

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL ECUADOR -
MATRIZ**

FACULTAD DE CIENCIAS ADMINISTRATIVAS Y CONTABLES

**TRABAJO DE TITULACIÓN PREVIO A LA OBTENCIÓN DEL
TÍTULO DE INGENIERÍA COMERCIAL**

**ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO PARA PYMES
EN EL DISTRITO METROPOLITANO DE QUITO:
CASO MTE CIA. LTDA.**

MARÍA FERNANDA ARÉVALO JUMBO

DIRECTOR: ING. EDMUNDO MALDONADO, MGTR.

**LÍNEA DE INVESTIGACIÓN: FINANCIAMIENTO DE LAS
EMPRESAS**

QUITO, OCTUBRE 2018

DIRECTOR:

Ing. Edmundo Maldonado, Mgtr.

INFORMANTES:

Ing. Mariano Merchán, Mgtr.

Ing. Edmundo Peñafiel

DEDICATORIA

El presente trabajo está dedicado a todos aquellos que me apoyaron a lo largo de esta carrera, en especial a mis padres por no dejar de creer en mí y ser mi motivación diaria, a mis abuelitos, Maco y Vicente que me han enseñado lo que es el amor, la alegría y la fortaleza y a mis amigos más cercanos, que hicieron de esta experiencia algo único y divertido.

Fernanda

AGRADECIMIENTO

Al finalizar este trabajo, quiero expresar mi gratitud a Dios, por saberme mostrar el camino correcto y bendecir cada decisión tomada.

A mi papá Edison, por creer nuevamente en mí y seguirme apoyando, a mi mami Hilda que es la mujer a quien más admiro en el mundo; su amor, entrega, compasión y paciencia han sido mi mayor y mejor soporte en el transcurso de esta carrera y han cultivado los mejores y más sinceros valores en mí.

Mi profundo agradecimiento a la Pontificia Universidad Católica Del Ecuador, a la Facultad de Ciencias Administrativas y Contables, a mis profesores en especial al Magister. Edmundo Maldonado, que gracias a sus valiosos conocimientos y dedicación este trabajo ha sido posible y me han permitido crecer día a día como profesional; gracias por su paciencia, apoyo incondicional y amistad.

Agradezco a mi equipo de trabajo, Amerinode del Ecuador, por brindarme todas las facilidades y el apoyo para culminar este trabajo.

Finalmente quiero agradecer a todas mis amigas y amigos, Dayana, Antonella, Genith, Carolina, Emilia, Katherine y Mauricio por apoyarme cuando más los necesito, por su amor brindado y extenderme la mano en los momentos de adversidad. Los llevo siempre en mi corazón.

Fernanda

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	1
1 SITUACIÓN ACTUAL DE LA EMPRESA	3
1.1 Antecedentes Históricos de la Empresa.....	3
1.2 Análisis Financiero Histórico de la Empresa	4
1.3 Análisis FODA	10
1.3.1 Fortalezas	10
1.3.2 Debilidades	12
1.3.3 Oportunidades.....	12
1.3.4 Amenazas.....	13
1.4 Caracterización de la Empresa MTE Como una PYME	14
1.5 Estrategias Financieras de la Empresa.....	15
2 OPCIONES DE FINANCIAMIENTO PARA LAS PYMES A TRAVÉS DEL SISTEMA FINANCIERO DEL ECUADOR - IFIS.....	17
2.1 Aspectos Introdutorios sobre el Sistema Financiero Ecuatoriano	17
2.2 Estructura del Sistema Financiero Ecuatoriano	19
2.2.1 Estructura de los Mercados Financieros a Nivel de América Latina.....	20
2.2.2 Estructura del Sistema Financiero Ecuatoriano (SFE)	21
2.3 Algunos Tipos de Mercados Dentro de los Mercados Financieros	27
2.3.1 Mercados de Dinero y Mercados de Capitales	27
2.3.2 Mercados Primarios y Mercados Secundarios.....	28
2.4 Operaciones que Pueden Efectuar las Entidades del SFE	29
2.4.1 Operaciones que Pueden Llevar a Cabo las Entidades del Sector Financiero Privado y del Sector Financiero Público	29
2.4.2 Operaciones que Pueden Llevar a Cabo las Entidades del Sector Financiero de la Economía Popular y Solidaria	32
2.5 Segmentación del SFE y Tasas de Interés Para las Operaciones Activas	35
2.5.1 Segmentos de Crédito del Sistema Financiero Nacional.....	36

2.5.2	Tasas de Interés Activas Máximas del Sistema Financiero Nacional, en Función de los Segmentos de Crédito	38
2.5.3	Segmentación de Cooperativas por Tamaño	40
2.6	Costo del Financiamiento Otorgado a las PYMES por Parte del SFE	41
2.7	Operaciones de Crédito Activas Otorgadas a las PYMES en el SFE	42
3	FINANCIAMIENTO A TRAVÉS DEL MERCADO DE VALORES PARA LAS PYMES	48
3.1	Conceptos y Definiciones en Torno al Mercado de Valores	48
3.2	Estructura del Mercado de Valores	49
3.2.1	Segmentos del Mercado de Valores	49
3.2.2	Participantes del Mercado de Valores	52
3.3	Estadísticas de las Colocaciones Efectuadas en el Mercado de Valores del Ecuador y de las Empresas Inscritas.....	52
3.4	Financiamiento Para las PYMES a Través de la Bolsa de Valores en el Ecuador.....	55
3.4.1	Empresas Consideradas PYMES Entre las Inscritas en la Bolsa de Valores ...	55
3.5	Registro Especial Bursátil (REB) como Alternativa de Financiamiento para las PYMES'	57
3.6	Papeles de Mayor Atractivo Para las PYMES	71
4	APLICACIÓN DE DIVERSAS ESTRATEGIAS QUE FACILITARÁN EL CRECIMIENTO DE LA EMPRESA MTE.....	84
4.1	Necesidad de Crecimiento de la Empresa	84
4.2	Estrategias Para el Cambio y Crecimiento	89
4.3	Modelo de Gestión Propuesto Mediante el Uso del Apalancamiento	91
4.4	Determinación del Costo de los Recursos Propios y del Costo Promedio Ponderado de Capital o WACC.....	95
5	CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	98
	REFERENCIAS.....	101

ANEXOS.....	105
Anexo 1: En qué consisten y cómo se negocian las FCN	106
Anexo 2: Beneficios para los emisores y inversionistas de FCN	107
Anexo 3: Términos de interés.....	108
Anexo 4: Organigrama de la SCVS.....	130
Anexo 5: Clasificación de las Empresas Por Su Tamaño En Ecuador, Según la SCVS	131
Anexo 6: Tasa libre de Riesgo de Títulos Valores Emitidos por el Departamento del Tesoro de los EUA.....	132
Anexo 7: Beta Desapalancada Para el Sector de Negocios de MTE en los EUA	133
Anexo 8: Prima de Riesgo de Mercado de los EUA	134
Anexo 9: Prima por Riesgo País Medida por el EMBI	135

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1: Porcentaje de Participación de los Socios de la Empresa MTE.....	4
Tabla 2: Estado de Situación Financiera de MTE Cortados al 31 de diciembre.....	5
Tabla 3: Estados de Resultados de MTE.....	6
Tabla 4: Indicadores Seleccionados Obtenidos en Relación con las Ventas.....	7
Tabla 5: Indicadores Seleccionados Obtenidos en Relación con las Ventas.....	8
Tabla 6: Indicadores Seleccionados Obtenidos en Relación con las Ventas.....	9
Tabla 7: Segmentación de las Cooperativas de Sector de la Economía Popular y Solidaria	26
Tabla 8: Operaciones Activas que Pueden Efectuar las Entidades del Sector Financiero Privado	30
Tabla 9: Otras Operaciones Que Pueden Efectuar las Entidades del Sector Financiero Privado – Pasivas, Contingentes y de Servicios.....	31
Tabla 10: Operaciones Activas, Pasivas, Contingentes y Servicios que Pueden Efectuar las Entidades del Sector Financiero de la Economía Popular y Solidaria	32
Tabla 11: Ranking de Cooperativas del Segmento 1 del SFE, en Base al Valor de sus Activos	33
Tabla 12: Ranking de Bancos del SFE, Según su Monto de Cartera de Crédito	34
Tabla 13: Ranking de Cooperativas del Segmento 1 del SFE, Según su Monto de Cartera de Crédito	35
Tabla 14: Destinatarios de los Créditos Otorgados a las PYMEs del SFE.....	37
Tabla 15: Tasas de Interés Activas Referenciales y Máximas del Sistema Financiero Ecuatoriano, Excepto los Segmentos 2 a 5 de la EPS	39
Tabla 16: Segmentación de Cooperativas por Tamaño	40
Tabla 17: Tasa de Interés Activas Efectivas del SFE Correspondientes al Segmento Productivo	42
Tabla 18: Resumen de Operaciones Activas Efectuadas por el Sistema Financiero Ecuatoriano.....	43
Tabla 19: Desglose de las Operaciones Activas Otorgadas por el SFE Privado, por Segmento de Crédito	44

Tabla 20: Número de Empresas Registradas en la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.....	47
Tabla 21: Volumen Nacional Negociado en las Bolsas de Valores	53
Tabla 22: Valores Negociados en las Bolsas de Valores del Ecuador	55
Tabla 23: PYMEs Registradas Como Emisores en el Mercado Bursátil Ecuatoriano ...	56
Tabla 24: Total de Emisores Inscritos a Nivel Nacional por Provincia	57
Tabla 25: Principales Disposiciones de la Norma Aplicable al REB.....	61
Tabla 26: Gastos de la Emisión de Obligaciones a Través del REB de la Empresa Servicios Integrados Petroleros: SINPET S.A.	67
Tabla 27: Información Relativa a los Pagos de Interés y Capital de la Emisión de Obligaciones a Largo Plazo de Parte de la empresa SINPET S.A.	68
Tabla 28: Estimación de la TAE de la Emisión de Obligaciones de la Empresa SINPET S.A. a Través del REB	69
Tabla 29: Estimación de la TAE de la Emisión de Obligaciones de la Empresa SINPET S.A. a Través del REB	70
Tabla 30: Emisiones de Obligaciones a Través de la Bolsa de Valores Nacionales	73
Tabla 31: Montos y Números de Emisiones de Papel Comercial a Través de las Bolsas de Valores del País	74
Tabla 32: Montos Negociados en la Bolsa de Valores, a Nivel Nacional, de Facturas Comerciales Negociables	77
Tabla 33: Detalle de Valores Negociados de Facturas Comerciales Negociables por Emisor en la Bolsa de Valores	78
Tabla 34: Montos de FCN a Nivel Nacional	79
Tabla 35: Determinación del costo anual efectivo de financiamiento de una negociación de facturas comerciales negociables	81
Tabla 36: Proyección de Ventas Futuras por Sector Para la empresa MTE Sin Estrategias Agresivas de Crecimiento	85
Tabla 37: Parámetros de Proyección Para el Cálculo de los Flujos de Caja de la Empresa Sin la Implementación de Cambios Estratégicos	86
Tabla 38: Estado de Resultados Proyectado Para la Empresa Sin la Implementación de Estrategias de Cambio	87
Tabla 39: Determinación del Valor Presente de los Flujos de Caja Libres de la Empresa.....	87

Tabla 40: Ventas Proyectadas con la Incorporación de un Gerente de Nuevos Proyectos	90
Tabla 41: Parámetros de Proyección Para el Cálculo de los Flujos de Caja de la Empresa Sin la Implementación de Cambios Estratégicos	91
Tabla 42: Estado de Resultados Proyectado Para la Empresa Con la Implementación de Estrategias de Cambio	92
Tabla 43: Flujos de Caja de la Empresa y los Socios Con la Implementación de Estrategias de Cambio	93
Tabla 44: Determinación del Valor Presente de los Activos de MTE a la Fecha	94
Tabla 45: Determinación del Costo de los Recursos Propios y del Costo Promedio Ponderado de Capital o WACC	95
Tabla 46: Marco general de un proceso de valuación de empresas (VE).....	97

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1: Canalización de Recursos Financieros Desde las Unidades Superavitarias de la Economía Hacia las Unidades Deficitarias, a Través del Mercado Financiero	18
Figura 2: Proceso de Intermediación Financiera en los Mercados Financieros	19
Figura 3: Estructura del Sistema Financiero de Una Muestra de Países de Latinoamérica	20
Figura 4: Integrantes de Otros Intermediarios Financieros No Bancarios Regulados de Una Muestra de Países de Latinoamérica	21
Figura 5: Estructura del Sistema Financiero Ecuatoriano	23
Figura 6: Estructura del Sector Financiero Privado	24
Figura 7: Estructura del Sector Financiero de la Economía Popular y Solidaria	26
Figura 8: Tasa de Interés Activas Efectivas del SFE Correspondientes al Segmento Comercial Prioritario	41
Figura 9: Objetivos Que se Desean Alcanzar a Través del Mercado de Valores (MV)	49
Figura 10: Administradores, Actores y Principales Productos del Mercado de Valores Ecuatoriano.....	51
Figura 11: Montos Negociados En Las Bolsas de Valores del Ecuador	54
Figura 12: Monto de las Algunas Emisiones en el Mercado de Valores Ecuatoriano ...	59
Figura 13: Página Principal de la Circular de Oferta Pública Primaria de Obligaciones a Largo Plazo	66
Figura 14: Montos Totales Negociados de FCN a Nivel Nacional).....	79

RESUMEN EJECUTIVO

El presente trabajo surge de la necesidad que tiene la empresa MTE CIA LTDA de encontrar solución para el deterioro de sus actividades, especialmente en razón de la baja de actividad del sector público y a la situación general de desaceleramiento de las actividades económicas del país, así como en el hecho de que la empresa de forma tradicional a financiado sus actividades con recursos propios de sus socios y, por ello, debe buscar alternativas de financiamiento alternativas con el propósito de llevar a cabo sus operaciones, para poder lograr un mayor crecimiento y permitir que los aportes del socio principal se puedan destinar para realizar otro tipo de actividades.

Partiendo de este orden de ideas centrales, el trabajo se desarrolló de la siguiente manera:

En el Capítulo I se incluyó la historia de la empresa, describiendo sus principales actividades; se realizó un detallado análisis financiero histórico, desde el año 2013 hasta el 2017 y parte del 2018. En este análisis se incorporaron cifras porcentuales para formar una idea clara y adecuada del desempeño que ha tenido la empresa durante esos años. Además, se detallaron las razones por las cuales ciertos indicadores disminuyeron año a año y se hizo un exhaustivo análisis de los factores internos y externos que afectaron y afectan a la empresa. De esa manera, se logró entender de forma más clara la industria en la que MTE realiza sus operaciones, su giro de negocio, cual es la situación actual de la organización y, sobre todo, a dónde quiere llegar. Se logró complementar esta información con la colaboración del socio principal, ejecutivos y empleados del lugar, mediante reuniones que se hicieron en las instalaciones de MTE y, de este modo, se concluyó que la empresa tiene oportunidades de crecimiento y se lograron delinear ciertas estrategias al final del capítulo.

En los capítulos II y III se detallan cuáles son las opciones que tiene la empresa MTE dentro del Ecuador para poder financiar sus actividades y se analizan éstas de forma sucinta, para conocer sus costos y posibles efectos. Se hace énfasis en el hecho de que la empresa es una PYME. En el capítulo II, se analiza al Sistema Financiero Nacional, describiendo su estructura y ciertas características. Además, se complementa todo ello

con un breve análisis de estructura de los mercados financieros a nivel de América Latina. Así mismo, se detallan cuáles son los tipos de operaciones que pueden realizar las entidades del Sistema Financiero Ecuatoriano, tanto del Sector Público como del Privado, así como del Sector de la Economía Popular y Solidaria, con sus respectivos costos y sus segmentos de crédito. Al final de este capítulo, se encuentran los costos de financiamiento y operaciones de créditos para PYMES por parte del Sistema Financiero Nacional. Posteriormente, en el capítulo III se explican las opciones de financiamiento, pero ahora en el Mercado de Valores del Ecuador, delineando cuáles son las alternativas de inversión y financiamiento, en especial para las empresas consideradas PYMEs.

Como parte final de este trabajo de titulación, en el capítulo 4 se incorporó un análisis de los efectos de la ejecución de diversas estrategias delineadas en el capítulo I, haciendo notar los impactos derivados de las mismas en el valor de los activos de la empresa. Para ello, se utilizó un modelo de gestión a través del establecimiento del valor presente diferencial o incremental de los flujos de caja futuros de los activos, complementado con el uso del modelo CAPM para el establecimiento del costo de los recursos propios, adaptado al caso ecuatoriano; haciendo énfasis en la imposibilidad de utilizarlo de forma directa, por la escasa profundidad del mercado de valores ecuatoriano; lo cual fue demostrado a través de la escasa presencia de acciones en las negociaciones actuales y pasadas del mismo. Especial atención fue dada al hecho de la importancia y los efectos positivos que en una empresa tiene la utilización del apalancamiento financiero en las organizaciones. Esto debe ser siempre evaluado en las organizaciones, con un conocimiento previo de las alternativas y costos del mismo.

INTRODUCCIÓN

El presente trabajo de titulación se enfoca en la evaluación de la situación actual de la empresa MTE y el diseño de estrategias para impulsar su crecimiento a través de la implementación de las mismas; fundamentalmente, mediante el uso del apalancamiento financiero que se puede obtener a través del mercado financiero ecuatoriano.

MTE fue creada en el año 2006 y su actividad principal son la ingeniería eléctrica y electrónica y la dirección de proyectos dentro del sector eléctrico, cuenta con una larga trayectoria en el sector público y privado del Ecuador. Durante los últimos años ha venido prestando sus servicios con relativo éxito, manteniendo un interesante ritmo de crecimiento. En los tiempos ha enfrentado la disminución de actividad especialmente del sector público; lo cual ha mermado sus resultados positivos. Un cambio de direccionamiento estratégico es necesario e inminente; así como, la adopción de políticas y estrategias innovadoras, entre ellas, la necesidad de utilizar un modelo de gestión que permita apreciar el efecto de los cambios de sus estrategias; así como de personal especializado en el área de mercadeo técnico.

Para establecer la fuente de recursos para su crecimiento se exploran las posibilidades que le otorga el Sistema Financiero y el Mercado de Valores, como una aproximación inicial a un conocimiento indispensable de toda empresa catalogada como PYME debe poseer.

En los últimos años el crecimiento de la empresa se vio afectado por su baja participación dentro del sector público, deficiencias detectadas en los procesos contables y solo contar con aportes de su socio principal, sin antes haber accedido a un financiamiento de alguna entidad ajena a la empresa. Es por esta razón, que es necesario realizar un estudio sobre estrategias de crecimiento para la empresa y, posteriormente, el estudio se centra en las alternativas de financiamiento que ayudarán a que la empresa crezca en el futuro.

El trabajo empieza evaluando la situación actual de la empresa, luego se efectúa un análisis financiero histórico y los distintos factores, tanto internos como externos, que influyen en el desarrollo de la empresa dentro de su industria. Se plantean estrategias de

crecimiento, las opciones para acceder al apalancamiento externo, tanto en la Bolsa de Valores, como en las diferentes entidades del Sistema Financiero Nacional y, finalmente, se crea un modelo de gestión propuesto que considera el uso del financiamiento externo para poder proyectar el desempeño y las actividades de MTE, en los próximos años.

El trabajo, finalmente, permitió a la empresa y estudiante cumplir con los objetivos planteados.

1 SITUACIÓN ACTUAL DE LA EMPRESA

1.1 Antecedentes Históricos de la Empresa

La empresa Mantenimiento Técnico Especializado Cía. Ltda., objeto de estudio en este trabajo de titulación, se encuentra domiciliada en la ciudad de Quito. Fue creada en el año de 2006, cuenta con una larga trayectoria en el sector público y privado de nuestro país. En adelante se llamará a la empresa, simplemente, MTE.

MTE en la actualidad, de manera principal, dirige sus esfuerzos a la ingeniería, diseño eléctrico, fiscalización, construcción, consultoría y dirección de proyectos de ingeniería eléctrica, en general, bajo la modalidad de “llave en mano”; tratando de cumplir a cabalidad con todos los requerimientos de los clientes que contratan sus servicios. Además, en lo posible y dados los altos niveles de competencia que existe en el mercado, busca siempre superar las expectativas de sus clientes, para así lograr su fidelidad futura.

Para llevar a cabo los proyectos en los cuales se compromete, MTE busca siempre brindar los mejores materiales y dotar de la mano de obra calificada del más alto nivel. Esta empresa es la pionera en la medición y control de energía eléctrica mediante la comunicación, el automatismo y la telemetría, Ésta última permite la medición remota de magnitudes físicas, para luego enviarlas al operador del sistema. Además, esta organización fue pionera en Latinoamérica, en llevar a cabo proyectos de tele gestión en iluminación.

MTE nace por la necesidad de atender los requerimientos de mantenimiento del Sistema Integrado del TROLEBUS, en cuanto a máquinas de recaudación. Si bien en un principio la empresa se dedicó tan solo a esto, después fue ampliando sus actividades hacia otros campos de acción y hoy en día se dedica, en general, al mantenimiento especializado, construcción y comercialización de sistemas eléctricos, combinándolo con aspectos de carácter electrónico, conforme la evolución de la tecnología en los días actuales.

La empresa es una compañía de Responsabilidad Limitada y su propiedad está estructurada por tres socios, que poseen las siguientes participaciones:

Tabla 1: Porcentaje de Participación de los Socios de la Empresa MTE

N.	Porcentaje de participación por socio
1	70%
2	25%
3	5%

Como se puede apreciar la propiedad de la empresa se encuentra altamente concentrada en manos de una persona y las decisiones se toman en base al criterio de la misma. Se puede decir que MTE es más bien una empresa de carácter familiar, en cuanto al estilo de dirección y al proceso de toma de decisiones en el campo administrativo y gerencial; aunque, en la ejecución de las actividades técnicas es altamente especializada y ello le ha servido para lograr una excelente reputación en el mercado ecuatoriano e incluso del exterior.

En cuanto a las adquisiciones llevadas a cabo, ciertos materiales los adquiere de proveedores internacionales.

1.2 Análisis Financiero Histórico de la Empresa

En base a los estados financieros públicos, así como a los estados financieros e información gerencial adicional proporcionada por el socio mayoritario de la organización, se llevó a cabo el análisis financiero correspondiente, con la finalidad de formarse una idea aproximada de la situación actual de MTE. Posteriormente, en base a ese análisis utilizado como primera acción de acercamiento, se procedió a completar un sucinto análisis FODA de la compañía, el mismo que permitió diseñar estrategias de diversa índole, aunque preferiblemente centradas en aspectos de carácter financiero, que es el enfoque del presente trabajo, tal como fue establecido en la planificación inicial del mismo.

A continuación, se incluyen los estados financieros resumidos de la empresa, correspondientes a los años 2013 a 2017¹. En primer lugar, se ha incorporado el Estado de Situación Financiera:

¹ Algunas cifras públicas disponibles en la página web de la SCS han sido modificadas en base a información proporcionada por la gerencia de la empresa, con el propósito de facilitar el correspondiente análisis.

Tabla 2: Estado de Situación Financiera de MTE Cortados al 31 de diciembre**Cifras en Miles de USD****Período: Años 2013 a 2017**

	Años				
	2013	2014	2015	2016	2017
Activos					
Activos corrientes					
Efectivo + equivalentes de efectivo	476	233	133	296	215
Cuentas y documentos por cobrar comerciales	324	835	194	1116	1282
Otras cuentas y documentos por cobrar	225	342	427	165	510
Inventarios	243	349	1051	990	376
Provisiones	-2	-2	-2	-3	-6
Otros activos corrientes	88	136	274	363	415
Total Activos Corrientes	1354	1893	2077	2927	2792
Activos permanentes					
Activos fijos	51	60	90	290	437
Depreciación acumulada	-6	-16	-28	-52	-75
Activos Fijos netos	45	44	62	238	362
Otros activos no corrientes	0	0	30	30	16
Total Activos Permanentes	45	44	92	268	378
Total Activos	1399	1937	2169	3195	3170
Pasivos					
Pasivos corrientes					
Cuentas por pagar comerciales	563	306	63	1103	1224
Documentos por pagar	0	9	0	0	0
Pasivos bancarios por pagar a corto plazo	0	0	0	0	1
Pasivos acumulados corrientes	125	188	142	205	216
Otros	2	0	8	41	8
Total Pasivo Corrientes	690	503	213	1349	1449
Pasivos a largo plazo					
Otros pasivos	10	319	609	174	195
Total PP	10	319	609	174	195
Total Pasivo	700	822	822	1523	1644
Patrimonio					
Capital	130	130	130	130	397
Utilidades retenidas	569	985	1217	1542	1129
Total patrimonio	699	1115	1347	1672	1526
Total patrimonio +asico pasivo	1399	1937	2169	3195	3170

Adicionalmente, se incorporaron los Estados de Resultados, correspondientes al mismo período de cinco años, a partir del año 2013.

Tabla 3: Estados de Resultados de MTE

Cifras en Miles de USD

Período: años 2013 a 2017

Estado de Resultados	Años				
	2013	2014	2015	2016	2017
Ventas	3911	3396	3383	4936	4676
Costo de ventas	-2554	-1814	-1634	-2632	-2259
Margen bruto en ventas	1357	1582	1749	2304	1121
Gastos administrativos					
Total de gastos administrativos	-664	-505	-520	-534	-339
Gastos de mercadeo y ventas					
Total de gastos de mercadeo y ventas	-41	-323	-359	-477	-146
Otros gastos operativos	-163	-129	-469	-392	-399
Total de gastos operativos	-868	-957	-1348	-1403	-884
Utilidad operativa antes de impuestos	489	625	401	902	237
Otros gastos	0	0	0	-2	-1
Utilidades antes de impuestos	489	625	401	900	236
Participación laboral	0	-94	-52	-74	-75
Impuesto a la renta	0	-115	-117	-117	-74
Resultado neto	489	416	232	709	87

En base a los estados financieros anteriores se elaboraron dos tablas que incorporan al análisis de carácter relativo o porcentual con el propósito de formar una idea más adecuada del desempeño de la organización en el pasado próximo y de cuya información se dispone.

Tabla 4: Indicadores Seleccionados Obtenidos en Relación con las Ventas**Período: Años 2013 a 2017**

	2013	2014	2015	2016	2017
% Costo de ventas sobre las ventas	65,30%	53,42%	48,30%	53,32%	48,31%
% Gastos operativos sobre las ventas	22,19%	28,18%	39,85%	28,41%	18,91%
% de efectivo sobre ventas	12,17%	6,86%	3,93%	6,00%	4,60%
% de cuentas por cobrar sobre ventas	14,04%	34,66%	18,36%	25,95%	38,32%
% de inventarios sobre ventas	6,21%	10,28%	31,07%	20,06%	8,04%
% de otros activos corrientes sobre ventas	2,20%	3,95%	8,04%	7,29%	8,75%
% de pasivos comerciales sobre ventas	34,62%	55,74%	61,40%	59,30%	59,71%
% de otros pasivos corrientes sobre ventas	3,25%	5,54%	4,43%	4,98%	4,79%

Las ventas de la empresa han sufrido una disminución en el año 2017, en relación con el año 2016. Esta situación puede explicarse, en parte, por una desaceleración de las contrataciones del sector público. En ese ámbito, la empresa MTE ya había firmado ciertos contratos a finales del año 2016, que continuaron ejecutándose en el año 2017.

De las cifras anteriores, se puede deducir que los costos de ventas observan un comportamiento errático en cuanto a su participación respecto de las ventas, apreciándose un menor porcentaje en los años 2015 y 2017; no así en los otros tres años. Las cifras desplegadas en la tabla de indicadores se explican en parte por el hecho de que en ciertas circunstancias los proyectos se encarecen por complicaciones técnicas en el propio sitio de ejecución de éstos por aspectos no siempre contemplados en un inicio al elaborarse las cifras presupuestarias iniciales.

Según el Gerente de la empresa este comportamiento también puede deberse a ciertas fallas detectadas en los procesos contables internos de la empresa; que se han presentado hace algunos años y por ello debió cambiar la gestión contable de la empresa a otra diferente a la que originalmente estaba a cargo del proceso contable. Esta situación se piensa que podría solucionarse con la contratación de un contador que se encargue de los procesos y manteniendo la asesoría de una empresa especializada en asuntos de carácter puntual especializado. Ante todo, en temas relacionados con cuestiones financieras, que han demostrado ser delicadas y que absorben gran parte del tiempo de la persona a cargo de la Contabilidad de MTE.

Otro aspecto de destacar es la disminución de las cifras del efectivo y sus equivalentes respecto de las ventas, sobre todo, en el año 2017 en el cual apenas MTE posee 4,6% de estas partidas en relación a las ventas de la empresa; a pesar de que, estas ventas disminuyeron entre el año 2016 y 2017.

Los gastos operativos sobre las ventas han disminuido de forma importante en el período de análisis. Según la gerencia de la empresa, esta circunstancia obedece al hecho de que la empresa MTE, ante la caída de las actividades del sector público, ha restringido los gastos operativos, en especial aquellos relacionados con el personal y las ventas.

Esta circunstancia obliga a que la empresa reoriente sus actividades para incrementar sus actividades relacionadas con ventas de servicios al sector privado, privilegiándolo en relación con el sector público. Para clarificar lo anotado, se ha incluido la tabla siguiente:

Tabla 5: Indicadores Seleccionados Obtenidos en Relación con las Ventas

Cifras en Miles de USD

Período: Años 2013 a 2017

	2016	%	2017	%	2018 mayo	%
Ventas por sector						
Privado	1376	27,88%	1417	30,30%	608	42,20%
Público	3560	72,12%	3259	69,70%	833	57,80%
Total ventas	4936	100,00%	4676	100,00%	1442	100,00%

Como puede apreciarse, la participación de las ventas en el año 2016 otorga al sector público un 72,12%; mientras que, en al 2017 éstas disminuyen. No lo hicieron en mayor grado por cuanto ya existían contratos que habían sido firmados con anterioridad y, por ello, ya se encontraban en plena ejecución. La tendencia se acentúa mucho más en los primeros meses del año 2018, específicamente hasta el mes de mayo del presente año se puede observar que las ventas, por un lado, han decrecido de forma notable y, por otra parte, el porcentaje de ventas relacionadas con el sector público ha disminuido de manera importante, pasando a representar alrededor del 72% en al año 2016 a apenas un 57,80% del gran total.

Las expectativas de la empresa, de no tomarse de manera inmediata acciones correctivas podrían desencadenar en una crisis de ingresos para la organización. Nótese que las ventas durante los cinco primeros meses alcanzaron un comportamiento que de mantenerse durante el resto del año no superaría los tres millones y medio de USD. Seguramente, esto deberá obligar a la empresa a enfocarse en el sector privado; para lo cual, deberá incurrir en erogaciones en cuanto a promoción de proyectos para lograr concretarlos en el futuro cercano próximo.

Otro hecho relevante es el comportamiento de la cifra de los inventarios. Nótese que el porcentaje de esta partida, en relación con las ventas, disminuye de forma notoria en el último año. Esto se explica en la disminución de liquidez de la empresa, originada en la disminución de la rotación de las cuentas por cobrar. MTE no tuvo más alternativa que dejar de mantener una cifra histórica similar a la de los años anteriores.

Adicionalmente se han preparado indicadores diversos para complementar el análisis financiero de las cifras de los estados financieros de MTE, se procedió a calcular la rotación de los activos totales (RAT). Para ello, se dividió el valor de las ventas para el de las inversiones totales de MTE:

Tabla 6: Indicadores Seleccionados Obtenidos en Relación con las Ventas

Cifras en Miles de USD

Período: Años 2013 a 2017

Ventas en miles de USD	3911	3396	3383	4936	4676
Total de activos en miles de USD	1399	1937	2169	3195	3170
Rotación de activos totales (RAT)	2,80	1,75	1,56	1,54	1,48
Variación del RAT respecto del año 2013	100,00%	62,72%	55,80%	55,27%	52,77%

Como se puede observar, la rotación de los activos totales ha disminuido, sobre todo, si se compara con las cifras obtenidas en los dos primeros años del periodo de análisis; es decir, los años 2013 y 2014, coincidentes con la época de bonanza de nuestro país y caracterizados por las grandes obras públicas que contrató el estado ecuatoriano.

Lo antes anotado, es aún más fácil darse cuenta al comparar los índices de rotación de todos los años con los del año 2013. Como se puede mirar, las rotaciones, en especial de los años 2015 a 2017.

1.3 Análisis FODA

Luego de un conocimiento general de la empresa y en base al análisis de los estados financieros llevado a cabo en el numeral anterior, se procedió a efectuar una evaluación de la situación financiera, conducente a efectuar un análisis FODA de la misma. Este proceso, posteriormente, facilitará establecer una serie de estrategias, sobre todo de carácter financiero.

Conocido lo anterior se procederá a desarrollar un análisis FODA y así ver la situación actual de la empresa, tanto interna como externa y cómo, por todas estas situaciones, la empresa se ha podido mantener dentro de su industria.

1.3.1 Fortalezas

Como se mencionó al principio, MTE Cía. Ltda. fue la primera empresa, dentro del país, en usar la telemetría para el control de la energía eléctrica. Se entiende a la telemetría como la tecnología para la medición de ciertas magnitudes físicas que se encuentran a distancia y poder obtener sus datos.

Otra de las fortalezas de MTE Cía. Ltda. es que para su giro de negocio y poder comercializar con sus clientes, ellos tienen contacto directo con los fabricantes, lo que resulta en costos más baratos para la empresa y frente a la competencia genera una ventaja.

Una de las principales fortalezas de la compañía es que poseen soluciones integrales independientemente del problema que tenga el cliente, esto quiere decir que como empresa le garantiza al cliente que posee capacidad y experiencia dentro de la industria para entender y atender, totalmente, sus necesidades y las limitaciones que se puedan presentar. Por esta razón, MTE se ha centrado en crear departamentos especializados en áreas referentes a su industria; como, por ejemplo, la Agencia Metropolitana de Tránsito

solicitó los servicios de la compañía para poder instalar las cámaras y lo que por hoy son las foto multas.

Para que lo anterior pueda resultar de manera satisfactoria; tanto para el cliente como para la compañía, cada equipo de trabajo para conformar cada área especializada, cuenta con trabajadores altamente capacitados, en su mayoría en el exterior, y los materiales utilizados en cada proyecto son de primera calidad.

Para MTE es muy importante el nivel de educación de sus trabajadores, por lo que organiza periódicamente viajes al exterior para que sus trabajadores su puedan capacitar a fin de obtener una certificación que no solo se basa en asistencia al curso, sino que al final de cada curso de capacitación, los participantes rinden una prueba y, de esta manera, asegurarse que el objetivo se cumplió y tener una ventaja competitiva sobre los demás competidores.

Por todo lo mencionado anteriormente, y al hecho de que sus colaboradores realizan un trabajo eficiente y satisfactorio para sus clientes, MTE cuenta con una lista importante de contactos, en los sectores público y privado, lo cual ayuda a generar nuevos proyectos.

También la diferenciación que tiene la empresa es un factor importante al momento de analizar el mercado, porque ya se cuenta con un prestigio o una cartera de clientes establecida.

Como última fortaleza, para que todos sus proyectos se puedan realizar de la manera en la que se ha explicado, su socio mayoritario realiza los aportes de capital para su ejecución. La empresa no adquiere deuda externa y por eso su principal accionista debe solventar las actividades. Por eso se ha realizado este trabajo de investigación sobre formas externas para poder financiar a MTE Cía. Ltda. y que no dependa exclusivamente de los aportes de su socio principal. En la actualidad se encuentra desarrollando otros proyectos de diferente tipo de negocios, por ello, debe apalancarse.

1.3.2 Debilidades

Como primera debilidad, el espacio físico o el lugar donde se encuentran los trabajadores es reducido, ya que, dentro del mismo edificio, laboran distintas compañías, y en sí, influye al momento de querer contratar nuevo personal o simplemente realizar sus actividades cotidianas.

Una de las principales debilidades para esta compañía es que solo trabajan con el sector público, que, a pesar de ser amplio, en muchas ocasiones pueden presentar ciertas amenazas. A la empresa le interesaría trabajar con empresas del sector privado para poder mejorar sus réditos y más que nada ganar mercado.

Si bien la compañía se enfoca mucho en la capacitación de sus trabajadores, lo hace solo en las áreas técnicas; es decir, en aquellas áreas relacionadas con redes, telecomunicaciones y demás. En el área de ventas no cuentan con especialización alguna a pesar de que tienen contacto directo con sus clientes. Es muy importante no descuidar esta parte de la empresa, más aún si la compañía realiza actividades de comercialización.

Esta debilidad se relaciona de manera directa con la anterior. MTE es consciente de que hay la necesidad de crear más áreas de especialización para detectar en menor tiempo la necesidad del cliente y poner en marcha el proyecto.

1.3.3 Oportunidades

Al ser una compañía que trabaja con materiales traídos del extranjero, las leyes gubernamentales juegan un papel muy importante, ya que pueden ser una oportunidad o una amenaza para la compañía. Por ejemplo, la eliminación de las salvaguardas en nuestro país, benefició a la empresa ya que los costos de operación disminuyeron; pero a finales del año 2017 se establecieron nuevos aranceles por lo cual, se necesitará una nueva evaluación y ver si esta medida juega en contra o a favor de la compañía.

Dentro de esta industria, los avances tecnológicos son de suma importancia, especialmente lo relacionado a redes y telecomunicaciones. Estos avances son constantes y la empresa puede tomar provechos de los mismos.

La apertura de nuevos mercados dentro del país es una oportunidad clara, ya que el número de empresas que necesitan llevar a cabo sus proyectos bajo la modalidad “llave en mano” va en aumento. Por eso es importante que MTE se dé a conocer en el sector privado.

Otra de las oportunidades son las barreras de entrada a este sector, porque el capital inicial necesario para este tipo de negocio es muy elevado y dificulta en cierta medida el ingreso de nuevos competidores.

1.3.4 Amenazas

La principal amenaza para la compañía es el retraso de insumos (inventario) que se pueda presentar. Si bien mencionamos que MTE cuenta siempre con stock, existen ciertos tipos de materiales para proyectos específicos, como las cámaras para las foto multas, que pueden presentar una demora por parte del proveedor. Es algo que MTE no puede controlar de manera directa.

Al trabajar con empresas del sector público, depende de cuál sea, el poder de los clientes es alto y ellos pueden fijar las condiciones para la realización de los contratos y por todos los últimos eventos generados en el país, se puede suspender el proyecto a mitad del trabajo o en el peor de los casos, terminar la obra y que los pagos queden incompletos por algún tema legal o de cualquier índole que afecte las operaciones.

Decisiones políticas que afecten el giro de negocio o un control partidista a un bien común. Como se mencionó en la sección de las oportunidades, las leyes pueden actuar en contra de la empresa, como el aumento de impuestos para las empresas.

Una amenaza evidente son las empresas extranjeras que están ocupando el país, en especial las empresas provenientes de China, que tuvieron un claro favoritismo por parte del gobierno anterior y después que no continúe.

Revisando la cadena de valor de MTE, se puede mencionar que en áreas como la de marketing y ventas y lo referente al seguimiento al cliente, se debe trabajar aún en varios aspectos para poder obtener más ventajas competitivas sobre los demás competidores en

el mercado. Es muy importante que una empresa se dé a conocer, si bien es cierto un buen desempeño y las referencias pesan de manera significativa; los temas relacionados a la publicidad son igual de importantes, ya que hoy en día el manejo de redes sociales puede llevar a que la empresa no solo sea conocida en el sector público, es una vía factible para darse a conocer en el sector privado también.

Al demostrar en este trabajo de investigación, que es más conveniente financiarse con deuda que con recursos propios, como se lo ha venido haciendo, una de las opciones a investigar puede cubrir la necesidad de trabajar en esta área, al igual que en la parte de recursos humanos, que no existe una persona especializada en el área del mercado.

1.4 Caracterización de la Empresa MTE Como una PYME

La empresa MTE puede ser considerada como una PYME, de acuerdo a los lineamientos proporcionados por la Superintendencia de Compañías. La Superintendencia de Compañías, según la resolución No. SC. Q.ICI.CPAIFRS.11. en su artículo primero, define como PYME a aquella persona jurídica que cumpla todas y cada una de las siguientes condiciones:

- Activos totales inferiores a 4 millones de dólares.
- El valor registrado en ventas Brutas anuales sea inferior a los 5 millones de dólares.
- Posea menos de 200 trabajadores. Para realizar este cálculo se tomará el promedio anual ponderado

De acuerdo a la información presentada por la empresa, en relación con sus estados financieros; es decir, el Estado de Situación Financiera y el Estado de Resultados Integral, cumple con los requisitos para ser considerada como una PYME, aunque se encuentra muy cerca de superar estos valores, por cuanto de acuerdo con las cifras cortadas a diciembre de 2017, específicamente los activos totales de la empresa alcanzan los \$ 3.170 mil y sus ventas los \$ 4.676 mil. En cuanto al número de trabajadores, también la empresa se caracteriza por ser una empresa que utiliza un bajo número de personas de forma

directa y que, para sus contratos, en cambio, en muchos casos los ejecuta a través de mecanismos de subcontratación o bajo honorarios.

Mediante la resolución No. 08.G.DSC.010 de la SCVS del 20 de noviembre del 2008, para efectos de la elaboración de sus estados financieros las empresas catalogadas como PYMEs deberán aplicar la NIIF para PYMEs y de forma voluntaria podrán acogerse a las NIIF completas, de así considerarlo apropiado.

Para el Servicio de Rentas internas de nuestro país, las PYMEs son la base del desarrollo social del país al producir, demandar y comprar productos o añadir valor agregado, y por ello son un actor fundamental en la generación de riqueza y empleo (Servicio de Rentas Internas, 2015).

Además, se debe recordar que MTE es una empresa de Responsabilidad Limitada. Según la Ley de Compañías vigente en nuestro país, en su artículo 92 se establece que este tipo de compañías se constituyen o contraen entre dos o más personas, las cuales responden por las obligaciones sociales hasta el monto de sus aportaciones individuales y realizan el comercio bajo una razón social o una denominación objetiva a la que debe añadirse “Compañía Limitada”. Estas compañías pueden realizar actividades de toda índole a excepción de operaciones de Bancos. Seguros, capitalización o ahorro (Superintendencia de Compañías, 2014)

1.5 Estrategias Financieras de la Empresa

- Incrementar las ventas a empresas del sector privado, para contrarrestar la disminución de proyectos con el sector público. Para ello, vinculará a un Gerente Técnico de Mercadeo que se encargue de establecer contacto con potenciales clientes, en especial del sector privado. Esto no significa que va a descuidarse la consecución de proyectos con el sector público.
- Modificar algunas políticas internas relativas al manejo de capital de trabajo, en los términos de los nuevos indicadores relacionados con su comportamiento y que constan en Para ello el personal administrativo actual deberá redoblar sus esfuerzos encaminados al logro de tales cambios.

- Proceder a la adquisición de un local para la empresa. Hasta la presente fecha la compañía ha estado funcionando en el sector del antiguo aeropuerto, en instalaciones arrendadas. De esa manera la empresa podrá desarrollar sus actividades con mayor holgura y comodidad. Esto le permitirá contar con una zona de bodega. La ubicación de estas nuevas instalaciones será por el sector del Inca y contará con facilidades de parqueo.
- Utilizar el apalancamiento financiero para financiar sus operaciones, mediante la adquisición del elemento de propiedades, planta y equipos; así como, el capital de trabajo, los cuales se detallan en el capítulo 4 de este trabajo. Si bien el porcentaje de deuda que se utilizará inicialmente es relativamente bajo, queda claro que los beneficios por usar deuda son evidentes.
- En relación con el punto anterior, la empresa deberá aprovechar los relativamente bajos costos de endeudamiento que ofrecen los mercados financieros.
- Implementar el uso de un modelo de gestión, como lo es el de valoración de activos operativos, en la forma como se detalla en el capítulo 4 de este trabajo

2 OPCIONES DE FINANCIAMIENTO PARA LAS PYMES A TRAVÉS DEL SISTEMA FINANCIERO DEL ECUADOR - IFIS

Las PYMEs en su afán de financiar sus actividades recurren al sistema financiero ecuatoriano para sustentar sus proyectos de forma sostenida. Para ello, acuden a los diferentes agentes existentes en los mercados financieros para captar recursos excedentarios provenientes de los agentes excedentarios, bien sea mediante lo que se conoce como intermediación financiera; es decir, a través de la participación de las entidades financieras de intermediación, como por ejemplo bancos o cooperativas o, en forma directa, a través de los mercados de valores públicos o privados.

En los siguientes numerales se tratarán algunos aspectos de interés en relación con los mecanismos de financiamiento existentes para las PYMEs en el sistema financiero. Los aspectos relativos a la información relacionada con la consecución de recursos en los Mercados de Valores se explicarán en el siguiente capítulo del presente trabajo; es decir, en el capítulo 3.

2.1 Aspectos Introdutorios sobre el Sistema Financiero Ecuatoriano

Según Del Valle Zaragoza & Izarra Aguado (2006), el Sistema Financiero tiene la función de canalizar los ahorros que se han generado a partir de las unidades económicas en superávit hacia las unidades económicas en déficit; a manera de inversiones o actividades de consumo.

Para entender mejor la descripción anterior, son consideradas unidades económicas en superávit todas las empresas, particulares y organismos públicos, que, en un determinado período, obtienen ingresos superiores a sus gastos; por otro lado, las unidades económicas en déficit se presentan cuando los gastos superan a los ingresos en una determinada época (Del Valle Zaragoza & Izarra Aguado, 2006).

En este proceso de canalización de recursos juega un importante papel los mercados financieros de los diferentes países, tal como se representa en la imagen siguiente:

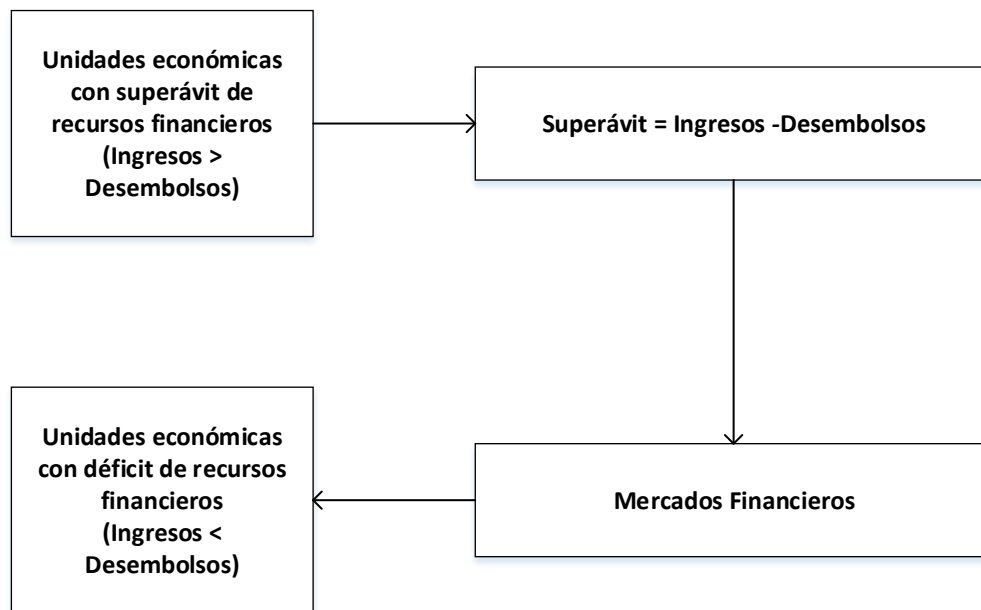


Figura 1: Canalización de Recursos Financieros Desde las Unidades Superavitarias de la Economía Hacia las Unidades Deficitarias, a Través del Mercado Financiero

Para poder conseguir fondos que financien los excesos de gastos que tienen, las unidades económicas deficitarias emiten pasivos, que a su vez son adquiridos por las unidades económicas con superávit; convirtiéndolos en activos para colocar sus excedentes de ingresos. Como ejemplo de esto tenemos las cuentas bancarias y acciones emitidas por una sociedad anónima (Del Valle Zaragoza & Izarra Aguado, 2006).

Proceso de intermediación financiera

Si bien las formas de financiamiento directo existen; es decir, aquellas en las cuales los agentes excedentarios prestan su propio dinero a aquellos deficitarios, no son muy comunes o no se dan siempre en la práctica; esto debido a que las necesidades financieras de las primeras no pueden adaptarse a las otras y es aquí donde aparecen los intermediarios financieros, cuya función principal es transformar el pasivo que reciben y lo convierten en otro activo al destinar estos fondos a un receptor final. A continuación, se presenta una figura para ejemplificar lo mencionado:

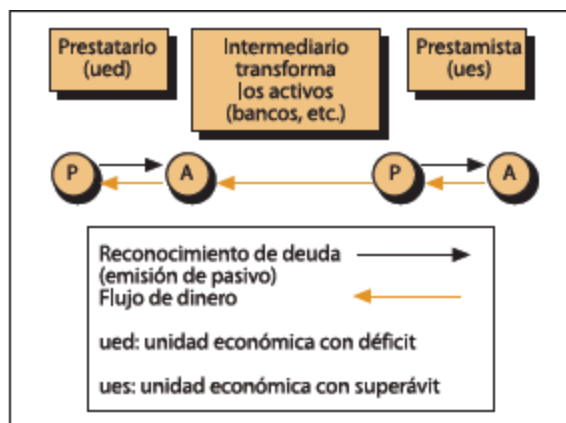


Figura 2: Proceso de Intermediación Financiera en los Mercados Financieros

Fuente: (Sistema financiero e Intermediarios Bancarios, s.f.)

En el Ecuador, la intermediación financiera es mucho más importante para las empresas y personas que el proceso de desintermediación que se presenta a través de los mercados de valores; precisamente, por el poco grado de desarrollo de las Bolsas de Valores. Desde el punto de vista de las empresas catalogadas como PYMEs, esta situación es más notable, como se podrá concluir luego del análisis del contenido del capítulo que se incluye a continuación; es decir, el capítulo 3.

Todo sistema financiero se compone de activos y pasivos financieros, instituciones y mercados. En cuanto a esto indica lo siguiente:

Los **activos y pasivos** son los productos financieros que emiten las unidades económicas con déficit y los adquieren quienes tienen fondos excedentarios con el fin de invertir sus ahorros. Estos productos se colocan y adquieren en los **mercados**, donde intervienen diversas **instituciones financieras** que actúan con libertad, aunque dentro del marco normativo establecido por los poderes públicos y bajo el control de instituciones y autoridades competentes (Del Valle Zaragoza & Izarra Aguado, 2006).

2.2 Estructura del Sistema Financiero Ecuatoriano

Para entender mejor el funcionamiento de los mercados financieros en nuestro país se va a tratar en el presente capítulo temas relacionados con los mercados financieros intermediados y en el siguiente capítulo aspectos relacionados con el mercado de valores, que es en esencia un mercado financiero no intermediado. Para ello, en el numeral siguiente se hablará de la estructura de los mercados financieros a nivel de América Latina.

2.2.1 Estructura de los Mercados Financieros a Nivel de América Latina

En (Warman & Roa, 2014) se dan a conocer los resultados alcanzados luego de llevar a cabo una investigación auspiciada por el CEMLA², a nivel de los países de América Latina. En ella se consideró como parte de los mercados financieros a los siguientes integrantes:

- Sistema bancario
- Aseguradoras
- Fondos de pensiones
- Casas de Bolsa
- Fondos mutuos
- Otros intermediarios financieros no bancarios regulados
- Entidades y actividades financieras no reguladas.

No en todos los países se consideran, a todos estos sectores como parte del sistema financiero. A continuación, se representa la estructura del Mercado Financiero de los países considerados en el estudio³, aunque a este mercado se lo denomina Sistema Financiero:

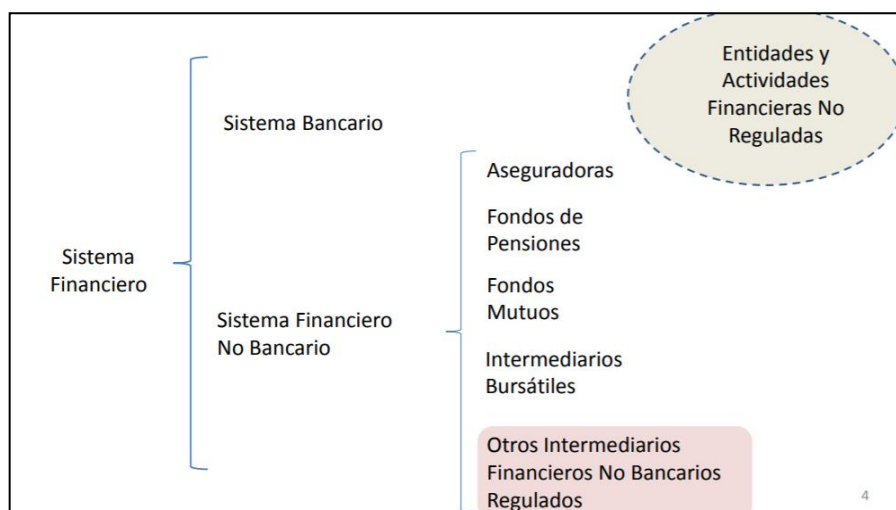


Figura 3: Estructura del Sistema Financiero de Una Muestra de Países de Latinoamérica

Fuente: (Warman & Roa, 2014)

² CEMLA = Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos.

³ Los países considerados son: Argentina, Bolivia, Colombia, Ecuador, Guatemala, Honduras, México, Perú y Uruguay.

Adicionalmente, en el mismo estudio antes citado, se considera que forman parte de los Otros Intermediarios Financieros No bancarios Regulados los detallados en la siguiente figura. Además de los integrantes expuestos, se debe considerar que existen otros no regulados, que ejecutan actividades financieras no reguladas y que se representan en la parte inferior derecha de la figura que se incluye a continuación.

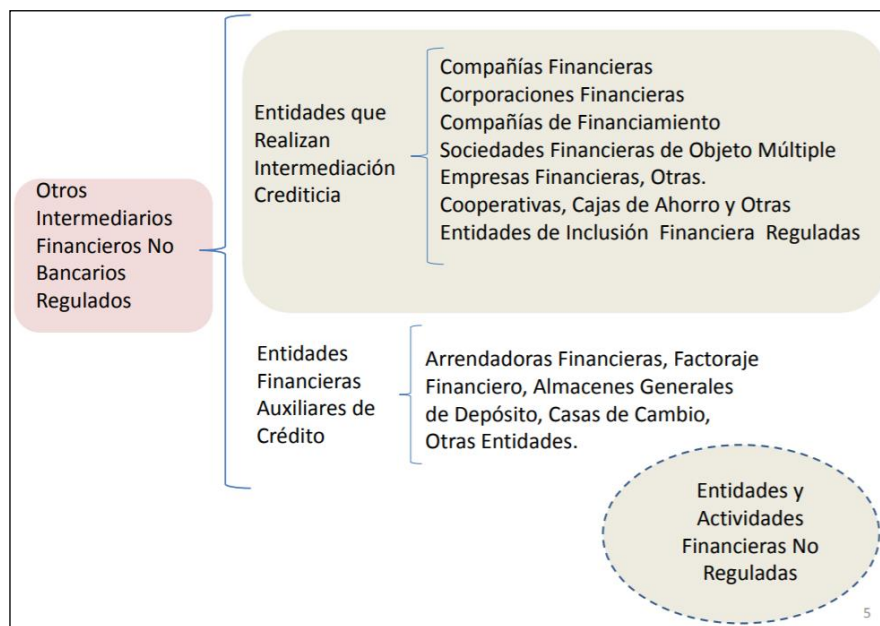


Figura 4: Integrantes de Otros Intermediarios Financieros No Bancarios Regulados de Una Muestra de Países de Latinoamérica

Fuente: (Warman & Roa, 2014)

2.2.2 Estructura del Sistema Financiero Ecuatoriano (SFE)

Según el programa de educación financiera del Banco de Guayaquil “El Sistema Financiero Ecuatoriano es el sector encargado de recibir depósitos de los ciudadanos, ofreciendo custodiar los mismos, y/u otorgar créditos con el objetivo de ayudar al desarrollo económico y social. Para poder asegurar el correcto funcionamiento del sector y poder diversificar al mismo, y así poder cubrir las necesidades de los ciudadanos. El sistema financiero del Ecuador se refiere a los mercados financieros intermediados.

Según Núñez, P. (2013), el mercado financiero ecuatoriano es aquel que se encuentra formado por una serie de principios y normas de carácter jurídico y que se basa en diversos tipos de instrumentos y documentos especiales que sirven como vehículo para la

canalización de recursos de ahorro e inversión desde los agentes que los disponen en exceso, hacia aquellos que los requieren con la finalidad de poder apoyar el desarrollo y el crecimiento de la economía. Por ello, se debe considerar que para detallar los elementos del mercado financiero ecuatoriano se debe incorporar en él al mercado de valores.

La parte más importante del mercado financiero ecuatoriano es el sistema financiero, claro está por cuanto es el que otorga la mayor cantidad de recursos financieros al país. El mercado de valores, en cambio presenta una importancia menor, en razón de que en nuestro país no se ha desarrollado de la manera como sería deseable, por los efectos de eficiencia involucrados en la transferencia de recursos dentro de la economía.

El SFE está integrado por el Sector Financiero Privado, el Sector Financiero Público y el Sector Financiero de la Economía Popular y Solidaria, según lo que se establece en el artículo 160 del Código Orgánico Monetario y Financiero del Ecuador (COMF). La estructura del SFE queda resumida en la figura que se incorpora posteriormente.

Según el artículo 144 del Código Orgánico Monetario y Financiero del Ecuador (COMF) las entidades reguladas del Sistema Financiero Ecuatoriano (SFE) son autorizadas para el ejercicio de sus actividades financieras por la Superintendencia de Bancos y la Superintendencia de Economía Popular y Solidaria, en el ámbito de sus respectivas competencias. Solamente las personas jurídicas autorizadas por los respectivos organismos de control podrán utilizar las denominaciones que se citan a continuación:

- Banco
- Corporación Financiera
- Almacén General de Depósito
- Casa de cambio
- Servicios auxiliares del sistema financiero
- Cooperativas de Ahorro y Crédito
- Asociaciones mutualistas de ahorro y crédito para la vivienda
- Cajas Centrales

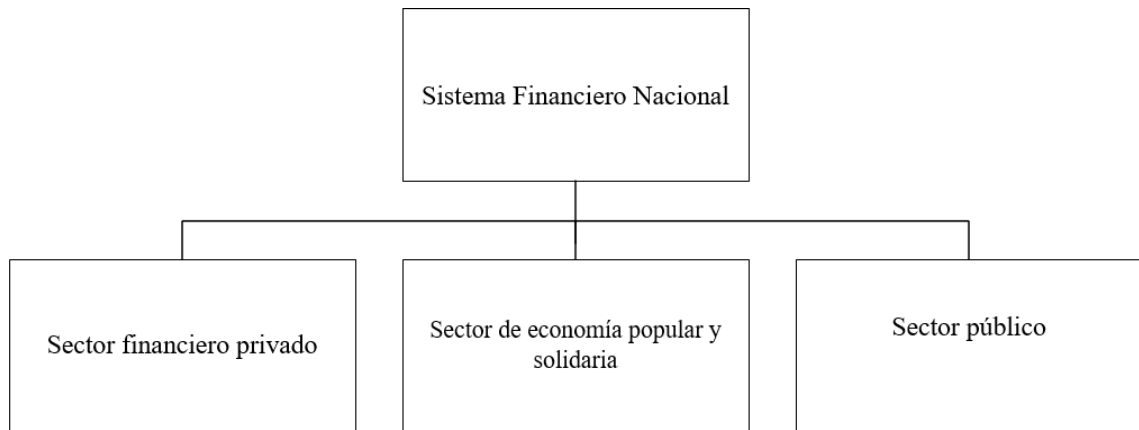


Figura 5: Estructura del Sistema Financiero Ecuatoriano

Fuente: (Asamblea Nacional, 2014)

En el mismo Código, en los artículos 160 a 163 se establece quienes integran el SFE

- El Sector Financiero Público
- El Sector Financiero Privado
- El Sector Financiero de la Economía Popular y Solidaria

El Sector Financiero Privado está formado por:

- Bancos Múltiples y Bancos Especializados.
- De Servicios Financieros: Almacenes Generales de Depósito, Casas de Cambio y Corporaciones de Desarrollo del Mercado Secundario de Hipotecas.
- De Servicios Auxiliares del Sistema Financiero, tales como: de software bancario, transaccionales, de transporte de especies monetarias y de valores, de pagos, de cobranzas, de redes y cajeros automáticos, contables y de computación y otras calificadas como tales por la Superintendencia de Bancos, en el ámbito de su competencia.

La estructura anterior se puede representar de la siguiente manera:

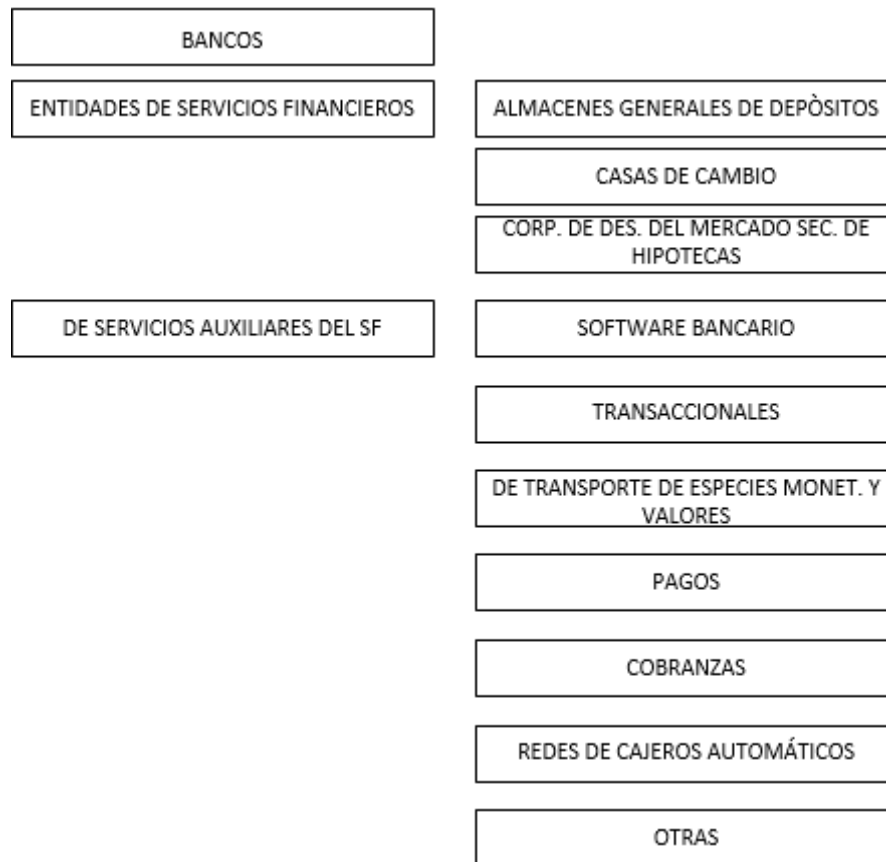


Figura 6: Estructura del Sector Financiero Privado

Fuente: (Asamblea Nacional, 2014)

Los Bancos Privados son las entidades de intermediación de mayor importancia dentro del Sistema Financiero nacional, por el volumen de sus inversiones y financiamiento.

Los mercados de instituciones financieras, también denominadas IFIs, son aquellos en que la intermediación de recursos financieros es su eje central. Este proceso de intermediación tiene como propósito canalizar recursos a través de procesos de ahorro, crédito e inversión. En este tipo de mercados actúan los bancos comerciales, cooperativas, mutualistas, etc. Según Gitman, L. y Zutter, Ch. (2012) este tipo de mercados se los conoce como instituciones financieras. En nuestro país a este tipo de instituciones se los conoce como IFIs; es decir, instituciones financieras de intermediación o Sistema Financiero.

Según el Código Monetario y Financiero, que entró en vigencia en septiembre 2014, las nueve sociedades financieras existentes en el país deberán convertirse en bancos en un plazo de 18 meses; y agrega como parte del Sector de la Economía Popular y Solidaria a las Mutualistas de Vivienda.

Otros Sectores del Sistema Financiero Nacional

Además del Sector Financiero Privado, que es el más importante, existen otros dos integrantes del Sistema Financiero del país:

- El Sector Financiero Público
 - Bancos
 - Corporaciones

- El Sector Financiero Popular y Solidario
 - Cooperativas de Ahorro y Crédito.

 - Cajas Centrales Cooperativas de Ahorro y Crédito.

 - Entidades Asociativas o Solidarias, Cajas y Bancos Comunales y Cajas de Ahorro Cooperativas de Ahorro y Crédito.

 - De Servicios Auxiliares del Sistema Financiero, tales como: de software bancario, transaccionales, de transporte de especies monetarias y de valores, de pagos, de cobranzas, de redes y cajeros automáticos, contables y de computación y otras calificadas como tales por la Superintendencia de Economía Popular y Solidaria, en el ámbito de su competencia.

 - Asociaciones Mutualistas de Ahorro y Crédito para la Vivienda.

- Subsidiarias o Afiliadas de las Entidades Financieras domiciliadas en el Ecuador

Las Cooperativas están divididas por segmentos. Existen cinco segmentos de cooperativas en la actualidad, en función de su tamaño.

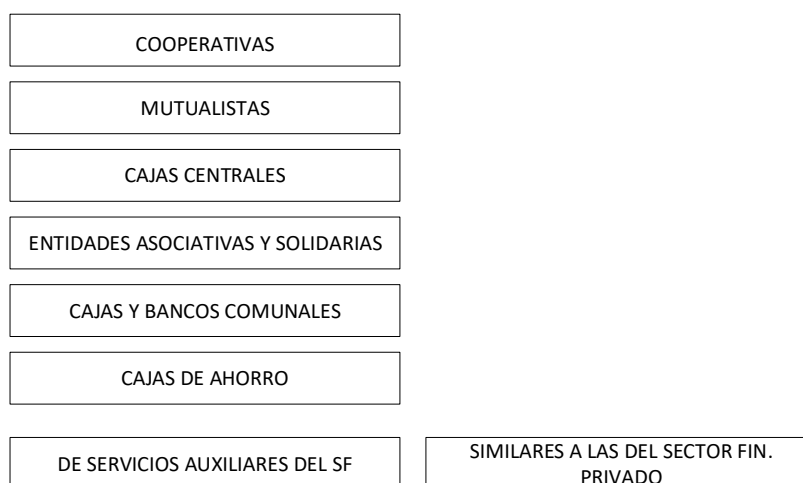


Figura 7: Estructura del Sector Financiero de la Economía Popular y Solidaria

Fuente: Código Orgánico Monetario y Financiero

En relación a los establecido en el artículo 14, numeral 35 del Código Orgánico Monetario y Financiero, la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera emitió la resolución No. 038-2015-F, el 13 de febrero de 2015, en la que se establece la "Norma para la segmentación de las entidades del sector financiero popular y solidario", de acuerdo al detalle siguiente:

Tabla 7: Segmentación de las Cooperativas de Sector de la Economía Popular y Solidaria

Segmento	Activos (USD)
1	Mayor a 80'000.000,00
2	Mayor a 20'000.000,00 hasta 80'000.000,00
3	Mayor a 5'000.000,00 hasta 20'000.000,00
4	Mayor a 1'000.000,00 hasta 5'000 000,00
5	Hasta 1'000.000,00
	Cajas de Ahorro, bancos comunales y cajas comunales

Fuente: (Superintendencia de Economía Popular y Solidaria, 2015)

Los Mercados de Valores

Según lo expuesto en Warman y Roa (2014) las entidades de intermediación bursátil también son parte del sistema financiero regulado; sin embargo, en el COMF⁴ no se los incluye, sino que se los separa de manera expresa. En el presente trabajo de titulación se ha incorporado, posteriormente, un capítulo específico, en el cual se trata respecto de las posibilidades de financiamiento que ofrece el Mercado de Valores para las PYMEs.

El Mercado de Valores⁵ es aquel que tiene como actores principales a las Bolsas de Valores, en los cuales los recursos se trasladan entre los agentes superavitarios de recursos hacia los deficitarios de ellos, de forma directa; es decir, sin utilizar el proceso de intermediación financiera tradicional. Esta transferencia de recursos financieros se lo lleva a cabo mediante los procesos de emisión, colocación y negociación de títulos valores, de corto, mediano o largo plazo.

En los Mercados de Valores los colocadores de activos acuden a colocaciones privadas o públicas. Las primeras se venden sin ponerlos a disposición del público, en general, sino a un número reducido de ellos.

2.3 Algunos Tipos de Mercados Dentro de los Mercados Financieros

Los mercados financieros son de diversa índole, dependiendo del criterio de clasificación utilizado. A continuación, se hablará de forma resumida respecto de algunas clasificaciones de los mercados financieros.

2.3.1 Mercados de Dinero y Mercados de Capitales

Los mercados de dinero, son aquellos tipos de mercados en los cuales se intercambian activos que poseen una alta liquidez y cuyo vencimiento es a corto plazo; es decir, en plazos inferiores a un año. A la mayoría de activos transados se conocen como valores

⁴ Código Orgánico Monetario y Financiero.

⁵ Según (Gitman, L. y Zutter, Ch. (2012) a este tipo de mercados se conoce como Mercados Financieros. Dentro de este tipo de mercado existen los mercados de corretaje y de intermediación. Una explicación sobre estos dos tipos de mercados se puede encontrar en el capítulo 2 de (Gitman, L. y Zutter, Ch., 2012).

negociables. Quienes acuden a ellos en busca de recursos lo hacen por requerimientos temporales de liquidez. En estos mercados, por ejemplo, se negocian certificados de tesorería, pagarés de empresa, facturas comerciales, certificados de depósito, etc. Estos activos son emitidos por empresas, entidades financieras, entidades gubernamentales⁶. Usualmente este tipo de mercados se utilizan para la gestión de las partidas que forman parte del capital de trabajo de las organizaciones. Estos mercados se generan por la relación entre los proveedores y solicitantes de recursos financieros a corto plazo. En general, se puede decir, que estos mercados existen por cuanto los proveedores de recursos poseen fondos inactivos y desean invertir en activos financieros relativamente seguros (Gitman & Zutter, 2012).

Los mercados de capitales⁷ permiten a los colocadores y solicitantes de recursos financieros a largo plazo llevar a cabo transacciones. Esto incluye las emisiones de valores de empresas o entidades gubernamentales. La clave dentro de este tipo de mercados son las Bolsas de Valores (Gitman & Zutter, 2012).

En este tipo de mercados se intercambian activos financieros con vencimientos a plazo superior al año; es decir a largo y mediano plazo. Además, en ellos se gestionan las inversiones de capital de las organizaciones; es decir, aquellas de naturaleza estratégica y que obedecen a procesos de inversión duraderos y relacionados, por ejemplo, con la inversión en elementos de las partidas de propiedades, planta y equipos (Marín, 2014).

2.3.2 Mercados Primarios y Mercados Secundarios

Los mercados primarios⁸ son los de la primera colocación de un activo financiero; es decir, aquellos en que los títulos valores se venden por parte del emisor original y constituyen los mercados en los cuales se crean en primera instancia los activos financieros. En cambio, los mercados secundarios son aquellos mercados en los cuales se negocian los activos que fueron ya colocados a través del mercado primario. De ninguna manera, en el mercado secundario se colocan por primera vez los activos financieros.

⁶ Ver definición en el anexo Términos Clave al final de este trabajo.

⁷ Ver nota 7.

⁸ Ver definición en el anexo Términos Clave al final de este trabajo.

En los mercados secundarios⁹ se negocian activos que habían sido en el mercado primario o en el mismo mercado secundario. La función de este mercado es de proporcionar liquidez a los tenedores de activos financieros, por cuanto su requerimiento no les permite esperar el vencimiento original del activo. En este tipo de mercados los títulos valores se negocian entre inversionistas. El emisor original ya no interviene en este tipo de mercados; puesto que, se negocian activos que ya se encuentran en circulación de forma previa.

2.4 Operaciones que Pueden Efectuar las Entidades del SFE

Con la finalidad de proporcionar una visión más amplia del rol de las entidades que forman parte del Sistema Financiero Ecuatoriano (SFE), en este numeral se ha incluido información relativa a las diferentes operaciones que estas pueden efectuar. Las operaciones que pueden efectuar las entidades del Sector Financiero Privado, Sector Financiero Público y Sector Financiero de la Economía Popular y solidaria son las que se detallan a continuación, en los numerales siguientes.

2.4.1 Operaciones que Pueden Llevar a Cabo las Entidades del Sector Financiero Privado y del Sector Financiero Público

Operaciones activas que pueden efectuar las entidades de los sectores privado y público

A continuación, se detallan las operaciones activas que pueden efectuar las entidades del sector financiero privado y las del sector financiero público:

⁹ Ver nota 9. Respecto de la posibilidad de adquirir facturas comerciales, hay la posibilidad de que las IFIs pueden adquirir con el propósito de financiar a depositarios de recursos.

Tabla 8: Operaciones Activas que Pueden Efectuar las Entidades del Sector Financiero Privado

N.	Nombre de la Operación	Observaciones
1	Otorgar Préstamos hipotecarios, prendarios y quirografarios. Otros que la Junta autorice	Con o sin emisión de títulos
2	Créditos en cuenta corriente	Contratados o no
3	Constituir depósitos en entidades del país o del exterior	
4	Negociar letras de cambio, libranzas, pagarés, facturas y otros documentos que representen obligación de pago creados por ventas a crédito, así como anticipos de fondos como respaldo de esos documentos	
5	Negociar documentos resultantes de operaciones de Co. Ext.	
6	Negociar títulos valores y descontar letras documentarias sobre el exterior o hacer adelantos sobre ellas	
7	Adquirir, conservar y enajenar, títulos emitidos por el ente rector de las Finanzas Públicas o del BCE	Por cuenta propia o de terceros
8	Adquirir, conservar y enajenar valores de renta fija de acuerdo a la ley del MV y otros títulos establecidos en el Código de Comercio y otras leyes, así como valores que representan derechos sobre ellos	
9	Adquirir, conservar y enajenar contratos a término, opciones de compra venta y futuros	Podrán efectuar otras op. del mercado de dinero
10	Efectuar inversiones de capital en entidades de servicios financieros y-o entidades auxiliares de servicios financieros	Para convertir a esas entidades en subsidiarias o afiliadas
11	Efectuar inversiones en entidades extranjeras	De acuerdo a disposiciones del COMF
12	Comprar o vender minerales preciosos	

Fuente: (Asamblea Nacional, 2014)

Como se puede apreciar, las operaciones que las entidades de los dos sectores pueden llevar a cabo son de muy variada índole y permiten que los agentes deficitarios de recursos financieros puedan instrumentar, desde el otro lado, las obligaciones que respalden sus obligaciones frente a estas entidades.

Aparte de las entidades antes referidas, también se deben dar a conocer las operaciones activas que pueden llevar a cabo las entidades del Sector Financiero de la Economía Popular y solidaria.

Sobre la negociación de facturas, del numeral 4 en la tabla anterior, como fuente de financiamiento a corto plazo se trata en el capítulo 3 en los subtítulos: Emisión de bonos y Negociación de facturas Comerciales. En los últimos años, este tipo de instrumentos están siendo utilizados, no solo a través de las clásicas operaciones de factoring, sino a través de la CFN y la Bolsa de Valores.

Tabla 9: Otras Operaciones Que Pueden Efectuar las Entidades del Sector Financiero Privado – Pasivas, Contingentes y de Servicios

N.	Nombre de la Operación	Tipo de Operación	Observaciones
1	Recibir depósitos a la vista	Pasiva	
2	Recibir depósitos a plazo	Pasiva	
3	Recibir préstamos y aceptar créditos de entidades financieras del país y del exterior	Pasiva	
4	Actuar como organizadores de procesos de titularización con respaldo de cartera	Pasiva	Hipotecaria, prendaria y quirografía propia o adquirida
5	Emitir obligaciones a largo plazo y convertibles en acciones	Pasiva	Con garantía de sus activos y patrimonio
6	Asumir obligaciones por cuenta de terceros a través de aceptaciones, endosos o avales de títulos de crédito, el otorgamiento de garantías, fianzas y cartas de crédito internas y externas	Contingente	
7	Negociar derivados financieros	Contingente	Por cuenta propia
8	Servicios de caja y tesorería		
9	Actuar como emisor de TC, TD y TP	Servicios	
10	Efectuar pagos, cobranzas y transferencias de fondos, giros contra sus propias oficinas o de otras entidades	Servicios	
11	Recibir y conservar objetos, muebles, valores y documentos en depósito para su custodia y arrendar casilleros o cajas de seguridad para depósitos de valores	Servicios	
12	Operaciones con divisas por cuenta propia o de terceros, contratar reportos y emitir o negociar cheques de viajeros	Servicios	

Fuente: (Asamblea Nacional, 2014)

2.4.2 Operaciones que Pueden Llevar a Cabo las Entidades del Sector Financiero de la Economía Popular y Solidaria

En la siguiente tabla se resumen las operaciones que pueden llevar a cabo las entidades del sector financiero de Economía Popular y Solidaria:

Tabla 10: Operaciones Activas, Pasivas, Contingentes y Servicios que Pueden Efectuar las Entidades del Sector Financiero de la Economía Popular y Solidaria

N.	Nombre de la Operación	Observaciones
1	Operaciones activas, pasivas, contingentes y de servicios determinadas en el literal a numerales 1, 4, 7 y 10, literal b, numerales 1,2,3 y 4, literal C numeral 1 y literal d numerales 1,3 y 4 de este artículo	
2	Otorgar préstamos a los socios	Mutualistas a sus clientes
3	Constituir depósitos en entidades del SFN	
4	Actuar como emisores u operadores de tarjetas de débito o tarjetas de pago	Entidades del SFEPS, segmento 1 podrán emitir tarjetas de crédito
5	Emitir obligaciones a largo plazo con respaldo en sus activos, patrimonio, cartera de crédito hipotecaria o prendaria propia o adquirida, siempre que se originen en este último caso en operaciones activas de crédito de otras entidades financieras	
6	Efectuar inversiones de capital social en Cajas Centrales	
7	Efectuar Operaciones con divisas	

Fuente: (ASOCAVAL, 2014)

Estas entidades del SEPS¹⁰ podrán realizar las operaciones en función del segmento al que pertenezcan y en los montos en que se encuentren autorizados. Por ejemplo, si bien las cooperativas pueden conceder créditos a PYMEs; es decir a personas jurídicas y personas naturales obligadas a llevar contabilidad, no todas lo hacen. En este sentido, se efectuó una entrevista al Director Comercial de la Cooperativa 29 de Octubre, Ing. Alex Silva, quien supo manifestar que si bien esta institución puede otorgar créditos a las

¹⁰ Sector de la Economía Popular y Solidaria.

PYMEs en la práctica no lo hace, entre otros factores, por cuanto el personal del área de crédito no ha sido entrenado para el efecto.

Además, manifestó que durante este año se proporcionó un crédito a una PYME para una inversión de capital y la experiencia permitió concluir que, tanto los procedimientos, cuanto los personales no se encuentran preparados para atender este tipo de créditos. La Cooperativa, para el otorgamiento de financiamiento solo se especializa en conceder créditos a personas naturales. Reconoció que la entidad debería incursionar en este tipo de líneas de negocio para crecer, como lo han hecho entidades como la Cooperativa Juventud Ecuatoriana Progresista (JEP) de la ciudad de Cuenca, cuyo volumen de operaciones, incluso le permiten ser más grande que algunos bancos de nuestro medio. Según la página web de la Cooperativa JEP se sitúa, a nivel de América Latina y el Caribe, en el quinto lugar.

Según la misma página web de la Cooperativa JEP, consultada el día 29 de septiembre de 2018, el ranking de las Cooperativas del segmento 1 del Ecuador es el que se da a conocer en la tabla siguiente:

Tabla 11: Ranking de Cooperativas del Segmento 1 del SFE, en Base al Valor de sus Activos

Fecha de Corte: 31 de Julio de 2018

Valores Expresados en US \$

<i>INSTITUCION</i>	<i>RANKING</i>	<i>ACTIVOS</i>
JUVENTUD ECUATORIANA Y PROGRESISTA LTDA.	1	\$ 1.779.321.503
JARDIN AZUAYO LTDA.	2	\$ 808.934.682
POLICIA NACIONAL LTDA.	3	\$ 761.801.783
COOPROGRESO LTDA.	4	\$ 484.847.650
29 DE OCTUBRE LTDA.	5	\$ 474.656.740
OSCUS LTDA.	6	\$ 360.563.460
SAN FRANCISCO LTDA.	7	\$ 324.888.076
RIOBAMBA LTDA.	8	\$ 296.656.576
DE LA PEQUEÑA EMPRESA DE COTOPAXI LTDA.	9	\$ 288.433.353
ALIANZA DEL VALLE LTDA.	10	\$ 283.200.975

Tomado de: Página Web de la Cooperativa JEP, www.coopjep.fin.ec

Fuente: Boletines Mensuales de la SEPS

Es interesante ver como esta Cooperativa JEP mantiene activos muy superiores al resto de entidades del segmento 1 de Cooperativas del Ecuador.

Según la revista Ekos del mes de abril de 2018, el ranking de Bancos, según su cartera de activos, es el que se muestra en la tabla siguiente. Luego se ha incorporado una tabla adicional, en el cual se da a conocer el ranking de las Cooperativas del SFE, en el segmento 1.

Como se puede concluir a partir de las cifras, existen Cooperativas que superan en tamaño a ciertas entidades bancarias. Por ejemplo, como ya se había manifestado en líneas anteriores, la Cooperativa JEP supera en monto de cartera de créditos, al 31 de diciembre de 2017, incluso al último banco de tamaño grande y, por supuesto, a todos los bancos medianos y pequeños.

Tabla 12: Ranking de Bancos del SFE, Según su Monto de Cartera de Crédito
Fecha de Corte: 31 de Diciembre de 2017

Indicadores Cartera de créditos		Total Sistema			
Entidades	dic/2015	dic/2016	dic/2017		
Bancos Privados	19.930,08	21.678,37	24.600,64		
Cooperativas	4.430,54	4.408,83	5.326,75		

Bancos (USD Millones)						
Bancos	2015	2016	2017	Crecimiento 2016	Crecimiento 2017	Participación 2017
● Pichincha	5.650,63	6.573,62	6.991,48	16,3%	6,4%	28,4%
● Pacífico	2.774,37	2.859,88	3.474,03	3,1%	21,5%	14,1%
● Produbanco	1.957,85	2.187,24	2.614,08	11,7%	19,5%	10,6%
● Guayaquil	2.027,97	2.097,33	2.403,42	3,4%	14,6%	9,8%
● Internacional	1.631,65	1.819,01	2.148,81	11,5%	18,1%	8,7%
● Bolivariano	1.389,41	1.448,34	1.676,30	4,2%	15,7%	6,8%
● Diners	1.156,83	1.303,31	1.477,66	12,7%	13,4%	6,0%
● Austro	888,25	895,77	953,34	0,8%	6,4%	3,9%
● Solidario	526,43	537,30	584,05	2,1%	8,7%	2,4%
● General Rumiñahui	355,03	375,36	490,91	5,7%	30,8%	2,0%
● Machala	340,35	366,58	435,04	7,7%	18,7%	1,8%
● Citibank	261,92	192,59	283,21	-26,5%	47,1%	1,2%
● Loja	251,56	236,66	262,24	-5,9%	10,8%	1,1%
● Procredit	258,02	263,30	228,82	2,0%	-13,1%	0,9%
● Bancodesarrollo	110,81	122,42	139,73	10,5%	14,1%	0,6%
● Amazonas	76,83	78,67	89,97	2,4%	14,4%	0,4%
● D-Miro S.A.	98,59	92,97	88,83	-5,7%	-4,5%	0,4%
● Finca	34,25	38,48	51,60	12,4%	34,1%	0,2%
● Visionfund Ecuador		37,15	50,50		35,9%	0,2%
● Coopnacional	22,79	25,48	38,62	11,8%	51,6%	0,2%
● Comercial de Manabí	24,51	30,11	34,48	22,8%	14,5%	0,1%
● Capital	62,13	50,35	31,38	-19,0%	-37,7%	0,1%
● Litoral	12,49	26,36	28,87	111,1%	9,5%	0,1%
● Delbank S.A.	1742	2009	2325	15,3%	15,7%	0,1%

Legenda: ● Grandes ● Medianos ● Pequeños | **Fuente de las tablas:** Superintendencia de Bancos, Superintendencia de Economía Popular y Solidaria
 * Cooperativa de segundo piso

Fuente: (Maldonado & Naranjo, 2017)

Tabla 13: Ranking de Cooperativas del Segmento 1 del SFE, Según su Monto de Cartera de Crédito

Fecha de corte: 31 de Diciembre de 2017

Bancos	2015	2016	2017	Crecimiento 2016	Crecimiento 2017	Participación 2017
● Juventud Ecuatoriana Progresista	711,01	755,10	1.012,80	6,2%	34,1%	19,0%
● Jardín Azuayo	461,53	495,83	569,95	7,4%	14,9%	10,7%
● Policía Nacional	334,15	379,25	532,68	13,5%	40,5%	10,0%
● 29 de Octubre	260,38	245,44	288,80	-5,7%	17,7%	5,4%
● Cooprogreso	248,96	213,07	273,92	-14,4%	28,6%	5,1%
● San Francisco	208,93	197,15	203,65	-5,6%	3,3%	3,8%
● Oseus	196,67	180,70	202,92	-8,1%	12,3%	3,8%
● Alianza del Valle	144,76	147,00	176,13	1,5%	19,8%	3,3%
● Andalucía	131,13	128,69	162,31	-1,9%	26,1%	3,0%
● Riobamba	185,39	167,95	160,66	-9,4%	-4,3%	3,0%
● Mego	134,13	134,78	158,52	0,5%	17,6%	3,0%
● Cacpeco	126,43	135,06	158,49	6,8%	17,3%	3,0%
● Mushuc Runa	132,86	128,76	149,48	-3,1%	16,1%	2,8%
● Atuntaquí	113,43	114,27	125,88	0,7%	10,2%	2,4%
● Cacpe Biblián	90,97	105,18	125,46	15,6%	19,3%	2,4%
● Tulcan	88,49	97,65	123,40	10,4%	26,4%	2,3%
● Pablo Muñoz Vega	100,75	96,58	109,12	-4,1%	13,0%	2,0%
● Cámara de Comercio de Ambato	96,22	99,26	103,49	3,2%	4,3%	1,9%
● Servidores Públicos del Ministerio de Educación y Cultura	92,24	93,97	102,25	1,9%	8,8%	1,9%
● San José	82,43	87,92	101,19	6,7%	15,1%	1,9%
● El Sagrario	98,23	91,54	97,45	-6,8%	6,5%	1,8%
● 23 de Julio	99,47	88,37	92,72	-11,2%	4,9%	1,7%
● Santa Rosa	88,51	76,35	90,98	-13,7%	19,2%	1,7%
● Pihuin Tío Ltda	74,32	73,20	90,85	-1,5%	24,1%	1,7%
● Cacpe Pastaza	62,47	63,75	82,35	2,0%	29,2%	1,5%
● Financoop*	66,69	12,03	31,29	-82,0%	160,2%	0,6%

Leyenda: ● Grandes ● Medianos ● Pequeños | **Fuente de las tablas:** Superintendencia de Bancos, Superintendencia de Economía Popular y Solidaria
* Cooperativa de segundo piso

Fuente: (Maldonado & Naranjo, 2017)

2.5 Segmentación del SFE y Tasas de Interés Para las Operaciones Activas

En nuestro país, para efectos de la concesión de facilidades crediticias a los prestatarios se han estructurado los denominados segmentos y sub segmentos de crédito, en función de los tipos de operaciones que se llevan a cabo, así como de las características de los destinatarios de los recursos involucrados en las mismas.

La Junta de Regulación Monetaria Financiera del Ecuador (JRMF), según resoluciones 043-2015-F y 059-2015-F (Segmentos de Crédito) y la resolución 044-2015-F (Tasas de Interés), expidió una serie de normas que regulan la segmentación de créditos de las entidades del Sistema Financiero Nacional y las tasas de interés activas máximas aplicables a las operaciones a efectuarse en tales segmentos.

Con la emisión de dichas normas se dio cumplimiento a lo dispuesto en el artículo 4 del COMF, en donde se establecen las funciones de dicha entidad; así como, en consonancia con lo dispuesto en el Capítulo 8 de las Disposiciones Generales del Título Sexto “Sistemas de Tasas de Interés” del Libro I “Política Monetaria - Crediticia” y con la finalidad de lograr el incremento de la productividad de los diferentes sectores productivos del Ecuador, así como alcanzar los objetivos ambiciosos del Plan Nacional de Desarrollo y atender las necesidades o requerimientos de los grupos menos favorecidos del país.

2.5.1 Segmentos de Crédito del Sistema Financiero Nacional

En el artículo 1 de la resolución 043-2015-F se establecen y describen, de forma general, los segmentos y sub segmentos de crédito del sistema financiero, de forma bastante detallada. Luego en la resolución 059-2015-F se hacen algunos cambios y precisiones a ese mismo respecto. En cambio, en la resolución 044-2015-F, en su artículo 2 se establecen las tasas activas máximas que cobrarán las entidades del Sistema Financiero Nacional, acorde a lo establecido en la resolución 043-2015-F sobre segmentos de crédito.

Un detalle de los segmentos de crédito puede encontrarse en el anexo Segmentos de Crédito del Sistema Financiero Nacional – Análisis Comparativo. En lo que respecta a las **PYMES** se desea mencionar que existen los siguientes sub segmentos específicos:

- Productivo PYMEs, parte del segmento Productivo.
- Comercial Prioritario PYMEs, parte del segmento Comercial Prioritario.

Usualmente las entidades bancarias incursionan en este tipo de crédito. Las características de estos dos tipos de crédito son, de forma resumida, las siguientes:

Tabla 14: Destinatarios de los Créditos Otorgados a las PYMEs del SFE

Nombre del tipo de crédito	Beneficiarios
Productivo PYMEs	Productivo PYMES.- Operaciones de crédito productivo otorgadas a personas naturales obligadas a llevar contabilidad o a personas jurídicas que registren ventas anuales superiores a USD 100,000.00 y hasta USD 1,000,000.00.
Comercial prioritario PYMES	Comercial Prioritario PYMES.- Operaciones de crédito comercial prioritario otorgadas a personas naturales obligadas a llevar contabilidad o personas jurídicas cuyas ventas anuales sean superiores a USD 100,000.00 y hasta USD 1,000,000.00.

Fuente: www.bce.fin.ec

Según la resolución 43-2015-F de la La Junta de Regulación Monetaria Financiera del Ecuador, de manera textual se da a conocer que:

- El crédito productivo es el otorgado a personas naturales obligadas a llevar contabilidad o personas jurídicas por un plazo superior a un año para financiar proyectos productivos cuyo monto, en al menos el 90%, sea destinado para la adquisición de bienes de capital, terrenos, construcción de infraestructura y compra de derechos de propiedad industrial. Se exceptúa la adquisición de franquicias, marcas, pagos de regalías, licencias y la compra de vehículos de combustible fósil. Se incluye en este segmento el crédito directo otorgado a favor de las personas jurídicas no residentes de la economía ecuatoriana para la adquisición de exportaciones de bienes y servicios producidos por residentes. Dentro de este segmento de crédito el sub segmento de crédito productivo empresarial corresponde a las operaciones de crédito comercial prioritario otorgadas a personas naturales obligadas a llevar contabilidad o personas jurídicas que registren ventas anuales superiores a USD 1,000,000.00 y hasta USD 5,000,000.00.
- El crédito comercial prioritario es el otorgado a personas naturales obligadas a llevar contabilidad o a personas jurídicas que registren ventas anuales superiores a USD 100,000.00 destinado a la adquisición de bienes y servicios para actividades productivas y comerciales, que no estén categorizados en el segmento comercial ordinario. Se incluye en este segmento las operaciones de financiamiento de

vehículos pesados y los créditos entre entidades financieras. El sub segmento comercial prioritario empresarial corresponde a operaciones de crédito comercial prioritario otorgadas a personas naturales obligadas a llevar contabilidad o personas jurídicas que registren ventas anuales superiores a USD '1,000,000.00 y hasta USD 5,000,000.00.

Como podrá concluirse el crédito para PYMEs no está destinado para empresas que se definen como PYMES según la SCVS, puesto que se limitan para empresas cuyas ventas no superen el millón de dólares. La empresa en estudio supera este monto de ventas y, por ello, en el caso de aplicar algún tipo de crédito productivo o comercial prioritario, lo debería hacer para el sub segmento de crédito empresarial de cualquiera de los dos segmentos. Claro está que ello permitiría acceder a una facilidad de crédito algo más barata que la específica para PYMEs, según la segmentación de créditos vigente.

En el anexo **Clasificación de las Empresas Por Su Tamaño En Ecuador, Según la SCVS**, al final de este trabajo se define como pequeña empresa a las que tienen personal ocupado entre 10 y 49 empleados y ventas entre \$ 100 mil y un millón de dólares, pero en cambio el crédito diseñado para PYMEs es precisamente para ese tipo de empresas. Por ello, se puede concluir que este tipo de créditos no es para todas las PYMEs, sino solo para las empresas pequeñas y no para las medianas. Para las empresas medianas se podría aplicar a créditos del segmento empresarial.

2.5.2 Tasas de Interés Activas Máximas del Sistema Financiero Nacional, en Función de los Segmentos de Crédito

El financiamiento otorgado por las entidades del Sistema Financiero Ecuatoriano se registra dentro de lo que se conocen como operaciones activas. Los intereses que se cobran por otorgar este tipo de financiamiento se conoce como tasas activas.

Tasas de interés vigentes para las operaciones activas del SFE

En cuanto a las tasas de interés vigentes para las diferentes operaciones de crédito de las entidades del sistema financiero ecuatoriano se debe anotar lo siguiente:

- De acuerdo al contenido de la resolución 044-2015-F, las tasas de interés activas máximas anuales para las operaciones de crédito del segmento productivo son las siguientes:
 - Corporativo: 9,23%
 - Empresarial: 10,21%
 - PYMEs: 11,83%
- Según la misma resolución la tasa de interés activa máxima anual para el segmento comercial prioritario es:
 - Corporativo: 9,33%
 - Empresarial: 10,21%
 - PYMEs: 11,83%

Si bien esas son las tasas de interés máximas vigentes, en cambio las tasas activas efectivas anuales vigentes del sistema financiero, excepto para los segmentos 2 a 5 de la EPS, al mes de septiembre de 2018 son las que se detallan en la tabla posterior:

Tabla 15: Tasas de Interés Activas Referenciales y Máximas del Sistema Financiero Ecuatoriano, Excepto los Segmentos 2 a 5 de la EPS
Cortado a septiembre de 2018

Tasas Referenciales		Tasas Máximas	
Tasa Activa Efectiva Referencial para el segmento:	% anual	Tasa Activa Efectiva Máxima para el segmento:	% anual
Productivo Corporativo	7,93	Productivo Corporativo	9,33
Productivo Empresarial	9,52	Productivo Empresarial	10,21
Productivo PYMES	11,10	Productivo PYMES	11,83
Comercial Ordinario	7,92	Comercial Ordinario	11,83
Comercial Prioritario Corporativo	8,01	Comercial Prioritario Corporativo	9,33
Comercial Prioritario Empresarial	9,74	Comercial Prioritario Empresarial	10,21
Comercial Prioritario PYMES	10,46	Comercial Prioritario PYMES	11,83
Consumo Ordinario	16,52	Consumo Ordinario	17,30
Consumo Prioritario	16,50	Consumo Prioritario	17,30
Educativo	9,46	Educativo	9,50
Inmobiliario	10,09	Inmobiliario	11,33
Vivienda de Interés Público	4,80	Vivienda de Interés Público	4,99
Microcrédito Minorista ¹	26,83	Microcrédito Minorista*	28,50
Microcrédito de Acumulación Simple ¹	23,81	Microcrédito de Acumulación Simple*	25,50
Microcrédito de Acumulación Ampliada ¹	20,27	Microcrédito de Acumulación Ampliada*	23,50
Inversión Pública	8,10	Inversión Pública	9,33

1. Las tasas de interés para los segmentos Microcrédito Minorista, Microcrédito de Acumulación Simple y Microcrédito de Acumulación Ampliada se calculó con información del sector financiero privado y de la economía popular y solidaria (cooperativas de ahorro y crédito del segmento 1 y mutualistas).

Fuente: www.bce.fin.ec

Se detallan las tasas referenciales¹¹ y las tasas máximas vigentes. Como se puede apreciar, las PYMEs dentro de su respectivo segmento, en los créditos productivos, comerciales y empresariales prioritarios tienen las tasas de interés más altas, aunque la diferencia no es tan significativa.

2.5.3 Segmentación de Cooperativas por Tamaño

Otro aspecto que no se puede dejar de lado, es el relativo a la segmentación de las Cooperativas del SFE, de acuerdo a su tamaño. Específicamente, respecto de esto, en la página web de la SEPS, se da a conocer que de acuerdo al artículo 447 del COMF las cooperativas se clasificarán de acuerdo al volumen de sus activos. La Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera expide la resolución No. 038-2015-F el 13 de febrero de 2015, en la que establece dicha segmentación, de la siguiente manera:

Tabla 16: Segmentación de Cooperativas por Tamaño

<i>Segmento</i>	<i>Activos (USD)</i>
<i>1</i>	<i>Mayor a 80'000.000,00</i>
<i>2</i>	<i>Mayor a 20'000.000,00 hasta 80'000.000,00</i>
<i>3</i>	<i>Mayor a 5'000.000,00 hasta 20'000.000,00</i>
<i>4</i>	<i>Mayor a 1'000.000,00 hasta 5'000.000,00</i>
<i>5</i>	<i>Hasta 1'000.000,00</i>
	<i>Cajas de Ahorro, bancos comunales y cajas comunales</i>

Fuente: www.seps.gob.ec

Además, en el artículo 2 de esa disposición se dispone: Las entidades de los segmentos 3, 4 y 5 definidas en el artículo anterior se segmentarán adicionalmente al vínculo con sus territorios. Se entenderá que las entidades referidas tienen vínculo territorial cuando coloquen al menos el 50% de los recursos en los territorios donde estos fueron captados.

¹¹ “Tasa Activa Referencial es igual al promedio ponderado semanal de las tasas de operaciones de crédito de entre 84 y 91 días, otorgadas por todos los bancos privados, al sector corporativo” (BCE. www.bce.fin.ec).

2.6 Costo del Financiamiento Otorgado a las PYMES por Parte del SFE

En función de las características de las PYMES para el SFE y por la importancia relativa del tipo de crédito se detalla la información relativa a las tasas de interés del segmento comercial prioritario:

Corte: Período Julio 2017 a Julio de 2018

Cifras en Porcentajes

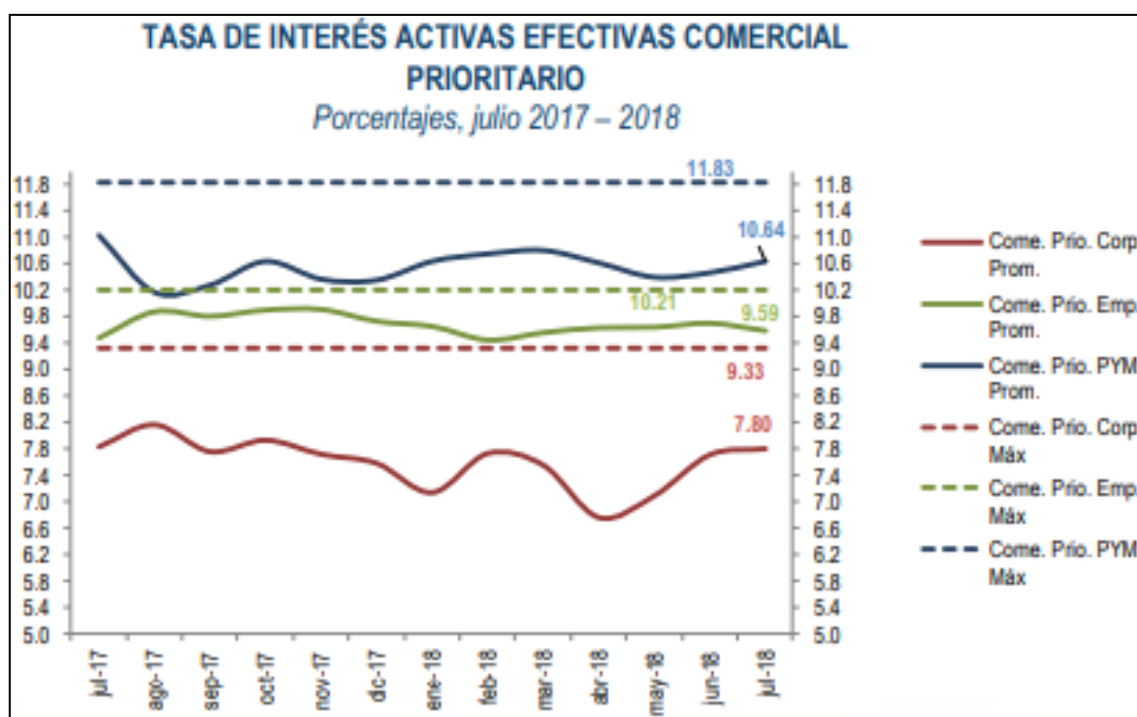


Figura 8: Tasa de Interés Activas Efectivas del SFE Correspondientes al Segmento Comercial Prioritario

Fuente: www.be.fin.ec

En la tabla anterior se puede apreciar que las tasas activas promedio han demostrado un cierto crecimiento en los últimos meses; lo cual se refleja en el incremento de las tasas pasivas del SFE. La tasa activa comercial prioritaria, a finales de julio de este año, alcanzó una tasa promedio del 10,64% anual efectivo, frente a una tasa máxima de 11,83%.

Corte: Período Julio 2017 a Julio de 2018

Cifras en Porcentajes

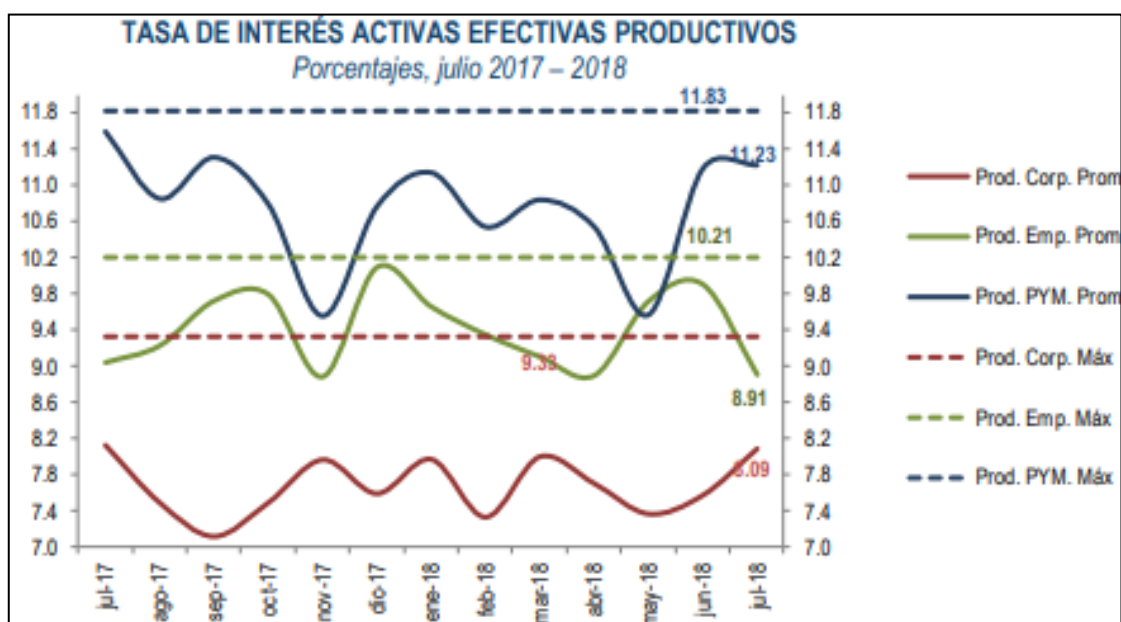


Tabla 17: Tasa de Interés Activas Efectivas del SFE Correspondientes al Segmento Productivo

Fuente: www.be.fin.ec

Se puede observar un crecimiento de las tasas de interés activas promedio de este segmento, en mayor proporción que las tasas activas del sector comercial prioritario. La tasa de interés activa promedio alcanzó en julio de 2018 el 11,23% anual efectivo, frente a una tasa máxima del 11,83%.

2.7 Operaciones de Crédito Activas Otorgadas a las PYMEs en el SFE

Partiendo de la información disponible en los reportes de la página web del Banco Central del Ecuador www.bce.fin.ec, se procedió a elaborar el siguiente resumen:

Tabla 18: Resumen de Operaciones Activas Efectuadas por el Sistema Financiero Ecuatoriano

Período: 2016 a Julio de 2018

Año	Sector Privado y SEPS					Sector Público			
	BP	COOP	MUT	SOC FIN	Total	CFN	BEDE	BAN Ecuador	Total
Valores en Millones de Dólares									
2016	18351	3489	190	1154	23262	285	151	485	915
2017	21293	5233	209	650	27385	777	503	1232	2544
2018 (A julio)	14283	3674	141	0	18098	285	151	485	915
Global	53926	12396	540	1804	68746	1347	805	2201	4373
2018*	24485	6298	242	0	31025	488	259	831	1568
Global*	64128	15020	641	1804	81673	1550	913	2547	5026
Porcentajes									
2016	78,9%	15,0%	0,8%	5,0%	100,0%	31,2%	16,5%	53,0%	100,0%
2017	77,8%	19,1%	0,8%	2,4%	100,0%	30,5%	19,8%	48,4%	100,0%
2018 (A julio)	78,9%	20,3%	0,8%	0,0%	100,0%	31,2%	16,5%	53,0%	100,0%
Global	78,4%	18,0%	0,8%	2,6%	100,0%	2,0%	1,2%	3,2%	6,4%
2018*	78,9%	20,3%	0,8%	0,0%	100,0%	31,2%	16,5%	53,0%	100,0%
Global*	78,5%	18,4%	0,8%	2,2%	100,0%	30,8%	18,2%	50,7%	100,0%

Fuente: Banco Central del Ecuador – Información Estadística Mensual

Las abreviaciones de la tabla anterior tienen el significado siguiente:

- BP = Banca privada
- COOP = Cooperativas
- MUT = Mutualistas
- SOC FIN = Sociedades Financieras
- SFP = Sistema Financiero Privado
- EPS = Economía Popular y Solidaria

Como se puede apreciar, el volumen de operaciones activas se ha incrementado de forma sostenida entre los años 2016 y 2018. En el caso del sistema financiero privado pasó de 23.262 mil millones de US \$ en el 2016 a un estimado de 31.025 mil millones de US \$ en el año 2018 (\$ 18.098 mil millones hasta julio de 2018). Así mismo, en el sector financiero público también se observa un crecimiento en el mismo lapso de tiempo;

aunque, con cifras no sostenidas entre los años 2017 y 2018, explicado por el comportamiento del financiamiento otorgado por el banco BAN Ecuador.

En cuanto a las entidades más importantes, en relación al otorgamiento de financiamiento, los bancos y las cooperativas otorgan la mayor cantidad de recursos. Las sociedades financieras privadas han ido desapareciendo del panorama financiero, las cuales o han ido liquidándose o se han fusionado, han sido absorbidas o se han transformado, principalmente.

Como se deriva de la tabla anterior, el sector financiero privado es mucho más importante que el público, en relación con las operaciones activas concedidas. Esto se deriva de la gran necesidad de recursos que ha utilizado el estado ha demandado para la excesiva obra pública. Dentro de este sector, el BAN Ecuador y la CFN otorgan la mayor cantidad de recursos al mercado financiero.

Tabla 19: Desglose de las Operaciones Activas Otorgadas por el SFE Privado, por Segmento de Crédito

Período: 2016 al 2018

Período	Pr	Pr Emp	Pr PYMEs	Com.	CoP Emp	CoP PYMEs	Cons	Micro Crédito	Otros	Total
---------	----	-----------	-------------	------	------------	--------------	------	------------------	-------	-------

En millones de US \$

2016	742	109	83	12911	1322	1010	5734	2932	942	23262
2017	1408	206	129	13653	1580	1244	7780	3525	1019	27385
2018 (julio)	885	159	104	8679	978	722	5514	2315	705	18098
2018 *	1518	272	178	14878	1676	1238	9453	3968	1208	31025

Porcentajes respecto del segmento

2016	100,0%	14,7%	11,1%	100,0%	10,2%	7,8%
2017	100,0%	14,6%	9,2%	100,0%	11,6%	9,1%
2018 (julio)	100,0%	17,9%	11,8%	100,0%	11,3%	8,3%
2018 *	100,0%	17,9%	11,8%	100,0%	11,3%	8,3%

Porcentajes respecto del total del SFE privado

2016	3,2%		55,5%		24,7%	12,6%	4,0%	100,0%
2017	5,1%		49,9%		28,4%	12,9%	3,7%	100,0%
2018 (julio)	4,9%		48,0%		30,5%	12,8%	3,9%	100,0%
2018 *	4,9%		48,0%		30,5%	12,8%	3,9%	100,0%

Fuente: Banco Central del Ecuador – Información Estadística Mensual

Significado de las siglas utilizadas en la tabla anterior:

- Pr = Productivo
- Pr Empr = Productivo empresarial
- Pr PYMEs = Productivo PYMEs
- Com. = Comercial
- CoP Emp = Comercial prioritario empresarial
- CoP PYMEs = Comercial prioritario PYMEs
- Cons = Consumo

Como se puede concluir a partir de la tabla anterior, dentro del financiamiento otorgado por el SFE privado el segmento Comercial es el de mayor importancia en los diferentes porcentajes, alrededor del 50% e incluso superior a él. Le sigue en importancia el segmento de consumo y luego el de micro crédito. En cuarta posición se encuentra el segmento productivo. Esto demuestra la poca vocación industrial de nuestro país, así como la poca inclinación a que las empresas inviertan en actividades de capital; es decir, a largo plazo. Esto es notorio cuando se efectúan comparaciones con otros países. Por el enfoque del presente trabajo de titulación no se procedió a profundizar en este aspecto.

Dentro del segmento comercial el sub segmento comercial prioritario para PYMEs es menos importante que el sub segmento comercial prioritario empresarial, aunque en una relación no muy lejana, de alrededor de 4 a 5. Esta situación es distinta a la que se observa en el segmento de créditos productivos, como se explica en las siguientes líneas. Dentro del segmento productivo, el sub segmento para PYMEs es menos importante que el empresarial y, por supuesto, menor que el sub segmentó corporativo, con cuyas cifras se completa el 100% del crédito productivo y que no fueron incorporadas en la tabla anterior.

Significado de las siglas utilizadas en la tabla anterior:

- Pr = Productivo
- Pr Empr = Productivo empresarial
- Pr PYMEs = Productivo PYMEs
- Com. = Comercial
- CoP Emp = Comercial prioritario empresarial

- CoP PYMEs = Comercial prioritario PYMEs
- Cons = Consumo

Como se puede concluir a partir de la tabla anterior, dentro del financiamiento otorgado por el SFE privado el segmento Comercial es el de mayor importancia en los diferentes porcentajes, alrededor del 50% e incluso superior a él. Le sigue en importancia el segmento de consumo y luego el de micro crédito. En cuarta posición se encuentra el segmento productivo. Esto demuestra la poca vocación industrial de nuestro país, así como la poca inclinación a que las empresas inviertan en actividades de capital; es decir, a largo plazo. Esto es notorio cuando se efectúan comparaciones con otros países. Por el enfoque del presente trabajo de titulación no se procedió a profundizar en este aspecto.

Financiamiento otorgado por los diferentes sectores del SFE mediante los segmentos de crédito específicos dirigidos a las PYMEs

Tomando en consideración la información de las tablas anteriores se puede establecer que:

- Del total de financiamiento otorgado por las PYMEs durante los siete primeros meses del año 2018, los sectores financieros privado y de Economía Popular y Solidaria un 9,57% fue canalizado a través de los segmentos de crédito diseñado para las PYMEs; es decir, el productivo PYMEs y Comercial Prioritario PYMEs.
- Adicionalmente, en base a la misma información, se pudo concluir que, del total de financiamiento otorgado a las PYMEs a través de los sub segmentos de crédito específicamente diseñado para las PYMEs durante el mismo período, el 9,96% fue canalizado a dicho tipo de empresas.
- Es evidente que, en términos porcentuales o relativos, en los dos grupos de sub segmentos de crédito, la importancia relativa del financiamiento otorgado a las PYMEs es muy similar; no así en términos absolutos o monetarios totales; por cuanto, la cantidad de operaciones en valores de los sectores financieros privado y de Economía Popular y Solidaria muestra una relación de casi 20 a 1.

Para complementar la información anterior deseamos dar a conocer la estructura de empresas en el Ecuador, clasificadas por su tamaño:

Tabla 20: Número de Empresas Registradas en la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Años: 2011, 2013, 2015, 2017 y 2018

Años	Grandes		Medianas		Pequeñas		Micro		TOTAL	
	N°.	%	N°.	%	N°.	%	N°.	%	N°.	%
2018	1.802	3.0%	4.643	7.7%	15.109	25.3%	38.098	63.9%	59.652	100%
2017	2.944	4.4%	6.944	10.3%	19.787	29.4%	37.649	55.9%	67.324	100%
2015	3.000	5.4%	6.900	12.5%	17.375	31.4%	28.080	50.7%	55.355	100%
2013	1.771	2.9%	535	0.9%	34.914	56.3%	24.756	39.9%	61.976	100%
2011	3.052	6.1%	6.987	14%	16.222	32.5%	23.631	47.4%	49.892	100%

Fuente: www.supercias.gob.ec/portal/SCVS

Si se consolida el total de empresas medianas y pequeñas se puede observar que del total de empresas registradas en la SCVS al año 2018 un 33% corresponde a este tipo de empresas, de acuerdo a las definiciones de dicha entidad.

Considerando que existe diferencia entre la definición de PYMEs para el SFE y la SCVS para establecer el porcentaje de financiamiento que se otorga a las PYMEs, de las estadísticas del SFE debe sumarse los créditos del Segmento Productivo y Comercial Prioritario Empresarial y para PYMEs, que son dirigidos a las medianas y pequeñas empresas. Luego de efectuar esta consolidación se tendría que del total de operaciones de crédito del SFE de los sectores privado y de la Economía Popular y Solidaria en los años 2017 y hasta julio 2018, respectivamente, el porcentaje de financiamiento que se dirige a las PYMEs, en función de la definición de la SCVS es de 17,30% y 16,25%, aproximadamente.

Considerando las cifras del número de empresas inscritas en la SCVS y las estadísticas del SFE, se puede concluir que no están equilibrados los porcentajes del número de empresas pequeñas y medianas (33% del total) con el porcentaje de operaciones del SFE Privado y de Economía Popular y Solidaria, que es de aproximadamente la mitad.

3 FINANCIAMIENTO A TRAVÉS DEL MERCADO DE VALORES PARA LAS PYMES

Aparte del financiamiento provisto por los integrantes del sistema financiero tradicional en el Ecuador existen otras fuentes de financiamiento para los inversionistas, específicamente en este capítulo nos referiremos al Mercado de Valores, respecto del cual se expondrán algunas características, conceptos y alternativas de financiamiento, sobre todo, para las PYMES.

3.1 Conceptos y Definiciones en Torno al Mercado de Valores

Según Gitman, L. y Zutter, Ch. (2012) el mercado de valores es el segmento del mercado financiero que permite la movilización de recursos financieros estables que permiten financiar las actividades productivas de corto, mediano y largo plazo, tomándolos desde los sectores ahorristas o superavitarios hacia los sectores deficitarios, mediante la compra – venta de diferente tipo de valores. Este mercado constituye una valiosa e importante fuente directa de financiamiento empresarial y una interesante opción de rentabilidad para los inversionistas.

Lamentablemente en el Ecuador, el desarrollo y profundidad de este mercado no ha alcanzado niveles apropiados, existiendo a la fecha poca actividad. En el caso del Ecuador, existen dos Bolsas de Valores organizadas, específicamente se trata de la Bolsa de valores de Quito y de la Bolsa de Valores de Guayaquil. En el numeral relativo a las estadísticas relativas el Mercado de Valores ecuatoriano, dentro de este mismo capítulo, se pueden apreciar las cifras respecto de las colocaciones en diferentes tipos de instrumentos de este mercado; las mismas que permitirán ratificar lo expuesto.

Según ASOCAVAL (2014) los objetivos que se buscan a través del Mercado de Valores son los que se representan en la siguiente imagen:

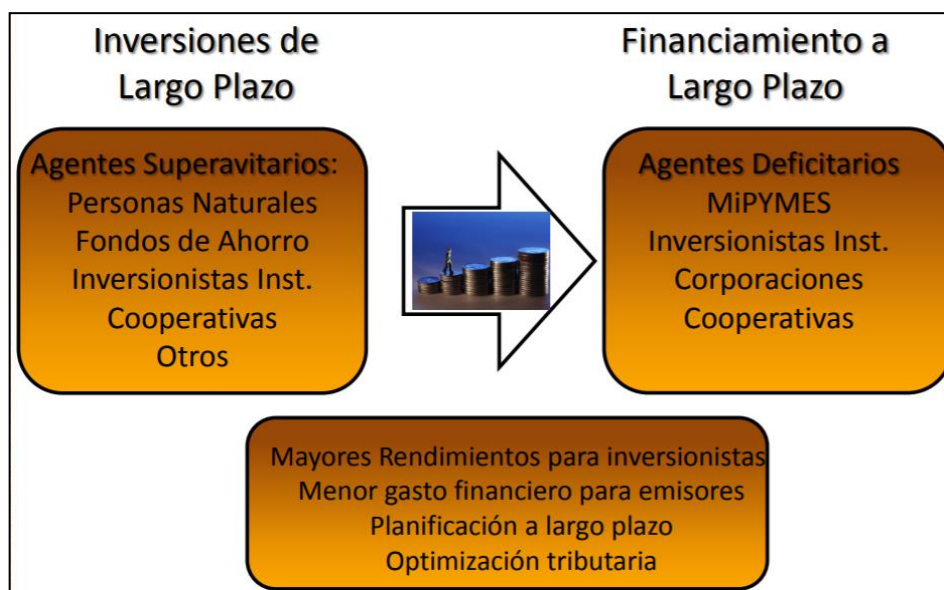


Figura 9: Objetivos Que se Desean Alcanzar a Través del Mercado de Valores (MV)

Fuente: (ASOCAVAL, 2014)

Como se puede apreciar el MV es una alternativa, tanto de inversión, cuanto de financiamiento para los diferentes participantes de la economía de un país. Es menester destacar que se resalta en la imagen anterior a las MIPYMES como organizaciones que pueden acudir a este mercado. Lamentablemente, en la práctica, esta posibilidad a encontrado a algunos obstáculos por los volúmenes de financiamiento necesarios y otras dificultades de acceso, respecto de las cuales se hablará más adelante.

3.2 Estructura del Mercado de Valores

Con el fin de comprender el funcionamiento y alternativas de financiamiento que otorga el Mercado de Valores en nuestro país, a continuación, se analizarán algunos aspectos que se han considerado convenientes en las circunstancias.

3.2.1 Segmentos del Mercado de Valores

Hay diversos segmentos del Mercado de Valores, pero desde nuestro particular punto de vista consideramos que los que se citan a continuación son los más importantes¹²:

¹² En relación con los términos siguientes también puede revisar al final de este trabajo el anexo Términos Clave. Elaborado en base a (Bolsa de Valores de Quito, 2010).

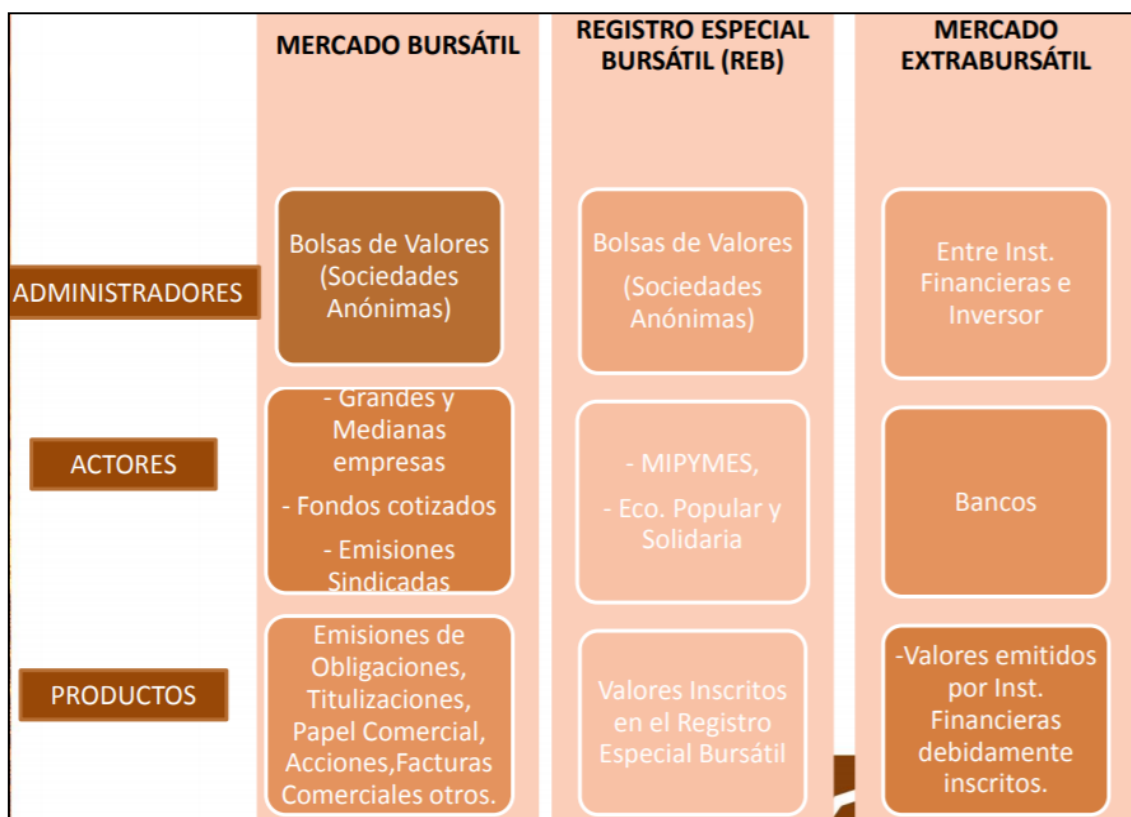
- *BURSÁTIL*, es el que tiene lugar en las Bolsas de Valores, a través de sus intermediarios, mediante ofertas, demandas y negociaciones de valores apropiadamente inscritos en el Registro de Mercado de Valores y en las Bolsas de Valores.
- *EXTRABURSÁTIL*, es el que se desarrolla fuera del ámbito de las bolsas de valores con la participación de diversos tipos de intermediarios de valores autorizados; así como, a través de inversionistas institucionales, con títulos valores que han sido debidamente inscritos en el registro del Mercado de Valores.
- *PRIVADO*, son las negociaciones que se realizan en forma directa entre comprador y vendedor, sin la intervención de intermediarios.
- *PRIMARIO*, es aquel en el cual se efectúa la primera venta o colocación de títulos - valores que lleva a cabo el emisor con la finalidad de obtener de manera directa los recursos que necesita.
- *SECUNDARIO*, incluye todas las demás ventas posteriores de los títulos - valores emitidos antes en el mercado primario y que se llevan a cabo por necesidades de liquidez.

Según ASOCAVAL (2014) los administradores, actores y principales productos del Mercado de Valores ecuatoriano son los que se representan en la imagen que se incorpora a continuación. En la imagen se representa al registro especial bursátil, respecto del cual se hablará posteriormente, puesto que constituye el mecanismo diseñado para el financiamiento de las PYMES, precisamente el objetivo principal de este trabajo de titulación.

Según Cano, (2016), el Código Orgánico, Monetario y Financiero, consagra que el Registro Espacial Bursátil (REB) es un segmento del mercado bursátil, parte integrante del mercado de valores, especializado en pequeñas y/o medianas empresas y organizaciones de la Economía, popular y Solidaria que emiten o poseen potencial de emitir valores y que requieren de un tratamiento especial, en función de sus características especiales.

El alto nivel de requisitos exigidos y transparencia informativa que requiere el mercado bursátil para la inscripción y negociación en la Bolsa de Valores ha impedido de manera importante el acceso de las PYMES a este segmento del Mercado de Valores, lo cual produjo un efecto no deseado sobre las pequeñas y medianas empresas: su no participación en él de manera importante. Por lo anterior, se creó un segmento especializado dentro del mercado bursátil para PYMES y organizaciones de la Economía Popular y Solidaria.

Figura 10: Administradores, Actores y Principales Productos del Mercado de Valores Ecuatoriano¹³



Fuente: (ASOCAVAL, 2014)

¹³ Al respecto de algunos elementos de la ilustración anterior puede consultarse el anexo Términos Clave al final de este trabajo de titulación.

3.2.2 Participantes del Mercado de Valores

Existen muchos participantes en el Mercado de Valores, aunque para efectos del presente trabajo de titulación se van a considerar los siguientes¹⁴:

- **EMISORES**, son compañías o entidades públicas y privadas que, en función de su necesidad de recursos financieros, proceden a emitir valores, para venderlos a través del mercado de valores y de esa manera obtener los recursos requeridos.
- **INVERSIONISTAS**, son aquellas personas naturales o jurídicas que siendo superavitarios de recursos de carácter financiero optan por colocarlos a través del mercado de valores mediante la adquisición de títulos valores con el fin de obtener una mayor rentabilidad que la que obtendrían mediante el sistema financiero tradicional; es decir a través de bancos, cooperativas y mutualistas, especialmente.
- **INTERMEDIARIOS**, las Casas de Valores autorizadas, las mismas que llevan a cabo la importante tarea de vincular a los oferentes y demandantes de recursos en el mercado de valores, con la finalidad de facilitar los diferentes tipos de transacciones en condiciones de organización, integración y eficiencia.

Cabe destacar que cualquier persona natural o jurídica puede participar en el mercado de valores.

3.3 Estadísticas de las Colocaciones Efectuadas en el Mercado de Valores del Ecuador y de las Empresas Inscritas

Es necesario mencionar que en la página web de la Bolsa de valores de Quito (BVQ) existe escasa información respecto de las colocaciones de los diferentes tipos de títulos valores en el mercado financiero ecuatoriano, a través del mercado de valores bursátil, en especial en relación de las colocaciones que se efectúen de y por las empresas que puedan ser catalogadas como PYMEs.

¹⁴ Respecto de los participantes a citarse puede consultarse el anexo Términos Clave al final de este trabajo de titulación. En base a la (Bolsa de Valores de Quito, 2010).

La información, en cuanto a montos de negociación se refiere de forma general a todas las empresas, sin que se de ningún tipo de discriminación, separando aquella referente a las PYMES. Según un funcionario del Departamento de información de la Bolsa de Valores de Quito, este tipo de información no es de público acceso. En el caso de que esta sea requerida, puede ser preparada por la entidad bajo costo del solicitante. Esta constituye una importante limitación para la ejecución de estudios como el que se efectuó a través del presente trabajo de titulación.

En todo caso, dada la nula puesta en marcha del REB, las empresas que pueden estar catalogadas como PYMES, han optado, que cuando se trata de obtener financiamiento mediante el mercado de valores, lo han hecho bajo la normativa que la observan empresas que han superado los límites legales o de costumbre, de ser catalogadas como PYMES.

Tabla 21: Volumen Nacional Negociado en las Bolsas de Valores

Período: 20017 –abril de 2018

VOLUMEN NACIONAL NEGOCIADO (Miles de dólares)							
AÑOS	Renta Fija	TASA CREC. %	PART. DEL T. %	Renta Variable	TASA CREC. %	PART. DEL T. %	TOTAL NACIONAL
2007	3.179.986	-30%	91,6%	289.778	-10%	8,4%	3.469.764
2008	4.993.032	57%	96,6%	177.969	-39%	3,4%	5.171.000
2009	5.070.857	2%	78,9%	1.356.427	662%	21,1%	6.427.284
2010	4.973.836	-2%	97,4%	132.086	-90%	2,6%	5.105.921
2011	3.647.719	-27%	97,0%	112.917	-15%	3,0%	3.760.636
2012	3.603.982	-1%	96,2%	144.135	28%	3,8%	3.748.117
2013	3.573.902	-1%	96,0%	148.365	3%	4,0%	3.722.267
2014	6.341.090	77%	84,1%	1.203.048	711%	15,9%	7.544.138
2015	4.969.257	-22%	98,5%	77.666	-94%	1,5%	5.046.923
2016	8.240.083	66%	98,8%	96.386	24%	1,2%	8.336.469
2017	6.574.386	-20%	99,4%	42.475	-56%	0,6%	6.616.861
ene 18 - abr 18	2.184.781	-67%	98,9%	24.910	-41%	1,1%	2.209.691
TOTAL	57.352.910			3.806.163			61.159.072

Fuente: (BVQ, 2018)

En base a la información anterior, se procedió a elaborar la figura siguiente en el cual es posible apreciar de mejor manera el comportamiento del valor de las negociaciones expresados en USD. Lo que se puede expresar en torno a la tabla anterior es que la negociación de títulos de renta variable ha perdido de forma bastante notoria importancia en el espectro de las fuentes de financiamiento para las empresas en el mercado de valores del Ecuador. Apenas se habían negociado un total de aproximado de 24 millones de dólares en títulos de renta variable; lo cual representa alrededor de apenas el 1,1% del total negociado.

Período: 2017- Abril de 2018

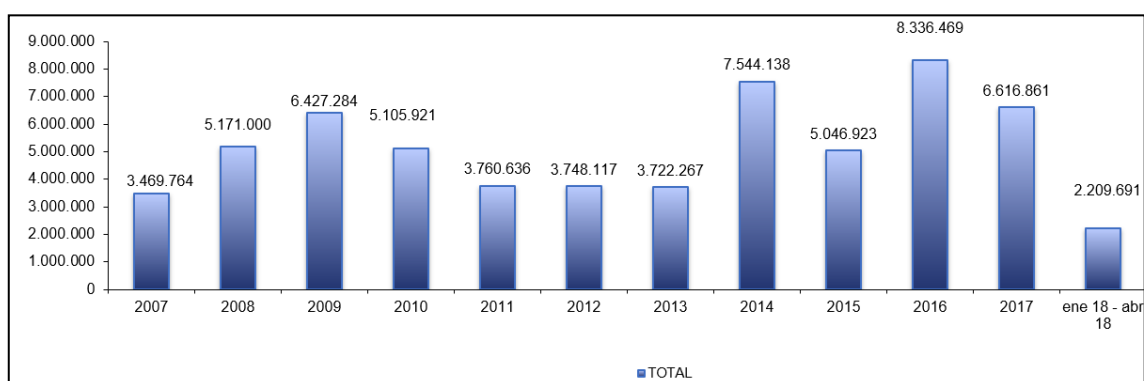


Figura 11: Montos Negociados En Las Bolsas de Valores del Ecuador

Fuente: (Bolsa de Valores de Quito, 2018a)

Como se puede apreciar el mercado de valores a nivel nacional ha sufrido una importante contracción en el año 2017, la misma que se mantiene en los primeros meses del año 2018. Los valores de las negociaciones que se observan en el año 2107 alcanzan niveles similares a los que se observan en el año 2009. Esta situación descrita da a conocer el poco crecimiento observados; más aun tomando en consideración que las cifras han sido preparadas en dólares históricos.

El comportamiento del mercado, en cuanto a montos negociados, es errático y se encuentra caracterizado por un notable predominio de los títulos de renta fija sobre los de renta variable. Tan solo en los años 2009 y 2014, el porcentaje de negociaciones de título de renta fija supera el 92% nítidamente y en la gran mayoría de años es superior al 96%. Los años en que se dieron otro tipo de comportamientos se debe a operaciones puntuales en que se negociaron acciones de ciertos grupos empresariales.

Respecto de los títulos de renta fija el detalle de los títulos negociados es el que se incorpora a continuación:

Tabla 22: Valores Negociados en las Bolsas de Valores del Ecuador**Período: 2017 y enero 2017 a abril de 2018****Cifras en US \$**

Título	2017		Enero 2018 - Abril 2018	
	Valor efectivo	%	Valor efectivo	%
Certificados de tesorería	2.270.677.912	30%	669.700.311	31%
Certificados de inversión	1.034.825.762	22%	285.550.921	13%
TBC - Títulos del Bco. Central	204.683.927	4%	51.421.970	2%
Certificados de depósito	918.612.345	14%	516.057.296	24%
Papel comercial	657.756.011	9%	227.049.746	10%
Bonos de Estado	279.035.626	3%	47.091.093	2%
Obligaciones corporativas	432.895.709	4%	137.615.329	6%
Notas de crédito	259.318.557	3%	83.240.375	4%
Cupones de capital	14.624.582	8%	5.876.987	0%
Pólizas de acumulación	44.044.520	0%	74.149.953	3%
Otros	457.910.753	2%	110.937.019	4%
Total	6.574.385.704	100%	2.208.691.000	100%

Fuente: (Bolsa de Valores de Quito, 2018a)

Si se hace una proyección gruesa en base a las cifras de la tabla anterior, se puede esperar que los volúmenes negociados en las Bolsas de valores de Quito y Guayaquil no tendrá un comportamiento muy diferente en este año respecto del año 2017.

3.4 Financiamiento Para las PYMEs a Través de la Bolsa de Valores en el Ecuador

En este numeral se tratará respecto de las facilidades de financiamiento diseñadas de forma expresa para las PYMES. Esto significa que si una empresa es PYME y se financia a través de los mecanismos normales del mercado de valores normales; es decir, existentes para las organizaciones grandes, entonces la información relacionada se encuentra catalogada como relativa a empresas no consideradas PYMES.

3.4.1 Empresas Consideradas PYMES Entre las Inscritas en la Bolsa de Valores

Según Bolsa de Valores de Quito (2018a) del total de emisores inscritos en las Bolsas de Valores, a nivel nacional; es decir, entre Quito y Guayaquil, existen 281 empresas, de las

cuales 145 son PYMEs. Esta cantidad de empresas representa el 51% del total. De este total, 106 empresas son grandes (38%). El resto corresponde a entidades del sector financiero, las mismas que según el COMF pueden intervenir en el mercado de valores. Además, se encuentran inscritos un total de 84 fideicomisos y titularizaciones, cantidad independiente del total de 281 empresas inscritas.

A continuación, en la siguiente tabla, se detallan las PYMEs inscritas en las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil en cuanto a los sectores de la economía a los que se pertenecen y a la provincia en la que se encuentran domiciliadas.

En el costado izquierdo de la siguiente tabla se puede observar que las empresas inscritas, mayoritariamente, pertenecen a los sectores comercial e industrial, con un 37% y un 25%, respectivamente. Además, en cuanto a la provincia en la cual se encuentran domiciliadas, se puede observar el hecho de que 94 empresas pertenecen a la provincia del Guayas (65%) y apenas un 26% a la provincia de Pichincha. Guayas supera en 161% el número de empresas inscritas en la provincia del Guayas; lo que deja claro el hecho de que, en el caso del Distrito metropolitano de Quito, el número de empresas que han accedido a este mercado es bastante limitado.

Tabla 23: PYMEs Registradas Como Emisores en el Mercado Bursátil Ecuatoriano
Fecha de Corte: 30 de Abril de 2018

Sector		Provincia	
Comercial	53	Guayas	94
Industrial	36	Pichincha	38
AGMP*	19	Cotopaxi	1
Servicios	27	Galápagos	1
Inmobiliario	4	Los Ríos	1
Construcción	2	Azuay	5
Financiero	4	Santo Domingo	2
Energía y Minas	0	Tungurahua	3
Total	145	Total	145

Fuente: (Bolsa de Valores de Quito, 2018a)

Una situación parecida se observa al considerar la totalidad de empresas, es decir grandes y PYMEs. 55% de las empresas pertenecen a la provincia del Guayas y 33% a la Provincia de Pichincha. En cuanto a la presencia de la Provincia de Pichincha, la

participación se incrementa en 7 puntos porcentuales al pasar del 26 al 33%. Esto significa que la participación de PYMEs en relación al global es menor. Las cifras relativas al número de empresas inscritas, tanto PYMEs, como grandes se puede apreciar en la tabla que se incluye a continuación.

Tabla 24: Total de Emisores Inscritos a Nivel Nacional por Provincia

Emisor	Provincia
Azuay	12
Cotopaxi	2
El Oro	1
Esmeraldas	1
Galápagos	1
Guayas	153
Imbabura	2
Loja	2
Los Ríos	1
Manabí	6
Pichincha	92
Santo Domingo	2
Tungurahua	6
TOTAL	281

Fuente: (Bolsa de Valores de Quito, 2018a)

Según Universidad de Especialidades Espíritu Santo (2016) en un estudio efectuado en el año 2015, apenas un 6% de las emisiones efectuadas por empresas del sector privado en el mercado de valores ecuatoriano fue efectuado por PYMES; lo cual denota la poca presencia de este tipo de empresas en el Mercado de Valores. Esto se presentaba cuando aún existía el REVNI. Hoy en día esta situación es muy diferente por la casi nula actividad del REB, mercado alternativo al REVNI que dejó de operar, precisamente en ese año.

3.5 Registro Especial Bursátil (REB) como Alternativa de Financiamiento para las PYMES

Antecedentes del REB

Como se dio a conocer en el numeral anterior, hasta el año 2015 existió en nuestro país el mecanismo del Registro de Valores no Inscritos (REVNI) como un elemento dinamizador de la participación de las PYMEs en la emisión de títulos valores en el

Mercado de Valores ecuatoriano a través de las Bolsas de Valores. Lamentablemente ese mecanismo fue eliminado y en la actualidad existe uno alternativo denominado Registro Especial Bursátil (REB).

El REVNI era un mecanismo de financiamiento que alcanzó interesantes niveles de financiamiento, gracias a sus características específicas y ventajas particulares que presentaba para las empresas catalogadas como PYMEs.

Según Nuñez (2013) el REVNI era un mecanismo de financiamiento establecido por las Bolsas de Valores del Ecuador mediante el cual las empresas que podían acceder a él no requerían estar inscritos en el registro del mercado de valores, ni en la Bolsa. Dichas empresas podían anotar títulos valores en un registro creado específicamente para el efecto y de esa forma estaban en condiciones de cotizar sus valores en el Mercado de Valores, cumpliendo una menor cantidad de requisitos que los establecidos para empresas grandes. Precisamente, este mecanismo surgió por la necesidad del Mercado de Valores de atraer a emisores que constituyan MPYMEs y que puedan obtener financiamiento mediante instrumentos diferentes a los tradicionales ya existentes. El REVNI constituía una manera que las PYMEs se aclimaten al Mercado de Valores, para posteriormente poder operar en él de manera formal; es decir, observando todos los requisitos que debían considerar el resto de empresas.

Lo que se lograba a través de este mecanismo es que las empresas maduren y luego de haber incorporado un mayor número de inversionistas que le provean financiamiento puedan seguir creciendo a través del financiamiento obtenido con los mecanismos normales de las Bolsas de Valores, mediante su abanico de alternativas y de esa forma romper con la tradicional intermediación de las IFIs en la obtención de financiamiento por parte de las empresas, también conocido como intermediación financiera.

Para ilustrar el impacto del REVNI en el financiamiento obtenido por las empresas ecuatorianas en la figura siguiente se han incorporado algunas cifras. Como puede apreciarse en la figura, el financiamiento obtenido mediante el mecanismo del REVNI a través de las Bolsas de Valores del mercado ecuatoriano tuvo un interesante comportamiento entre los años 2007 y 2012, período en el cual los montos de las emisiones crecen de forma importante; mientras que, en el año 2013 se reduce de forma

drástica al igual que en el año 2014, para posteriormente desaparecer. Las emisiones que se efectuaron hasta el año 2014 permanecieron en circulación hasta su posterior extinción definitiva, una vez que no existía ya autorización para su presencia en el mercado de valores.

En base a información proporcionada por el Economista Diego Araujo, funcionario del Departamento de Información de la Bolsa de Valores de Quito, se pudo conocer que del total de las emisiones del año 2013, el 31.33% se las llevó a cabo en la Bolsa de Valores de Quito y como es lógico la diferencia tuvo lugar a través de la Bolsa de Valores de Guayaquil. En cambio, de las negociaciones que se efectuaron en el año 2014, casi la totalidad se dieron en la Bolsa de Valores de Guayaquil. Esto demuestra la poca importancia de este mecanismo en los dos años 2013 y 2014. Cabe destacar que a partir del año 2013 los valores que se emitieron fueron en forma exclusiva pagarés; es decir, títulos valores a corto plazo. Ello también demuestra una importante tendencia en el mercado de valores.

Es evidente, que los valores negociados y originados en este segmento llegaron a ser muy importantes en el mercado de valores.

Expresado en Miles de USD

Período: 2007-2014

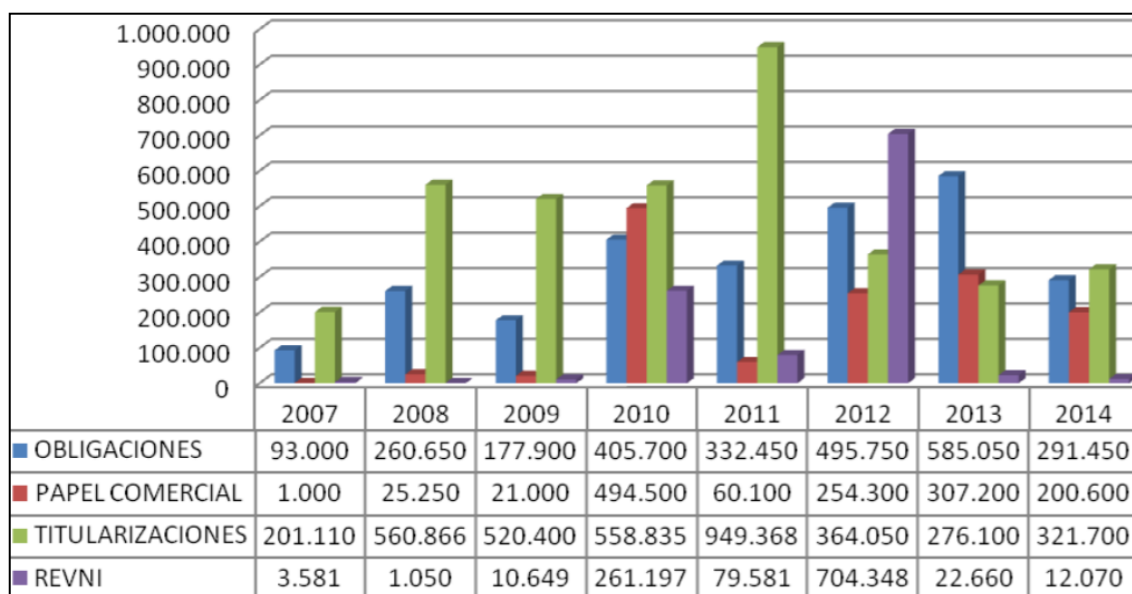


Figura 12: Monto de las Algunas Emisiones en el Mercado de Valores Ecuatoriano

Fuente: (Bolsa de Valores de Quito, 2018a)

El Registro Especial Bursátil (REB)

De las empresas catalogadas como PYMEs, según se detalló en el numeral anterior, algunas de ellas intervienen en el Mercado de Valores obteniendo financiamiento, pero para ello actúan como empresas u organizaciones con todas las formalidades del caso; es decir, como empresas grandes. Lamentablemente, no existen estadísticas públicas disponibles en la Bolsa de Valores de Quito respecto de la calidad de empresas PYMEs y su acceso a las facilidades de financiamiento normal de la Bolsa de Valores.

Según se nos manifestó por parte del Departamento de Información de la Bolsa de Valores de Quito, de requerirse algún tipo de información no pública, debe remitirse solicitud expresa a la entidad para que esta evalúe si se la puede proporcionar y se de a conocer el costo de obtención para el usuario solicitante.

En esta investigación, dadas sus características se ha considerado no incurrir en gastos extras para la obtención de esta información, pero si expresar la inconformidad respecto de esta política emitida por la Bolsa de Valores de Quito, que constituye una importante limitación para las investigaciones de naturaleza similar a la presente; es decir, de carácter académico.

Creación y Definición del Registro Especial Bursátil

En el artículo innumerado del artículo número 51 de la Ley de Mercado de Valores, libro segundo del Código Monetario Orgánico y Financiero, publicado en Registro Oficial 1332 del 12 de septiembre de 2014, se dispone la creación del Registro Especial Bursátil (REB) como un segmento permanente del mercado bursátil, en el cual se negocien de forma exclusiva títulos valores emitidos por pequeñas y medianas empresas, así como por las organizaciones que pertenecen al sector de la Economía Popular y Solidaria. Esta disposición pretende suplir la necesidad de creación de este segmento para satisfacer las necesidades particulares de desarrollo y financiamiento de estas organizaciones, a través de la colocación de títulos valores que hayan sido emitidos.

Disposiciones Legales Respecto del Funcionamiento del REB

En la regulación 2010-2016-V se norma el funcionamiento de este registro especial del mercado bursátil. El lector puede revisar el contenido de esa resolución para obtener un conocimiento detallado sobre las disposiciones normativas incluidas en ella. Para efectos de un conocimiento pertinente para los objetivos del presente trabajo de investigación, se ha considerado adecuado incorporar tan solo una tabla resumen de las principales disposiciones incluidas con la finalidad de que aporte a un conocimiento general y en caso necesario, cuando se considere que aporte a un mejor entendimiento del lector, se han añadido ciertos comentarios u observaciones. Hemos considerado que la transcripción de las disposiciones de esta norma no aporta para el lector nada significativo.

Tabla 25: Principales Disposiciones de la Norma Aplicable al REB

Artículo	Asunto	Observación o comentario
1	¿Qué es el REB?	Indica los participantes en este segmento.
2	Objeto	Establece el objetivo planteado para esta norma que es la regulación de este segmento especializado.
3	Inscripción de los emisores y valores	Los emisores deben inscribirse en el Catastro Público del Mercado de Valores y en el de las Bolsas de Valores. Los valores que se negocien a través de oferta pública deberán ser autorizados para ello por parte de la SCVS.
5 y 6	Valores que pueden negociarse en el REB	Se da a conocer que se podrán emitir valores autorizados para este segmento de forma exclusiva por los siguientes emisores: PYMEs y organizaciones del sector de la Economía Popular y Solidaria. <ul style="list-style-type: none"> • PYMEs, cuyo monto de ventas se encuentre entre cien mil y cinco millones de dólares americanos. • Organizaciones del SEPS que sean Cooperativas de los segmentos I y II, así como las Mutualistas para la Vivienda.
7,8 y9	Inversionistas autorizados	Lo constituyen los inversionistas institucionales y calificados.
11 a 14	Requisitos de inscripción en el REB	La SCVS es la encargada de mantener el Catastro Público del Mercado de Valores de los emisores del REB.

Artículo	Asunto	Observación o comentario
		Los emisores y valores inscritos se encuentran exentos del pago de derechos y tarifas de inscripción y mantenimiento del Catastro Público del Mercado de Valores y del registro en la Bolsa de Valores en que se inscriban.
15 a 17	Oferta pública de valores, incluye calificación de riesgos y tipos de valores que es posible emitir	<p>Los emisores del REB pueden efectuar ofertas públicas de los siguientes tipos de valores:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Obligaciones a largo plazo • Obligaciones convertibles en acciones • Acciones • Papel comercial <p>Los emisores del REB pueden contratar de forma voluntaria un estudio de calificación de riesgos por parte de una de las calificadoras de riesgos inscritas en el Registro del Mercado de Valores. Esta calificación se constituye en obligatoria una vez que se opte por ella y se la deberá mantener actualizada, de acuerdo a las disposiciones aplicables.</p>
18 a 27	Disposiciones respecto de la oferta pública de obligaciones a largo plazo, convertibles en acciones y papel comercial	<p><u>En los artículos 18 y 19</u></p> <p>En cuanto a las obligaciones a largo plazo contendrá:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Portada • Información general • Descripción del negocio del emisor • Características de la emisión • Información económica y financiera • Declaración juramentada del representante legal <p>Respecto de las obligaciones convertibles en acciones, las emisiones deben contener similar información que para el caso de las obligaciones simples, pero adicionalmente deberán indicar el factor de conversión de las obligaciones en acciones, así como la metodología de cálculo.</p> <p>En cuanto a los papeles comerciales las emisiones deberán contener:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Portada • Información de carácter general

Artículo	Asunto	Observación o comentario
		<ul style="list-style-type: none"> • Características del programa • Información económica y financiera del programa en cuestión, más el cupo autorizado y el plazo del programa <p><u>En los artículos 20 a 25</u></p> <p>Finalmente, en cuanto a las acciones se detallan los tipos de ofertas públicas primarias que se pueden llevar a cabo, siendo estos los siguientes:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Para aumentos de capital • Para la constitución sucesiva por suscripción pública <p>Respecto de los dos tipos de oferta se requiere la siguiente información:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Portada • Información general • Información de la emisión • Información económica y financiera <p>Se da a conocer la excepción de oferta pública en los procesos de emisiones de obligaciones convertibles en acciones. Adicionalmente, al final en el artículo 25 se dan a conocer los lineamientos para las ofertas secundarias de acciones.</p>
26V 29	<ul style="list-style-type: none"> • Definición de valores de inscripción genérica (Artículo 26) • Requisitos de inscripción de emiores y valores genéricos en el CPMV (Artículo 27) • Disposiciones sobre la negociación en el REB de las facturas comerciales (Artículos 28 y 29) 	<p>Se incluyen dentro de los valores genéricos a ser negociados en el REB por los emisores calificados en ese segmento:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Las letras de cambio • Los pagarés • Las facturas comerciales • Otros <p>En el artículo 28 se habla, entre otros aspectos, de los tipos de facturas comerciales, de la no obligatoriedad de contratar una calificación de riesgos o de auditoría externa para los emisores.</p>

Fuente: (Bolsa de Valores de Quito, 2018a)

Títulos Valores que se Pueden Emitir a Través del REB

Como se anotó en la tabla anterior¹⁵ es posible emitir de forma directa en el REB los siguientes documentos:

- Obligaciones a largo plazo
- Obligaciones convertibles en acciones
- Acciones
- Papel comercial

Adicionalmente, según se dio a conocer en la tabla inmediato anterior, se pueden negociar en el REB los documentos siguientes, considerados como valores genéricos:

- Las letras de cambio
- Los pagarés
- Las facturas comerciales
- Otros

Estado Actual de Funcionamiento del REB, Limitaciones

Lamentablemente, en la actualidad el REB prácticamente no se encuentra en actividad, según el Econ. Diego Araujo, funcionario del Departamento de Información de la Bolsa de Valores de Quito, en una entrevista llevada a cabo a finales del mes de julio pasado, entre otros aspectos por los siguientes:

- Temor de las empresas a participar en un segmento de valores que para ellos es un mecanismo distinto a los ofrecidos por el sistema financiero intermediado tradicional.
- Desconocimiento del funcionamiento del mecanismo del REB, en general.

¹⁵ Incluidos en el articulado de la la regulación 2010-2016-V de la Junta de Regulación Monetaria Financiera, emitida en el año 2016.

Nota Respecto de este tipo de activos pueden consultarse los anexos: a) En qué consisten y como se negocian las facturas comerciales negociables y b) Beneficio para los emisores e inversionistas de las Facturas Comerciales Negociables

- Desconocimiento de los requisitos, costos relacionados con el REB, en particular.
- La necesidad de emitir ciertos montos que no permiten absorber los costos asociados con las emisiones en el REB.
- Falta de deseo de cumplir con los requerimientos del REB, a pesar de los costos diferenciados de procesos de emisión normales.
- El hecho de que en los últimos años ha existido disponibilidad de recursos en el sistema financiero tradicional a costos aceptados por los potenciales emisores en el REB. No han sentido la curiosidad de explorar este nuevo mecanismo, unido al hecho de que las empresas han detenido sus necesidades de inversión para observar los acontecimientos políticos y económicos relacionados con la actual situación del país


Primera Emisión de Valores a Través del REB

Apenas en los últimos días se hizo pública la primera emisión de valores a través del REB.

A continuación, se incluye porciones importantes del prospecto de la emisión, documento público:

Emisor: SINPET S.A.

Autorización SCVS No. SCVS-IRQ-DRMV-SAR-2018-00008215 DEL 11 DE SEPTIEMBRE DEL 2018

SONIA YOLANDA ALVARADO CERON
Firmado digitalmente por SONIA YOLANDA ALVARADO CERON
Fecha: 2018.09.14 09:23:53 -05'00'

**CIRCULAR DE OFERTA PÚBLICA PRIMARIA
OBLIGACIONES DE LARGO PLAZO
(REGISTRO ESPECIAL BURSATIL – REB)**

APROBADO



RAZÓN SOCIAL: SERVICIOS INTEGRADOS PETROLEROS SINPET S.A.
NOMBRE COMERCIAL: SINPET
ESTRUCTURADOR FINANCIERO: PLUSVALORES Casa de Valores S.A.
COLOCADOR DE LA EMISIÓN: PLUSVALORES Casa de Valores S.A.
ESTRUCTURADOR LEGAL: PLUSVALORES Casa de Valores S.A.
AGENTE PAGADOR: DEPÓSITO CENTRALIZADO DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES DECEVALE S.A.
MONTO DE LA EMISIÓN: USD 500.000,00 (Quinientos mil, 00/100 dólares de los Estados Unidos de Norteamérica)

CLASE	MONTO (USD)	PLAZO (días)	TASA	AMORTIZACIÓN CAPITAL	PAGO INTERESES
A	200.000	1.080	8.50%	Trimestral	Trimestral
B	300.000	1.440	9.00%	Trimestral	Trimestral

SIN CALIFICACION DE RIESGO
ESTOS VALORES UNICAMENTE PUEDEN SER ADQUIRIDOS POR:
INVERSIONISTAS AUTORIZADOS

Figura 13: Página Principal de la Circular de Oferta Pública Primaria de Obligaciones a Largo Plazo

Fuente: Bolsa de Valores de Quito, Departamento de Información

Como se puede apreciar, existen dos tramos en la emisión de la deuda; el uno por \$ 200 mil y el segundo por \$ 300, totalizando \$ 500 mil. Las tasas de interés no son reajustables durante el plazo de vigencia de la emisión. El primer tramo tiene una tasa de interés del 8,5% anual; mientras que, el segundo tiene una tasa del 9% anual; en razón de su mayor plazo de vencimiento.

A continuación, se detallan los gastos de emisión; los mimos que alcanzan el total de \$ 27.250. Evidentemente, que estos costos incrementan el costo anual efectivo de los costos

de la emisión, según se podrá ver más adelante, cuando se intentará proyectar el costo anual efectivo de la emisión, después de gastos de la emisión e intereses.

Tabla 26: Gastos de la Emisión de Obligaciones a Través del REB de la Empresa Servicios Integrados Petroleros: SINPET S.A.

Monto de la Emisión: \$ 500.000

Detalle	Valor inicial	Valor actualización	Periodicidad actualización	Total gasto en el tiempo	% monto emision
Estructuración Financiera y Legal	15,000.00			15,000.00	3.00%
Piso de Bolsa	500.00			500.00	0.10%
Comisión de Colocación	10,000.00			10,000.00	2.00%
Agente Pagador / DECEVALE	250.00			250.00	0.05%
Desmaterialización	500.00			500.00	0.10%
Gastos Notariales y otros	1,000.00			1,000.00	0.20%
Total Gastos Anotación	27,250.00			27,250.00	5.45%

Fuente: Bolsa de Valores de Quito, Departamento de Información

Como puede apreciarse los mayores rubros de estos costos o gastos de la emisión corresponden al costo de la Estructuración Financiera y Legal y al de la Comisión de Colocación de la emisión. Los dos rubros totalizan \$ 25.000 y representan un 90,91% del costo total.

Aparte de la información anterior y antes de proceder a efectuar la estimación del costo porcentual anual de la emisión se ha incorporado información respecto de los cupones de interés de la emisión en cuestión, así como de pagos de capital.

Tabla 27: Información Relativa a los Pagos de Interés y Capital de la Emisión de Obligaciones a Largo Plazo de Parte de la empresa SINPET S.A.

Cuantía de la emisión: \$ 500.000

Fecha: Septiembre de 2018

CLASE A:	
Número de pagos de interés:	12
Numeración de pagos de interés:	Del 01 al 12 inclusive
Número de pagos de capital:	12
Numeración de pagos de capital:	Del 01 al 12 inclusive
Fechas de pago:	A los 90 días, 180 días, 270 días, 360 días, 450 días, 540 días, 630 días, 720 días, 810 días, 900 días, 990 días y 1.080 días.
Tasa fija anual:	8,50% fija anual, no considera reajustes
CLASE B:	
Número de pagos de interés:	16
Numeración de pagos de interés:	Del 01 al 16 inclusive
Número de pagos de capital:	16
Numeración de pagos de capital:	Del 01 al 16 inclusive
Fechas de pago:	A los 90 días, 180 días, 270 días, 360 días, 450 días, 540 días, 630 días, 720 días, 810 días, 900 días, 990 días, 1.080 días, 1.170 días, 1.260 días, 1.350 días y 1.440 días.
Tasa fija anual:	9,00% fija anual, no considera reajustes

Fuente: Bolsa de Valores de Quito, Departamento de Información

A continuación, se procedió a estimar la tasa anual efectiva de interés aproximada de la emisión, en lo que se refiere al primer tramo; es decir, de \$ 200.000.

Tabla 28: Estimación de la TAE de la Emisión de Obligaciones de la Empresa SINPET S.A. a Través del REB

Tramo A: US\$ 200.00

Días	Pago N.	Fecha Aproximada	Saldo principal	Abono del capital	Pago de Interés	Cuota	Flujos de caja antes de impuestos
					8,50%		\$ 10.900
					2,10%		
0	0	30/09/2018	\$ 200.000				\$ 189.100
90	1	29/12/2018	\$ 183.333	\$ 16.667	\$ 4.250	\$ 20.917	\$ -20.917
180	2	29/03/2019	\$ 166.667	\$ 16.667	\$ 3.896	\$ 20.563	\$ -20.563
270	3	27/06/2019	\$ 150.000	\$ 16.667	\$ 3.542	\$ 20.208	\$ -20.208
360	4	25/09/2019	\$ 133.333	\$ 16.667	\$ 3.188	\$ 19.854	\$ -19.854
450	5	24/12/2019	\$ 116.667	\$ 16.667	\$ 2.833	\$ 19.500	\$ -19.500
540	6	23/03/2020	\$ 100.000	\$ 16.667	\$ 2.479	\$ 19.146	\$ -19.146
630	7	21/06/2020	\$ 83.333	\$ 16.667	\$ 2.125	\$ 18.792	\$ -18.792
720	8	19/09/2020	\$ 66.667	\$ 16.667	\$ 1.771	\$ 18.438	\$ -18.438
810	9	18/12/2020	\$ 50.000	\$ 16.667	\$ 1.417	\$ 18.083	\$ -18.083
900	10	18/03/2021	\$ 33.333	\$ 16.667	\$ 1.063	\$ 17.729	\$ -17.729
990	11	16/06/2021	\$ 16.667	\$ 16.667	\$ 708	\$ 17.375	\$ -17.375
1080	12	14/09/2021	\$ -	\$ 16.667	\$ 354	\$ 17.021	\$ -17.021
				\$200.000	\$ 27.625	\$ 227.625	
						TIR	13,12%

Fuente: Elaborado por María Fernanda Arévalo en base a prospecto de la emisión

Tomando en consideración los flujos de caja de la deuda, incluyendo los costos de la emisión, distribuidos en forma proporcional al monto de cada uno de los tramos se procedió a calcular la tasa interna de retorno no periódica de tales flujos y esta dio como resultado 13,12%.

A continuación, se procedió a efectuar un cálculo similar para el segundo tramo, como se detalla en la tabla siguiente:

Tabla 29: Estimación de la TAE de la Emisión de Obligaciones de la Empresa SINPET S.A. a Través del REB

Tramo B: US\$ 300.00

Días	Pago N.	Fecha Aproximada	Saldo principal	Abono del capital	Pago de Interés	Cuota	Flujos de caja antes de impuestos
					9,00%		\$ 16.350
					2,22%		
0	0	30/09/2018	\$ 300.000				\$ 283.650
90	1	29/12/2018	\$ 281.250	\$ 18.750	\$ 6.750	\$ 25.500	\$ -25.500
180	2	29/03/2019	\$ 262.500	\$ 18.750	\$ 6.328	\$ 25.078	\$ -25.078
270	3	27/06/2019	\$ 243.750	\$ 18.750	\$ 5.906	\$ 24.656	\$ -24.656
360	4	25/09/2019	\$ 225.000	\$ 18.750	\$ 5.484	\$ 24.234	\$ -24.234
450	5	24/12/2019	\$ 206.250	\$ 18.750	\$ 5.063	\$ 23.813	\$ -23.813
540	6	23/03/2020	\$ 187.500	\$ 18.750	\$ 4.641	\$ 23.391	\$ -23.391
630	7	21/06/2020	\$ 168.750	\$ 18.750	\$ 4.219	\$ 22.969	\$ -22.969
720	8	19/09/2020	\$ 150.000	\$ 18.750	\$ 3.797	\$ 22.547	\$ -22.547
810	9	18/12/2020	\$ 131.250	\$ 18.750	\$ 3.375	\$ 22.125	\$ -22.125
900	10	18/03/2021	\$ 112.500	\$ 18.750	\$ 2.953	\$ 21.703	\$ -21.703
990	11	16/06/2021	\$ 93.750	\$ 18.750	\$ 2.531	\$ 21.281	\$ -21.281
1080	12	14/09/2021	\$ 75.000	\$ 18.750	\$ 2.109	\$ 20.859	\$ -20.859
1170	13	13/12/2021	\$ 56.250	\$ 18.750	\$ 1.688	\$ 20.438	\$ -20.438
1260	14	13/03/2022	\$ 37.500	\$ 18.750	\$ 1.266	\$ 20.016	\$ -20.016
1350	15	11/06/2022	\$ 18.750	\$ 18.750	\$ 844	\$ 19.594	\$ -19.594
1440	16	09/09/2022	\$ -	\$ 18.750	\$ 422	\$ 19.172	\$ -19.172
				\$300.000	\$ 57.375	\$ 357.375	
						TIR	12,79%

La tasa anual efectiva de interés calculada en base a la tasa interna de retorno no periódica de Excel se estableció en un porcentaje aproximado de 12,79%. Es algo inferior a la anterior, a pesar de que la tasa nominal era mayor. Esto sucede por el impacto de los costos de emisión; por cuanto, si bien se asignaron de manera proporcional a cada tramo, en cambio, para el segundo tramo se reparten en un plazo mayor.

Lo expuesto en el párrafo anterior. Se pudo comprobar, al eliminar los costos de emisión y establecer la tasa anual efectiva de interés, para el tramo A esta resultó ser de 8,90%; mientras que para el tramo B fue de 9,44%.

En este caso particular, la pregunta sería: si la empresa desea financiarse a través de deuda, ¿Por qué lo hace a través del REB, cuando en el SFE puede obtener financiamiento a costos probablemente más bajos? Las posibles respuestas pueden ser:

- La empresa desea tener una primera experiencia en el MV y por ello desea asumir, por ahora, costos mayores de deuda para luego solicitar más recursos y así poder absorber los costos fijos de emisión.
- La empresa no ha podido conseguir recursos financieros para devolverlos en los plazos que le ofrece el REB. Para contrastar esto, se debe considerar que los bancos si otorgan créditos a cuatro años plazo, como en el caso del tramo B y con mayor razón a 3 años, como el caso del tramo A. Aparentemente, falta una mejor gestión financiera por parte de la empresa, si es que esta segunda razón es la válida.¹⁶
- Podrían existir algunas otras respuestas, aunque estas van más allá del alcance del presente trabajo y no las exponemos, por no tener certeza de ellas y por no considerarlas pertinentes.

3.6 Papeles de Mayor Atractivo Para las PYMEs

Aspectos Generales

Como se puede deducir de la tabla Valores Negociados en las Bolsas de Valores del Ecuador, en el período: 2017 y enero 2017 a abril de 2018, existe una alta concentración en la negociación de títulos emitidos por entidades del Estado y del Sector Financiero. Dentro de los papeles que podrían ser de mayor interés para las empresas PYMEs que requirieran financiamiento se encuentran los siguientes: en base a la tabla anterior se puede decir que los papeles comerciales podrían ser una interesante fuente de financiamiento a corto plazo, en tanto, que a largo plazo podría decirse que las obligaciones son instrumentos que permiten obtener recursos para la ejecución de proyectos de inversión. Como se recordará entre los títulos valores que se pueden

¹⁶ A este respecto, basta consultar el Boletín Semanal Tasas Activas y Pasivas del Sistema Financiero Nacional. Precisamente, en el último Boletín N. 558 de septiembre se puede constatar lo mencionado. Existen operaciones incluso a plazo más largos que los de la emisión en cuestión.

negociar a través del REB se encuentran los dos tipos de títulos, aparte de las obligaciones convertibles en acciones, que también pueden emitirse.

Lamentablemente, no podemos decir que los títulos accionarios sean mecanismos que sean preferidos por las empresas, en general, y peor aún por las PYMEs, en particular, como vehículos de financiamiento. Se debe recordar que esta es una gran debilidad de nuestro país, en el cual existen dificultades a la hora de poder observar apertura de las empresas para recibir en el seno de sus organizaciones a inversionistas externos, ajenos a círculos familiares o de personas muy allegadas, de alguna manera. Por ello, nos atrevemos a decir que ni siquiera la utilización de obligaciones convertibles en acciones, en los momentos actuales, pueden ser considerados como opciones de financiamiento que puedan crecer en su utilización en el mediano plazo.

Los títulos accionarios son poco importantes en el abanico de financiamiento utilizado por las empresas a través del mercado de valores del Ecuador y en no se encuentran dentro del campo de interés de las empresas catalogadas como PYMEs. Además. En cuanto a la empresa analizada en el presente trabajo de titulación no es de su interés abrir la participación accionaria de forma pública, que es una constante en las empresas familiares de nuestro medio.

Aparte de estos títulos, a pesar de que no se les detalla en la tabla antes referida; posiblemente por su importancia relativa actual, se encuentran las *facturas comerciales negociables*. Los datos recabados en relación a ese tipo de títulos se detallan más adelante. Debe resaltarse el hecho de que esta fuente de financiamiento está incrementando de forma importante su presencia en el mercado de valores.

Emisiones de Obligaciones¹⁷

Respecto de las emisiones de obligaciones, a continuación se detallan las emisiones llevadas a cabo entre los años 2004 a 2018.

Tabla 30: Emisiones de Obligaciones a Través de la Bolsa de Valores Nacionales

Período: 2004 a Abril de 2018

Cifras en Millones de USD

Años	Montos	Número
2004	66	9
2005	104	17
2006	131	25
2007	93	20
2008	261	40
2009	180	39
2010	406	48
2011	332	62
2012	496	78
2013	592	66
2014	399	67
2015	407	49
2016	247	29
2017	432	62
2018	115	18

Fuente: Bolsa de Valores de Quito, en base a prospectos de ofertas públicas de rueda de bolsa

Emisiones de Papel Comercial

Papel comercial o pagarés de empresa son títulos valores utilizados en la conseción de recursos financieros a corto plazo. Este tipo de instrumentos ha sido ya utilizado en el mercado ecuatoriano, aunque en el mercado de valores del Ecuador ha ido perdiendo importancia en los últimos años, de manera importante.

¹⁷ Respecto de la definición de este término puede consultarse el anexo Términos Clave al final de este trabajo de investigación.

Según Bolsa de Valores de Quito (2018a)¹⁸, los programas de emisiones de este tipo de papel puede tener una duración de hasta 720 días y puede adquirir el carácter de revolvente, en función de la duración total del programa de emisión y hasta por el cupo de la emisión a llevarse a cabo. Esto otorga una interesante flexibilidad a este tipo de instrumentos.

En cuanto a las emisiones de papel comercial, se puede apreciar que existe una disminución paulatina de los montos de las emisiones. Esta disminución se encuentra ampliamente relacionada con la liquidez del sistema financiero del Ecuador. Las IFIs han ofrecido facilidades de financiamiento, en especial a las grandes empresas; las cuales están en condiciones de negociar las facilidades crediticias a costos cada vez más convenientes.

Tabla 31: Montos y Números de Emisiones de Papel Comercial a Través de las Bolsas de Valores del País

Período: 2004 a Abril de 2018

Valores en Miles de USD

Años	Montos	Número
2004	0	1
2005	243	5
2006	0	8
2007	2	1
2008	0	6
2009	0	7
2010	1003	17
2011	0	13
2012	967	23
2013	316	26
2014	302	29
2015	250	23
2016	226	33
2017	131	20
2018	108	15

Fuente: Bolsa de Valores de Quito, en base a prospectos de ofertas públicas de rueda de bolsa

¹⁸ En este documento se detallan los conceptos, disposiciones normativas en torno a su emisión de forma detallada, de manera similar a lo expuesto en el numeral relativo al REB.

La negociación de este tipo de títulos es al descuento y ello implica que no incorporan pago de intereses de forma explícita. Esto significa que el costo anual efectivo de la emisión de este tipo de instrumentos está dado por la tasa anual efectiva derivada de los flujos de caja que resultan de la emisión. Como sucede en el caso de los bonos cupón cero los costos de emisión al inicio o durante la vida de la misma lo que hacen es incrementar ese costo. Cabe destacar que, en la práctica, para establecer el costo de este tipo de emisiones para las organizaciones que los utilizan como vehículo de financiamiento, basta con colocar en una hoja electrónica los flujos de caja con los signos y fechas de presentación en relación al emisor y a través de la función TIR.NO.PER se establece la tasa interna de retorno anual efectiva. Este costo se lo compara con el de fuentes alternativas de financiamiento. Aquella que genere el menor costo es la más apropiada para satisfacer las necesidades de financiamiento.

Negociación de Facturas Comerciales Negociables

Una factura comercial es un documento que surge como resultado del giro del negocio de las empresas, las cuales en lugar de esperar la fecha de vencimiento para su cobranza lo entregan a un tercero para que este les provea de recursos en la fecha de negociación. Evidentemente, que la cantidad de dinero a entregar debe ser menor al valor nominal de las facturas; es decir, al valor del capital de dichas facturas. Entonces este tipo de negociación se hace también al descuento.

Las facturas comerciales, según la normativa de las Bolsas de Valores en el Ecuador son parte de los títulos que llevan el nombre de Valores Genéricos. Según Bolsa de Valores de Quito (2018c) “Los valores de inscripción genérica son papeles emitidos, avalados, aceptados o garantizados por entidades del sistema financiero que no tienen un monto de emisión definido, tales como bonos de prenda, cédulas hipotecarias, certificados de inversión, letras de cambio, pagarés, certificados de depósito a plazo, pólizas de acumulación, entre otros. Son valores de inscripción genérica además las facturas comerciales negociables”.

La diferencia con los pagarés de empresa es que los emisores, en el caso del papel comercial son las empresas que requieren recursos; mientras que, en el caso de las facturas comerciales negociables, los emisores son distintos a las empresas que requieren el

financiamiento por esta vía. Este mecanismo de las facturas comerciales funciona también a través de la figura de descuento bancario tradicional, con la diferencia que mediante el mercado de valores, la empresa excedentaria de recursos adquiere de manera prácticamente directa las facturas a los tenedores de ellos a cambio de una rentabilidad que se plasma en el descuento resultante, entre la diferencia del valor nominal de las facturas y el valor que reciben de forma efectiva.

La forma de establecer el costo anual efectivo de este mecanismo de financiamiento para la empresa que cede las facturas al inversionista, es a través de establecer la tasa interna de retorno de los flujos de caja del cedente; es decir, de quien entrega las facturas. El mecanismo funciona de manera similar a la figura del factoring. Como se dio a conocer en el acápite relativo a los pagarés de empresa, para establecer de forma práctica el costo anual efectivo resultante de entregar un pool de facturas consiste simplemente en colocar en una hoja electrónica los montos de los flujos de caja resultantes para el cedente.

El monto que recibe al inicio; es decir, al momento de la negociación, se lo coloca con signo positivo; mientras que, los costos iniciales en que se incurran, así como los posteriores se registran en las fechas correspondientes con signo negativo. Los valores nominales de las facturas, que se dejan de percibir en el futuro, así mismo, se los registra con signo negativo también. Estos montos más las fechas de los mismos permiten utilizar, sin ninguna dificultad, la función financiera TIR. NO.PER de la hoja electrónica Excel. El costo anual efectivo resultante de la negociación se lo debe comparar con el de la fuente alternativa de financiamiento que se plantee. El menor costo es el más conveniente para el cedente.

Las facturas comerciales negociables constituyen uno de los títulos valores de mayor crecimiento sostenido en los últimos tiempos en el mercado de valores ecuatoriano. Si bien los montos transados a través de las Bolsas de Valores aún no alcanzan los niveles que serían deseables; sin embargo, las cifras que se detallan a continuación muestran una interesante tendencia de crecimiento.

Tabla 32: Montos Negociados en la Bolsa de Valores, a Nivel Nacional, de Facturas Comerciales Negociables

Período: 2016 a Febrero de 2018

Valores en USD

Año	Montos	TEA promedio	Plazo Promedio (Días)	% Precio / Valor Nominal
2016	2,66	9,54%	134,19	nd
2017	62,45	7,70%	134,00	97,31
2018	25,83 *	7,27% **	127,32	nd

Notas:

* A febrero de 2018

** A febrero de 2017 la TEA promedio era de 8,29% y el plazo promedio era de 104,41 días

Fuente: (Bolsa de Valores de Quito, 2018a)

En base a la información que se despliega en la tabla anterior, se puede notar que existe una creciente utilización de este tipo de fuente de financiamiento. Las negociaciones de este tipo de activos se inició en diciembre del año 2016. De mantenerse las tendencias del presente año en el 2018 podría registrarse un crecimiento bastante notable. Consideramos que esta alternativa de financiamiento e inversión es muy atractiva; en especial para medianas empresas.

Como se puede observar la TEA ha disminuido de manera importante en el período de análisis; lo cual es muy interesante, desde el punto de vista de los agentes deficitarios de recursos financieros o de los potenciales colocadores de este tipo de activos.

Tabla 33: Detalle de Valores Negociados de Facturas Comerciales Negociables por Emisor en la Bolsa de Valores

Período: 2017

Valores en USD

EMISOR	VALOR EFECTIVO (\$)	TEA PROMEDIO PONDERADA (%)	PLAZO PROMEDIO PONDERADO (DÍAS)	PRECIO PROMEDIO PONDERADO (%)
DELCORP SA	612,805	9.64	171	95.71
ECUADPREMEX SA	3,332,816	8.77	82	98.10
EL ORDEÑO SA	7,644,906	6.62	131	97.66
EUROFERT FERTILIZ. Y AGROQ. EUROPEOS S.A	1,616,762	8.08	79	98.26
FADESA	3,335,403	4.45	193	97.73
FERRETERIA COMERCIAL FECO SA	29,432	9.24	144	96.53
INDUGLOB SA	2,676,803	4.87	181	97.64
MASSLINE MOTORCYCLE ASSEMBLY	4,788,145	7.03	206	96.12
NEGOCIOS AUTOMOTRICES NEOHYUNDAI S.A.	9,468,229	7.74	99	97.90
REPAPERS RECICLAJE DEL ECUADOR SA	11,185,133	9.09	136	96.74
SIGMAPLAST SA	820,928	7.26	39	99.25
SURPAPEL CORP S A	16,506,781	8.21	133	97.14
WATER PROJECTS SA	102,581	9.86	234	94.01
XTRATECHCOMPUTER SA	321,850	8.68	126	97.11
TOTAL	62,442,572	7.70	134	97.31

Fuente: (Bolsa de Valores de Quito, 2018a)

Como se aprecia, apenas se presentan 14 emisores de este tipo de instrumentos, a nivel nacional. Esto demuestra que se ha concentrado su uso en papeles de pocas empresas. Algo muy importante que debe destacarse es que los montos de negociación por emisor, en general, superan los \$ 400 mil; aunque se pueden apreciar casos en los que se han negociado valores menores. Otra conclusión importante es el hecho de que la tasa activa efectiva (TEA) que arrojan las negociaciones cuando los montos son inferiores a los \$300 mil, osciló entre el 9,24% y el 9,86%. Ello permite deducir que en promedio se requiere la emisión de montos mayores a dicho límite para obtener condiciones más atractivas; situación que puede complicar la utilización de este tipo de facilidad de financiamiento por parte de las PYMEs.

Otro aspecto que hace suponer un crecimiento sostenido de este tipo de financiamiento es el hecho que las negociaciones efectuadas en los primeros 4 meses del año 2018 alcanzan la cifra de 11; frente al número casi equivalente del año precedente. De estas negociaciones, aproximadamente, la mitad se efectúa en cada una de las dos Bolsas de Valores del país.

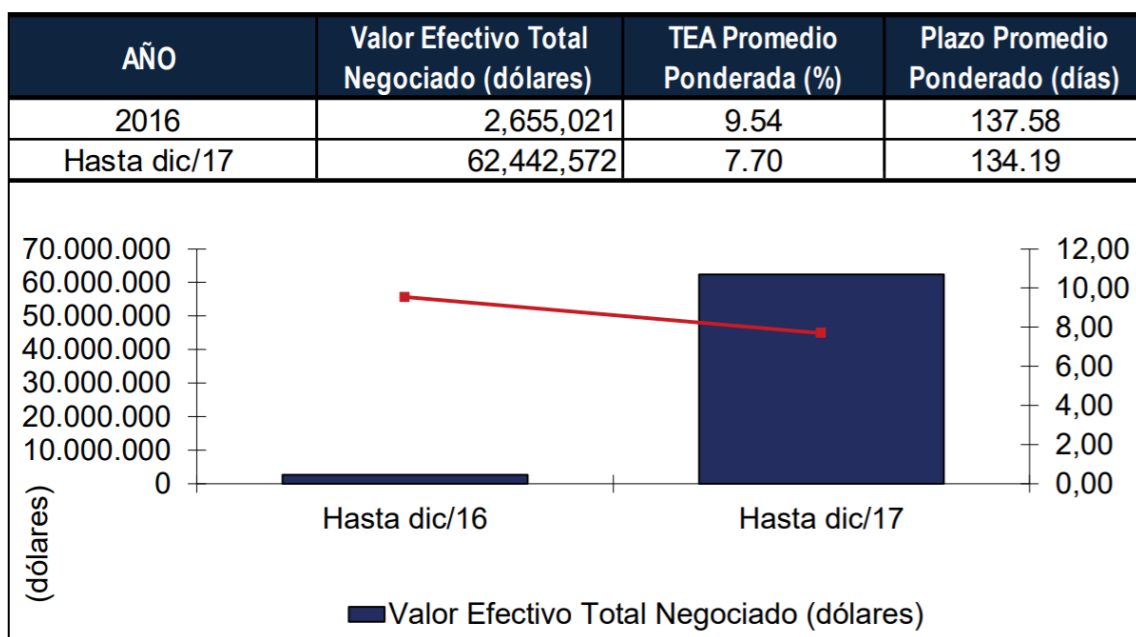


Figura 14: Montos Totales Negociados de FCN a Nivel Nacional)

Fuente: (Bolsa de Valores de Quito, 2018a)

Tabla 34: Montos de FCN a Nivel Nacional

Expresado en USD

Período: 2018

EMISOR	VALOR EFECTIVO (\$)	TEA PROMEDIO PONDERADA (%)	PLAZO PROMEDIO PONDERADO (DÍAS)	PRECIO PROMEDIO PONDERADO (%)
DELICORP SA	612,805	9.64	171	95.71
ECUADPREMEX SA	3,332,816	8.77	82	98.10
EL ORDEÑO SA	7,644,906	6.62	131	97.66
EUROFERT FERTILIZ. Y AGROQ. EUROPEOS S.A	1,616,762	8.08	79	98.26
FADESA	3,335,403	4.45	193	97.73
FERRETERIA COMERCIAL FECO SA	29,432	9.24	144	96.53
INDUGLOB SA	2,676,803	4.87	181	97.64
MASSLINE MOTORCYCLE ASSEMBLY	4,788,145	7.03	206	96.12
NEGOCIOS AUTOMOTRICES NEOHYUNDAI S.A.	9,468,229	7.74	99	97.90
REPAPERS RECICLAJE DEL ECUADOR SA	11,185,133	9.09	136	96.74
SIGMAPLAST SA	820,928	7.26	39	99.25
SURPAPEL CORP S A	16,506,781	8.21	133	97.14
WATER PROJECTS SA	102,581	9.86	234	94.01
XTRATECHCOMPUTER SA	321,850	8.68	126	97.11
TOTAL	62,442,572	7.70	134	97.31

Fuente: (Bolsa de Valores de Quito, 2018a)

En la práctica la posibilidad de obtener recursos por parte de una PYME en el MV es limitada, por los requisitos y costos involucrados. Uno de los principales obstáculos para la obtención de este tipo de financiamiento es de carácter cultural. No todas las empresas

están dispuestas a abrir la información de sus organizaciones para exponerla a potenciales inversionistas que otorgarían las facilidades de financiamiento. Dado el caso de que este gran obstáculo sea superado, las PYMEs deben enfrentar los requisitos necesarios para llevar a cabo la emisión y más aún los costos derivados de optar por los diferentes tipos de financiamiento.

Esta alternativa de financiamiento también ha observado un crecimiento en el resto del sistema financiero, en ámbitos diferentes al del mercado de valores organizado. Lamentablemente, no existen cifras formales respecto de la utilización de este mecanismo de financiamiento. No constituye, por cierto, algo dirigido a las PYMEs, por cuanto su uso no está restringido a ellas.

En el capítulo que trata del financiamiento disponible en otros ámbitos del sistema financiero se hace referencia a este mecanismo de financiamiento a corto plazo. Nos referimos al factoring y sobre el cual se habló oportunamente.

Determinación del costo anual efectivo de una negociación hipotética de facturas comerciales negociables

En base a la información de la siguiente figura se procedió a establecer el costo del financiamiento mediante la negociación de facturas comerciales negociables. Los datos ingresados en Excel de forma manual se han pintado en fondo gris. La información utilizada es ficticia y solo se la ha generado con fines ilustrativos.

Tabla 35: Determinación del costo anual efectivo de financiamiento de una negociación de facturas comerciales negociables

	A	B	C	D	E	F	G	H
1								
2		Fecha de negociación	10/10/2018		Flujos de caja en US \$ para determinar la			
3						TIR		
4		N. de papel	Monto total US \$	Fecha de vencimiento	Días de financiamiento	Fecha	Flujos de caja de la negociación sin gastos	Flujos de caja de la negociación con gastos
5								
6						10/10/2018	170624,03	170124,03
7		1	15259,00	09/11/2018	30	09/11/2018	-15259,00	-15259,00
8		2	70000,00	09/11/2018	30	09/11/2018	-70000,00	-70000,00
9		3	12562,00	24/11/2018	45	24/11/2018	-12562,00	-12562,00
10		4	5244,00	04/12/2018	55	04/12/2018	-5244,00	-5244,00
11		5	6000,00	14/11/2018	35	14/11/2018	-6000,00	-6000,00
12		6	8245,00	06/12/2018	57	06/12/2018	-8245,00	-8245,00
13		7	9500,00	21/11/2018	42	21/11/2018	-9500,00	-9500,00
14		8	17589,00	14/11/2018	35	14/11/2018	-17589,00	-17589,00
15		9	11600,00	04/11/2018	25	04/11/2018	-11600,00	-11600,00
16		10	19000,00	03/01/2019	85	03/01/2019	-19000,00	-19000,00
17								
18		Total	174999,00			TIR.NO.PER	26,01%	29,45%
19								
20		Descuento FLAT	2,50%					
21		Valor a recibir en US \$	\$ 170.624,03					
22		Gastos al inicio	\$ 500,00					
23								

En la celda D20 se registra el porcentaje de descuento flat que el adquirente de las facturas propone al cedente de las facturas y de las cuales es beneficiario. Para fines ilustrativos se ha considerado que en la negociación el cedente incurre en gastos iniciales por \$500.

Suponga que se dispone de la información de las diez facturas, cuyo valor nominal asciende a \$ 174.999, como se muestra en la celda C 18. A partir de los datos ingresados se procede a establecer el número de días de financiamiento (Celdas E7 a E16). Posteriormente, se procede a elaborar la matriz de las celdas F6 a F16. Una vez ingresada toda la información de entrada se procede a delinear los flujos de caja de la negociación para el cedente de las facturas comerciales, antes y después de gastos, en los rangos G6 a G16 y H6 a H16, respectivamente.

El valor de a recibir en dólares, por la negociación, antes de los gastos iniciales asciende a \$ 170.624, que resulta de multiplicar el valor total nominal de las facturas; es decir, \$ 174.999 por 97,5% (100% menos el 2,5% del descuento flat).

Finalmente, en las celdas G18 y H18 se incluye la función TIR.NO.PER para establecer el costo anual efectivo de la negociación antes y después de gastos, respectivamente. Esta función permite establecer la tasa interna de retorno anual equivalente para la negociación, partiendo del número de días entre la fecha de negociación y las fechas de vencimiento de cada una de las facturas.

Según consta en la ayuda del aplicativo Excel, en relación con esta función se da a conocer que la misma:

usa una técnica iterativa para el cálculo de TIR.NO.PER. Con una tasa variable (que comienza con el argumento estimar), TIR.NO.PER reitera el cálculo hasta que el resultado obtenido tiene una exactitud del 0,000001%. Si TIR.NO.PER no llega a un resultado después de 100 intentos, devuelve el valor de error #¡NUM!. La tasa cambia hasta:

$$0 = \sum_{i=1}^N \frac{P_i}{(1 + rate)^{\frac{(d_i - d_1)}{365}}}$$

En donde:

d_i = es la i ésima o última fecha de pago.

d_1 = es la fecha de pago 0.

P_i = es el i ésimo o último pago.

Como se puede apreciar la determinación de la tasa interna de retorno o costo anual efectivo de la negociación se establece considerando años de 365 días.

¹ Los valores se han registrado en las celdas C7 a C16.

Respecto de este tipo de negociaciones y como corolario a esta figura se desea efectuar algunas puntualizaciones:

- La información relativa a este tipo de operaciones de financiamiento, no se encuentra sistematizada. A este respecto, se debe mencionar que existen muchos

tipos de entidades que se encuentran activas en la negociación de facturas comerciales, en calidad de inversionistas, y que sin ser exhaustivos citamos a algunos de ellos:

- Inversionistas en las Bolsas de Valores.
 - La CFN, que ofrece financiamiento a quienes hayan obtenido crédito a partir de dicha institución, con la finalidad de otorgarles liquidez Inversionistas en las Bolsas de Valores.
 - Empresas de Factoring Inversionistas en las Bolsas de Valores.
 - Entidades no financieras, como por ejemplo Movistar, que otorga financiamiento a proveedores de entidades relacionadas con empresas de su grupo. De esta forma minimiza el riesgo de recuperación de los recursos entregados Inversionistas en las Bolsas de Valores.
 - IFIs del sistema financiero, pertenecientes al sector financiero privado. En el caso del Produbanco, esta entidad otorga financiamiento a entidades relacionadas con el grupo.
- Se debe recordar que, fundamentalmente, este tipo de negociaciones permite a los cedentes de facturas comerciales negociables, obtener recursos a corto plazo y reemplazar así la necesidad de acudir a financiamiento por otros mecanismos.
 - Esta opción de financiamiento, no necesariamente, la utilizan las PYMEs; sin embargo, en la práctica muchas de ellas lo hacen. Esto genera la necesidad de que tengan conocimientos de la forma de determinar los costos de financiamiento involucrados.
 - No nos preocupa el hecho de que las grandes empresas accedan a este tipo de fuente de financiamiento y desconozcan el costo de ese acceso; por cuanto, estas entidades seguramente tienen personal capacitado que estará en condiciones de comparar el costo de esta fuente de financiamiento versus otras alternativas.

4 APLICACIÓN DE DIVERSAS ESTRATEGIAS QUE FACILITARÁN EL CRECIMIENTO DE LA EMPRESA MTE

Una vez que se han explorado las distintas fuentes de financiamiento para las PYMEs, sean estas, específicamente dirigidas a ellas o que por sus características se encuentran a su alcance para permitir su crecimiento, en este capítulo se va a analizar los efectos del endeudamiento para la empresa, caso de estudio.

Partiendo del análisis de la situación financiera de la empresa MTE, se debe recordar que esta empresa, hasta la actualidad, no ha utilizado el apalancamiento financiero para sus actividades. SE debe recordar que MTE tiene un fuerte problema de contracción de ventas, originado en la caída de demanda de parte del sector público, por las circunstancias de austeridad que son de dominio público.

En los siguientes numerales se analizarán las estrategias que aplicará MTE para mantener un crecimiento razonable de sus actuales actividades; es decir, aquellas relacionadas con el giro de su negocio.

4.1 Necesidad de Crecimiento de la Empresa

Si MTE no aplicaran estrategias con la finalidad de lograr el crecimiento de las ventas previstas, los resultados serían los que se detallan a continuación:

Tabla 36: Proyección de Ventas Futuras por Sector Para la empresa MTE Sin Estrategias Agresivas de Crecimiento

Período: 2018-2022

Cifras en Miles de USD

Indicadores	2018	2019	2020	2021	2022
Ventas					
Sector privado	1460	1489	1519	1549	1580
Sector público	2000	2020	2040	2061	2081
	3460	3509	3559	3610	3662
% de crecimiento de ventas					
Sector privado	3,03%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Sector público	-38,63%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%

Como es muy sencillo darse cuenta, la tasa de crecimiento normal para las ventas del sector privado alcanzaría el 2% anual, como máximo; mientras que, las ventas al sector público crecerían tal vez en un 1% luego de alcanzar una cifra de \$ 3.460 mil en el presente año. La disminución de ventas entre el año 2017 y este año 2018 fue establecido luego de efectuar un análisis exhaustivo a los contratos presentes y a los posibles contratos futuros, de manera objetiva.

Los parámetros que se utilizarían para proyectar el Estado de Resultados y los diferentes flujos de caja de MTE son los que se despliegan a continuación:

Tabla 37: Parámetros de Proyección Para el Cálculo de los Flujos de Caja de la Empresa Sin la Implementación de Cambios Estratégicos

Período: 2018 a 2022

Indicadores	2018	2019	2020	2021	2022
% de crecimiento de ventas					
Sector privado	3,03%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Sector público	-38,63%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
% Costo de ventas sobre ventas	55,00%	53,00%	53,00%	53,00%	53,00%
% Costos operativos sobre ventas	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
% de efectivo sobre ventas	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
% de cuentas por cobrar sobre ventas	35,00%	35,00%	35,00%	35,00%	35,00%
% de inventarios sobre ventas	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%
% de otros activos corrientes sobre ventas	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
% de pasivos comerciales sobre ventas	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%
% de otros pasivos corrientes sobre ventas	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
	38,00%	38,00%	38,00%	38,00%	38,00%
Proyección de las cifras del CTNO					
Efectivo + equivalentes de efectivo	208	211	214	217	220
Cuentas y docs. por cobrar	1211	1228	1246	1263	1282
Inventarios	450	456	463	469	476
Otros activos corrientes	277	281	285	289	293
Cuentas por pagar comerciales	692	702	712	722	732
Pasivos acumulados corrientes	138	140	142	144	146
CTNO	1315	1333	1352	1372	1391
Variación	-43	19	19	19	20

En base a estas cifras y sin considerar modificaciones en las estrategias actuales de la empresa, se procedieron a calcular los diferentes flujos de caja de la misma para el período 2018 – 2022. Estos fueron los resultados obtenidos. Primero, se despliega a continuación el Estado de Resultados:

Tabla 38: Estado de Resultados Proyectado Para la Empresa Sin la Implementación de Estrategias de Cambio

Período: 218-2022

Cifras en miles de US\$

Estado de Resultados	2018	2019	2020	2021	2022
Ventas	3460	3509	3559	3610	3662
Costo de ventas	-1903	-1860	-1886	-1913	-1941
Utilidad bruta en ventas	1557	1649	1673	1697	1721
Costos y gastos operativos	-865	-877	-890	-902	-915
Depreciaciones	-42	-42	-42	-42	-42
Utilidad operativa	650	730	741	752	764
Intereses	-40	-39	-37	-35	-33
Utilidad antes de impuestos	610	692	704	717	731
Impuestos	-206	-233	-237	-242	-246
Utilidad neta	404	458	467	476	485

En base a estas cifras y ciertas partidas históricas como capital de trabajo neto operacional y propiedades planta y equipos se procedieron a establecer los flujos de caja libres de la empresa. Posteriormente y en base a estos flujos se procederá a establecer el Valor de los activos de la Empresa MTE. Por eso se adoptará el modelo que se expone en el Anexo # 10: Marco General del Proceso de Valoración de Empresas aplicado a MTE.

Tabla 39: Determinación del Valor Presente de los Flujos de Caja Libres de la Empresa

Cifras en miles de US \$

Año	FCO	FCI	PT	FCL	VP FCL
					16,37%
1	516			516	444
2	507			507	375
3	514			514	326
4	521			521	284
5	529		2853	3381	1584
			VP del FCL		3013

El significado de las abreviaciones anteriores es:

- FCO = Flujo de caja operacional
- FCI = Flujo de caja de inversiones
- FCPT = Flujo de caja representativo del período terminal
- FCL = Flujos de caja libres de la empresa
- VP del FCL = Valor presente de los flujos de caja libre de la empresa

El valor de \$ 2.853 mil corresponde al valor presente al final del año de los flujos de caja libres de la empresa posteriores al período de pronóstico¹⁹; es decir, desde el año 6 en adelante. Correspondería a los años 6 al infinito, bajo el supuesto que la empresa seguiría en marcha de forma indefinida.

Para establecer el valor presente de tales flujos de caja del período terminal VP FCPT= se consideró la siguiente ecuación:

$$VP FCPT = (FCO_{n+1} - FCI_{n+1}) / (WACC - g)$$

El significado de las siglas no conocidas anteriores es:

- VP FCPT = Valor presente de los FC del período terminal
- WACC = Weighted average cost of capita
- g = Tasa de crecimiento del flujo de caja libre representativo del PT

Considerando $g = 0$; es decir, que este permanezca constante se tiene que:

$$VP FCPT_5 = (\$ 522 - \$55) / 16,37\%$$

$$VP FCPT_5 = \$ 2.853$$

Es decir que VP FCPT₅ es igual a \$: 2853. Luego al incorporar este valor al resto de flujos de caja libres se procede a establecer los flujos de caja libres de la empresa. La tasa de descuento apropiada para descontar estos flujos de caja es igual 16,37%; es decir, el costo promedio ponderado del capital, que coincide con el costo de los recursos propios

¹⁹ El período de pronóstico va desde el año 1 al año 5.

desapalancado para el sector, puesto que la empresa no utiliza deuda, de manera importante.

Se procede entonces a descontar los flujos de caja libres; es decir, de la columna FCL. Con estos se logra establecer el VP de los flujos de caja libres, que resulta ser de \$ 3013. Este representa también el valor presente de los flujos de caja de los activos. Este valor es algo inferior al valor en libros actual de estos; es decir, al final del año 2017, que alcanzó el monto total de \$ 3.170.

De permitirse que continúe este comportamiento la empresa no podría continuar en el tiempo, sobre todo, sin obtener adecuados niveles de rentabilidad. Por lo observado, la empresa MTE requiere que a la mayor brevedad posible se generen nuevas estrategias para que estas actúen como un real disparador de sus ventas.

4.2 Estrategias Para el Cambio y Crecimiento

Para la recuperación de la empresa la Gerencia General ha pensado en dos tipos de estrategias:

1. La primera consiste en la contratación de un Gerente de nuevos proyectos, cuya principal función será el mercadear nuevos proyectos en el sector privado y público, con el propósito de apuntalar el crecimiento futuro de la organización. De hecho, el mayor socio y Gerente General de MTE en base a los primeros diagnósticos efectuados a la empresa mediante el presente trabajo vinculó un profesional de la rama eléctrica con amplia experiencia en el mercado que se incorporaría a la empresa en los próximos meses. Su vinculación implica la generación de nuevos proyectos para MTE, que de hecho ya están en marcha. Inicialmente para el primer año de su incorporación se ha pensado de forma conservadora en un incremento de ventas de \$ 500 mil; tal como se muestra en la tabla que se ha incorporado a continuación:

Tabla 40: Ventas Proyectadas con la Incorporación de un Gerente de Nuevos Proyectos

Período: 2018 – 2022

Cifras en Miles de USD

Indicadores	2018	2019	2020	2021	2022
Ventas					
Sector privado	1960	2617	2774	2885	3000
Sector público	2000	2020	2040	2061	2081
	3960	4637	4814	4945	5081
% de crecimiento de ventas					
Sector privado	38,32% ²⁰	8,00%	6,00%	4,00%	4,00%
Sector público	-38,63%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%

2. La segunda estrategia complementaria de la anterior, es cambiar la política de endeudamiento de MTE, incorporando la deuda financiera dentro de las fuentes de financiamiento. El beneficio que obtendría la empresa sería la generación de un costo promedio ponderado del capital menor que el actual, puesto que la empresa no utiliza deuda en su estructura financiera²¹, en base a los recursos de los cuales disponía, producto de mejores tiempos, cuando las ventas al sector público eran rentables. Al mezclar, al menos en parte deuda financiera y patrimonio, la empresa está en capacidad de apalancar el crecimiento que se lograría a través de la incorporación del nuevo profesional.
3. La tercera consistiría en que el personal administrativo de la empresa lleve a cabo un cambio sostenido en la forma de administrar, para alcanzar las modificaciones necesarias y que se precisan en los indicadores que se utilizarán para la proyección de las actividades futuras de la organización.

²⁰ Incluye el tirón en las ventas derivadas de la incorporación que se hizo de un Gerente Técnico de Ventas, quien contribuyó con un paquete de contratos y clientes de entrada.

²¹ Esto se puede constatar si se revisa la información histórica, analizada en el primer capítulo del presente trabajo.

4.3 Modelo de Gestión Propuesto Mediante el Uso del Apalancamiento

Efectos de las Modificaciones de Estrategias de la Empresa

Una vez implementadas las diversas estrategias diseñadas para la empresa, especialmente la relacionada con la contratación de un Gerente Técnico de Mercadeo, así como cambios en las políticas de la organización se prevé disponer de los siguientes parámetros para la proyección de las actividades de la entidad, los mismos que han sido resumidos en la tabla siguiente:

Tabla 41: Parámetros de Proyección Para el Cálculo de los Flujos de Caja de la Empresa Sin la Implementación de Cambios Estratégicos

Período: 2018 a 2022

Indicadores	2018	2019	2020	2021	2022
% de crecimiento de ventas					
Sector privado	38,32%	8,00%	6,00%	4,00%	4,00%
Sector público	-38,63%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
% Costo de ventas sobre ventas	55,00%	53,00%	53,00%	53,00%	53,00%
% Costos operativos sobre ventas	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
% de efectivo sobre ventas	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
% de cuentas por cobrar sobre ventas	32,00%	32,00%	32,00%	32,00%	32,00%
% de inventarios sobre ventas	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%
% de otros activos corrientes sobre ventas	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%
% de pasivos comerciales sobre ventas	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%
% de otros pasivos corrientes sobre ventas	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%
Proyección de las cifras del CTNO					
Efectivo + equivalentes de efectivo	198	232	241	247	254
Cuentas por cobrar comerciales	1267	1484	1540	1583	1626
Inventarios	475	556	578	593	610
Otros activos corrientes	277	325	337	346	356
Cuentas por pagar comerciales	871	1020	1059	1088	1118
Pasivos acumulados corrientes	158	185	193	198	203
CTNO	1188	1391	1444	1484	1524
Variación anual	-170	203	53	39	41

A partir de estas cifras, así como del comportamiento histórico y la visualización de las decisiones estratégicas tomadas se procedió a proyectar el desempeño de la empresa para los próximos años, dando como resultado los siguientes Estados de Pérdidas y Ganancias:

Tabla 42: Estado de Resultados Proyectado Para la Empresa Con la Implementación de Estrategias de Cambio

Estado de Resultados	Período: 2018-2011				
	Cifras en Miles de US\$				
	2018	2019	2020	2021	2022
Ventas	3960	4637	4814	4945	5081
Costo de ventas	-2178	-2458	-2551	-2621	-2693
Utilidad bruta en ventas	1782	2179	2263	2324	2388
Costos y gastos operativos	-990	-1159	-1204	-1236	-1270
Depreciaciones	-55	-55	-55	-55	-55
Utilidad operativa	738	966	1005	1033	1063
Intereses	-40	-39	-37	-35	-33
Utilidad antes de impuestos	697	927	968	999	1031
Impuestos	-235	-312	-326	-337	-347
Utilidad neta	462	615	642	662	683

Tabla 43: Flujos de Caja de la Empresa y los Socios Con la Implementación de Estrategias de Cambio

Período: 2018-2022
Cifras en Miles de US\$

Flujo de Caja de Operaciones					
Utilidad Neta	462	615	642	662	683
Depreciaciones	55	55	55	55	55
Utilidad Líquida	517	669	696	717	738
Reversión de Intereses	40	39	37	35	33
Reversión Ahorros de Impuestos	-14	-13	-12	-12	-11
Efectos de las variaciones del CTNO	170	-203	-53	-39	-41
Total FCO	713	492	667	700	719
Flujo de Caja de las Inversiones					
Propiedades, Planta y Equipos	-250				
Flujo de Caja Libre	463	492	667	700	719
Flujo de Caja de la Deuda					
Capital	235	-17	-19	-21	-23
Intereses	-40	-39	-37	-35	-33
Ahorro de Impuestos	14	13	12	12	11
Total FCD	208	-42	-43	-44	-44
Flujo de Caja de los Socios	672	449	624	657	674

Como se puede apreciar, los resultados que se prevé que la empresa obtenga superan a los que se obtendrían sin la implementación de estrategias de cambio.

En base a los flujos de caja antes expuestos se procedió a recalcular el valor presente de los activos de la empresa, partiendo de los flujos de caja libres de MTE.

Tabla 44: Determinación del Valor Presente de los Activos de MTE a la Fecha
Cifras en Miles de US\$

Año	FCO	FCI	PT	FCL	VP FCL
					15,75%
1	713	-250		463	400
2	492			492	0
3	667			667	661
4	700			700	0
5	719		4505	5224	5224
VP del FCL					6286

El significado de las siglas ya se lo dio a conocer anteriormente. Como se puede observar en la tabla anterior, la empresa lleva a cabo una inversión en propiedades, planta y equipo, que consiste en nueva infraestructura²² que se depreciará al 5% anual. Para esta inversión, así como para financiar las actividades normales; es decir, capital de trabajo adicional para enfrentar el crecimiento MTE contratará deuda en una entidad financiera. Para esto aplicará a créditos correspondientes al sector empresarial productivo. La tasa aplicable a septiembre de 2018 para este tipo de créditos, en base a la información estadística del Banco Central del Ecuador ascenderá al 10,21% anual. Estos créditos se cancelarán, en el primer caso en un plazo de 5 años, mientras el otro se lo renovará de forma sucesiva, tipo *revolving* y con pago del principal a través de la renovación. Esto significa que una vez cancelado se lo volverá a contratar. La forma de pago de los dividendos, en el caso de PPE, será en cuotas iguales.

La tasa de descuento que se utilizará es el WACC del 15,75%; que resulta de ponderar el costo de la deuda del 10,21%²³ más el costo apalancado de los recursos propios del 16,88%. En el siguiente numeral se detalla la forma de cálculo del WACC o costo promedio ponderado del capital.

Finalmente, el valor presente de los activos de la empresa, una vez puestas en práctica las estrategias diseñadas para la empresa ascienden a \$ 6286, muy superior a la situación que no considera estrategia alguna. Tan solo por el hecho de apalancar a la empresa, el valor

²² Una bodega ubicada en el sector del Inca.

²³ Tasa máxima de créditos productivos del sub segmento empresarial, según el Boletín de Tasas de Interés Semanal número 556 del banco Central del Ecuador, disponible en su página web.

presente de los activos se beneficia por el hecho de que disminuye el WACC; lo cual incide en un incremento del valor presente de los activos²⁴.

4.4 Determinación del Costo de los Recursos Propios y del Costo Promedio Ponderado de Capital o WACC

Tabla 45: Determinación del Costo de los Recursos Propios y del Costo Promedio Ponderado de Capital o WACC

Tasa libre de riesgo	2,94%	Ver anexo Tasa libre riesgo para determinar el valor de los activos de la empresa. Anexo 6
Beta desapalancado	1,13	Determinación del beta desapalancado del sector de la empresa. Anexo 7
PRM	6,38%	Prima de riesgo de mercado de los EUA. Anexo 8
EMBI	6,22%	Tasa por riesgo país del Ecuador a septiembre de 2018. Anexo 9
Ke desapalancado EUA	10,15%	
Ke desapalancado Ecuador	16,37%	
Ke apalancado Ecuador	16,88%	
<u>Ke apalancado</u>		
Nivel de deuda	11,20%	
E / AT	88,80%	
D / E	12,62%	
Costo de la deuda	10,21%	
Tasa de impuestos Ecuador	33,70%	
WACC o CPPC	15,75%	

Fuente: (Marín, 2014)

La fórmula utilizada para establecer el costo de los recursos propios sin deuda²⁵, o sea desapalancado es:

$Ke \text{ desapalancado en los EUA} = \text{Tasa libre de riesgo} + \text{Beta desapalancado} \times \text{Prima de Riesgo de Mercado}$

Entonces:

²⁴ Recuerde que a mayor tasa de descuento los valores presentes netos disminuyen y viceversa.

²⁵ Ke desapalancado. Ke significa costo de los recursos de los socios. El modelo para su determinación es el CAPM o Capital Assets Pricing Model (Modelo de Valuación de Activos de Capital).

$$K_e \text{ desapalancado en los EUA} = 2,94\% + 1,13 \times 6,38\% = 10,15\%$$

Para la valoración de los activos de la empresa, sin considerar la implementación de estrategias se utilizará esta tasa, por cuanto esta misma tasa es el costo promedio ponderado de capital (WACC o CPPC) para una empresa que no utiliza deuda.

Cuando se desea establecer el Costo de los recursos propios desapalancado en el Ecuador, al resultado anterior se debe añadir la prima por riesgo país aplicable al Ecuador, medido por el indicador EMMBI. Entonces se tendría:

$$K_e \text{ desapalancado en Ecuador} = K_e \text{ desapalancado en los EUA} + \text{Prima por riesgo país del Ecuador}$$

Reemplazando se tendrá que:

$$K_e \text{ desapalancado en Ecuador} = 10,15\% + 6,22\% = 16,37\%$$

Para la valoración de la empresa cuando esta se encuentra apalancada se deberá obtener el WACC o sea una tasa de descuento que considere el costo de la deuda y el costo de los recursos propios apalancado, de acuerdo a esta fórmula (Maldonado 2013).

Para apalancar el Costo de los Recursos Propios en el Ecuador se utiliza la fórmula siguiente (Ross et al 2010):

$$K_e \text{ apalancado Ec} = K_e \text{ desapalancado Ec} + (K_e \text{ desapalancado} - K \text{ deuda}) \times D / E \times (1 - t)$$

Reemplazando los datos aplicables a MTE se tendrá que:

$$K_e \text{ apalancado Ec} = 16,37\% + (16,37\% - 10,21\%) \times 12,62\% \times (1 - 33,70\%)$$

Resultando en un K_e apalancado en Ecuador del 16,88%, superior al desapalancado. Finalmente, se procedió a calcular el WACC o CPPC para la empresa ya endeudada:

$$WACC = k_d \times (1-t) \times D / (D + E) + K_e \text{ apalancado } E_c \times D / (D + E)$$

Reemplazando los datos correspondientes se pudo calcular el CPPC:

$$WACC = CPPC = 10,21\% \times (1-33,7\%) \times 11,2\% + 16,88\% \times 88,80\%$$

$$WACC = CPPC = 15,75\%$$

Como se puede apreciar el WACC es inferior para la empresa con deuda, que sin deuda; es decir, entre la situación de la empresa antes de las estrategias de cambio y luego de ellas.

Es claro que el efecto de la aplicación de las diversas estrategias discutidas tiene un efecto positivo sobre el valor de los activos de la empresa MTE, notándose un incremento en ellos, como se explica en líneas anteriores.

Tabla 46: Marco general de un proceso de valuación de empresas (VE)

Análisis de desempeño histórico	Hoy	Desempeño proyectado	Valor de la continuidad
		1,- Proyección de las ventas	
		2,- Proyección de las variaciones del capital de trabajo	
		3,- Inversiones en PPE	
		4,- Proyección de variables económicas clave	
	VP de FCD		
Horizonte de la memoria	Cruce con múltiplos	Período de pronóstico explícito	Período de pronóstico con modelo abreviado
Horizonte de pronóstico			

Tiempo

Fuente: Elaboración propia en base a Dumarauf, G., (2013, pág. 633)

Elaborado por: Edmundo Maldonado

5 CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

- Los mercados financieros del Ecuador ofrecen facilidades de financiamiento para las PYMEs, con costos diferenciados, aunque en general los plazos no suelen ser muy largos.
- Las PYMEs, no disponen de manera efectiva de suficientes y adecuados mecanismos de financiamiento, acorde a la importancia del sector en la economía. Esto se pudo establecer al medir el porcentaje de operaciones activas concedidas a ese tipo de empresas y su comparación con el número de empresas en la economía.
- La información que proporciona la Bolsa de Valores de Quito, en relación con el financiamiento obtenido por las PYMEs a través de ella es bastante limitada. Más aún, se debe anotar que cuando en procesos de investigación como el efectuado en el presente trabajo se requiere información, se desea cobrar por la misma. Consideramos que este tipo de hechos no se justifican, porque la Bolsa de Valores debe ser transparente hacia el público. Solo gozando de esa transparencia los inversionistas y agentes deficitarios de recursos financieros acudirán al Mercado de Valores.
- Las Bolsas de valores, en nuestro medio, han perdido terreno o en su defecto no han incrementado su importancia como fuente de financiamiento hacia las empresas que requieren recursos para financiar su crecimiento.
- En las Bolsas de Valores del Ecuador, la mayoría de operaciones se refiere a instrumentos de renta fija, más no a los de renta variable.
- El REB como mecanismo de financiamiento hacia las PYMEs e instituciones del sector de economía popular y solidaria no logra ser el vehículo que facilite el acceso de empresas hacia el Mercado de Valores.

- El apalancamiento es una importante manera de disminuir el costo de capital global de las empresas y/o proyectos.
- Existen efectos positivos derivados del uso del apalancamiento financiero sobre la riqueza de las empresas.
- Las empresas encuentran poco atractivo al Mercado de Valores para la emisión de deuda. Las IFIs han estado financiando a las empresas deficitarias de recursos a costos relativamente bajos para nuestro medio.
- En los últimos tiempos las empresas, para financiar sus necesidades a corto plazo de recursos, han estado acudiendo a las facilidades que otorga la negociación de facturas comerciales negociables. Incluso esto se pudo observar en la incipiente información que proveen las Bolsas de Valores. Para lograr la confianza de los inversionistas las facturas objeto de negociación deben provenir de emisores de relativo bajo riesgo.
- Sobre la negociación de FCN, no se dispone de información organizada y formal respecto de: costos, plazos promedio y volúmenes de negociación. Esto dificulta el acceso a este tipo de negociaciones.
- Existen beneficios por utilizar modelos de valoración como herramientas de control de gestión. En el presente trabajo se pudo medir el impacto de las decisiones estratégicas sobre los flujos de caja de una organización. El efecto del uso de la deuda sobre el valor de los activos de una organización también se pudo medir.
- Existen dificultades para medir el costo de capital de los recursos propios, en el Ecuador. En el capítulo 4 se lo determinó, pero a través de una práctica común en nuestro medio, que es la adaptación del modelo CAPM al caso ecuatoriano, mediante de la adición de una prima por riesgo país a la información obtenida a partir del mercado e los Estados Unidos de América.
- Una práctica muy impórtate en las empresas debe ser efectuar análisis PEST o FODA, de manera periódica, con el fin de ir evaluando la situación actual de una

organización; aunque el mayor beneficio de esta práctica debe ser delinear estrategias en función de los resultados obtenidos.

- No todas las Cooperativas entregan financiamiento a las PYMEs, en razón de la falta de personal y procesos adaptados para el efecto. Esto afecta las posibilidades de crecimiento de dichas entidades. Aquellas Cooperativas que si han incursionado en ese segmento se benefician de la posibilidad de generar operaciones de crédito de mayor volumen y por lo tanto, con interesantes niveles de rentabilidad.
- Los aún altos costos inherentes a las operaciones de financiamiento que se pueden canalizar a través del REB, no han permitido que este mecanismo se desarrolle, como en algún momento lo hizo el REVNI.
- Es interesante observar que existen Cooperativas más grandes que algunos Bancos. En parte, esto obedece a las estrategias agresivas que han utilizado estas entidades, como la inserción en segmentos de crédito empresariales y no solo relacionados con personas naturales; lo cual, permite un mejor aprovechamiento de sus instalaciones, en especial de los recursos humanos disponibles.
- Como es conocido el costo de endeudamiento para las empresas grandes y las PYMEs es bastante similar, según la información estadística disponible. Probablemente, la diferencia radique en la facilidad de acceso a financiamiento a plazos mayores y la falta de cultura de endeudamiento, como un instrumento de crecimiento.

REFERENCIAS

1. Asamblea Nacional. (2014). Código Orgánico Monetario y Financiero. *Registro oficial complemento del 5 de septiembre de 2014 y reformas*. Quito, Ecuador. Obtenido de https://www.superbancos.gob.ec/bancos/wp-content/uploads/downloads/2018/01/codigo_organico_monetario_financiero_2017.pdf
2. ASOCAVAL. (2014). *Funcionamiento del Mercado de Valores*. Quito: ASOCAVAL.
3. Ban Ecuador. (junio de 2016). *Programa de educación financiera*. Obtenido de <https://www.banecuador.fin.ec/wp-content/uploads/2016/09/M%C3%B3dulo-3-Sistema-financiero-nacional.pdf>
4. Banco Bolivariano. (1 de junio de 2018). *Crediplus Efectivo*. Obtenido de https://www.bolivariano.com/es/banca-pyme1/creditos-planvision-banca-pyme/crediplus_efectivo.html
5. Banco Central del Ecuador. (Enero - Junio de 2016). *Boletín Economía Popular y Solidaria*. Obtenido de https://www.bce.fin.ec/images/BANCO_C_ECUADOR/PDF/BOLETINSEMES TRALENERO-JUNIO2016-IF.pdf
6. Banco Central del Ecuador. (2017). *Sistema Nacional de Pagos Atención Vía Web*. Obtenido de <https://www.bce.fin.ec/index.php/sistema-nacional-de-pagos-atencion-via-web>
7. Banco Central del Ecuador. (18 de abril de 2018). *Inclusión Financiera*. Obtenido de <https://www.bce.fin.ec/index.php/snp-cooperativas>
8. Banco de la Produccion S.A. Produbanco. (4 de mayo de 2018). *Crédito para empresas*. Obtenido de <https://www.produbanco.com.ec/banca-de-empresas/cr%C3%A9dito-para-empresas/cr%C3%A9dito-para-empresas/>
9. Banco del Pacífico. (4 de mayo de 2018). *Crédito Pyme Pacífico*. Obtenido de <https://www.bancodelpacifico.com/creditos/para-empresas/pyme-pacifico.aspx>
10. Banco Internacional. (1 de junio de 2018). *Credito Empresarial*. Obtenido de <https://www.bancointernacional.com.ec/creditoComercialEmpr.html>
11. Bolsa de Valores de Quito. (2010). *Diccionario Bursátil*. Obtenido de <http://www.bolsadequito.info/promocion-y-capacitacion/publicaciones/diccionario-bursatil/>

12. Bolsa de Valores de Quito. (2018a). *Cómo emitir papel comercial?* Quito: BVQ.
13. Bolsa de Valores de Quito. (2018b). *Cómo emitir valores genéricos?* Quito: BVQ.
14. Bolsa de Valores de Quito. (2018c). *Informe Bursátil Mensual de la Bolsa de valores de Quito, abril de 2018.* Quito: BVQ.
15. Cano, X. (2016). *Registro Especial Bursátil, Alternativa de Financiamiento para las PYMES.* Quito: UASB.
16. Cooperativa de Ahorro y Crédito Juventud Ecuatoriana Progresista Ltda. (31 de mayo de 2018). *CrediPYMES.* Obtenido de <https://www.coopjep.fin.ec/productos-servicios/creditos/credipymes>
17. Cooperativa Policia Nacional. (30 de mayo de 2018). *Microcrédito.* Obtenido de <http://www.cpn.fin.ec/index.php/es/contenido/item/credito-productivo>
18. Coopprogreso. (31 de mayo de 2018). *Microcrédito.* Obtenido de <http://www.coopprogreso.fin.ec/productos-y-servicios/creditos/microcredito/>
19. Corporacion Financiera Nacional. (12 de abril de 2017). *Manuales y Documentos de Crédito.* Obtenido de <https://www.cfn.fin.ec/manuales-y-documentos-de-credito/>
20. Corporación Financiera Nacional. (20 de febrero de 2018). *Productos financieros.* Obtenido de <https://www.cfn.fin.ec/productosyservicios/#>
21. Del Valle Zaragoza, V., & Izarra Aguado, J. M. (2006). *Productos y servicios financieros y de seguros* (3ra. ed.). Madrid, España: McGraw-Hill.
22. Fernandez, P. (noviembre de 2008). Obtenido de <http://www.iese.edu/research/pdfs/di-0771.pdf>
23. Gitman, L., & Zutter, C. (2012). *Principios de Administración Financiera* (12a ed.). México, México: Pearson.
24. Grupo Mancheno Villacreces. (6 de septiembre de 2017). *¡Las 12 cooperativas de ahorro y crédito más prestigiosas de Ecuador!* Obtenido de <http://grupomancheno.com/las-12-cooperativas-de-ahorro-y-credito-mas-prestigiosas-de-ecuador-segun-datos-seps-2017/>
25. Lexis Finder. (22 de mayo de 2016). Obtenido de <http://181.198.3.74/wps/wcm/connect/7f2412cb-bdcb-45ec-b2de-f9f74fb61642/LEY+DE+MERCADO+DE+VALORES+act+Mayo+20+2014.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=7f2412cb-bdcb-45ec-b2de-f9f74fb61642>

26. Lino, D., & Emilio, L. (2016). ANÁLISIS DE FINANCIAMIENTO POR MEDIO DE LA BOLSA DE VALORES: CASO FARMACEUTICAS. Guayaquil, Guayas, Ecuador.
27. Maldonado, F., & Naranjo, C. (abril de 2017). Ranking Financiero: Un sistema que crece. Solidez y crecimiento son las palabras que mejor definen el ejercicio fiscal 2017 del sistema financiero ecuatoriano. *Ekos Negocios*, 48(171), 56. Obtenido de <http://www.ekosnegocios.com/negocios/>
28. Marín, N. (2014). *Evaluación de Inversiones Estratégicas*. Bogotá: Ediciones de la U.
29. Nuñez, P. (2013). *REVNI: Alternativas de financiamiento para las pequeñas y medianas empresas (PYMES)*. Quito, Ecuador: Pontificia Universidad Católica del Ecuador.
30. Sánchez, P. (2018). *Investigación y análisis comparativo del REVNI al REB en el Sistema Bursátil Ecuatoriano y sus beneficios*. Quito: Pontificia Universidad Católica del Ecuador.
31. Servicio de Rentas Internas. (2015). Pymes. Quito, Pichincha, Ecuador.
32. Sistema financiero e Intermediarios Bancarios. (s.f.). Obtenido de <http://spain-s3-mhe-prod.s3-website-eu-west-1.amazonaws.com/bcv/guide/capitulo/8448146875.pdf>
33. Superintendencia de Compañías. (20 de noviembre de 2008). Empresas que según la SACVS aplicarán NIIF para PYMES SCVS. *Resolución No. 08.G.DSC*. Quito, Ecuador. Obtenido de <https://www.iasplus.com/en/binary/americas/0902ecuadorresolution.pdf>
34. Superintendencia de Compañías. (01 de enero de 2011). Resolución sobre PYMES definición SCVS (2011). *Resolución No. SC.Q.ICI.CPAIFRS.11.01*. Quito, Ecuador. Obtenido de www.supercias.gob.ec/bd_supercias/descargas/ss/20120106065627.docx
35. Superintendencia de Compañías. (20 de mayo de 2014). Ley de compañías. *Registro Oficial 312 de 05-nov-1999*. Obtenido de https://www.supercias.gob.ec/bd_supercias/descargas/lotaip/a2/Ley-Cias.pdf
36. Superintendencia de Economía Popular y Solidaria. (13 de febrero de 2015). Resolución sobre segmentos de Cooperativas Junta de Regulación Monetaria y Financiera. *Resolución N. 038-2015-F*. Ecuador. Obtenido de <https://www.juntamonetariafinanciera.gob.ec/PDF/Resolucion%20No.%20038-2015-F.pdf?dl=0>

37. Superintendencia de Economía Popular y Solidaria. (2 de diciembre de 2017). *Ecuador tiene un total de 887 cooperativas de ahorro y crédito*. Obtenido de <http://www.seps.gob.ec/noticia?ecuador-tiene-un-total-de-887-cooperativas-de-ahorro-y-credito>
38. Universidad de Especialidades Espíritu Santo. (2016). *Boletín Economía & PYMES* (Vol. 2). Guayaquil, Ecuador: UEES.
39. Vera, E. (6 de marzo de 2015). Ecuador aplicará salvaguardias al 32 % de sus importaciones durante 15 meses. *Diario El Universo*. Obtenido de <https://www.eluniverso.com/noticias/2015/03/06/nota/4627241/ecuador-aplicara-salvaguardias-32-sus-importaciones-durante-15>
40. Warman, F., & Roa, M. J. (2014). *Intermediarios financieros no bancarios en América Latina: ¿Banca paralela?* México D. F., México: Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA). Obtenido de <http://www.cemla.org/PDF/investigacion/inv-2014-06-16.pdf>

ANEXOS

Anexo 1: En qué consisten y cómo se negocian las FCN

¿Qué son?	¿Cómo se negocian?	
<p>Son facturas de productos emitidas por empresas a sus clientes. Estas facturas se pueden negociar en el mercado de valores para conseguir liquidez de forma inmediata, por un descuento.</p> <p>No requieren calificación de riesgo y pueden ser emitidas por cualquier empresa que tenga un RUC con una vigencia mínima de un año.</p> <p>El cliente del emisor (aceptante) debe expresamente autorizar la negociación de su factura</p>	EMISOR	1 El emisor entrega la mercadería y emite una factura, la cual el aceptante pagará en un plazo determinado.
		2 El emisor se acerca a una Casa de Valores y solicita negociar la FCN para obtener liquidez.
		3 La casa de valores negocia, a través de la Bolsa de Valores de Quito (BVQ), la FCN en representación del emisor.
	INVERSIONISTAS	4 El inversionista busca una Casa de Valores para que le de opciones de inversión.
		5 La casa de valores compra, a través de la BVQ, la FCN en representación del inversionista.
		6 El depósito centralizado realiza la compensación y liquidación de la operación, de forma que entrega al emisor los recursos derivados de la venta y al inversionista la factura adquirida.
		7 Después de transcurrido el plazo de la FCN, el aceptante realiza el pago de la factura a través del depósito centralizado quien compensa la operación y entrega el capital más el rendimiento al inversionista.

Fuente: www.bolsadequito.com, boletín mensual de FCN de 04-2018

Anexo 2: Beneficios para los emisores y inversionistas de FCN

EMISOR	1	Es una forma de convertir ventas a crédito , en ventas a contado , de forma rápida y a tasas muy competitivas .
	2	No es un préstamo bancario o cooperativo, por tanto no implica endeudamiento y no requiere garantías .
	3	Es una herramienta efectiva para conseguir capital de trabajo.
	4	Mejora el ciclo de cobranza y los niveles de seguridad, dado que la negociación se da en un mercado regulado.
INVERSIONISTAS	5	Otorga un porcentaje de rendimiento atractivo a tasas competitivas en el sistema financiero
	6	Permite diversificar el portafolio de inversión
	7	Montos bajos de inversión
	8	Permite realizar inversiones a corto plazo

Fuente: www.bolsadequito.com

Anexo 3: Términos de interés

ACEPTACIONES BANCARIAS

Son las letras de cambio o pagarés girados por los clientes de un banco o sociedades financieras y aceptadas por éstos. Es un compromiso de pagar un giro o pagaré en una fecha determinada.

Estos valores se convierten en aceptaciones cuando un banco participa como intermediario, aceptando éste la responsabilidad de su pago.

El rendimiento de esos papeles se obtiene mediante una tasa de descuento que se aplica al valor nominal; son negociados en el mercado bancario o en bolsa.

ACTIVO

Conjunto de bienes y derechos pertenecientes a una sociedad o persona natural o jurídica.

ACTIVOS FINANCIEROS

Nombre genérico que se le da a las inversiones en títulos valores acciones, obligaciones, bonos, fondos públicos, etc., ciertos derechos sobre inmuebles realizables de inmediato (opciones, títulos hipotecarios, o bien documentos expresivos de créditos, cupos de suscripción preferente, etc.).

AUTORREGULACIÓN

Facultad que tienen las bolsas de valores y las asociaciones gremiales creadas por las entidades del mercado de valores para que, en el marco de las normas generales expedidas por el Consejo Nacional de Valores (CNV), puedan establecer propios reglamentos y normas internas; además de ejercer control sobre las actividades de sus miembros e imponerles sanciones en el ámbito de sus competencias.

La autorregulación comprende necesariamente normas de ética, disciplina, autocontrol, vigilancia, sanción y sanas costumbres.

Caución o garantía de carácter comercial por parte de un tercero, que se coobliga al pago de un efecto o un crédito, o al cumplimiento de otra obligación.

El aval se otorga por medio de una firma en el envés del documento cambiario, acompañada de la mención "bueno para aval".

AVALES BANCARIOS

Estos valores son letras de cambio en las que interviene tres partes:

- El deudor - quien se compromete a pagar en los términos acordados.
- El avalista - institución financiera que pagará en caso de que el deudor no lo haga, y;
- El acreedor - beneficiario del pago. Cuando una letra de cambio está garantizada o avalada por un banco, toma el nombre de aval bancario.

Bolsas de Valores

Las bolsas de valores constituyen un mercado público, en el cual participan intermediarios autorizados con el propósito de realizar operaciones de compra y venta de valores debidamente inscritos, bajo diversas modalidades de transacción, determinándose los precios mediante la libre concurrencia de la oferta y la demanda, con criterios formados por la existencia de una amplia información sobre el emisor y las condiciones del mercado.

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

Podrán realizar las demás actividades conexas que sean necesarias para el adecuado desarrollo del mercado de valores, las mismas que serán previamente autorizadas por el C.N.V.

A través de su facultad de autorregulación, pueden dictar sus reglamentos y normas internas de aplicación general para todos sus partícipes, así como, ejercer el control de sus miembros e imponer las sanciones dentro del ámbito de su competencia.

BONOS DEL ESTADO

Son valores de deuda pública emitidos a largo plazo por el Gobierno Central a través del Ministerio de Finanzas, mediante decreto ejecutivo de emisión que establece los montos, plazos o intereses a devengarse.

CALIFICACIÓN DE RIESGO

Es la opinión especializada emitida por una entidad autorizada para el efecto, que determina la solvencia y probabilidad de cumplimiento del emisor para el pago del capital e intereses de los valores emitidos.

Por convención, la calificación es otorgada de acuerdo a una escala compuesta por letras y los signos de más y menos. Así la calificación triple A (AAA) junto al signo "más" (+), representa la calificación más alta, y la calificación de B (-) o C, de las más bajas.

El grado máximo de la escala representa menor riesgo y el mínimo, mayor riesgo.

Los signos de más (+) indican la posibilidad de que la calificación suba a la inmediata superior, y de menos (-), que podría bajar a la inmediata inferior.

Es objeto de calificación de riesgo todo valor que sea materia de colocación o negociación en el mercado, excepto aquel emitido y avalado por el Ministerio de Finanzas y el Banco Central del Ecuador.

CALIFICADORAS DE RIESGO

Son compañías anónimas o de responsabilidad limitada, independientes que tienen por objeto la calificación de riesgo de emisores de valores. Están debidamente autorizadas por la Superintendencia de Compañías del Ecuador.

El comité de calificación emite opinión basándose en las normas de la Ley de Mercado de Valores y el Reglamento de Calificación de Riesgo.

CARTAS DE CRÉDITO

Es un tipo de crédito documentario por medio del cual un banco emisor, obrando a petición y de conformidad con las instrucciones de un cliente o en su propio nombre:

- Se obliga a hacer un pago a un tercero, o a su orden, a aceptar y pagar letras de cambio liberadas por el beneficiario, o
- Se autoriza a otro banco para que efectúe el pago o para que acepte y pague tales instrumentos de giro; o
- Autoriza a otro banco para que negocie contra la entrega del o los documentos exigidos y cuando se cumplan los términos y las condiciones del crédito.

CASA DE VALORES

Son personas jurídicas y las únicas autorizadas para ejercer la intermediación en el mercado de valores.

Tienen la función de intermediar valores en los mercados bursátil y extrabursátil, administrar portafolios de valores, realizar operaciones de underwriting y de hacedor del mercado (market maker), asesorar e informar en materia de:

Intermediación de valores, finanzas y valores, estructuración de portafolios de valores, adquisiciones, fusiones, escisiones, promover fuentes de financiamiento, inversiones, ayudar a estructurar emisiones y servir de agente colocador de las emisiones primarias.

CÉDULAS HIPOTECARIAS

Valores de renta fija que se emiten con la garantía de la cartera de préstamos concedidos con garantía de inmuebles por las sociedades emisoras (instituciones financieras).

CERTIFICADOS DE AHORRO

Son valores de renta fija emitidos por los bancos, es acreditativo de una imposición a plazo para efectuar un libramiento contra quien los haya emitido, son libremente negociables y tienen por finalidad la captación de ahorro interno.

CERTIFICADO DE DEPÓSITO

Son valores que constituyen obligaciones financieras exigibles al vencimiento de un periodo no menor a 30 días. Libremente convenidos, pueden ser pagados antes del vencimiento previo al acuerdo de las partes.

Son normados según la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero. Estos valores tienen mucha similitud a las pólizas de acumulación.

CERTIFICADOS DE INVERSIÓN

Son valores emitidos por las compañías financieras o secciones de mandato o intermediación financiera, con la finalidad de captar recursos.

Están garantizados por los activos de la compañía de intermediación financiera, son libremente negociables en el mercado y pueden cederse en la forma y bajo los efectos de una sesión ordinaria. Estos generan un interés convenido en cada título, sin embargo, pueden acogerse al reajuste de interés.

Los intereses estipulados en los certificados de inversión se devengan al vencimiento de los plazos pactados, a partir de esa fecha dejan de ganar intereses y de redimen únicamente a su presentación.

CERTIFICADOS DE TESORERÍA

Son valores emitidos por el Gobierno central, a través del Ministerio de Finanzas para captar recursos, por lo general a corto plazo, que financien las necesidades de la caja fiscal.

COLOCACIÓN

Es la venta efectiva de activos financieros, por la propia entidad emisora, o a través de intermediación. Puede conceptuarse también como la actividad conducente a transformar los excedentes de ahorro invirtiéndolos en los diferentes activos.

Operación consistente en invertir los recursos disponibles en activos financieros, valores negociables o depósitos bancarios con el fin de obtener un beneficio.

COMISIÓN

Es el valor que cobran las casas de valores a sus clientes, por los servicios de intermediación brindados. También es el valor que cobran las bolsas de valores por el uso de sus instalaciones y servicios transaccionales.

CONSEJO NACIONAL DE VALORES (CNV)

Es el órgano adscrito a la Superintendencia de Compañías que tiene la función de establecer la política general del mercado de valores, regular su funcionamiento y a los entes que lo integran.

Además, tiene otras como la de impulsar el desarrollo del mercado de valores, promocionar la apertura de capitales y expedir normas complementarias a la Ley.

CONVERTIBILIDAD

Característica de una emisión de valores por el que puede cambiarse un valor por otro de características distintas una vez vencido el plazo. La convertibilidad puede ser obligatoria o a voluntad del titular de los valores.

Ejemplo de convertibilidad es la emisión de obligaciones convertibles en acciones. El concepto se aplica también a las monedas y divisas y en este caso es la cualidad de una moneda o divisa que puede ser cambiada por su equivalencia en oro, en otra moneda o divisa.

COTIZACIÓN

Precio alcanzado en el mercado por un valor o bien. Esta cotización puede ser de contado o a plazo.

COTIZACIÓN BURSÁTIL

Las bolsas de valores, publican diariamente el precio alcanzado por los títulos que en ella se negocian. La cotización puede darse para cuatro momentos de la sesión: apertura, mínima, máxima, y cierre.

CUOTAS DE PARTICIPACIÓN

Son valores que representan los aportes hechos por constituyentes de un fondo colectivo de inversión. Estos valores deben someterse a una calificación de riesgo y son libremente negociables en el mercado.

CUPÓN

Es un valor que se emite adherido o asociado con un valor de deuda de largo plazo, tales como bonos, obligaciones o cédulas hipotecarias, a cuya presentación al emisor de tales valores está obligado a pagar su capital y/o intereses al inversionista, según este establecido en las características de la emisión correspondiente.

DEPÓSITO CENTRALIZADO DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES

Entidad que se encarga de proveer servicios de depósito, custodia, conservación, liquidación y registro de transferencia de los valores. Opera también como cámara de compensación.

DESCUENTO

Diferencia entre el valor nominal de un título a su vencimiento y su valor actual en el mercado.

DESMATERIALIZACIÓN DE VALORES

Proceso por medio del cual, los títulos valores son representados por mediante anotaciones en cuenta y dejan de existir los certificados impresos.

EMISIÓN

Creación y puesta en circulación de monedas, cheques, letras de cambio, efectos de comercio y valores negociables.

EMISIÓN DE VALORES

Operación de creación y puesta en circulación de valores.

EMISORES DE VALORES

Son las sociedades o entidades públicas, que, necesitados de recursos para financiar negocios, ampliar sus operaciones u otras actividades, emiten valores, con el objeto de venderlos directamente en el mercado y de esta forma, conseguir recursos.

FONDOS DE INVERSIÓN

Patrimonio que se materializa en una carpeta de activos financieros que se encuentra afecto a una pluralidad de inversores y bajo la custodia de un depositario, y que se gestiona o administra por una entidad gestora, al objeto de conseguir los mayores rendimientos para sus partícipes, conforme a una adecuada diversificación de riesgos.

FUNCIONES DE LA BOLSA

La Bolsa de Valores cumple unas funciones importantes dentro del sistema financiero de cada país que pueden resumirse así:

- Función de canalización del ahorro: La Bolsa cumple un papel fundamental al vincular el ahorro con la inversión productiva. Realiza un traslado de fondos entre inversores financieros e inversores reales.
- Función social de movilización de la propiedad: Admite el acceso de pequeños ahorradores al capital de las grandes empresas que cotizan en Bolsa y se difunde la propiedad mobiliaria.
- Función de liquidez: La Bolsa permite que los titulares de valores puedan negociar con ellos rápidamente y convertirlos en dinero en el momento que lo precisen. La existencia de la organización bursátil con presencia y concentración de las ofertas y demandas del mercado favorece la liquidez de los valores.
- Función de estimación: En su aspecto general la Bolsa se ha considerado como instrumento central para calcular y valorar los rendimientos en la economía capitalista. En su vertiente concreta, la Bolsa permite determinar indirectamente el valor de las empresas al establecerse un precio bursátil o precio de mercado.
- Función de garantía: La Bolsa protege al público ahorrador frente al fraude al existir un mercado organizado que se rodea de una gran cantidad de garantías, publicidad e instituciones regulatorias.

- Función informativa y formativa de estados de opinión: Los precios de los valores contratados se hacen públicos y ello permite a los inversores formarse una idea clara de las sociedades en las que ha invertido su dinero, así como canalizar sus ahorros hacia empresas rentables.
- Función de protección del ahorro frente a la subida de: La inversión en acciones cotizadas en Bolsa permite al ahorro evitar la erosión monetaria porque tales valores representan partes alícuotas de activos reales y al haber inflación el valor monetario de tales activos crece, por tanto, también aumenta el precio de las acciones de forma paralela a como lo hace el índice general de precios.

GARANTÍA

Obligación accesoria por medio de la cual se asegura el pago de una obligación principal.

GARANTÍA GENERAL

Consiste en el 80% de todos los activos de una compañía libres de cargas, limitaciones u obligaciones, que abalizan las emisiones de títulos de valores de renta fija que se negocian en el mercado de valores.

GRAVAMEN

Carga, limitación u condición a la disposición de un bien mueble o inmueble.

INSTITUCIONES FINANCIERAS

Sociedades que intervienen o intermedian en los mercados financieros captando fondos del público para invertirlos en activos de ese carácter.

INSTRUMENTO FINANCIERO

Documento que incorpora el derecho de propiedad sobre un activo financiero.

INTERMEDIACIÓN BURSÁTIL

Actividad realizada en los mercados bursátiles, por diversidad de agentes para conectar entre sí compradores y vendedores.

INTERMEDIACIÓN FINANCIERA

Actividad que realizan las instituciones de financieras, al tomar depósitos de clientes a un cierto plazo y con un determinado interés, y prestarlos a otros clientes a otro plazo y con otro tipo de interés, generalmente más altos.

INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

Instituciones que movilizan el ahorro de la economía, ejerciendo una tarea de mediación entre los prestamistas o ahorradores últimos y los prestatarios o personas que acuden al crédito como forma de ampliar sus tenencias de activos reales.

Dentro de los intermediarios financieros se distinguen:

- Los intermediarios financieros bancarios, que crean dinero bancario por la aceptación de algunos de sus pasivos para ser utilizados como medios de pago, y;
- Los intermediarios financieros no bancarios, que se limitan a prestar con cargo a sus recursos propios desarrollando estrictamente una función mediadora.

INVERSIÓN

Es la colocación de un capital en actividades que generen réditos en el corto, mediano y largo plazo.

INVERSOR

Persona natural o jurídica que realiza operaciones de compra o venta de valores negociables con el objeto de colocar su capital y obtener el máximo de rentabilidad.

INVERSORES INSTITUCIONALES

Son aquellos que deben destinar por imperativo legal parte de su patrimonio a la inversión en valores mobiliarios cotizados en mercados organizados:

Fondos de Pensiones, Bancos, Compañías de Seguros, Sociedades de Cartera, Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria etc.

LARGO PLAZO

Vencimiento superior a 360 días.

LETRAS DE CAMBIO

Son títulos de crédito por los que una persona, llamada "librador o girador", da la orden a otra llamada "librado o girado", para que pague a una tercera persona llamada beneficiario, una suma determinada de dinero en el lugar y plazo que el documento indica.

El "librador" es quien emite la letra y la gira. El "girado" es aquel contra quien se emite esa letra, a quien el librador da la orden de pagar. El "beneficiario" es aquel en cuyo favor se emite la letra. Estos valores se negocian con descuento en el mercado de valores son generalmente emitidos por entidades bancarias a corto plazo.

MARGEN

En sentido general, cuantía del beneficio que se puede obtener en un negocio teniendo en cuenta el precio de coste y el de venta. Se usa también para señalar los puntos o fracciones de punto de un tipo de interés o de una comisión.

MERCADO

Estado y evolución de la oferta y la demanda en un sector económico dado.

Existirá mercado siempre y cuando exista una referencia al lugar donde confluyen físicamente los oferentes y demandantes como en aquellos casos en los que gracias a sistemas avanzados de comunicación e informática permitan a las partes intervinientes casar operaciones sin estar presentes físicamente.

El mercado debe recaer sobre un objeto de contratación que será su mercancía y deberá establecer una valoración de la misma que es el precio de mercado y que es el resultado de las posiciones de oferta y demanda de los que acuden al mercado.

El mercado perfecto supone el libre juego de la oferta y la demanda y por tanto la libre formación del precio.

MERCADO BURSÁTIL

Se entiende por mercado bursátil todas las operaciones que se efectúan en Bolsa.

Es el conformado por ofertas, demandas y negociaciones de valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores y en las bolsas de valores, realizadas en éstas por los intermediarios de valores autorizados, de acuerdo con lo establecido en la Ley de Mercado de Valores.

Las características más sobresalientes del mercado bursátil frente a otros mercados son:

- No se encuentran en el lugar de contratación los valores sobre los que se contrata para poder ser examinados por los posibles compradores, como suele ocurrir en los mercados de productos;
- Es un mercado permanente en donde sólo operan profesionales denominados: Operadores de Valores, que reciben las órdenes de compraventa de valores negociables de sus clientes;
- Es un mercado organizado, ya que ofrece un lugar, los centros de contratación, o medios que permiten al conjunto de compradores y vendedores estar en contacto de manera regular.

- Además, dispone y garantiza el mecanismo necesario para la correcta conclusión de las transacciones. Se halla, pues, organizada la coincidencia de las ofertas y demandas de los valores negociables;
- La formación de la relación contractual bursátil ha de realizarse según la normativa específica del mercado;
- En el mercado bursátil existen técnicas de contratación peculiares;
 - La seguridad es una de sus características tanto en su sentido jurídico como económico y hace referencia a la regularidad de las operaciones y de los valores objeto de contratación y a la garantía de la liquidación de los contratos bursátiles que queda asegurada.
 - Su gran característica es la publicidad de los precios o cambios, lo que permite una mayor transparencia del mercado y su fin último es la formación imparcial y objetiva de las cotizaciones bursátiles.

MERCADO DE CAPITAL

Es un segmento del mercado financiero en el que se negocian activos financieros con vencimiento superior al año, que representa el conjunto de ofertas y demandas de capitales para suscripciones de capital social de las empresas e inversiones a medio y largo plazo.

Puede definirse como el mercado en el que se negocian con capitales a mediano y largo plazo, en préstamos o empréstitos, así como en la compraventa de acciones y participaciones en sociedades mercantiles.

MERCADO DE VALORES

Es el segmento del mercado financiero que canaliza el ahorro de mediano y largo plazo, en forma directa, hacia el financiamiento de actividades productivas; mediante la emisión y negociación de valores.

MERCADO PRIMARIO

Es cualquier mercado financiero en que el objeto de negociación son activos financieros en el mismo momento de su primera emisión y colocación.

MERCADO PRIVADO

Son las negociaciones que se realizan en forma directa entre comprador y vendedor sin la intervención de una casa de valores.

MERCADO PÚBLICO

Son las negociaciones que se realizan con la intermediación de una casa de valores autorizada a través de la Bolsa de Valores.

MERCADO SECUNDARIO

Es el conjunto de negociaciones de un valor que se dan con posterioridad a la primera colocación.

NOTAS DE CRÉDITO

Son valores nominativos por medio de los cuales el Servicio de rentas Internas (SRI), reconocen la existencia de una suma de dinero pagada indebidamente o en exceso por concepto de tributos. Sirve para pagar o para compensar otras obligaciones tributarias.

OBLIGACIONES (BONOS)

Son valores de naturaleza crediticia emitidos en conjunto con el propósito de captar directamente recursos en el mercado. Son libremente negociables y normalmente generan una tasa de interés durante el plazo de duración.

De tal manera que las obligaciones son valores representativos de una deuda, que el emisor reconoce o crea y que son exigibles según las condiciones de la emisión.

Pueden estar representadas en títulos o en cuentas llevadas por un depósito centralizado de compensación y liquidación.

Como todo título de crédito da derecho al cobro de intereses y a la recuperación del capital, para lo cual podrán contener cupones.

OBLIGACIONES CERO CUPÓN

Son aquellos que no pagan intereses (cupones), pero que son negociados con un fuerte descuento generando una ganancia al vencimiento cuando el bono es redimido a su valor nominal. También denominados obligaciones cero cupones.

OBLIGACIONES CONVERTIBLES

Son valores de renta fija emitidos por sociedades anónimas, estas dan derecho a su titular de optar por el pago del valor de la obligación o que estas se conviertan en acciones de la emisora, tomando en cuenta el factor de conversión, el cual determina el número de acciones que se convierten por cada obligación, en base a lo estipulado en la escritura de la emisión.

También conocidos como obligaciones convertibles en acciones.

OBLIGACIONES ORDINARIAS

Son aquellas cuyo plazo de vigencia es superior a 360 días contados desde su emisión hasta su vencimiento.

OFERTA PÚBLICA

Es la propuesta dirigida al público en general, o a sectores específicos, con el propósito de negociar valores en el mercado. Para realizar una oferta pública de valores, el emisor debe reunir, entre otros requisitos específicos, los siguientes:

Tener la calificación de riesgo de los valores a negociar, estar inscritos en el Registro de Mercado de Valores tanto el emisor como el valor y poner en circulación el "prospecto de oferta pública" aprobado por la Superintendencia de Compañías.

OPERACIONES BURSÁTILES

Compraventa de valores cotizables en Bolsa con la participación ó mediación de un intermediario bursátil autorizado.

PAGARÉ

Constituye una promesa incondicional de pago, representada en un título mediante el cual una persona "firmante", se obliga incondicionalmente a pagar una cantidad determinada, en un tiempo determinado, a la orden de otra persona, " beneficiario".

PAPEL COMERCIAL

Son obligaciones cuyo plazo es inferior a 360 días.

PARTÍCIPIES DEL MERCADO

Son la Bolsa de Valores, sus miembros (casas de valores), los operadores bursátiles, las instituciones y funcionarios del sector público autorizados para operar, los emisores inscritos en el Registro de Mercado de Valores y en el de las Bolsa de Valores y toda persona natural o jurídica relacionada con el mercado de valores.

Espacio de tiempo en el cual se debe cumplir las condiciones estipuladas de un contrato.

POLÍTICA MONETARIA

Acción del Estado basada en la utilización de los instrumentos que afectan a la creación del dinero y de sus activos financieros líquidos alternativos y que permite ordenar y regular las condiciones de liquidez de una economía.

PÓLIZA

Documento contractual de un seguro. En el lenguaje bancario es el contrato de crédito, de préstamo, etc. Que ha sido intervenido por agente o corredores de comercio.

PÓLIZA DE ACUMULACIÓN

Es la libranza o título emitido por una institución financiera y contiene una orden para recibir o cobrar una suma de dinero en un plazo corto y con una renta fija.

La renta está determinada por la tasa de interés pactada libremente entre el emisor y el cliente.

REGISTRO DEL MERCADO DE VALORES

Es una estructura orgánica perteneciente a la Superintendencia de Compañías, en la cual se inscriben los valores, emisores, casa de valores y demás partícipes del mercado, los mismos que deberán proveer información suficiente y actualizada, de orden público.

REGISTRO ESPECIAL DE VALORES NO INSCRITOS (REVNI)

Es un mercado de aclimatación, por un periodo limitado, que permite a las compañías financiarse en el mercado de valores, con miras a una futura inscripción en el registro de mercado de valores y Bolsa.

RENTA FIJA

Es el rendimiento de un valor, fundamentalmente obligaciones, cuya retribución esta predeterminada en el momento de la emisión.

RENTA VARIABLE

Se denomina así al conjunto de los activos financieros que no tienen un vencimiento fijado y cuyo rendimiento, variará según el desempeño de la empresa emisora.

RIESGO

Contingencia o proximidad de un daño. Peligro de pérdida financiera que el inversor debe valorar al invertir sus fondos.

Una inversión de alto riesgo supone que el inversor esperará obtener una alta rentabilidad de la misma que le compense el riesgo y a la inversa, el grado de rentabilidad suele ir a la par del riesgo que se asume.

SECTOR PRIMARIO

Es aquel sector económico que agrupa al conjunto de actividades ligadas a la transformación del medio natural: agricultura, pesca, minería y actividad forestal.

SECTOR PÚBLICO

Conjunto de instituciones, actividades y servicios en donde la Administración Pública y el Estado desarrollan un papel esencial.

SECTOR SECUNDARIO

Es aquel sector económico que agrupa al conjunto de actividades destinadas a la transformación de las materias primas en bienes productivos o consuntivos, se le denomina también sector industrial.

SISTEMA FINANCIERO

Conjunto de instituciones que proporcionan los medios de financiación al sistema económico para el desarrollo de sus actividades.

El sistema financiero canaliza el ahorro, por medio de sus instituciones, hacia la formación de capital a través de los mercados financieros que constituyen, en sentido amplio, el mercado de fondos prestables.

Este mercado se suele dividir, de acuerdo con la característica de sus activos, en mercado de valores y mercado crediticio.

SUBASTA

Venta pública de valores o bienes que se caracteriza por la existencia de condiciones específicas de concurrencia a la subasta que puede ser de viva voz o en pliegos cerrados y que se adjudica el bien o valor subastado a la mejor postura realizada.

Es un procedimiento habitual de venta pública que se practica en la colocación de activos financieros. Es un sistema interconectado de negociación de valores alternativa a los mecanismos de negociación bursátil.

La venta de valores en pública subasta permite el acceso de los solicitantes de valores a un acto público en que se adjudican los valores al mejor postor.

SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS

Es el organismo público autónomo, encargado de ejecutar la política general del mercado dictado por la CNV y ejerce el control y vigilancia de los diferentes participantes del mercado.

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

TASA ACTIVA

Es el porcentaje que cobran las instituciones financieras al otorgar un préstamo a los demandantes de crédito.

TASA DE DESCUENTO

Es la tasa que se utilizara para el cálculo del valor presente de los flujos de un determinado valor. Está compuesto de una tasa de referencia y un margen que refleja los diferentes riesgos del título no incorporados en la tasa de referencia.

TASA DE REFERENCIA

Es la tasa que, junto al margen promedio calculado o referido, se utilizara para efectos de la valoración, en ausencia de las condiciones necesarias para calcular el precio promedio de ese título.

La tasa de referencia podrá ser una tasa estimada de rentabilidad a partir de una curva dada, un índice de rentabilidad, o un indicador financiero pactado y señalado facialmente en el título respectivo, de entre ellas se escogerá la más apropiada de acuerdo a la categoría de valores a ser analizada.

TASA PASIVA

Es el porcentaje que paga una institución financiera a quién deposita dinero a un determinado.

TITULARIZACIÓN

Es un mecanismo de financiamiento que permite transformar activos o bienes, actuales o futuros, en valores negociables en el Mercado de Valores, para obtener liquidez en condiciones competitivas de mercado, con la consecuente reducción de costos financieros.

Los procesos de titularización podrán llevarse a cabo a través de los mecanismos de fondos colectivos de inversión o de fideicomisos mercantiles.

TÍTULO

Causa o justificación de la legítima propiedad de un bien o de la facultad para ejercer un derecho.

UNDERWRITING

Es el mecanismo por el cual una entidad autorizada realiza, para un emisor o un tenedor de valores, la función especializada de colocación o suscripción total o parcial de una emisión de valores

En el Ecuador es de tres tipos: en firme, con garantía total o parcial de adquisición y bajo la modalidad de mejor esfuerzo.

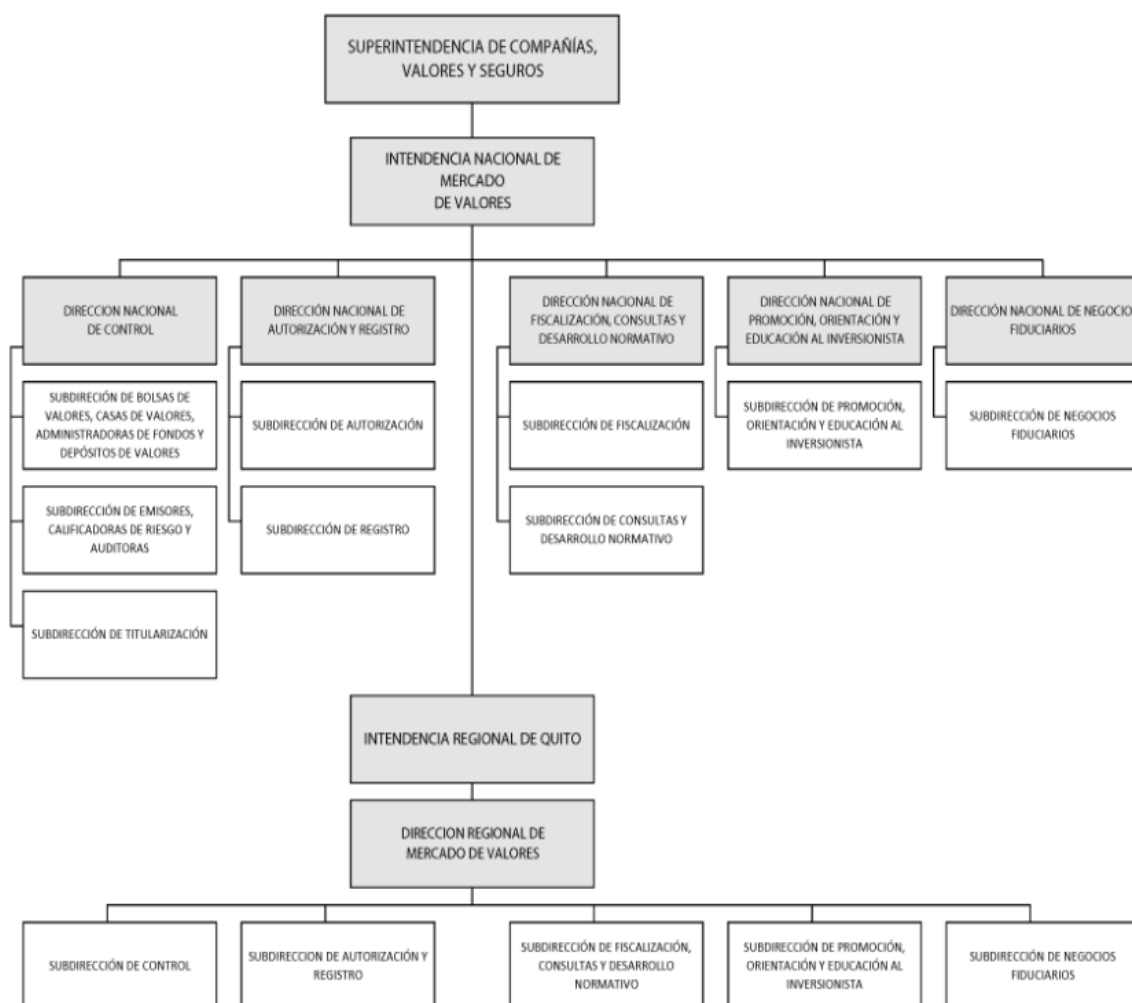
VALOR NOMINAL

Cantidad de dinero representada en el título al momento de su emisión.

VALORES

Se considera valor al derecho o conjunto de derechos de contenido esencialmente económico, a los que se refiere la Ley de Mercado de Valores.

Anexo 4: Organigrama de la SCVS



Fuente: www.portal.supercias.gob.ec

Anexo 5: Clasificación de las Empresas Por Su Tamaño En Ecuador, Según la SCVS

Variables	Micro Empresa	Pequeña Empresa	Mediana Empresa	Grandes Empresas
Personal ocupado	De 1 - 9	De 10 - 49	De 50 - 199	≥ 200
Valor bruto de ventas anuales	≤ 100.000	100.001 - 1.000.000	1.000.001 - 5.000.000	> 5.000.000
Monto de activos	Hasta US\$ 100.000	De US\$ 100.001 hasta US\$ 750.000	De US\$ 750.001 hasta US\$ 3.999.999	≥ 4.000.000

La Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, mediante resolución, acogió la clasificación de pequeñas y medianas empresas, PYMES, de acuerdo a la normativa implantada por la Comunidad Andina en su Resolución 1260 y la legislación interna vigente, conforme al siguiente cuadro:

Fuente: <http://www.ccq.ec>

Fecha de acceso: 30 -09-18

**Anexo 6: Tasa libre de Riesgo de Títulos Valores Emitidos por el Departamento
del Tesoro de los EUA**

Fecha: 2 de octubre de 2018

Treasury Yields			
NAME	COUPON	PRICE	YIELD
GB3:GOV 3 Month	0.00	2.17	2.20%
GB6:GOV 6 Month	0.00	2.34	2.40%
GB12:GOV 12 Month	0.00	2.49	2.57%
GT2:GOV 2 Year	2.75	99.88	2.81%
GT5:GOV 5 Year	2.88	99.71	2.94%
GT10:GOV 10 Year	2.88	98.50	3.05%
GT30:GOV 30 Year	3.00	96.05	3.21%

Fuente: www.bloomberg.com

Anexo 7: Beta Desapalancada Para el Sector de Negocios de MTE en los EUA

Fecha de Corte: Enero de 2018

<i>Industry Name</i>	<i>Number of firms</i>	<i>Average Unlevered Beta</i>	<i>Average Levered Beta</i>	<i>Average correlation with the market</i>	<i>Total Unlevered Beta</i>	<i>Total Levered Beta</i>
Drugs (Biotechnology)	459	1,36	1,44	22,72%	5,97	6,34
Drugs (Pharmaceutical)	185	1,13	1,21	19,24%	5,87	6,29
Education	34	0,96	1,15	25,23%	3,80	4,57
Electrical Equipment	118	1,02	1,08	22,26%	4,60	4,87
Electronics (Consumer & Office)	24	1,08	1,09	17,99%	6,00	6,07
Electronics (General)	167	0,91	0,94	23,53%	3,88	3,99
Engineering / Construction	49	1,13	1,27	35,93%	3,14	3,54
Entertainment	90	0,96	1,15	17,22%	5,56	6,69
Environmental & Waste Services	87	0,70	0,88	16,51%	4,24	5,31
Farming/Agriculture	34	0,56	0,74	20,60%	2,71	3,62
Financial Svcs. (Non-bank & Insurance)	264	0,07	0,61	23,88%	0,29	2,54
Food Processing	87	0,56	0,68	17,55%	3,17	3,85
Food Wholesalers	15	1,41	1,79	25,76%	5,49	6,93

Fuente: www.damodaran.com

Anexo 8: Prima de Riesgo de Mercado de los EUA

Periodo: 1928-2017

				<i>Risk Premium</i>		<i>Standard Error</i>	
Arithmetic Average				Stocks - T.Bills	Stocks - T.Bonds	Stocks - T.Bills	Stocks - T.Bonds
1928-2017	11,53%	3,44%	5,15%	8,09%	6,38%	2,10%	2,24%
1968-2017	11,41%	4,82%	7,17%	6,58%	4,24%	2,39%	2,70%
2008-2017	10,27%	0,42%	4,29%	9,85%	5,98%	6,12%	8,70%
Geometric Average				<i>Risk Premium</i>			
				Stocks - T.B.	Stocks - T.Bonds		
1928-2017	9,65%	3,39%	4,88%	6,26%	4,77%		
1968-2017	10,05%	4,77%	6,76%	5,28%	3,29%		
2008-2017	8,42%	0,41%	3,86%	8,01%	4,56%		

Fuente: www.damodaran.com

Anexo 9: Prima por Riesgo País Medida por el EMBI

Corte: Septiembre de 2018

Ingrese la fecha inicial: <input type="text" value="aaaa-mm-dd"/>	
Ingrese la fecha final: <input type="text" value="aaaa-mm-dd"/>	
Ejm. [1999-01-01]	
<input type="button" value="Consultar"/>	
Consulta generada desde Septiembre-01-2018 hasta Octubre- 02-2018 30 registros encontrados	
FECHA	VALOR
Septiembre-30-2018	622.00
Septiembre-29-2018	622.00
Septiembre-28-2018	622.00
Septiembre-27-2018	600.00
Septiembre-26-2018	613.00
Septiembre-25-2018	618.00
Septiembre-24-2018	617.00
Septiembre-23-2018	632.00
Septiembre-22-2018	632.00
Septiembre-21-2018	632.00
Septiembre-20-2018	671.00

Fuente: www.bce.fin.ec