valor presente de los flujos futuros proyectados.	Indefinido en la Norma	Se descontarán a una tasa que no podrá ser inferior a la tasa activa referencial.
Proyectos inmobiliarios	No podrá exceder el cien por ciento del presupuesto del total del proyecto inmobiliario	Indefinido en la Norma	
Flujos futuros de fondos de bienes que existen	No excederá el noventa por ciento del valor presente de los flujos proyectados de acuerdo con el presupuesto	Indefinido en la Norma	Se descontarán a una tasa que no podrá ser inferior a la tasa activa referencial.
Derechos de cobro sobre ventas futuras	No excederá el cincuenta por ciento del valor presente de flujos proyectados	Indefinido en la Norma	Se descontarán a una tasa que no podrá ser inferior a la tasa activa referencial. El monto no podrá ser superior al ochenta por ciento de la garantía real constituida.

Fuente: (JPRMF, SF)

En conclusión, si la empresa está buscando financiarse a través de sus activos, encontrará estas dos alternativas que le permitirán gozar de una mejor liquidez. En el caso de facturas comerciales negociables, no requiere calificación de riesgo, lo que podría resultar atractivo ya que los costos por emitir este instrumento

financiero disminuirían. Por otro lado, los procesos de titularización resultan convenientes cuando se busca liquidez en activos no líquidos.

Pasivos

La segunda alternativa que una empresa tiene para levantar financiamiento bursátil es a mediante pasivos, donde el portal de Mercapital Casa de Valores, indica que se puede incurrir en deuda a través de la emisión de obligaciones o papel comercial.

De acuerdo con Código orgánico Monetario y financiero- Ley de mercado de valores, se entiende por obligaciones a aquellos "valores de contenido crediticio representativos de deuda a cargo del emisor que podrán ser emitidos por personas jurídicas de derecho público o privado y por quienes establezca la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera." (CLCCN, 2017)

Una emisión de obligaciones constituye un instrumento de endeudamiento en el largo plazo, es decir que su plazo contado desde la emisión hasta el vencimiento sea superior a los trescientos sesenta (360) días. Este instrumento requiere de una calificación de riesgo por parte de las empresas autorizadas para el efecto y que deben están inscritas en el Catastro Público del Mercado de Valores. El emisor, deberá mantener la calificación actualizada durante el tiempo de vigencia de la emisión.

Adicional a lo ya mencionado previamente sobre este papel, en una emisión de obligaciones el emisor debe respaldas su financiamiento con una garantía; es decir, que "toda emisión está amparada por garantía general y además podrá contar con garantía específica" (CLCCN, 2017) La norma presenta las siguientes definiciones, con objeto de que el emisor pueda identificar la diferencia que guardan los dos tipos de garantía. Cuando se habla de una garantía general, se refiere a la "totalidad de los activos no gravados del emisor que no estén afectados por una garantía específica de conformidad con las normas que para el efecto determine el C.N.V." (CLCCN, 2017) Por otro lado, una garantía específica "es aquella de carácter real o personal, que garantiza obligaciones para asegurar el pago del capital, intereses o ambos." (CLCCN, 2017)

Finalmente, en el artículo 162 de la ley de valores, se indica que el Consejo Nacional de Valores, se encargará de regular los montos máximos para la emisión de obligaciones, fundamentando su decisión con el tipo de garantías; además, de determinar que otro tipo de garantías pueden ser aceptadas para el proceso.

La emisión de este instrumento debe realizarse mediante escritura pública. En el contrato de emisión de obligaciones, deberán estar explícitas las características de emisión como los derechos y obligaciones tanto del emisor, como de los obligacionistas y representantes de los estos. La tabla 11, presenta los requisitos mínimos que deberá contener el contrato de emisión de obligaciones.

Tabla 12. Requisitos para el contrato de emisión de obligaciones

	Requisitos
a)	Nombre y domicilio del emisor, fecha de 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)	Garantía específica de la obligación y constitución, si la hubiere.
d)	Determinar si es a la orden o al portador, en caso de estar representada en títulos.
e)	Procedimientos de rescates anticipados, mismos que solo podrán efectuarse por sorteos u 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 está 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)	Representante de obligacionistas y remuneración determinada
k)	Agente pagador y lugar de pago de la obligación y, remuneración determinada para este.
l)	Trámite de solución de controversias que, en caso de ser judicial será en la vía verbal sumaria. Si se ha estipulado solución arbitral, deberá constar la cláusula correspondiente conforme a la Ley de Arbitraje y Mediación
m)	Contrato de *Underwriting*, si hubiere.

Fuente: (CLCCN, 2017)

Pese a que las obligaciones son un instrumento de largo plazo que puede o no tener tasa cupón y cuya rentabilidad es fija, el mercado de valores oferta un tipo especial de obligaciones, denominadas como obligaciones convertibles. El artículo 171 de la norma, indica las características para la existencia de este instrumento financiero, donde una obligación puede convertirse en una acción de la compañía. El artículo indica lo siguiente:

> "Las compañías anónimas, podrán emitir obligaciones convertibles en acciones, que darán derecho a su titular o tenedor para exigir alternativamente o que el emisor le pague el valor de dichas obligaciones, conforme a las disposiciones generales, o las convierta en acciones de acuerdo con las condiciones estipuladas en la escritura pública de emisión.
>
> La conversión puede efectuarse en época o fechas determinadas o en cualquier tiempo a partir de la suscripción, o desde cierta fecha o plazo." (CLCCN, 2017)

Las autoras Figueroa y Valencia, en su tesis de grado, explican el funcionamiento de obligaciones convertibles en acciones en términos simples de la siguiente manera; indican que el tenedor de un título de deuda tendrá la facultad para realizar un canje cada cierto tiempo, verificando las características de la emisión. Para realizar este proceso, se establecerá un factor de cambio, que presentaría una referencia del número de acciones necesarios para cambiarlo por obligaciones de una clase. Sustentan sus palabras, con el siguiente ejemplo: "8. 235 acciones canjeables por cada título de obligaciones de 1000 dólares." (Figueroa y Valencia, 1999)

La segunda alternativa que la organización posee para financiarse a través del pasivo, es decir utilizando deuda, corresponde a la emisión de papel comercial. Con base en lo expuesto en el portal de Mercapital Casa de Valores, este instrumento financiero, se maneja similar a las obligaciones, con la particularidad de que se trata más bien de un financiamiento en el corto plazo. Lo que quiere decir, que se emite deuda para pagar en un plazo menor a los trecientos sesenta (360) días; además, tampoco cuenta con tasa de interés y se paga el valor total del título al vencimiento. De suma importancia, resulta recordar que cada título se negocia a descuento y que al igual que las obligaciones requiere su respectiva

calificación de riesgo, misma que deberá ser revisada semestralmente. Las características de esta alternativa de financiamiento están expresas en artículo 174 de la ley. (CLCCN, 2017)

En el artículo 174, citado anteriormente, se encuentra también los requerimientos para emitir papel comercial. De manera que, para efectuar una oferta pública de papel comercial, le organización deberá presentar una circular de oferta pública que contenga información legal, económica y financiera actualizada; el monto, modalidades y características de la emisión. Además, el lugar y fecha de pago tanto de intereses como de capital, menciones y obligaciones adicionales de información y restricciones a las que se encontrará sometido el emisor y finalmente, los derechos, deberes y responsabilidades de los tenedores de papel comercial.

En el artículo 174 se establece también, que la oferta pública de este tipo de obligaciones no requiere de escritura pública por lo que el representante legal de la empresa emisora, está obligado a incluir en la circular un certificado juramentado de la veracidad de la información expuesta en la circular.

Con base en el artículo 2 del capítulo 4 de la Codificación de resoluciones monetarias, financieras, de valores y seguros. Libro II: Mercado de Valores, para conocer el monto máximo que se puede emitir en papel comercial, la empresa deberá calcular el 80% del resultado del total de activos disminuido lo contemplado en la tabla 13.

Tabla 13. Valores a deducir para el cálculo del monto máximo de emisión de Papel Comercial

Valores para deducir en el monto máximo del Papel Comercial	
1. Activos Diferidos o impuestos diferidos.	2. Activos gravados
3. Activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial.	4. Monto no redimido de obligaciones en circulación.
5. Monto no redimido de titularización de derechos de cobro sobre ventas futuras en los que el emisor haya actuado como originador.	6. Derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros.

Valores para deducir en el monto máximo del Papel Comercial	
7. Cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio esté compuesto por bienes gravados.	8. Saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor negociados en el mercado de valores.
9. Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculados con el emisor e n los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.	

Fuente: (JPRMF, SF)

Es decir que la fórmula sería la siguiente:

$$Monto\ Máximo\ de\ emisión = 80\%\ (Total\ Activos - Valores\ a\ deducir)$$

De manera que, si se tiene 10 millones en activos y 4 millones en valores a deducir por sus características contempladas en la tabla 13, la empresa como máximo podría emitir un monto de 4.8 millones en concepto de papel comercial.

Por otra parte, la empresa emisora, por medio de una resolución de la junta general de socios o accionistas o un órgano de administración delegado por estos, conforme con la Codificación, estará obligada a cumplir con los resguardos detallados en la tabla 14, presentada a continuación:

Tabla 14. Resguardos

Resguardos
1. a) Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores. b) Mantener los activos reales sobre pasivos a un nivel mayor o igual a uno (1), refiriéndose a activos reales a aquellos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. Nota: La Superintendencia de Compañías, Valores y seguros, en casos excepcionales y bajo previa solicitud, podrá autorizar una emisión que contemple como resguardos indicadores inferiores a uno (1), siempre que se verifique que estos corresponden al sector de la economía al que pertenezca la empresa emisora.
2. No repartir dividendos mientras se mantengas obligaciones en mora.
3. Mantener la relación de activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, de acuerdo con lo detallado en el numeral 1., mientras dure el programa. Incumplir con los resguardos antes mencionados, dará lugar a declarar el plazo como vencido frente a todas las emisiones realizadas bajo el programa aprobado.

Fuente: (JPRMF, SF)

Finalmente, la estructura que debe llevar la circular se la encuentra en el artículo 6 del capítulo IV, de la codificación.

Patrimonio

Por último, la tercera alternativa que una empresa tiene para levantar financiamiento bursátil es a través del patrimonio, donde el instrumento que se utiliza es denominado como acciones. Las acciones o también instrumentos de renta variable son un mecanismo de financiamiento donde los inversionistas que adquieran este papel pasan a ser propietarios parciales de la empresa; ahora bien, con base en el manual de inscripción de acciones que ofrece la bolsa de valores, se especifica que este instrumento únicamente puede ser emitido por sociedades anónimas y de economía mixta. El artículo 32 de la ley de mercado de valores, define a los valores de renta variable como "aquellos que no tienen un vencimiento determinado y cuyo rendimiento, en forma de dividendos o ganancias de capital, variará según los resultados financieros del emisor." (CLCCN, 2017)

El manual de inscripción de acciones (BVQ, 2018), expresamente indica que existen dos tipos de oferta cuando se trata de la emisión de acciones; oferta pública primaria de acciones, donde la propuesta dirigida al público en general y/o sectores específicos que lo conforman, se la efectúa por primera vez con el objetivo de negociar en el mercado las acciones emitidas. Una oferta pública primaria de acciones, se la puede llevar a cabo únicamente en dos (2) situaciones, cuando se trata de una constitución sucesiva de compañías anónimas a través de la suscripción pública de acciones y en caso de que la organización busque un aumento de capital a través de la suscripción pública de acciones. El segundo tipo de emisión de acciones corresponde a la oferta pública secundaria de acciones, misma que se realiza con el objeto de negociar en el mercado, aquellas acciones que ya han sido emitidas y colocadas previamente; es decir, aquellas que ya pasaron por su respectiva oferta pública primaria. (BVQ, 2018)

Cuando una organización decide emitir acciones, requiere los ciertos documentos para llevar a cabo el proceso. Partiendo por una resolución del órgano administrativo competente, donde la Junta General de Accionistas resuelve sobre

el aumento de capital de la empresa o la inscripción de accione, además del correspondiente prospecto informativo; la escritura pública del convenio de promoción y estatuto, siempre y cuando se tratase de una constitución sucesiva de compañías anónimas; escritura pública de aumento de capital, para situaciones en las que la empresa busque un incremento en su capital; contrato de *Underwriting* y el Prospecto de Oferta Pública. (BVQ, 2018)

Pese a que el contrato de *Underwriting* es un documento opcional, es importante debido a que través de este documento una Casa de Valores y una organización emisora, acuerdan que la Casa asuma la responsabilidad y obligación de adquirir una emisión, garantice la colocación o la venta en el mercado y realice los mejores esfuerzos para alcanzar dichos objetivos. Es necesario recordar, que únicamente pueden ser objeto de Contrato de *Underwriting*, aquellos valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores. (BVQ, 2018)

La tabla 15 presentada a continuación, clasifica las tres modalidades de contratos de *Underwriting* que existen, conforme al manual de emisión se acciones.

Tabla 15. Modalidades de Underwriting

Modalidades de *Underwriting*	
En firme	La casa de valores o el consorcio adquiere inicialmente toda la emisión y se encarga posteriormente por cuenta y riesgo propio, de la venta de los valores al público inversionista.
Con garantía total o parcial	La casa de valores o el consorcio contrae el compromiso de adquirir en un tiempo determinado la emisión de forma parcial o en su totalidad.
Del mejor esfuerzo	La casa de valores o el consorcio actúa a manera de intermediario de la empresa emisora y se compromete a realizar el mejor esfuerzo para lograr colocar la mayor parte de la emisión, dentro de un plazo determinado.

Fuente: (BVQ, 2018)

Finalmente, en lo que se refiere a contratos de *Underwriting* es necesario mantener presente que, “las casas de valores podrán mantener dichos contratos para adquisición en firme y garantía total o parcial, hasta tres veces su patrimonio.” (BVQ, 2018) sin embargo, para aquellos contratos de *Underwriting* de mejor esfuerzo, estas instituciones no guardan limitación alguna.

Previamente se mencionó la necesidad del Prospecto de Oferta Pública, por lo que es preciso detallar la estructura, considerando esta se acomoda de acuerdo con cualquiera de las tres intenciones, descritas anteriormente, que tenga la empresa emisora. La tabla 16, revela la estructura del Prospecto para la constitución de una empresa y la tabla 17, cuando el objeto de la organización corresponde a un aumento de capital; el contenido de la tabla 17 también se aplica para la Oferta Pública Secundaria de Acciones.

Tabla 16. Información del Prospecto Para la Constitución de Compañías

Información para el Prospecto de constitución de Compañías	
Portada	• Título. • Razón social, nombre comercial y domicilio. • Monto de la emisión. • Razón social de la calificadora de riesgo y calificación. • Número y fecha de la resolución expedida por la Superintendencia de Compañías o Bancos y Seguros, que aprueba la emisión. • Número y fecha de la resolución expedida por la Superintendencia de Compañías, que autoriza la oferta pública y dispone su inscripción en el Registro del Mercado de valores. • Cláusula de exclusión, según lo establecido en el art. 15 de la Ley de Mercado de Valores.
Información General	• Nombre del emisor. • Domicilio del emisor. • Fecha de otorgamiento de la escritura pública de promoción. • Nombre, nacionalidad, domicilio, dirección, número de teléfono y fax de los promotores. • Objeto social. • Capital suscrito y autorizado. • Derechos y ventajas particulares reservados a los promotores. • Resumen de derechos y obligaciones de los promotores y suscriptores. • Plazo y condiciones de suscripción de las acciones. • Nombre de la institución bancaria o financiera depositaria de las cantidades a pagarse por concepto de suscripción. • Plazo dentro del cual se otorgará la escritura de constitución. • Política de dividendos prevista para los próximos tres años.

Información para el Prospecto de constitución de Compañías	
Características de la emisión	• Monto de la emisión. • Número de acciones, valor nominal, clase y serie. • Condiciones de la oferta, forma de pago y precio de esta. • Sistema de colocación: bursátil o extrabursátil. • Resumen del contrato de *Underwriting.* • Extracto del estudio de la calificación de riesgo. • Número y fecha de la resolución expedida por la Superintendencia de Compañías o Bancos y Seguros, que aprueben la emisión. • Número y fecha de la resolución expedida por la Superintendencia de Compañías, aprobando la oferta pública y su inscripción en el Registro del Mercado de Valores.
Información Económica-Financiera	• Estudio de factibilidad.
Certificados	• Certificación de los promotores de la empresa emisora, sobre la veracidad de la información contenida en el Prospecto de Oferta Pública.

Fuente: (BVQ, 2018)

Tabla 17. Estructura del Prospecto de Oferta Pública para Aumento de Capital

Elemento	Contenido
Portada	• Título. • Razón social, nombre comercial, domicilio, dirección, teléfono, fax, correo electrónico y página web del emisor. • Monto de la emisión. • Razón social de la calificadora de riesgo y calificación. • Número y fecha de la resolución expedida por la Superintendencia de Compañías o Bancos y Seguros, que aprueba la emisión. • Número y fecha de la resolución expedida por la Superintendencia de Compañías, que autoriza la oferta pública y dispone la inscripción en el Registro del Mercado de Valores. • Cláusula de exclusión.
Información General	• Nombre del emisor. • Ruc. • Domicilio principal de la empresa, dirección, teléfono, fax, dirección

Elemento	Contenido
	de correo electrónico y página web de la oficina principal. • Fecha de otorgamiento de la escritura pública de constitución e inscripción en el Registro Mercantil. • Plazo. • Objeto social y descripción de la actividad principal de la compañía. • Capital suscrito, pagado y autorizado. • Número de acciones, serie, clase y valor nominal por acción. • Nombres y apellidos de los principales accionistas propietarios de más del 10% de las acciones representativas del capital suscrito de la compañía. Con el porcentaje equivalente a su participación. • Nombres y apellidos del representante legal, administradores y directores. • Detalle de empresas vinculadas, de conformidad con lo dispuesto en la Ley de Mercado de Valores. • Número de empleados, trabajadores y directivos de la compañía. • Fecha del acta de Junta general relativa al aumento de capital mediante suscripción pública. • Plazo y condiciones de suscripción de acciones. • Plazo dentro de la cual se otorgará la escritura de aumento de capital. • Política de dividendos prevista para los próximos tres años. • Número y fecha de la resolución expedida por la Superintendencia de Compañías aprobando la oferta pública y su inscripción en el Registro del Mercado de Valores.
Características de la Emisión	• Monto de la emisión. • Número de acciones, valor nominal, clase y series. • Derechos que otorga la acción. • Condiciones de oferta: Forma de pago y precio. • Sistema de colocación: bursátil o extrabursátil.

Elemento	Contenido

Información Económico- Financiera	• Resumen del contrato de *Underwriting*.
	• Extracto del estudio de la calificación de riesgo.
	• Indicación del destino de los recursos a captar.
	• Número y fecha de la resolución expedida por la Superintendencia de Compañías o Bancos y Seguros, que aprueba la emisión.
	• Número y fecha de la resolución expedida por la Superintendencia de Compañías, aprobando la oferta pública y su inscripción en el Registro del Mercado de Valores.
	• Descripción del entorno económico en que la empresa ha venido desarrollando y desarrollará sus actividades con respecto al sector al que pertenece.
	• Principales líneas de productos, servicios, negocios y actividades de la compañía.
	• Detalle de los principales activos productivos e improductivos.
	• Descripción de las políticas de inversiones y de financiamiento, de los últimos tres (3) años y para los próximos (3) años; o desde su constitución, si su antigüedad fuese menor.
	• Estados financieros auditados con su respectivo dictamen, correspondientes a los tres (3) últimos ejercicios económicos, individuales y consolidados, cuando corresponda.
	• Análisis horizontal y vertical de los estados financieros de los últimos tres (3) años.
	• Indicadores financieros de los últimos tres (3) años.
	  o Liquidez.
	  o Razón corriente menos rotación de cuentas por cobrar.
	  o Endeudamiento.
	  o Rentabilidad.
	  o Margen de Utilidad sobre ventas.

Elemento	Contenido
Certificados	• Certificación del representante legal de la compañía emisora, sobre la veracidad de la información contenida en el prospecto de oferta pública.

Fuente: (BVQ, 2018)

Finalmente, el Manual de emisión de acciones dice que lo que corresponde a la calificación de riesgo, no es un requerimiento, sino que esta se la realizará de forma voluntaria. Sin embargo, el Consejo Nacional de Valores está en posición de ordenar la calificación de las acciones de una empresa, siempre y cuando exista una causa fundamentada. En las ocasiones donde no se efectúe la respectiva calificación de riesgo, "toda oferta, prospecto, publicidad y títulos deberán contener la expresa mención: "sin calificación de riesgo"" (BVQ, 2018)

Para concluir con el proceso, se deben realizar las inscripciones tanto en el Registro de Mercado de Valores como en el Registro de Bolsa de Valores, para lo cual son necesarios los documentos presentados en las tablas 18 y 19 respectivamente.

Tabla 18. Documentos necesarios para la inscripción en el Registro de Mercado de Valores

	Documentos para la inscripción
1.	Solicitud de autorización de la oferta pública e inscripción en el Registro del Mercado de Valores, suscrita por el representante legal de la compañía o de la persona designa y con la firma del abogado que lo patrocina.
2.	Facsímile del valor, formato del respectivo contrato de suscripción o certificados provisionales o resguardos.
3.	Ficha registral.
4.	Ejemplar del prospecto de oferta pública.
5.	Calificación de riesgo. (Opcional)

Fuente: (BVQ, 2018)

Tabla 19. Documentación para el Registro de la Bolsa de Valores

	Documentos para el Registro
1.	Copia de la resolución aprobatoria del prospecto de oferta pública y certificado de inscripción de oferta pública, emitidos por la Superintendencia de Compañías.

2. Copia del prospecto de oferta pública (Sea de mercado primario o secundario) aprobado por la Superintendencia de Compañías.
3. Cien (100) prospectos de oferta pública, mismos que se deberán entregar con tres (3) días bursátiles hábiles de anticipación a la negociación. Estos documentos se pueden presentar en formato físico o en archivo magnético.
4. Copia de la parte pertinente del acta de Junta General que autoriza la oferta pública.
5. Números de Registro Único de Contribuyentes.

Fuente: (BVQ, 2018)

Adicional a los documentos detallados en la tabla 18, se debe aumentar una copia certificada, de la escritura púbica contentiva del convenio de promoción y del estatuto que ha de regir la compañía a constituirse y una copia certificada de la resolución aprobatoria promoción, cuando se trata de entidades que están sujetas al control de la Superintendencia de Bancos y Seguros inscritas en el Registro Mercantil, en el caso de tratarse de una constitución sucesiva o suscripción pública; mientras para un aumento de capital por suscripción pública es necesario una copia certificada del acta resolutiva del aumento de capital y una copia certificada de la resolución aprobatoria promoción, si fuese el caso particular de entidades sujetas al control de la Superintendencia de Bancos y Seguros, como se mencionó en el caso anterior; y, en el caso de una oferta pública secundaria de acciones, únicamente se necesita adicionar una copia certificada del acta de Junta General de Accionistas, en la que se decidió optar por la inscripción de acciones y del correspondiente prospecto, tal y como se indica en el Manual (BVQ, 2018).

3.2. Banca

Probablemente cuando se habla de financiamiento el emprendedor, empresario o director financiero, se remita a pensar en solicitar préstamos bancarios y más aún en un país donde la Bolsa de Valores es pequeña y aún no se ha desarrollado, como se comentó en el capítulo uno de este estudio. De acuerdo con Cole (2016), los bancos son entidades que manejan dinero y proporcionan servicios

financieros. Con los depósitos del público que el banco recibe, mismos que pueden ser de personas naturales o jurídicas o incluso del gobierno, esta entidad efectúa préstamos a otras personas o realiza inversiones en valores. En el modelo de negocio de los bancos, estos cubren sus gastos y generan sus utilidades de la diferencia dada entre la tasa de interés que cobran en los préstamos y la tasa de interés que les pagan a aquellos que depositan su dinero. En ocasiones, dependiendo del banco, la tasa que se paga a los depósitos es cero.

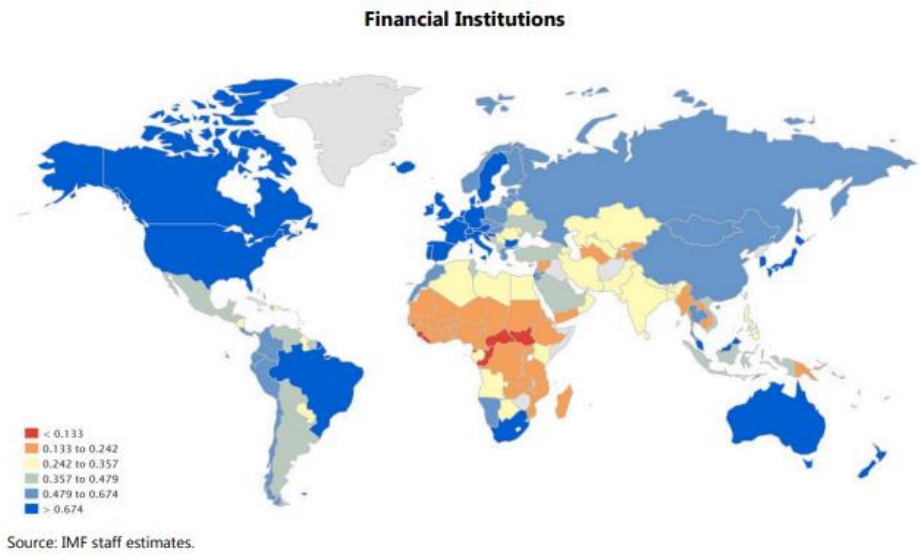

Imagen 7. Desarrollo Mundial de Instituciones Financieras

(Svirydzenka, 2016)

Los bancos son otro medio por el cual las empresas adquieren fondos y por lo general más utilizados que la bolsa de valores. En el Ecuador las instituciones financieras han tenido un desarrollo importante, ubicando al país en un color azul claro, lo que indica un buen desarrollo en esta área de acuerdo con la llave que presenta la imagen 7, correspondiente al Fondo Monetario.

Si se remite a la Imagen 1, presentada en el capítulo 1 de este estudio, se puede concluir que el desarrollo financiero se ha enfocado principalmente en bancos y otras instituciones financieras, sobre el mercado de valores.

Con motivo de resumir el amplio mundo de las instituciones financieras donde se encuentran involucradas distintos tipos de organizaciones como bancos, mutualistas, cooperativas, etc. que ofrecen distintos instrumentos para que una empresa pueda financiarse, únicamente se hará referencia a los bancos

comerciales; mismos, que según Cole (2016) son las únicas instituciones que aceptan depósitos a la vista, de hecho afirma que "si una institución financiera acepta depósitos a la vista, entonces es un banco comercial."

Scotiabank Colpatria, en su portal web, presenta las distintas alternativas de crédito a las cuales una empresa puede sujetarse. Mismas que para facilitar la organización, se presentan en la tabla 20.

Tabla 20. Alternativas de financiamiento que ofrece un banco

Instrumento Financiero	**Descripción**
Préstamo a Plazo	Utilizado cuando la empresa tiene prevista realizar una adquisición de activos fijos para desarrollar las competencias de la organización en el mercado.
Préstamo Transitorio	Su función es cubrir necesidades inmediatas de financiamiento mientras se plantea una solución definitiva.
Línea de crédito operativa	Es un tipo de financiamiento de corto plazo y que permite que la empresa maneje cierta liquidez mientras cobra a sus adeudados o busca reabastecer sus inventarios.
Tarjeta de crédito	Alternativa de financiamiento de corto plazo que permite cargar los gastos operativos y diferir el pago. Además, al separar los gastos de la empresa respecto de los gastos personales, facilita el cierre del ejercicio contable.
Arrendamiento financiero	También identificado como leasing, corresponde al pago de un monto acordado que una empresa paga mensualmente por el uso de un activo.
Factoraje	Venta de la cartera al banco con una tasa de descuento.

Fuente: (Scotiabank Colpatria, sf)

Sin embargo, en el Ecuador se podrían encontrar denominaciones diferentes a los detallados en la tabla 20 e incluso otros tipos de crédito. De acuerdo con Diario El Comercio (2015), en abril de 2015 la Junta Reguladora, entidad máxima de control del sector monetario y financiero, cambió la segmentación de créditos de las entidades financieras del país. De los cuales cuatro son destinados a la actividad empresarial. La tabla 21, resume las características de tres tipos crédito y además añade las tasas de interés activa referencial de estos a noviembre del 2020. Se excluyó al microcrédito, dado que por sus características no aplica para

empresas medianas, que son el tamaño de organizaciones analizadas en este estudio.

Tabla 21. Tipos de Crédito Para empresas y Tasa Activa Efectiva referencial

Nombre del crédito	Descripción	Tasa
Crédito Productivo	• Financiamiento de proyectos productivos que en un 90% busquen adquirir bienes de capital. • Presenta la siguiente subclasificación: o Corporativo: ventas superiores a USD5 millones. o Empresarial: Ventas superiores USD 1 millón y hasta USD 5 millones. o Pymes: Ventas de más de USD 100 mil y hasta USD 1 millón.	Corp: 9.04% Emp: 9.64% Pymes: 10.81%
Crédito Comercial Ordinario	• Para adquirir o comercializar vehículos livianos, incluyendo aquellos que se utilizarán con fines productivos y comerciales. • Personas naturales obligadas a llevar contabilidad o Empresas con ventas superiores a USD 100 mil.	9.41%
Crédito Comercial Prioritario	• Para adquirir bienes y servicios para actividades productivas y comerciales, que no estén dentro del crédito comercial ordinario. • Además, existen 3 particulaes: o Corporativo: Ventas superiores a USD 5 millones. o Empresarial: Ventas superiores a USD 1 millón y hasta 5 millones. o Pymes: Ventas superiores a USD 100 mil y hasta 1 millón.	Corp: 8.83% Emp: 9.71% Pymes: 10.89%

Fuente: (Diario El Comercio, 2015) y (Banco Central del Ecuador, sf)

Pese a que es una generalización apresurada, es posible considerar que el crédito productivo sería la alternativa de financiamiento bancario más utilizado por las empresas dado que este servicio es ofertado por la mayoría de los bancos reconocidos en el país, basta con entrar a su portal Web para revisar la información requerida y contactarse con un operador; seguidos por las tarjetas de crédito empresariales y los créditos comerciales.

Para que una entidad pueda adquirir aun préstamo, la institución bancaria le realizará una evaluación para conocer su situación e identificar las necesidades, además de conocer su capacidad de pago y cumplir con ciertos requisitos. Para

este estudio, se toma como ejemplo los requisitos que solicita Banco Pichincha, cuando se trata de un Crédito Productivo para Capital de Trabajo o adquisición de un Activo Fijo; misma que se resume en la tabla 22 y 23, respectivamente.

Tabla 22. Requisitos para un Crédito Productivo Según Banco Pichincha

	Requisitos para solicitar un Crédito Productivo
1.	Solicitud de crédito completa.
2.	Copia de RUC de la empresa.
3.	Copia de cédula de ciudadanía y nombramiento del Representante legal de la compañía, inscrito en el Registro Mercantil.
4.	Certificado de cumplimiento de la Superintendencia de Compañías.
5.	Certificado de cumplimiento de obligaciones patronales con el IESS. Dado el caso de que la empresa no cuenta con empleados, es necesario presentar una declaración juramentada que lo sustente.
6.	Nómina de Socios y/o accionistas.
7.	Acta de Junta General u órgano autorizado para la contratación del crédito.
8.	Referencias bancarias.
9.	Dos Referencias comerciales.

Fuente: (Banco Pichincha, sf)

Por otro lado, el banco requiere conocer la situación económica de la empresa y su capacidad de pago, para evaluar el crédito como ya se ha mencionado anteriormente. De manera que, en la tabla 22 se detalla la información económica financiera que Banco Pichincha exige a sus solicitantes de crédito.

Tabla 23. Información económica exigida por Banco Pichincha para evaluar un crédito Productivo de Capital de trabajo y Activo Fijo

	Información para Crédito Productivo
1.	Balance general de los últimos dos años y detalle del último trimestre.
2.	Balance fiscal de los últimos tres años.
3.	Flujo de caja proyectado al plazo de crédito.
4.	Declaración del IVA de los últimos seis meses.
5.	Estados de cuenta de tarjeta de crédito. Dado el caso de que se trate de empresas unipersonales.

Fuente: (BP, sf)

Finalmente, es importante conocer que Banco Pichincha les da a estos tipos de préstamos las siguientes características para el conocimiento público. El monto a solicitar debe ser al menos de USD cinco mil (5.000); la tasa de interés se aplica

de acuerdo al tarifario que presenta el banco; los plazos de financiamiento son hasta de diez y ocho (18) meses para cubrir capital de trabajo, hasta treinta y seis (36) meses para cubrir equipos y/o mobiliario y hasta sesenta (60) meses para en caso de inmobiliario; los pagos se los puede desembolsar mensualmente, bimensualmente, trimestralmente, semestralmente o al vencimiento, tal y como se acuerde con la empresa y las garantías del préstamo en mención serán hipotecarias o de aval personal, dependiendo de las características del caso.

En el 3.3 de este capítulo se llevará a cabo un análisis comparativo entre los productos financieros de bolsa y los de banca, donde se estudiará con mayor profundidad los beneficios que ofrece cada uno en materia de financiamiento.

3.3. Bolsa VS Banca

Uno de los objetivos principales de este estudio radica en descubrir si el financiamiento de la bolsa de valores ofrece mejores beneficios que el financiamiento recibido a través banca; de manera que en este punto se llevará a cabo un análisis comparativo entre los distintos productos financieros ofertados tanto en bolsa como en banca, para poder identificar en que situaciones conviene más el uno que el otro y posteriormente concluir en el siguiente punto qué instrumento le conviene más a una empresa mediana.

Para iniciar, es conveniente recordar que la bolsa de valores permite a la empresa optar por financiamiento desde sus tres tipos de cuenta; es decir, desde instrumentos financieros de activos, pasivos y/o capital, mientras los fondos de instituciones bancarias se concentran más en alternativas de tipo pasivo.

Los primeros instrumentos para comparar, dado que las dos instituciones lo ofertan con sus respectivas características, es el *factoring* y las Facturas comerciales negociables. En su trabajo de titulación Arteaga (2018) recopila la definición de diferentes autores con conocimientos de la materia; de los cuales la más sencilla y comprensible corresponde a Guillermo Roca, quien en su obra “El contrato de *factoring* y su regulación por el derecho español” define a esta

alternativa de financiamiento como aquella actividad financiera-comercial que consiste en comprar los créditos que guardan los productores de bienes de consumo y prestadores de servicio, con sus clientes. Las facturas comerciales negociables, en adelante FCN como las conocen los agentes de bolsa y casas de valores, tienen la misma funcionalidad salvo que guardan ciertos beneficios que las podrían hacer más atractivas a aquellos que seleccionen esta alternativa. En la entrevista a José Ignacio Balarezo, a quien ya se hizo mención anteriormente en el capítulo uno de este trabajo, supo indicar que uno de los principales beneficios que presentan las facturas comerciales negociables sobre el *factoring*, es la tasa de interés. Indica que el rango al que se negocian estos instrumentos se encuentra entre el 5% y el 12%, dependiendo de los emisores y los inversionistas; mientras el descuento aplicado en el *factoring* puede rondar el 20%, considerando que se trata de un recurso de ultima instancia para generar fondos. Es importante considerar que el *factoring* es un servicio que no lo proveen únicamente instituciones bancarias, sino que hoy en día existen empresas privadas dedicadas a este modelo de negocio como son Factorplus y Profactura. Lo mencionado por Balarezo respecto de la tasa de descuento en FCN se puede validar con el último boletín emitido por Bolsa de Valores a octubre de 2020, donde se puede observar

que el TEA promedio ponderado es de 9.17% y manejan un plazo de 149 días referente a FCN a nivel nacional. La imagen 9, respalda esta afirmación.

Comportamiento Histórico Nacional

FCN NEGOCIADAS A NIVEL NACIONAL			
AÑO	Valor Efectivo Total Negociado (dólares)	TEA Promedio Ponderada (%)	Plazo Promedio Ponderado (días)
2019	377,573,672	8.60	148.59
Hasta oct/20	248,582,608	9.17	140.42

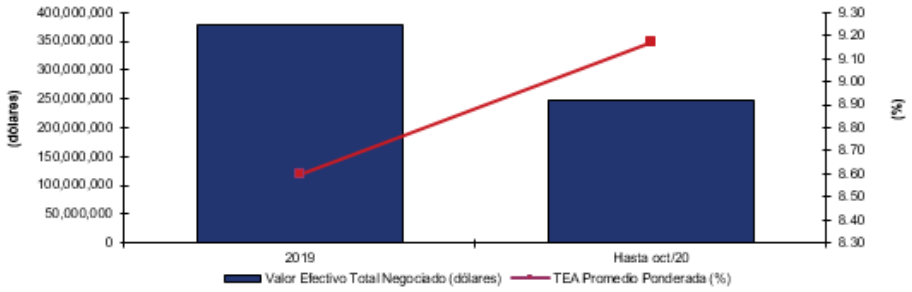

Imagen 8. Comportamiento histórico Nacional FCN

(BVQ, 2020)

Con base en la información previamente presentada, es posible apresurarse a concluir que este instrumento es mucho más conveniente que el *factoring* común, además que hay que tomar en cuenta que se negocian Bolsa de Valores donde se

FCN NEGOCIACIODAS A NIVEL NACIONAL			
AÑO	Valor Efectivo Total Negociado (dólares)	TEA Promedio Ponderada (%)	Plazo Promedio Ponderado (días)
Hasta oct/19	318,678,457	8.64	152.76
Hasta oct/20	248,582,608	9.17	140.42

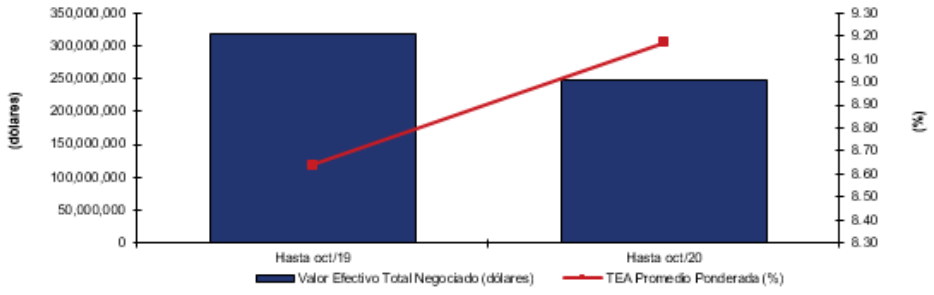

Imagen 9. FCN octubre 2019-2020

(BVQ, 2020)

utiliza un depósito de valores y un agente de compensación; sin embargo, el hecho de que existe un decrecimiento de un 22% en el valor efectivo total

negociado entre octubre de 2019 y Octubre de 2020, podría ser motivo de duda respecto a este instrumento, ya que considerando la baja cultura de bolsa que existe en el país, podría representar cierto desconocimiento del mismo o una discontinuidad en su uso. Aunque puede ser que este comportamiento también se deba a la pandemia de Covid-19. La Imagen 9, presente los datos de FCN de octubre 2019 y octubre 2020.

La segunda pareja para comparar debido a su plazo de terminación, son los prestamos productivos de capital de trabajo y el papel comercial; mismo que tienen un plazo de año y medio y de un año respectivamente. No obstante, el papel comercial tiene la particularidad que una vez pagados los valores, la empresa los puede volver a emitir por un año más, mientras el crédito productivo se tendría que volver a tramitar.

Si se retoma la información de Tabla 21 donde se tomó la información de tasas referenciales del Banco Central, se puede apreciar que la tasa para un préstamo productivo para una empresa mediana es de 10.81%; mientras, de acuerdo con el boletín de papel comercial de bolsa de valores a octubre de 2020, la tasa media es de 5.81%, es decir, 5 puntos porcentuales menos que la tasa referencial de la

PAPEL COMERCIAL NEGOCIADO A NIVEL NACIONAL			
AÑO	Valor Efectivo Total Negociado (dólares)	TEA Promedio Ponderada	Plazo Promedio Ponderado (años)
2019	693,709,121	5.80	0.69
Hasta oct-2020	674,605,579	5.81	0.66

*Datos provisionales

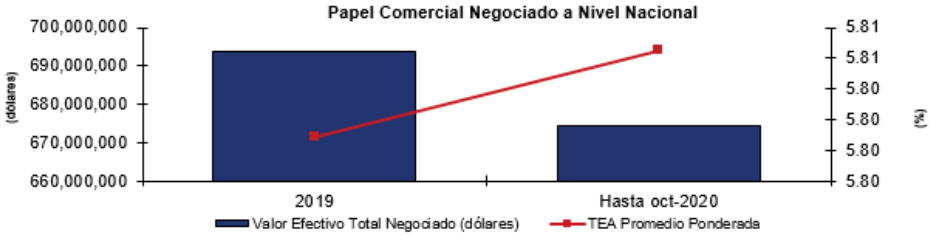

Imagen 10. Papel comercial negociado a nivel nacional

(BVQ,2020)

banca. La Imagen 10, sustenta lo enunciado en este párrafo.

Aunque en cuestión de tasa y plazo, evidentemente el préstamo productivo para capital de trabajo presenta una desventaja, para realizar una emisión la empresa debe incurrir en costos de estructuración, calificación de riesgo, entre otros, que

hacen un tanto más costoso la implementación del papel comercial, de manera que se pueden dar situaciones en las que no es relevante incurrir en dichos costos si el monto a emitir no es representativo. Aún así, debería ser una alternativa a la cual prestar atención dado que pese al impacto de la pandemia de Covid-19, hasta octubre de 2020 ha tenido un crecimiento de 19.43% respecto a octubre de 2019 en el valor efectivo total negociado, es decir que una mayor cantidad de empresas está optando por esta alternativa de financiamiento o por la emisión de montos de mayor tamaño. La imagen 11 presenta la comparación de octubre 2019 y 2020.

PAPEL COMERCIAL NEGOCIADO A NIVEL NACIONAL			
AÑO	Valor Efectivo Total Negociado (dólares)	TEA Promedio Ponderada	Plazo Promedio Ponderado (años)
Hasta oct-2019	564,827,026	5.70	0.71
Hasta oct-2020	674,605,579	5.81	0.66

*Datos provisionales

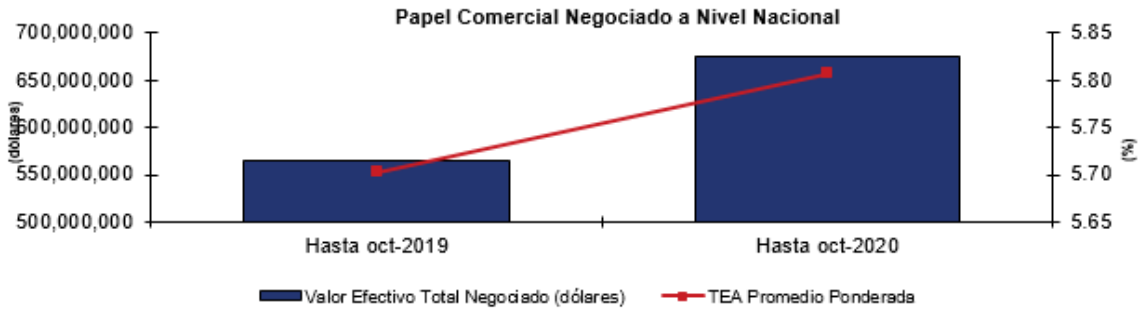

Imagen 11. Datos de Papel Comercial octubre 2019 y 2020

(BVQ, 2020)

En la tercera y última comparación de banca y bolsa, se ha tomado la decisión de unir tanto los préstamos productivos para bienes inmuebles y créditos comerciales para mobiliario, para comparar versus una emisión de obligaciones; dado que por sus características estos instrumentos guardan relación al ser de largo plazo.

De acuerdo con el portal de Banco del Pichincha, sus préstamos productivos para inmobiliario son máximo hasta un plazo de 60 meses, es decir 5 años y los comerciales para mobiliario, alcanzan un período máximo de 36 meses o 3 años. Retomando las tasas referenciales presentadas en la tabla 21, la tasa para un

crédito productivo inmobiliario sería del 10.81% y para un préstamo comercial mobiliario del 9.41%.

El instrumento para competir contra estas dos alternativas de deuda, se denominan obligaciones o deuda corporativa; mismas que ya se detallaron anteriormente en este capítulo y se indicó que son instrumentos de largo plazo, dado que superan los 365 días. En el boletín mensual a octubre de 2020, se puede observar que la tasa de interés promedio de las obligaciones corresponde a 8.73% y el plazo promedio es de 4.12 años. Mismas que se validan con la información que presenta la imagen 12.

OBLIGACIONES NEGOCIACIODAS A NIVEL NACIONAL			
AÑO	Valor Efectivo Total Negociado (dólares)	TEA Promedio Ponderada (%)	Plazo Promedio Ponderado (años)
Hasta oct/19	519,145,147	8.72	4.09
Hasta oct/20	390,284,505	8.73	4.12

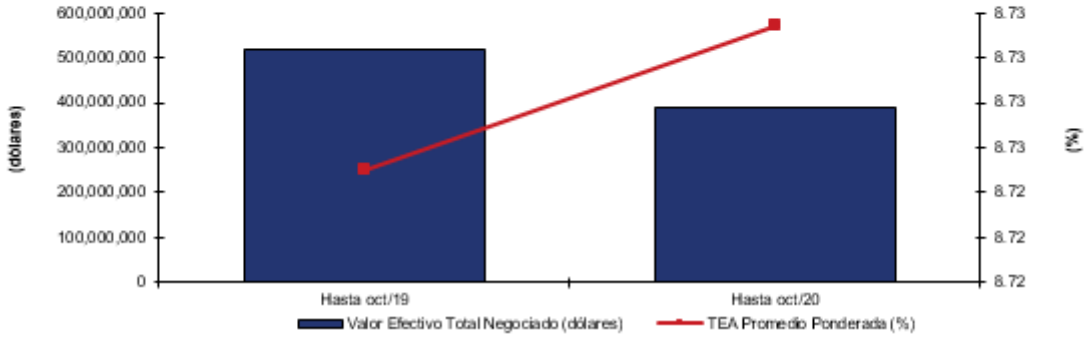

Imagen 12. Obligaciones a octubre 2019 vs octubre 2020

(BVQ, 2020)

De manera que, si se compara estos valores promedio contra los de los préstamos bancarios, la tasa viene a ser 2.08% más económica que un inmobiliario y 0.68% que un mobiliario. Ahora bien, lo que corresponde al plazo, a simple vista se podría concluir que es mayor en un año para préstamos mobiliarios y un año menor que los préstamos inmobiliarios. No obstante, el plazo de las obligaciones es establecido por el emisor, con la única particularidad, de acuerdo con el artículo 4 del capítulo I del Reglamento para la emisión de obligaciones y papel comercial, de que "en ningún caso el plazo de redención de las obligaciones podrá ser superior al plazo de existencia legal de la compañía emisora." (Consejo Nacional de Valores, 2002) lo que puede resultar conveniente para algunas

organizaciones y poco atractivas para otras. Sin embargo, como se puede observar en la imagen 12, el plazo promedio de una emisión de obligaciones es de 4.12 años.

Hasta este punto los beneficios que ofrecen las obligaciones respecto de los créditos bancarios podrían resultar atractivas para las empresas; sin embargo, al igual que en el papel comercial es necesario incurrir en costos requeridos para realizar la emisión, como son la calificación de riesgo, la estructuración, el representante de obligacionistas, entre otros y esto encarecería la alternativa mencionada y se poco asequible para las empresas dependiendo de la situación en la que se encuentren.

Dado que la banca se enfoca en instrumentos de tipo deuda, no existen instrumentos para comparar contra titularizaciones ni acciones; cuentas que pertenecen a alternativas de financiamiento a través de activos y patrimonio respectivamente.

3.4. Mejor alternativa para una empresa mediana

Escoger una mejor alternativa para una empresa mediana es una situación compleja, dado que no se puede establecer un estándar, considerando que cada organización se encontrará en una situación independiente; es decir, que lo que a una empresa puede servir, no necesariamente servirá para otra ya que existen distintos factores involucrados ya correspondan esto a su industria, giro de negocio, estructura, entre otros. Sin embargo, en la entrevista a José Ignacio Valarezo, y pese a que desde su punto de vista una empresa mediana tranquilamente puede ser una emisora de papel comercial, obligaciones, acciones o incluso titularizar su cartera; indica que encuentra una importante oportunidad en las facturas comerciales negociables para organizaciones de este tamaño, dado que aporta con mayores beneficios que el *factoring* tradicional, como ya se indicó en el 3.3 de este estudio, además de ser la alternativa más económica dado que no requiere incurrir en los costos de estructuración, calificación de riesgo, entre

otros que sí requieren los demás instrumentos previamente mencionados. Las FCN, vendrían a jugar un papel importante en la liquidez de las empresas ya que les permite gozar de fondos que se percibirían en el futuro, en este momento y con un descuento mucho más atractivo que el que ofrece el *factoring* tradicional. Por otra parte, emitir obligaciones sería una buena alternativa si la empresa ya lleva al menos cinco años en el mercado y está pensando en una expansión o adquirir activos fijos, dado que le permitiría disponer de una deuda con una tasa de interés más baja que la que le otorga la banca en el mismo período de tiempo. Una emisión de acciones de una empresa mediana despertaría en los inversionistas una alternativa interesante de inversión, dado que se trata de una empresa que probablemente tiene una brecha de crecimiento bastante amplia y que con el capital necesario y una gestión adecuada, podría aumentar de tamaño y generar dividendos bastante atractivos; estos papeles requieren de que la empresa fraccione su capital social, pero al mismo tiempo al no tratarse de una deuda, no se encuentran en la obligación de pagar un interés, sino que únicamente desembolsará dividendos cuando el resultado del ejercicio sea positivo y la junta general de accionistas falle a favor de un pago de dividendos. Es importante recordar, que esta alternativa solamente es aplicable para sociedades anónimas.

Pese a que se ha decidido hacer énfasis en FCN y emisión de obligaciones por los beneficios fácilmente perceptibles; y una pequeña reflexión sobre la emisión de acciones, las alternativas de titularización de activos y emisión papel comercial, pueden acomodarse bastante bien dependiendo de las necesidades de la empresa y la situación en la que se encuentra. Además, una cuestión que podría resultar en beneficio común para todas las organizaciones en general es que utilizar los papeles cotizados en bolsa permite que esta institución crezca y con este crecimiento se podrían alcanzar mayores beneficios para las empresas debido a un dinamismo más frecuente en el mercado bursátil.

4. CASO WATER PROJECTS S.A

4.1. Acerca de la empresa

Water Projects S.A o tal vez mejor conocida por su nombre comercial Culligan, es una empresa de soluciones de agua, constituida el 23 de enero de 2004 (Veinte y tres de enero de dos mil cuatro) en el registro mercantil del distrito metropolitano de Quito. La empresa fue fundada por el ingeniero Paúl Renato Redrován Rubio, quien hasta la actualidad ocupa el cargo de gerente general en la empresa, la arquitecta Norma Soledad Ballesteros Castro y la señorita Andrea Daniela Redrován Rubio, mismos que aportaron el capital suscrito de 800 USD (ocho cientos dólares de los Estados Unidos de América) para el efecto. En la escritura se declara que la empresa tendrá una duración de 30 (treinta) años y se dedicará a las actividades comerciales, permitidas por la ley, resumidas en la tabla 24.

Tabla 24. Actividades comerciales de *Water Projects* S.A

	Actividad
1.	Importación, venta y distribución de sistemas de purificación de agua para consumo humano en fábricas, oficinas, hoteles, bares, restaurantes; así como para la instalación doméstico, semiindustrial o plantas de tratamiento de agua potable, purificación de aguar servidas, y en fin de aquellas actividades de servicios que requieren purificar agua para el consumo humano.
2.	Importación de sistemas de irrigación de agua, para la venta e instalación en fincas, haciendas, o cualquier tipo de propiedad agrícola que use sistemas de riego artificial.
3.	Exportar purificadores de agua semielaborados, fabricados o ensamblados en el país.
4.	Prestar servicios profesionales de logística, mercadeo, asesoría, asistencia técnica, fiscalización, planificación y desarrollo de sistemas de purificación de agua potable, en las diferentes comunidades que requieran los servicios.
5.	Otorgar o recibir franquicias y realizar todo tipo de sociedad mercantil, relacionado con el objeto social.
6.	Comercializar, provisionar o vender productos relacionados con el objeto social.
7.	Comercializar equipos para acondicionar ambientes mediante la calefacción, enfriamiento o refrigeración.
8.	Diseñar e implementar sistemas de calefacción, refrigeración, sistemas de vapor y sistemas de bombeo.
9.	Vender al por mayor, equipos de seguridad.
10.	Importar, vender y comercializar equipos de ozono para la purificación del aire.

Fuente: (Falconí, 2020)

Es importante resaltar, que las actividades comerciales correspondientes a los numerales 9 y 10 fueron añadidas el 25 de junio de 2020 tras haberse realizado una reforma de los estatutos de la organización.

Water Projects S.A hoy en día, es una empresa mediana tipo A, debido a que se encuentra ubicada dentro de los parámetros proporcionados por INEC (2019), previamente indicados en el capítulo 1; es decir, que sus ingresos por ventas se ubican en un rango entre 1 000 000 USD (un millón de dólares de los Estados Unidos de América) y 2 000 000 USD (dos millones de dólares de los Estados Unidos de América) y cuenta con una fuerza de trabajo que ronda entre 50 (cincuenta) y 99 (noventa y nueve) colaboradores. El ingreso por ventas, presentado en la imagen, tomado de los documentos económicos que la entidad ha cargado en la Superintendencia de Compañías, da a conocer los resultados de la empresa en los

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRAL								
WATER PROJECTS S.A								
RUC: 1791918037001								
FORMULARIO SVC.NIIF.151112.1				Análisis Vertical			Análisis Horizontal	
CUENTA	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2018	2019
VENTAS	1,241,817.92	1,619,095.83	1,542,921.30	100%	100%	100%	30.38%	-4.70%
VENTA DE BIENES	1,018,952.66	1,222,620.07	1,268,562.57	82.05%	75.51%	82.22%	19.99%	3.76%
PRESTACION DE SERVICIOS	222,865.26	396,475.76	274,358.73	17.95%	24.49%	17.78%	77.90%	-30.80%

Imagen 13. Ingresos por Ventas *Water Projects* S.A

(Supercias, SF)

períodos 2017, 2018 y 2019 y por tanto validar lo a afirmación mencionada en este párrafo, sobre el tamaño de la empresa.

Explícitamente la imagen13 permite observar cómo la empresa ha tenido ganancias entre $1 264 719.82 (un millón doscientos sesenta y cuatro mil setecientos diecinueve con ochenta y dos centavos de dólares de los Estados Unidos de América) y $1 633 249.79 (un millón seiscientos treinta y tres mil doscientos cuarenta y nueve con setenta y nueve centavos) en estos tres períodos, siendo sus ganancias más altas en 2018.

4.2. Situación actual de la empresa

Con objeto de tener una visualización más concreta de la empresa y más clara, se ha incurrido en el siguiente resumen de sus Estados Financiero, de forma que la información se pueda procesar y analizar con mayor facilidad.

La Tabla 25, presenta el estado de situación de la empresa en los años 2017, 2018 y 2019.

Tabla 25. Estado de Situación Financiera Water Projects S.A

Cuenta	2017	2018	2019
Activo	530 167.31	869 477.11	949 232.24
Activo Corriente	518 012.19	799 472.11	861 273.87
Activo Disponible	37 687.22	34 383.68	186 376.13
Activo Realizable	253 535.80	290 114.66	260 198.31
Activo Exigible	226 789.17	474 973.77	414 699.43
Activo Fijo Neto	12 155.12	70 005.00	87 958.37
Pasivo	312 175.00	608 273.60	698 112.78
Pasivo Corriente	283 396.63	467 001.89	601 768.72
Pasivo No Corriente	28 778.37	141 271.71	96 344.06
Patrimonio Neto	217 992.31	261 203.51	251 119.46
Pasivo + Patrimonio	530 167.31	869 477.11	949 232.24

Fuente: (Supercias, 2020)

Sin embargo, la Tabla 26, permite al lector conocer a manera de porcentaje cuanto representa cada cuenta respecto del total, a través del análisis vertical realizado, de manera que la comprensión sea más sencilla.

Tabla 26. Análisis Vertical

Cuenta	2017	2018	2019
Activo	100%	100%	100%
Activo Corriente	97.7	91.9	90.7
Activo Disponible	7.1	4.0	19.6
Activo Realizable	47.8	33.4	27.4
Activo Exigible	42.8	54.6	43.7
Activo Fijo Neto	2.3	8.1	9.3
Pasivo	58.9	70.0	73.5
Pasivo Corriente	53.5	53.7	63.4
Pasivo No Corriente	5.4	16.2	10.1
Patrimonio Neto	41.1	30.0	26.5
Pasivo + Patrimonio	100%	100%	100%

Autor: Edwin Arias

Como se puede observar explícitamente en la Tabla 26, el total de activos está compuesto en su mayoría por la porción corriente en los tres años, siendo 97.7% para 2017, 91.9% para 2018 y 90.7% para 2019 de forma que el valor que corresponde a los activos no corrientes no supera el 10% en ninguno de los años. En cuanto al pasivo y al patrimonio, que muestra la forma en que la empresa ha financiado su operación, se tiene que el total de pasivos supera al capital en todos los años, por lo que el dinero de terceros guarda un factor importante a considerar en la gestión de esta organización. Además, el financiamiento en el corto plazo es un elemento que resalta al ver los números; dado que este constituye la mayor parte del total de pasivos que se muestra en la tabla. Si bien, el total pasivos alcanzó 58.9%, 70% y 73.5% para 2017, 2018 y 2019 respectivamente, la porción corriente de este representó el 91%, 77% y 86% del total de pasivos en los años en mención; visto de otro modo, en promedio los pasivos corrientes componen el 85% del total de pasivos y el 56.9% del financiamiento total.

La Tabla 27, incluye el análisis horizontal del Estado de situación financiera de *Water Projects S.A*, donde se puede observar el comportamiento de crecimiento año a año de las cuentas indicadas en las tablas anteriores.

Tabla 27. Análisis Horizontal

Cuenta	**A 2018**	**A 2019**
Activo	64.0%	9.2%
Activo Corriente	54.3	7.7
Activo Disponible	-8.8	442.
Activo Realizable	14.4	-10.3
Activo Exigible	109.4	-12.7
Activo Fijo Neto	475.9	25.6
Pasivo	94.9	14.8
Pasivo Corriente	64.8	28.9
Pasivo No corriente	390.9	-31.8
Patrimonio Neto	19.8	-3.9

Autor: Edwin Arias

De acuerdo con la Tabla 27, se presenta un crecimiento del 64% en el total del activo de la empresa para 2018, este crecimiento se concentra principalmente en el activo fijo neto, que tuvo un crecimiento del 475.9% y los activos exigibles con 109.4% con los porcentajes de crecimiento más altos, seguido por un crecimiento del 14.4% en su activo realizable. Sin embargo, presentó una contracción en su activo

disponible, mismo que obtuvo un valor -8.8 puntos porcentuales. Por otro lado, para 2019 nuevamente se obtuvo un crecimiento en el total de activos, aunque en este caso fue más pequeño ya que fue de 9.2%, mismo que se concentró en un fuerte crecimiento de 442% en el activo disponible, seguido por un crecimiento de 25.6% en el activo fijo neto; pero a diferencia de 2018, en el año en mención, se presentó un decrecimiento de -10.3% y -12.7% en el activo realizable y en el exigible respectivamente.

Con relación al financiamiento de la empresa, el pasivo total creció en 94.9% para 2018, teniendo un importante crecimiento del 390.9% en su componente no corriente y de 64.8 puntos porcentuales en su componente corriente. En cuanto al patrimonio neto de la empresa, este tuvo un crecimiento de 19.8% en el año en mención. Para 2019 también se presentó un crecimiento en el pasivo, no obstante, este fue más pequeño ya que alcanzó los 14.8 puntos porcentuales. El pasivo corriente en este período incrementó en 28.9%; pero el pasivo no corriente disminuyó en -31.8%. Finalmente, el patrimonio neto se contrajo en -3.9%.

El Gráfico 1, muestra lo descrito en el párrafo anterior.

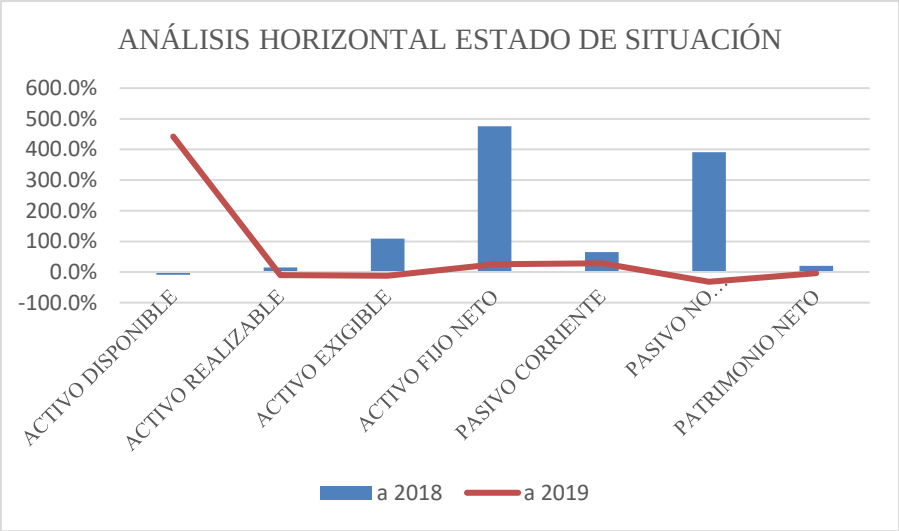

Gráfico 1. Análisis Horizontal del Estado de Situación

Autor: Edwin Arias

Por otra parte, respecto al estado de resultados se lo ha resumido de la siguiente manera en la Tabla 28, para facilitar la comprensión de los números.

Tabla 28. Estado de Resultados de la empresa

Cuenta	2017	2018	2019
Ingresos	1 241 817.92	1 619 095.83	1 542 921.30
Costo de bienes vendidos	661 410.73	896 803.69	902 807.63
Utilidad Bruta	580 407.19	722 292.14	640 113.67
Gastos	563 154.27	671 097.77	675 834.05
Utilidad Operativa	17 252.92	51 194.37	-35 720.38
Otros ingresos	34 283.70	14 153.96	23 310.30
Utilidad antes de Impuestos	51 536.62	65 348.33	-12 410.08
15% Participación Trabajadores	7 730.49	9 802.25	0
25% Impuesto a la Renta	23 390.71	12 334.88	0
Utilidad Neta	20 415.42	43 211.20	-12 410.08

Fuente: (Supercias, 2020)

En cuanto al análisis vertical de la empresa del estado de resultados, se identificó lo siguiente detallado en la Tabla 29.

Tabla 29. Análisis Vertical Estado de Resultados

Cuenta	2017	2018	2019
Ingresos	100%	100%	100%
Costo de bienes vendidos	53.3	55.4	58.5
Utilidad Bruta	46.7	44.6	41.5
Gastos	45.3	41.4	43.8
Utilidad Operativa	1.4	3.2	-2.3
Otros ingresos	2.8	0.9	1.5
Utilidad antes de Impuestos	4.2	4.0	-0.8
15% Participación Trabajadores	0.6	0.6	0
25% Impuesto a la Renta	1.9	0.8	0
Utilidad Neta	1.6	2.7	-0.8

Autor: Edwin Arias

De manera que, se puede observar que la empresa en ninguno de los años en mención ha superado el 3% de rentabilidad dado que su utilidad neta reflejó el 1.6%, 2.7% y -0.8% para 2017, 2018 y 2019 respectivamente. El Costo de ventas y los gastos están elevados ya que en promedio de los tres años estos representarían el 99.3% del total de ingresos, de hecho, en 2019 este promedio es superado y por tanto se refleja una pérdida en el ejercicio.

El análisis horizontal del estado en mención se encuentra presentado en la Tabla 30.

Tabla 30. Análisis Horizontal Estado de Resultados

Cuenta	A 2018	A 2019
Ingresos	30.4%	-4.7%
Costo de bienes vendidos	35.6	0.7
Utilidad Bruta	24.4	-11.4
Gastos	19.2	0.7
Utilidad Operativa	196.7	-169.8
Otros ingresos	-58.7	64.7
Utilidad antes de Impuestos	26.8	-119.0
15% Participación Trabajadores	26.8	-100.0
25% Impuesto a la Renta	-47.3	-100.0
Utilidad Neta	111.7	-128.7

Autor: Edwin Arias

De acuerdo con el análisis, se observa que para 2018 los ingresos crecieron en 30.4%, el costo de bienes vendidos aumentó en 35.6 puntos porcentuales, la utilidad bruta resultó en un crecimiento de 24.4% respecto del año anterior, de igual manera los gastos subieron en 9.2%; aún así la utilidad operativa creció en 196.7% comparándola con la de 2017. Los ingresos percibidos en concepto de otros ingresos disminuyeron en -58.7%. La utilidad antes de impuestos y participación a trabajadores fue 26.8% superior a 2017 al igual que el 15% de participación a trabajadores que creció en la misma magnitud. Por otro lado, el impuesto a la renta fue menor respecto del año anterior ya que se contrajo en -47.3 puntos porcentuales y por último la utilidad del ejercicio para 2018 fue 111.7% mayor a la obtenida en el antecedente.

En lo que se refiere al 2019, los ingresos fueron menores en -4.7%, el costo de bienes vendidos tuvo un incremento mínimo de apenas 0.7%, aún así, la utilidad bruta bajó en -11.4% y aunque se presentó un reducido crecimiento de 0.7% en los gastos, la utilidad operativa cayó en -169.8 puntos porcentuales. Para este año lo que la empresa percibió por concepto de otros ingresos se incrementó en 64.7%. Sin embargo, dada la pérdida obtenida en este año, la utilidad antes de intereses e impuestos se desplomó en -119%. Dada dicha pérdida, no se registra 15% de participación de trabajadores ni impuesto a la renta, por lo que la contracción en estos componentes es del 100% y finalmente la pérdida del ejercicio implicó una variación negativa de -128.7% respecto de 2018.

Lo descrito en el párrafo anterior, se puede divisar de una forma más visual con el Gráfico 2, que muestra dicho comportamiento.

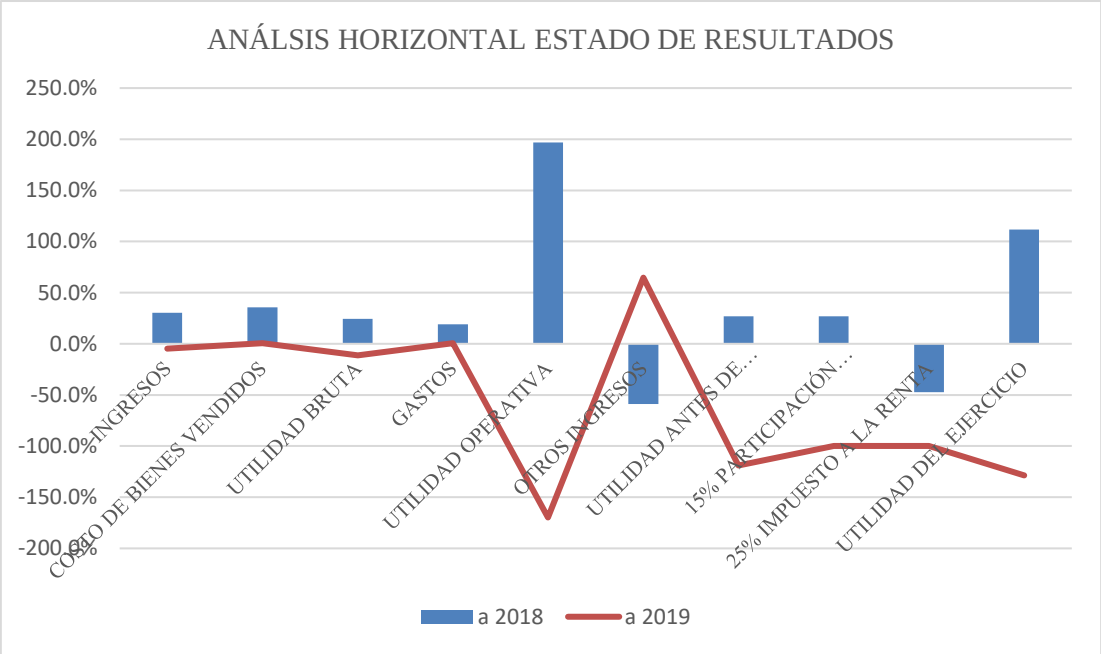

Gráfico 2. Análisis Horizontal del Estado de Resultados

Autor: Edwin Arias

El último estado financiero que por su importancia corresponde analizar es el estado de flujos de efectivo, que muestra el movimiento del dinero en la empresa a través de las actividades de operación, inversión y financiamiento. Con objetivo de que sea más sencillo el entendimiento de este estado, se ha procedido a resumirlo en sus cuentas principales en la Tabla 31, de forma que los movimientos presentados entre los tres años analizados se puedan identificar con mayor sencillez.

Tabla 31. Estado de flujos de Efectivo

Cuenta	2017	2018	2019
Actividades de Operación	88 008.76	-208 189.26	237 677.70
Actividades de Inversión	-10 661.97	-64 990.56	-27 415.14
Actividades de Financiamiento	-80 105.52	269 876.28	-58 270.11

Cuenta	2017	2018	2019
Total variación en el efectivo y equivalentes	-2 758.73	-3 303.54	151 992.45
Saldo inicial de Efectivo y equivalentes	40 445.95	37 687.22	34 383.68
Saldo final de efectivo y equivalentes	37 687.22	34 383.68	186 376.13

Fuente: (Supercias, 2020)

Siendo así que el lector puede divisar que en el primer año el flujo generado por actividades de operación es positivo, aun así, este es superado por inversiones realizadas y pagos de deuda, por lo que la variación del efectivo es negativa y disminuye el saldo final en la cuenta. Para 2018, las actividades de operación resultan en un flujo de efectivo negativo al igual que el flujo obtenido por actividades de inversión. Sin embargo, se presenta una inyección de capital en las actividades de financiamiento por lo que este flujo es positivo. Para este año, la variación de efectivo y equivalentes es negativa y por tanto también disminuye el saldo total de la cuenta. Por último, en lo que corresponde al año 2019, se observa un flujo positivo en las actividades de operación, nuevamente la empresa decide incurrir en inversiones y pagar las obligaciones que mantenía, por lo que estos flujos son negativos. No obstante, la variación de efectivo para este año es positiva, dado que los flujos tanto de inversión como de financiamiento fueron menores respecto al de operación; de modo que la variación en el efectivo es positiva y el saldo final se incrementa hasta $186 376.13.

Finalmente, corresponde analizar los indicadores financieros de la institución, ya que estos contribuyen a tener una mejor percepción de la empresa y son necesarios debido a que estos son un punto focal que las instituciones financieras considerarán al momento en que la empresa solicite fondos para su financiamiento.

La Tabla 32, muestra los principales indicadores financieros de la empresa.

Tabla 32. Índices Financieros

Índice	2017	2018	2019
Rentabilidad			
Margen de Utilidad	1.64%	2.67%	-0.8%
ROA	3.85%	4.97%	-1.31%

Índice	2017	2018	2019
ROE	9.37%	16.54%	-4.94%
Liquidez			
Razón Circulante	1.83 Veces	1.71 Veces	1.43 Veces
Prueba Ácida	0.93 Veces	1.09 Veces	0.99 Veces
Razones de Deuda			
Endeudamiento Total	0.59 Veces	0.70 Veces	0.74 Veces
Apalancamiento	1.43 Veces	2.33 Veces	2.78 Veces
Apalancamiento Corto Plazo	1.30 Veces	1.79 Veces	2.40 Veces
Deuda de largo plazo	0.12 Veces	0.35 Veces	0.28 Veces
Razones de Operación			
Rotación de Cuentas por Cobrar	5.48 Veces	3.41 Veces	3.72 Veces
Rotación de Inventario	2.61 Veces	3.09 Veces	3.47 Veces
Rotación de Activo Fijo	102.16 Veces	23.13 Veces	17.54 Veces
Rotación de Activos Totales	2.34 Veces	1.86 Veces	1.63 Veces

Autor: Edwin Arias

En la Tabla 32, en lo que constituye los índices de rentabilidad, es posible apreciar que el margen de utilidad es de 1.64% para 2017, creciendo hasta 2.67% en 2018, pero dada la perdida obtenida en 2019, este se contrae hasta -0.8%. Respecto al ROA, este es del 3.85% para 2017, 4.97% en 2018 y -1.31% en 2019. Como último índice de rentabilidad se tiene el ROE, que indica que la rentabilidad sobre el capital alcanzó el 9.37%, 16.54% y -4.94% para 2017, 2018 y 2019, respectivamente.

Con relación a los índices de liquidez de la empresa, la razón circulante indica que en 2017 los activos corrientes de la empresa podían cubrir hasta 1.83 veces el pasivo corriente de esta, 1.71 veces en 2018 y 1.43 veces para 2019. En lo que corresponde a la prueba ácida, el índice marcó 0.93 veces para 2017, 1.09 veces en 2018 y 0.99 veces en 2019. Lo que permite resaltar el peso que representan los inventarios para la empresa.

Sobre los indicadores de endeudamiento se tiene que el endeudamiento total fue de 0.59 veces en 2017, de 0.70 veces y 0.74 veces para 2017 y 2018. Este índice es un punto importante de atención debido a que se encuentra bastante cercano a las 0.80 veces que pone como límite la codificación de resoluciones monetarias, financieras, de valores y seguros. (JPRMF, SF) Por otra parte el índice de apalancamiento indica 1.43 veces para 2017, 2.33 veces para 2018 y 2.78 veces; de forma que es perceptible el crecimiento en el requerimiento de fondos de terceros por parte de *Water Projects* S.A para su gestión. Del total del apalancamiento, el apalancamiento en el corto plazo resultó ser 1.3 veces 2017, es decir el 90.9% del apalancamiento total; en 2018

alcanzó 1.79 veces, que constituye el 76.7% total y en 2019 2.4 veces que representa el 86.2% del total; visto de otra manera, *Water Prjoects S.A* que los fondos solicitados a terceros se concentran en el corto plazo. Con relación a la deuda de largo plazo, el índice es apenas de 0.12 veces en 2017, creciendo hasta 0.35 veces en 2018, pero volviendo a disminuirse en 2019 hasta 0.28 veces.

Por último, las razones de operación están compuestas por la rotación de cuentas por cobrar que 2017 fue de 5.48 veces, 2018 3.41 veces y 2019 3.72 veces. La rotación de inventarios que para 2017 indica 2.61 veces, 3.09 veces y 3.47 veces para 2018 y 2019 respectivamente. En cuanto al activo fijo, se indica que en 2017 rotó 102.16 veces, importante considerar que para este año el activo fijo era bastante pequeño respecto del nivel de ventas, en 2018 se redujo a 23.13 veces y en 2019 el índice disminuyó hasta 17.54 veces. Finalmente, la rotación de activos totales en 2017 fue de 2.34 veces, sufriendo una contracción en 2018 que llevó el indicador hasta 1.86 veces y nuevamente teniendo una reducción en 2019 de manera que marcó 1.63 veces.

4.3. ¿Es una buena alternativa para la empresa, cotizar en bolsa de valores?

Previo a identificar el instrumento más adecuado que la empresa debería emitir para beneficiarse de bolsa de valores, corresponde verificar si esta tendrá un perfil competitivo para cotizar en bolsa. Aunque en la página principal de bolsa de valores se dice que empresas de cualquier tamaño pueden beneficiarse, hay que analizar si es una buena alternativa para las empresas medianas ingresar en el mercado formal y las ventajas y desventajas que esto puede constituir.

Siendo que existen diferentes factores que se deben considerar para este cometido y que la calificación de riesgo tiene un peso muy importante al momento de emitir los papeles, se considera que también es importante comparar a la empresa con otras organizaciones que ya están cotizando en el mercado, de manera que en este punto se procederá a identificar costos promedio, índices, entre otros factores que son de importancia dependiendo del título que se va a negociar en el mercado.

Con objeto de cumplir lo mencionado en el párrafo anterior, se tomó al azar veinte empresas, cuyos nombres permanecerán bajo anonimato, que actualmente han emitido instrumentos financieros en bolsa de valores y se consideró los siguientes puntos para ser analizados y determinar un promedio. Los elementos que se contemplaron en el análisis fueron el monto de la emisión, el costo de la emisión, la tasa, el período o plazo de esta, los ingresos promedio de la empresa, su total de activos promedio, el margen neto, ROA, ROE, razón de endeudamiento e índice de liquidez. Es importante recordar que de acuerdo con en el artículo 11 de la sección I del capítulo III de la codificación de resoluciones monetarias, financieras, de valores y seguros se establece que las empresas deben mantener un índice de liquidez superior a 1, de forma que necesariamente se debe cumplir este requerimiento al momento de una emisión, caso contrario la deuda se identificaría como vencida. Este mismo principio aplica para el papel comercial, cuando se habla de resguardos.

La Tabla 33, resume los resultados hallados en el análisis, obteniendo los siguientes promedios.

Tabla 33. Resultados Promedio

Elemento	**Resultado**
Monto	3 107 500.00
Costo	98 564.63
Tasa	8.1%
Período	4.30
Ingresos	22 662 455.47
Activos	23 739 152.57
Utilidad Neta/ Ventas	2.5%
ROA	2.6%
ROE	8.0%
Razón de Endeudamiento	0.68
Índice de liquidez	1.52

Autor: Edwin Arias

De acuerdo con los resultados obtenidos en la Tabla 33, los detalles de las emisiones indican que el monto promedio a emitir en obligaciones de largo plazo es de $3.107 millones a una tasa de 8% anual y a un plazo de 4 años o 1440 días. Se debe considerar que en términos de plazo la bolsa trabaja con días y estos son en años de 360. En promedio los ingresos percibidos por estas empresas rondan los $22. 66 millones de dólares y mantienen en activos alrededor de $23.74 millones y los índices muestran

que, el margen neto se ubica en torno al 2.5%, el ROA o rendimiento sobre activos en 2.6%, el rendimiento sobre capital o ROE en 8%, mantienen una razón de endeudamiento aproximadamente de 0.68 veces y un índice de liquidez cercano a 1.52, 0.52 veces más alto del 1 que exige la norma en los resguardos, como ya se ha indicado previamente.

La razón por la que se decidió llevar a cabo este análisis fue por conocer si *Water Projects S.A* es una empresa con oportunidad en caso de emitir obligaciones de largo plazo en el mercado bursátil. Sin embargo, si se la compara con los datos obtenidos en el estudio en términos de ingresos y activos esta organización se encuentra muy por debajo de la media, considerando que en promedio factura $1.4 millones y la media obtenida es de $22.6 millones; por otro lado, los activos de esta entidad alcanzan apenas $530 mil, mientras la media obtenida en este elemento es de $23.74 millones. A través de estos dos factores, es posible conocer la desventaja ante la cual se enfrentaría *Water Projects S.A* frente a otras organizaciones que han emitido obligaciones en el mercado bursátil, dado que los inversionistas concentrarían su atención en empresas más grandes y posiblemente con mayor capacidad de cumplir con sus obligaciones.

Ahora, considerando que el monto promedio emitido, la tasa, el período y los costos de emisión, *Water Projects S.A* se encontraría situado en una situación crítica, dado que el monto promedio emitido en busca de financiamiento es de $3.107 millones, cerca de 3 veces los ingresos totales de la empresa y 6 de sus activos totales. Aun así, suponiendo que la empresa emitiría el monto mínimo identificado durante el análisis, es decir 1 millón, a una tasa de 8% y en un plazo de 4 años, debería disponer de $301 mil para cubrir con la cuota anual de la obligación, además, se debe considerar el costo de emisión, del cual se tiene que en promedio es de $98 564.63, lo que representaría un 7% del total de los ingresos promedio de la empresa. Por lo que la empresa debería destinar cerca de $399 mil para cumplir con su obligación.

Con relación a los índices financieros, el margen neto de las empresas que cotizan en bolsa se ubica en 2.5%, mientras el de *Water Projects S.A* en promedio de sus últimos tres años es de 1.17%, es decir, que su margen neto está 1.33 puntos porcentuales por debajo de la media y el único año en el que superaría esta es en 2018 donde alcanzó

2.67%. En cuanto al ROA la empresa mantuvo porcentajes superiores a esta media en los años 2017 y 2018, siendo estos de 3.85% y 4.97% respectivamente, sin embargo, la pérdida obtenida en 2019 afecta en el promedio de los 3 años, causando que este esté 0.10 puntos porcentuales por debajo de la media, una diferencia mínima pero que desde el punto de vista del inversionista puede ser la diferencia para escoger la empresa en la que colocará su dinero. Respecto al ROE, la empresa se ubica 1.01 porcentual por debajo de la media, aun así, si se considera los resultados de los años anteriores estos eran superiores a esta media de hecho en 2018 la duplicó. En la razón de endeudamiento la empresa se ubica en la media, con un valor de 0.68 y con relación al índice de liquidez, supera la media en 13.67% dado que alcanza 1.66, mientras la media es de 1.52. Como se puede observar, en términos de indicadores la empresa podría desenvolverse en el mercado mas no tener una ventaja clara, dado que sus números se ubican en su mayoría ligeramente bajo la media o en la media, salvo en la liquidez donde esta media es superada.

Respecto al papel comercial, el análisis es bastante similar, con la particularidad de que este instrumento es una herramienta de financiamiento en el corto plazo, por lo que tiene un vencimiento de 360 días, pero se lo puede renovar hasta 720. Considerando los datos presentados anteriormente, emitir papel comercial en el mercado bursátil implicaría que la empresa genere fondos suficientes para cubrir una deuda grande en el corto plazo y, por otra parte, emitir un monto significativo para que este sea atractivo al inversionista, caso contrario la atención sería nula debido a la fuerte competencia existente.

Sin embargo, pese a que este estudio buscaba identificar beneficios del financiamiento con bolsa de valores desde el mercado bursátil para empresas medianas y como se ha demostrado, los altos costos son un limitante para que empresas de este tamaño puedan sacar provecho de esta alternativa financiación, existe un mercado adicional en la bolsa de valores que entró en vigor a partir del 12 de febrero de 2016 bajo la Resolución No. 210-2016-V de la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera que establece las normas aplicables al Registro Especial Bursátil (REB). Tal y como se indica en Dirección de Comunicación Social (2016). Este segmento permanente del mercado bursátil está dirigido específicamente a las Pymes y ofrece

beneficios similares al mercado bursátil formal con la diferencia de que solamente funciona con inversionistas institucionales e inversionistas calificados, mas no el público en general como sucede en el mercado bursátil. De acuerdo con Espinosa (2021), analista senior de información, capacitación y difusión de Bolsa de Valores Quito, entre los principales beneficios del REB se encuentra que carece de costo de inscripción en Catastro público, no tiene costo para listarse en Bolsa, se presenta un descuento del 50% de comisión del Piso de Bolsa y la calificación de riesgo es opcional, por tanto, existe un descuento en los gastos totales para la emisión.

Un ejemplo para validar o mencionado en el párrafo anterior, es la empresa Repalco, quien de acuerdo con la circular de oferta pública de obligaciones de largo plazo que se negocian en registro especial bursátil-Reb elaborada por PlusBursátil Casa de Valores S.A, se llevó a cabo una emisión de obligaciones a 1080 días, con una tasa de interés anual de 9% y un monto de $750 mil; los costos que tuvo que afrontar la empresa para dicha emisión sumaron $27 875, que representa el 28.2% del costo promedio por emisión, presentado en la Tabla 33. La empresa en sus últimos años ha registrado ingresos superiores a los $2 millones, su margen neto es menor a 1%, lleva una razón corriente superior a uno como lo indica la ley, mantiene un índice de endeudamiento entre 0.68 y 0.76, su ROA es menor a 1% y su ROE alcanzó 2.01% en su mejor año, de manera que si comparamos con los indicadores financieros de *Water Projects S.A*, se podría decir que la empresa da tomada como caso de estudio se encuentra en mejor posición y podría ser más atractiva para inversionistas en el REB.

5. CONCLUSIONES

Una vez finalizado el estudio, se ha podido llegar a las siguientes conclusiones y recomendaciones.

El mercado de valores está compuesto por dos partes, una que corresponde al mercado de dinero, donde se negocian instrumentos financieros de corto plazo, bajo riesgo y, por ende, menor rentabilidad y la otra que es mercado de capitales, donde se negocian valores de mayor plazo, con un riesgo más alto y por tanto mayor rentabilidad. En estos mercados se encuentran involucrados varios participantes, siendo vitales los inversionistas, que son personas naturales o jurídicas con excedentes de fondos y las empresas con necesidades de financiamiento, que son los que recibirán el dinero de los inversionistas para gestionar su operación y devolver a cambio un rendimiento. Estos mercados son esenciales en el desarrollo financiero tanto a nivel nacional como internacional, debido a la conexión que generan entre los participantes, promoviendo el desarrollo económico, brindando liquidez a la inversión y jugando un papel importante en la valoración de activos y correcta asignación de recursos.

El Ecuador sostiene un sistema financiero desarrollado. Sin embargo, esta afirmación corresponde únicamente a banca privada ya que, con relación a los mercados financieros, el desarrollo es mínimo y hay un margen bastante generoso que se puede explotar, si se lo compara con Chile que tiene el mercado de valores más desarrollado de Sudamérica. De manera que, al encontrarse en necesidad de disminuir esta brecha, conviene fortalecer el mercado de valores, a través de fomentar una cultura de inversión en la población y de la utilización de este canal de financiamiento en las empresas.

La bolsa de valores es la entidad a través de la cual se conectan la parte ofertante y la demandante, que celebra las cotizaciones a diario, lleva un registro de los movimientos presentados y que garantiza seguridad en las transacciones, además de verificar el cumplimiento de todos los aspectos legales para mantener una buena relación, transparencia y bienestar entre los involucrados. En el Ecuador existen dos bolsas de valores que son las encargadas de cumplir con las funciones mencionadas, Bolsa de Valores Quito y Bolsa de Valores de Guayaquil, siendo la primera que en agosto de 2016 se inscribió bajo este nombre en el registro mercantil. Pese a que en este estudio se habla

principalmente de Bolsa de Valores Quieto en el primer capítulo, cabe recalcar que fue en la ciudad de Guayaquil donde se presentaron los primeros intentos de formar una bolsa de valores para el Ecuador, por lo que Bolsa de Valores de Guayaquil tiene mayor antigüedad.

Aunque se ha hecho énfasis en que, en el país el mercado de valores es pequeño, se puede notar un importante crecimiento en los últimos 19 años de acuerdo con la información presentada por la FIAB en la Tabla 2, donde la capitalización bursátil pasa de $747 millones en el año 2000 a $8 682 millones en 2019, es decir, que el en 19 años esta capitalización tuvo un crecimiento de 1 062%. Por otro lado, se identificó que en el país el monto negociado por renta fija es superior el de renta variable, lo que en otros términos se traduciría a que las empresas prefieren direccionar su financiamiento a través de instrumentos de deuda frente a hacerlo por emisiones de acciones o, dicho de otro modo, incrementando de su capital.

A pesar de que en el primer capítulo se defendía a bolsa de valores indicando que toda empresa puede emitir valores y beneficiarse del mercado e incluso se citó lo manifestado en la página web de la entidad, una vez que se llevó a cabo el estudio, se identificó que es necesario hacer mención específica al REB o registro especial bursátil, dado que el mercado bursátil formal presenta fuertes barreras de entrada en términos de costos, resguardos y garantías, de manera que las empresas medianas se encuentran en una desventaja bastante grande. No obstante, en el registro especial bursátil tienen la oportunidad de emitir valores y que estos sean adquiridos por inversionistas institucionales o calificados y al competir contra empresas de menor tamaño, con índices menos atractivos y que posiblemente representan un mayor riesgo, existe una mayor posibilidad de resultar atractiva para inversionistas, de manera que las organizaciones puedan gozar de una tasa de interés más cómoda comparada con la que ofrece la banca privada, mayor plazo para el pago de su obligación si es que aplica, y por tanto un mejor manejo de sus recursos.

El proceso para financiarse a través del mercado de valores se resume en seis pasos, donde el primero parte por buscar asesoría profesional en una casa de valores, que serán quienes realicen el estudio, contribuyan a juntar toda la información necesaria para emitir la oferta y hacer el seguimiento respectivo. Para seleccionar la casa de valores con la cual se va a

trabajar es importante considerar diferentes aspectos entre los cuales juega un papel muy importante la oferta económica que presenta cada casa ya que sus comisiones varían, la trayectoria de la casa de valores y la experiencia de su equipo también son factores de suma importancia que se deben tomar en cuenta en el proceso de selección, además, conocer la especialidad y el nicho de mercado al que se enfoca la casa, si bien legalmente todas las casas de valores están autorizadas a llevar el proceso, cada una tiene cierta especialización en el mercado que puede contribuir a tener un mejor resultado. El ranking que presentan las bolsas es otro aspecto que considerar y posiblemente el más sencillo, dado que a través de este se puede conocer los montos transados por cada casa y su estado de situación actual y finalmente la ubicación, que podría jugar un papel crucial en situaciones de emergencia. En cuanto a la selección de la calificadora de riesgo, en la propuesta inicial la casa de valores sugiere una con la cual trabajar. No obstante, la empresa emisora es libre de escoger con qué entidad desea llevar a cabo el proceso y por tanto la casa de valores debe acogerse a las exigencias del emisor y proponer alternativas para satisfacer las necesidades expuestas. Una vez que se haya seleccionado las empresas con las que se quiera trabajar, tanto como casa de valores como calificadora de riesgo, se procede a preparar toda la información exigida para la emisión para pasar al tercer paso donde se realiza el prospecto de emisión, se presenta el informe de calificación de riesgo y los estados financieros auditados de la empresa. En el cuarto paso, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros se encarga de procesar y aprobar la información para que en el quinto paso la empresa se inscriba en catastro público y por último en el sexto paso se inscribe la emisión en bolsa de valores.

Referente a los instrumentos financieros, bolsa de valores permite emitir papeles de tres tipos, ya sean estos activos, pasivos o patrimonio, donde los más comunes serían las titularizaciones, que constituyen un amplio grupo explicado en el capítulo III, por parte de los activos, papel comercial y obligaciones en pasivo y acciones en patrimonio. Determinar que instrumento es el más adecuado para una empresa, es una cuestión demasiado abierta, dado que cada empresa es un sistema independiente con distintas necesidades de acuerdo con la industria a la que pertenece, el mercado en el que se desarrolla, entre otros factores involucrados. Aún así, se puede identificar que, si una empresa requiere liquidez inmediata, puede confiar en la emisión de facturas comerciales negociables dado que obtendría una tasa de descuento mucho menor al *factoring*

tradicional; si la organización presenta necesidades de un financiamiento de largo plazo, las obligaciones serían la mejor opción, siempre y cuando la empresa lleve al menos cuatro años constituida, para aprovechar al máximo los beneficios de plazo y no únicamente una tasa de interés más cómoda que la que ofrece la banca privada. Por último, la emisión de acciones también podría ser una excelente alternativa para la empresa, siempre y cuando sus objetivos sean incrementar su capital y disminuir el apalancamiento desde la deuda.

Una vez realizado el análisis de la situación de *Water Projects S.A* y compararlo con lo demandado por el mercado de valores y las empresas que ya se encuentran cotizando en él, se llega a la conclusión de que, *Water Projects S.A* es una empresa mediana que no puede cotizar en mercado bursátil formal, debido a la cantidad de ingresos que genera anualmente, el número de activos que posee y pese a que sus indicadores financieros no se encuentran muy lejanos respecto de la media, en términos de cantidad, las empresas que cotizan en mercado de valores superan en gran magnitud a la empresa estudiada. Además, cubrir una cuota de deuda superior a un millón, supera con creces los fondos que dispone y puede generar la empresa para el cometido y una emisión menor a la cantidad mencionada, sería muy poco atractiva para los inversionistas, por lo que las desventajas identificadas en utilizar este medio de financiamiento, indican que para las empresas medianas, utilizar el mercado bursátil formal, no representa una alternativa de financiamiento enfocada al crecimiento de la empresa, ya que resultaría demasiado caro para organizaciones de dicho tamaño y la competencia por inversionistas muestra una barrera muy alta.

6. RECOMENDACIONES

La principal recomendación hallada en este estudio corresponde a que las empresas medianas pueden encontrar excelentes alternativas de financiamiento en el mercado de valores, pero en el Registro Especial Bursátil, donde únicamente se encuentran inversionistas institucionales y calificados, mas no está abierto al público en general. Esta alternativa de financiamiento, además de contar con tasas menores en algunos puntos porcentuales respecto del banco y similares a las que se cotizan en mercado formal, ofrece a los emisores una serie de beneficios que les permitirían financiar su gestión a través de un método más económico. Entre los beneficios principales se encuentran gratuidades en la inscripción de catastro público y el listado en bolsa, descuentos en el piso de bolsa y costos más bajos de estructuración. Además, al competir con organizaciones más pequeñas, existe un mayor margen de competitividad que pueden aprovechar las empresas medianas y también existe una mayor flexibilidad en los montos a emitir. Por lo que, si una organización mediana busca financiamiento a través de bolsa de valores, dirigirse al REB, sería la mejor opción que puede identificar para satisfacer sus necesidades.

En cuanto a Casas de Valores y Calificadoras de riesgo, se sugiere que se escoja la Casa de Valores, tomando en cuenta la trascendencia de la institución, la experiencia del equipo, su ubicación en el ranking general, además, la especialidad de la casa en industrias específicas, instrumentos financieros específicos y propuesta económica. Por otro lado, la mejor forma identificada para seleccionar la calificadora de riesgo sería a través de un comparativo entre calificadores, considerando aquellas que ya han realizado el estudio a empresas de la misma industria y por tanto desarrollan cierta experticia y consideraciones especiales para llegar al resultado.

Aunque en la norma se indica que en el REB la calificación de riesgo es voluntaria, mas no exigida, se considera que, si es necesario llevarla a cabo, dado que esta genera mayor seguridad para el inversionista y por tanto mayor confianza en la institución que se encuentra con necesidades de fondos.

7. BIBLIOGRAFÍA

Arteaga, J. (2018). *Estudio del contrato de factoring financiero otorgado por el Banco Pichincha, Caso de Estudio Ingesa S.A. (Tesis de Grado).* Universidad Central del Ecuador.

Banco Central del Ecuador. (Sf). *Tasas de interés a noviembre 2020.* https://contenido.bce.fin.ec/docs.php?path=/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indice.htm

Banco Pichincha. (Sf). *Capital de trabajo y activo fijo.* https://www.pichincha.com/portal/principal/empresas/creditos/productivo/capital-de-trabajo-y-activo-fijo

Bank Watch Ratings S.A. (2020). *Preguntas frecuentes.* https://www.bankwatchratings.com/

Bodie, Z., Kane, A. y Marcus, A. (2014). *Investment.* Mc Graw- Hill

Bolsa de Valores Quito. (13 de febrero de 2018). *Manual de Inscripción de acciones.* https://www.bolsadequito.com/uploads/mercados/manuales-de-inscripcion/acciones.pdf

Bolsa de Valores Quito. (2020). *El Mercado de Valores.* https://www.bolsadequito.com/index.php/mercados-bursatiles/conozca-el-mercado/el-mercado-de-valores

Cole, J. (25 de febrero de 2016). *Dinero y Banca.* Universidad Francisco Marroquín

Comisión de Legislación y Codificación del H. Congreso Nacional. (18 de abril de 2017). *Código Orgánico Monetario y Financiero, Libro II Ley Mercado Valores.* https://www.bolsadequito.com/uploads/normativa/mercado-de-valores/ley-de-mercado-de-valores.pdf

Comunicación personal.

Consejo Nacional de Valores. (14 de agosto de 2002). *Reglamento para la emisión de obligaciones y papel comercial.* https://www.supercias.gob.ec/bd_supercias/descargas/mv/RESOL_20CNV-010-02.pdf

De la Torre, TV. (15 de febrero de 2019). *Diferencias entre Mercado de Capitales y Mercado de Valores.* Revista digital INESEM. https://revistadigital.inesem.es/juridico/diferencia-entre-mercado-de-capitales-y-mercado-de-valores/

Diario El Comercio. (22 de abril de 2015). *10 nuevos tipos de crédito están en vigencia en Ecuador.* https://www.elcomercio.com/actualidad/nuevos-tipos-credito-vigentes-ecuador.html

Dirección de Comunicación Social (21 de marzo de 2016). *Algunas organizaciones del sector financiero popular y solidario ya pueden negociar valores en el mercado bursátil. (Fipo Informativo)*. https://www.finanzaspopulares.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2016/03/Fipo-Informativo-No.-09-Algunas-OSFPS-ya-pueden-negociar-valores-en-el-mercado-burs%C3%A1til.pdf

Espinosa, F. (2021). *Información REB.* [Correo electrónico]

Falconí, R. (25 de junio de 2020). *Reforma de estatutos. (Extracto).* https://appscvsmovil.supercias.gob.ec/consultaImagen/visor.zul?pdc=ps9AdTgLoA13B%2BYntMP7f5rveKrxO%2Ft265SckXbrpkkc%2FeOMbQ6paZBAZmwbVMeEYQlmVkcQ3eYV%2FuIo1JmVaXkOCrqo1T5QUvCMniFTJGZNx5ZhZRG22m60ZzyEPzYufegGohBjsWcxsRoXRweOLO%2F%2ByMGkhKC8gJHqdIh%2B4oynXlPCJF1gw7%2F5QrU2LwQ0

Federación Iberoamericana de Bolsas. (31 de mayo de 2019). *Bolsa de Valores Quito.* Handbook FIAB. http://handbook.fiabnet.org/bolsa-de-valores-de-quito/

Fiducia El Fondo es la forma. (26 de agosto de 2020). *Primera convención de Ahorro e Inversión del mercado de valores en el Ecuador 2020 [Día 1].* [Archivo de Video]. YouTube. https://www.youtube.com/watch?v=vVfmAwmpfLg&t=5415s

Fiducia El Fondo es la forma. (26 de agosto de 2020). *Primera convención de Ahorro e Inversión del mercado de valores en el Ecuador 2020 [Día 2].* [Archivo de Video]. YouTube. https://www.youtube.com/watch?v=h-3urw_3_7Y

Figueroa, N., Valencia, J. (1999). *Emisión de obligaciones: "Una alternativa en el mercado de capitales ecuatoriano para el financiamiento de las empresas." (Tesis de grado).* Escuela Superior Politécnica del Litoral.

GOB.EC. (2020). *Ley Orgánica para el Fortalecimiento Optimización sector Societario y Bursátil.* https://www.gob.ec/regulaciones/ley-organica-fortalecimiento-optimizacion-sector-societario-bursatil

Instituto Nacional de Estadística y Censos. (noviembre de 2019). *Directorio de Empresas y Establecimientos 2018.* https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Estadisticas_Economicas/DirectorioEmpresas/Directorio_Empresas_2018/Principales_Resultados_DIEE_2018.pdf

Junta de Regulación Monetaria Financiera. (sf). *Codificación de resoluciones monetarias, financieras, de valores y seguros. Libro II: Mercado de Valores.* http://www.bolsadequito.com/uploads/normativa/mercado-de-valores/codificacion-de-resoluciones-del-jprmf.pdf

León, E. (25 de febrero de 2003) *Funciones de la Bolsa de Valores.* Gestiopolis. https://www.gestiopolis.com/funciones-de-la-bolsa-de-valores/

Mercapital Casa de Valores. (sf). *Financiamiento Bursátil.* https://www.mercapital.ec/es/servicios/financiamiento-bursatil/

PlusBursátil Casa de Valores S.A. (7 de mayo de 2019). *Circular de oferta pública de obligaciones de largo plazo que se negocian en el registro especial bursátil- REB.* https://www.bolsadevaloresguayaquil.com/sigcv/Opciones%20de%20Inversion/Renta%20Fija/Prospectos/COMPA%C3%91IA%20RECUBRIDORA%20DE%20PAPEL%20S.A.%20REPALCO/Obligaciones%20REB/Prospecto%20I.pdf

Scotiabank Colpatria. (sf). *Tipos de financiamiento bancario.* https://www.scotiabankcolpatria.com/impulsa-tu-pyme/conseguir-financiamiento/conseguir-los-fondos-para-el-lanzamiento/tipos-de-financiamiento-bancario

Super Intendencia de Compañías, Valores y Seguros. (2020). *Historia del Mercado de Valores Ecuatoriano.* https://portal.supercias.gob.ec/wps/portal/Inicio/Inicio/MercadoValores/Informacion/Historia#gsc.tab=0

Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. (sf). *Documentos Económicos.* https://appscvsmovil.supercias.gob.ec/portaldedocumentos/consulta_cia_menu.zul

Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. (sf). *Glosario de términos.* https://www.supercias.gob.ec/bd_supercias/descargas/mv/Glosariomv.pdf

Svirydzenka, K. (12 de enero de 2016). *Introducing a New Broad-based Index of Financial Development.* IMF Working Papers. https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Introducing-a-New-Broad-based-Index-of-Financial-Development-43621

Valarezo, JI. (17 de septiembre de 2020). *Casas de Valores.* Entrevistado por Edwin Arias.

Valdivieso, S. (16 de diciembre de 2003). *Constitución de la Compañía Water Projects S.A. (Escritura).* https://appscvsmovil.supercias.gob.ec/consultaImagen/visor.zul?pdc=ps9AdTgLoA13B%2BYntMP7f5rveKrxO%2Ft265SckXbrpkkc%2FeOMbQ6paZBAZmwbVMeEY3g77OZ5ilmwrOkA3%2BsgWSlbHWy%2FxSeL0AfNmfhvIGOj%2Be3LnVzmnWlnilbpCF5XsZS1jZTh7GLPCbRhJXZiCZV%2BwG8AgtkwJy5S%2FWjcLNal2V%2B0l2VWC2EkA5wJ6%2FaG