



UNIVERSIDAD TÉCNICA PARTICULAR DE LOJA
La Universidad Católica de Loja

ÁREA ADMINISTRATIVA

**TÍTULO DE INGENIERO EN ADMINISTRACIÓN EN BANCA Y
FINANZAS**

*Ponderación del costo de capital de pymes que emiten deuda en el mercado de
valores en Ecuador, mediante REVNI en el año 2014.*

TRABAJO DE TITULACIÓN

Autora: Robles Albuja, Priscila Soledad

Director: Cortés García, José Salvador M.C.

Loja – Ecuador

2016



Esta versión digital, ha sido acreditada bajo la licencia Creative Commons 4.0, CC BY-NY-SA: Reconocimiento-No comercial-Compartir igual; la cual permite copiar, distribuir y comunicar públicamente la obra, mientras se reconozca la autoría original, no se utilice con fines comerciales y se permiten obras derivadas, siempre que mantenga la misma licencia al ser divulgada. <http://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/deed.es>

Septiembre, 2016

APROBACIÓN DEL DIRECTOR DEL TRABAJO DE TITULACIÓN

Maestro en Ciencias

José Salvador Cortés García

DOCENTE DE LA TITULACIÓN

De mi consideración:

El presente trabajo de titulación: Ponderación del costo de capital de pymes que emiten deuda en el mercado de valores en Ecuador, mediante REVNI en el año 2014; realizado por Priscila Soledad Robles Albuja, ha sido orientado y revisado durante su ejecución, por cuanto se aprueba la presentación del mismo.

Loja, mayo de 2016

f).....

DECLARACIÓN DE AUTORÍA Y CESIÓN DE DERECHOS

“Yo Priscila Soledad Robles Albuja declaro ser autora del presente trabajo de titulación: Ponderación del costo de capital de pymes que emiten deuda en el mercado de valores en Ecuador mediante REVNI en el año 2014, de la Titulación de Administración en Banca y Finanzas, siendo José Salvador Cortés García director del presente trabajo; y eximo expresamente a la Universidad Técnica Particular de Loja y a sus representantes legales de posibles reclamos o acciones legales. Además certifico que las ideas, conceptos, procedimientos y resultados vertidos en el presente trabajo investigativo, son de mi exclusiva responsabilidad.

Adicionalmente declaro conocer y aceptar la disposición del Art. 88 del Estatuto Orgánico de la Universidad Técnica Particular de Loja que en su parte pertinente textualmente dice: “Forman parte del patrimonio de la Universidad la propiedad intelectual de investigaciones, trabajos científicos o técnicos y tesis de grado o trabajos de titulación que se realicen con el apoyo financiero, académico o institucional (operativo) de la Universidad”

f).....

Autor: Robles Albuja Priscila Soledad

Cédula: 1003753496

DEDICATORIA

Dedico este trabajo a todas las personas que creyeron y creen en mí, de manera especial a mi familia y aquellas personas que han marcado mi vida y pese a no estar físicamente conmigo siempre vivirán en mi corazón: mis abuelitos Segundo y Rosa.

AGRADECIMIENTO

A Dios y a la Virgen del Cisne por ser la guía en mi vida y fuente de fortaleza en los momentos más difíciles.

A la Universidad Técnica Particular de Loja por abrirme sus puertas y permitirme formarme en ella, a mis docentes; especialmente al M.C. Salvador Cortés director de tesis, quién ha compartido conmigo sus conocimientos y me ha brindado su apoyo para la elaboración de este trabajo.

A mi familia por ser el pilar fundamental en mi vida, especialmente a mis padres Carlos y Susana ejemplo de superación y la confianza brindada, a mis hermanos Vlady y Jessy por su apoyo brindado a lo largo de esta travesía, a mi sobrina Danna Isabella quien ha llenado nuestras vidas de luz y amor.

A amigos y compañeros con quienes he compartido durante este camino lleno de grandes experiencias y aprendizaje.

ÍNDICE DE CONTENIDOS

CARÁTULA.....	i
APROBACIÓN DEL DIRECTOR DEL TRABAJO DE FIN DE TITULACIÓN	ii
DECLARACIÓN DE AUTORÍA Y CESIÓN DE DERECHOS.....	iii
DEDICATORIA	iv
AGRADECIMIENTO	v
ÍNDICE DE CONTENIDOS	vi
ÍNDICE DE TABLAS	x
ÍNDICE DE FIGURAS.....	xi
ÍNDICE DE ANEXOS.....	xii
RESUMEN.....	1
ABSTRAC.....	2
INTRODUCCIÓN.....	3
CAPÍTULO I.....	5
ESTRUCTURA Y COSTO DE CAPITAL.....	5
1.1.- Fuentes de financiamiento.	6
1.1.1.- Mercados financieros.....	6
1.1.1.1.- Mercado de dinero.....	6
1.1.1.1.1.- Letras del Tesoro.....	7
1.1.1.1.2.- Papel comercial.....	8
1.1.1.1.3.- Certificados de depósito.....	8
1.1.1.2.- Mercado de capital.....	8
1.1.1.2.1.- Bonos.....	10
1.1.1.2.2.- Acciones preferentes.....	11
1.1.1.2.3.- Acciones comunes.....	12
1.1.1.3.- Mercado primario.....	12

1.1.1.4.- Mercado secundario.	13
1.1.1.5.- Mercado extrabursátil.....	14
1.2.- Elementos del costo de capital.	14
1.2.1.- Costo de capital.	14
1.2.1.1.- Costo de la deuda.....	16
1.2.1.1.1.- Costo de deuda antes de impuestos.	16
1.2.1.1.2.- Costo de la deuda después de impuestos.....	17
1.2.1.2.- Costo capital accionario.	17
1.2.1.2.1.- Cálculo del costo de capital accionario modelo de crecimiento.	18
1.2.1.2.1.1.- Enfoque Ingreso Operativo Neto (ION).	18
1.2.1.2.2.- Cálculo del costo de capital accionario modelo de fijación de precios de activos de capital.	18
1.2.1.3.- Costo de la acción preferente.	19
1.2.1.3.1.- Cálculo del costo de las acciones preferentes.....	19
1.2.2.- Costo promedio ponderado de capital (CPPC).	19
1.2.2.1- Cálculo del costo promedio ponderado de capital (CPPC).....	20
1.3.- Estructura de financiamiento	21
1.3.1.- Estructura de Capital.	21
1.3.1.1. Teorías de Estructura de Capital.....	23
1.3.1.1.1.- La tesis tradicional de la estructura de capital.	25
1.3.1.1.2.- Teoría de Miller y Mogliani.	25
1.3.1.1.3. - Teoría Trade Off.	25
1.3.1.1.4.- Teoría de la jerarquía de preferencias o Pecking Order.	26
1.3.2.- Estructura de capital óptima.....	27
CAPÍTULO II.....	28
MERCADO DE VALORES Y PYMES	28
2.1.- Generalidades del Mercado de Valores en Ecuador.....	29
2.1.1.- Antecedentes históricos del mercado de valores en Ecuador.	29

2.1.2.- Estructura del Mercado de Valores Ecuatoriano.	34
2.1.2.1.- Mercado Bursátil Ecuatoriano.	34
2.1.2.1.1.- Bolsa de Valores.	35
2.1.2.1.1.1.- Bolsa de Valores de Guayaquil.	36
2.1.2.1.1.2.- Bolsa de Valores de Quito.	36
2.1.2.1.2.- Casas de Valores.	37
2.1.2.1.3.- Administradoras de fondos y fideicomisos.	37
2.1.2.1.4.- Calificadoras de riesgo.	38
2.2.- Análisis económico y legal del Mercado Valores ecuatoriano.	39
2.2.1.- Análisis económico del Mercado de Valores.	39
2.2.2.- Marco legal regulatorio del Mercado de Valores.	42
2.2.2.1.- REVNI Marco regulatorio.	43
2.3.- Las Pymes en el mercado de valores.	45
2.3.1.- Pymes en Ecuador.	45
2.3.2.- Participación de las Pymes en el mercado de valores.	49
2.3.2.1.- Pymes en Mercado de Valores Internacionales.	49
2.3.2.2.- Pymes en el Mercado de Valores Ecuatoriano.	51
2.4.- Registro Especial de Valores No Inscritos.	51
2.4.1.- Análisis del Mercado REVNI.	54
2.4.2.-Registro Especial Bursátil (REB).	57
CAPÍTULO III.	58
METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN Y APLICACIÓN.	58
3.1.- Metodología.	59
3.1.1.- Recolección y tratamiento de Datos.	59
3.2.- Explicación de los modelos utilizados para homogenización de la información.	62
3.2.1.- Modelo de Balance.	62
3.2.1.1.- Modelo balance obtenido a través del método de porcentaje de ventas.	62
3.2.2.- Modelo de Estado de Resultados.	63

3.2.3.- Determinación de ratios financieros.	64
3.2.3.1.- Ratio rentabilidad sobre los activos.	64
3.2.3.2.- Ratio de endeudamiento.	64
3.3.- Obtención de datos.	65
3.4.- Explicación de los modelos y variables aplicados.	66
3.4.1.- Estimación de variables de CPPC.	66
3.4.1.1.- Tasa de rendimiento requerida sobre capital accionario (K_e).	66
3.4.1.2.- Tasa de rendimiento de la deuda (K_i).	66
3.4.1.3.- Tasa de capitalización global (K_o).	67
3.4.1.4.- Enfoque del ingreso operativo neto.	67
3.4.2.- Relaciones o Correlaciones.	68
3.5.- Descripción de supuestos empleados.	69
3.6.- Descripción de resultados esperados.	69
3.7.- Hipótesis planteadas.	70
3.8.- Organización de los modelos utilizados.	71
3.9.- Análisis de resultados obtenidos.	74
CONCLUSIONES	81
RECOMENDACIONES	82
BIBLIOGRAFÍA.	83
ANEXOS.	87

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1.- Ecuador: Transacciones y Rendimientos del Mercado Bursátil	30
Tabla 2.- Capitalización en el mercado de las compañías que cotizan en Bolsa (% del PIB).	31
Tabla 3.- Consolidado de Autorizaciones de Oferta Pública período 1999 - 2011	32
Tabla 4.- Evolución Oferta Pública período 2006 - 2011	33
Tabla 5.- Transacciones en el Mercado de Valores vs PIB	35
Tabla 6.- Montos Negociados en el Mercado Bursátil	40
Tabla 7.- Clasificación de las Compañías.	46
Tabla 8.- Número de empresas e ingresos generados.....	48
Tabla 9.- Mercado REVNI 2009 – 2011 BVQ.....	53
Tabla 10.- Emisiones REVNI 2013.....	55
Tabla 11.- Emisores y valores inscritos en REVNI - 2014	56
Tabla 12.- Información de Pymes mercado Revni 2014.	59
Tabla 13.- Aplicación de procesos para homogenización de información.	60
Tabla 14.- Información financiera de balance sintetizado de las pymes, mercado Revni 2014....	65

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1.- Mercado de capital para valores corporativos	10
Figura 2.-Tipos de Capital.....	22
Figura 3.- Evolución de las teorías sobre la estructuración de capital	24
Figura 4.- Evolución Oferta Publica 2011 - 2014.....	39
Figura 5.- Volumen Nacional Negociado por Tipo de Documento período 2010 - 2014	41
Figura 6.- Aporte a la generación de empleo	47
Figura 7.- Participación según tamaño 2014.....	49
Figura 8.- Participación mercado REVNI; BVQ año 2010 y 2011	53
Figura 9.- Número de Emisores en el Mercado de Valores	54
Figura 10.- Modelo de esquema de estado de resultados incluido el enfoque ION	68
Figura 11.- Organización de modelos para empresas que cuentan con información financiera completa.	72
Figura 12.- Organización de modelos para empresas que no cuentan con información financiera completa.	73
Figura 13.- Estructura de capital pymes 2014.	74
Figura 14.- Relación rentabilidad con porcentaje de deuda.....	75
Figura 15.- Relación entre porcentaje deuda con tasa de rendimiento requerida sobre capital accionario.	76
Figura 16.- Efecto de desplazamiento en K_e al incrementar deuda.	77
Figura 17.- Relación entre rentabilidad y tasa de rendimiento requerida sobre capital accionario.	78
Figura 18.- Efecto que produce el cambio de estructura de capital al incluir deuda sobre K_o	78
Figura 19.- Valor de la empresa con estructura de capital con y sin deuda.....	80

ÍNDICE DE ANEXOS

Anexo 1.- Principales instrumentos financieros transados en la bolsa (Desde 1984 a 1992)	88
Anexo 2 .- Junta de Regulación del Mercado de Valores.....	89
Anexo 3.- Volumen Nacional Negociado período 2001 – 2014 (miles de dólares).	92
Anexo 4.- Emisores de REVNI 2009 – 2012	93
Anexo 5.- Emisiones de REVNI 2010 - 2011.....	95
Anexo 6.- Emisiones de REVNI 2014.....	97
Anexo 7.- Memoria de cálculos por empresa.	98
Anexo 8.- Información.....	101

RESUMEN

Esta investigación estudia la estructura de capital de las pymes que emitieron deuda en el mercado de valores ecuatoriano mediante anotaciones en el Registro Especial de Valores no Inscritos (REVNI) en el año 2014. Tiene como objetivo determinar el Costo Promedio Ponderado de Capital (CPPC) y el efecto que producen los cambios de la estructura de capital, en las tasas de capitalización global (K_0), de rendimiento de los inversionistas (K_e) y el valor de la empresa. Para ello se consideró aquellas pymes que cumplieran con los parámetros de información suficientes para hacer el estudio, resultando nueve empresas. La metodología utilizada para la determinación del CPPC fue la establecida por Van Horne y Wachowicz Jr. incluyendo el enfoque del ingreso operativo neto (OIN). Se encontró evidencia empírica de que existe una reducción de la tasa de capitalización global al momento de incluir deuda en la estructura de capital de las pymes, y una relación lineal entre el apalancamiento financiero con la tasa de rendimiento requerido por los accionistas.

PALABRAS CLAVES: Estructura de Capital, Costo Promedio Ponderado de Capital, Pymes.

ABSTRAC

This research studies the capital structure of SMEs that issued debt in the Ecuadorian stock market by book entry in the Special Register of Unregistered Securities (REVNI) in 2014. It aims to determine the Weighted Average Cost of Capital (WACC) and the effect produced by changes in the structure of capital, overall capitalization rates (K_o), yield investors (K_e) and the value of the company. To do those SMEs that met the parameters sufficient information to make the study, resulting nine companies was considered. The methodology used for determining the WACC was established by Van Horne and Wachowicz Jr. including Net Operating Income approach (OIN). Empirical evidence that there is a reduction in the rate of global capitalization at the time of including debt capital structure of SMEs, and a linear relationship between financial leverage with the rate of return Requested by shareholders was found.

KEYWORDS: Capital Structure, Weighted Average Cost of Capital, SMEs.

INTRODUCCIÓN

Una de las decisiones financieras de mayor importancia dentro de una empresa es determinar una adecuada estructura de capital. Dentro de las finanzas corporativas este es un tema ampliamente discutido, que se origina con las tesis que contribuyeron Miller y Modigliani (1958, 1963) para dar paso posteriormente al surgimiento de diversas teorías enfocadas en este tema; cabe destacar que estas contribuciones hacen referencia a empresas grandes que generalmente cotizan en bolsa, sin embargo esta investigación se enfoca en aquellas pequeñas y medianas empresas, constituyendo un aporte dentro de la literatura de estructura de capital.

Las pymes son de relevancia dentro del contexto económico y social del país, aportando representativamente al PIB, generando fuentes de empleo, contribuyendo así con el crecimiento y desarrollo de la sociedad. Todo tejido empresarial cuenta con una estructura financiera, la cual refleja las fuentes de financiamiento a las cuales se ha recurrido pudiendo ser éstas internas o externas, las que se verán reflejadas en la composición de su pasivo y patrimonio.

El presente trabajo tiene como objetivo identificar el costo promedio ponderado de capital (CPPC) de las Pymes que emitieron deuda en el mercado de valores ecuatoriano utilizando el mecanismo REVNI, además de dar a conocer cuál es el impacto que se genera en las pymes que obtienen financiamiento en este mercado

La estructura de esta investigación se encuentra dividida en cuatro apartados, en el primer capítulo se define el marco teórico y conceptual sobre la estructura y el costo de capital, en el que se abordará las diferentes fuentes de financiamiento, elementos del costo de capital, así como las diversas teorías sobre estructura de capital.

En el segundo capítulo se realiza un análisis sobre el mercado de valores ecuatoriano, las pymes y su participación en el mismo, así como también una breve descripción sobre iniciativas similares realizadas en otros países.

El tercer capítulo contiene el desarrollo de la metodología que se utilizó para determinar el CPPC, y el último apartado establece las conclusiones y recomendaciones obtenidas de la investigación.

Esta investigación tiene varias contribuciones entre las que se denotan el aporte a la literatura sobre la estructura de capital de la Pyme ecuatoriana y el proporcionar conocimiento sobre costo de capital y sus implicaciones en las pymes, considerándose en su conjunto una herramienta de aplicación para la mejora en la toma de decisiones y estrategias financieras llevadas a cabo

tanto por parte de la empresa y así como también de los inversionistas. Al no ser un tema explorado a profundidad en Ecuador, se vuelve un referente inicial para futuras investigaciones.

El tipo de estudio utilizado en esta investigación es de carácter descriptivo y exploratorio que incluirá estudios cualitativos y cuantitativos que permitan determinar el costo promedio ponderado de capital de las Pymes, con una recopilación de datos documental a través de las fuentes de información como lo son la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros y de los prospectos presentados por las pymes contenidos la Bolsa de Valores de Quito.

El principal inconveniente que se presentó durante el proceso investigativo fue el no contar con la suficiente información financiera proporcionada por las empresas, así como también discrepancia en la información proporcionada por las entidades reguladoras. Sin embargo, mediante técnicas financieras se determinó la información necesaria para proceder al estudio.

CAPÍTULO I

ESTRUCTURA Y COSTO DE CAPITAL

1.1.- Fuentes de financiamiento.

1.1.1.- Mercados financieros.

Los espacios donde se realizan transacciones de fondos entre proveedores y demandantes se los denomina mercados financieros, el plazo con el que se ejecutan estas operaciones nos permite clasificarlos en dos tipos, aquellas que se transan en un corto período se lo conoce como mercado de dinero y aquel donde los períodos en los que se ejecutan las transacciones son de largo plazo se denominan mercado de capitales; estas operaciones se realizan con instrumentos o valores negociables.

Gitman y Zutter (2012) lo definen como foros en los que proveedores y solicitantes de fondos realizan transacciones de manera directa. Mientras que los préstamos de las instituciones se realizan sin el conocimiento de los proveedores de fondos (los ahorradores), los proveedores de los mercados financieros saben a quiénes se prestan sus fondos o dónde se invierten. Los dos mercados financieros clave son el mercado de dinero y el mercado de capitales. Las transacciones en instrumentos de deuda a corto plazo, o valores negociables, se llevan a cabo en el mercado de dinero. Los valores a largo plazo (bonos y acciones) se negocian en el mercado de capitales. (pág. 31)

Estos son puntos de encuentro donde convergen los proveedores o ahorrista (personas con exceso de liquidez) y los solicitantes (personas que requieren liquidez) para realizar operaciones entre ellos, de forma directa o a través de intermediarios financieros, lo que facilita la obtención de fondos y ayuda al desarrollo del sector productivo.

Moyer, McGuigan, y Kretlow (2000) definen a los mercados financieros como los vehículos a través de los cuales se realizan actividades de compra, venta o negociaciones de los activos financieros. Este mercado se encuentra generalmente clasificado en mercado de capitales o dinero y mercados primarios o secundarios.

Es decir, son el mecanismo a través de los cuáles se realizan operaciones o transacciones con los diferentes instrumentos financieros, pudiendo ser estas actividades de compra, venta negociando activos financieros de corto o largo plazo, así como también de renta fija o renta variable.

1.1.1.1.- Mercado de dinero.

Aquel espacio que brinda inmediata liquidez a los emisores de títulos se lo conoce como mercado de dinero o monetario, en él se transan títulos de corto plazo, que tienen vencimiento de hasta un año o inferiores; para Van Horne y Wachowiz (2010) es el mercado de valores de deuda a corto

plazo (menos de un año del período de vencimiento original) corporativa o gubernamental. Incluye también los valores del gobierno emitidos originalmente con vencimiento de más de un año, pero que vence en un año o menos. (pág. 27)

Rosero M. (2010) afirma que “tiene como papel principal trasladar el ahorro a la inversión, vía la intermediación financiera, con lo cual capta recursos del público y otorga financiamiento de corto plazo con la participación de bancos, sociedades financieras, cooperativas y otros intermediarios financieros”(pág. 24); generalmente en este mercado no existe una relación directa entre los proveedores y demandantes de fondos, ya que se lo realiza a través de una tercera persona (intermediario financiero) lo cual facilita el traspaso de estos fondos, además de generar mayor seguridad y garantías a los proveedores, mientras que para los demandantes la intervención de alguien más hace que el costo de los recursos tienda a aumentar en contraste de haberlo obtenido de forma directa.

El mercado de dinero se genera por la relación financiera entre proveedores y los solicitantes de fondos a corto plazo (fondos con vencimiento de un año o menos). Existe porque algunos individuos, empresas, gobiernos e instituciones financieras tienen fondos inactivos durante un tiempo en que desean invertir en un activo relativamente seguro, para obtener intereses. Al mismo tiempo, otros individuos, empresas, gobiernos o instituciones financieras requieren financiamiento estacional o temporal. El mercado de dinero reúne a estos proveedores y solicitantes de fondo a corto plazo (Gitman & Zutter, 2012, pág. 32).

“Los instrumentos del mercado monetario son altamente líquidos y fácilmente negociables. El sector más grande del mercado monetario es el mercado de obligaciones del Tesoro de los EEUU., con vencimientos inferiores a un año (T-bills)” (Miller & Pulsinelli, 1997, pág. 75).

Este mercado es el espacio donde convergen los demandantes y oferentes de fondos, pudiendo ser estas empresas, personas, gobiernos o instituciones, para buscar financiamiento o inversiones temporales o estacionales de corto plazo con vencimientos inferior a un año.

1.1.1.1.1.- Letras del Tesoro.

Para obtener financiamiento inmediato algunos países emergentes emiten letras del tesoro en dólares para obtener un costo menor que al de su moneda local; estos títulos son instrumentos financieros de corto plazo, negociados en el mercado de dinero.

Levinson (2008) menciona que las letras del tesoro también son llamadas T-bills, son títulos con vencimientos de un año o menos, emitidos por un Estado; emitidas en su moneda nacional, en

general se las considera como la más segura de las inversiones posibles en aquella moneda. La cuota de negociación de estos títulos en el mercado monetario supera cualquier otro tipo de instrumento.

1.1.1.1.2.- Papel comercial.

“Es un instrumento de deuda a corto plazo emitido por grandes bancos y corporaciones bien conocidas” (Mishkin, 2014, pág. 31). Las organizaciones referidas anteriormente emiten papel comercial con la finalidad de obtener financiamiento inmediato, para solventar sus necesidades de capital de trabajo o pagos a terceros. Díaz y Aguilera (2014) describen al papel comercial como un instrumento de financiamiento e inversión representado por un pagaré a corto plazo, que se encuentra inscrito legalmente por el organismo regulador, en él se encuentra determinado las condiciones de este instrumento como son: su valor nominal, plazo rendimiento y garantía.

1.1.1.1.3.- Certificados de depósito.

Los gobiernos, empresas o instituciones financieras para obtener fondos de forma rápida y cubrir sus necesidades de efectivo inmediatas emiten certificados de depósito que son instrumentos de deuda a corto plazo.

Este instrumento de deuda es vendido por un banco a sus depositantes que paga interés anual de una cantidad dada y al vencimiento rembolsa el precio de compra original (...). Los CD negociables son una fuente extremadamente importante de fondos para los bancos comerciales, proveniente de corporaciones, fondos mutuos de mercado de dinero, instituciones de beneficencia y agencias gubernamentales (Mishkin, 2014, pág. 31).

1.1.1.2.- Mercado de capital.

Una alternativa de financiamiento de largo plazo es el mercado de capital que a diferencia del mercado de dinero o monetario se negocian instrumentos financieros con vencimientos superiores a un año, los documentos que suelen ser utilizados son obligaciones y acciones, este mercado tiene como finalidad fomentar la inversión.

Van Horne y Wachowiz (2010) lo describen como: “el mercado para instrumentos financieros (como bonos y acciones) a un plazo relativamente largo (más de un año de vencimiento original)” (pág. 28).

Es un mercado que permite a los proveedores y solicitantes de fondos de largo plazo realizar transacciones. Esto incluye las emisiones de valores de empresas y gobiernos. La columna vertebral del mercado de capitales está integrada por las diversas bolsas de valores que constituyen un foro para realizar las transacciones de bonos y valores. También existen mercados de capitales internacionales. (Gitman & Zutter, 2012, pág. 32)

Tanto el sector privado como el sector público intervienen en este mercado, siendo proveedores y/o demandantes de fondos, los que serán utilizados en transacciones de largo plazo, que tienen como finalidad el financiamiento, es decir, la transferencia de dinero o liquidez de quienes tienen un exceso o ahorro hacia los que necesitan o carecen del mismo.

Rosero M. (2010) afirma que el mercado de capital tiene como función captar ahorro y financiar inversión, la que se realiza a través del mercado de valores y mercado de crédito de mediano y largo plazo. El mercado de capital juega un papel importante tanto en la asignación de recursos como en el crecimiento económico (pág. 24).

Este mercado es relevante dentro de una economía, puesto que contribuye al desarrollo del sector productivo, lo que conllevará a un crecimiento económico de la misma, a través de la generación de la inversión en el sector productivo del país.

En la figura 1 se muestra la interacción que existe en el mercado de capitales para valores corporativos, en la cual podemos observar que el ahorro puede ser canalizado directamente hacia el sector de inversiones mediante de tres formas: colocaciones privadas, suscripciones privilegiadas y por emisiones públicas, o a su vez con la intervención de intermediarios financieros, a través de la banca de inversión o con negociaciones en el mercado secundario.

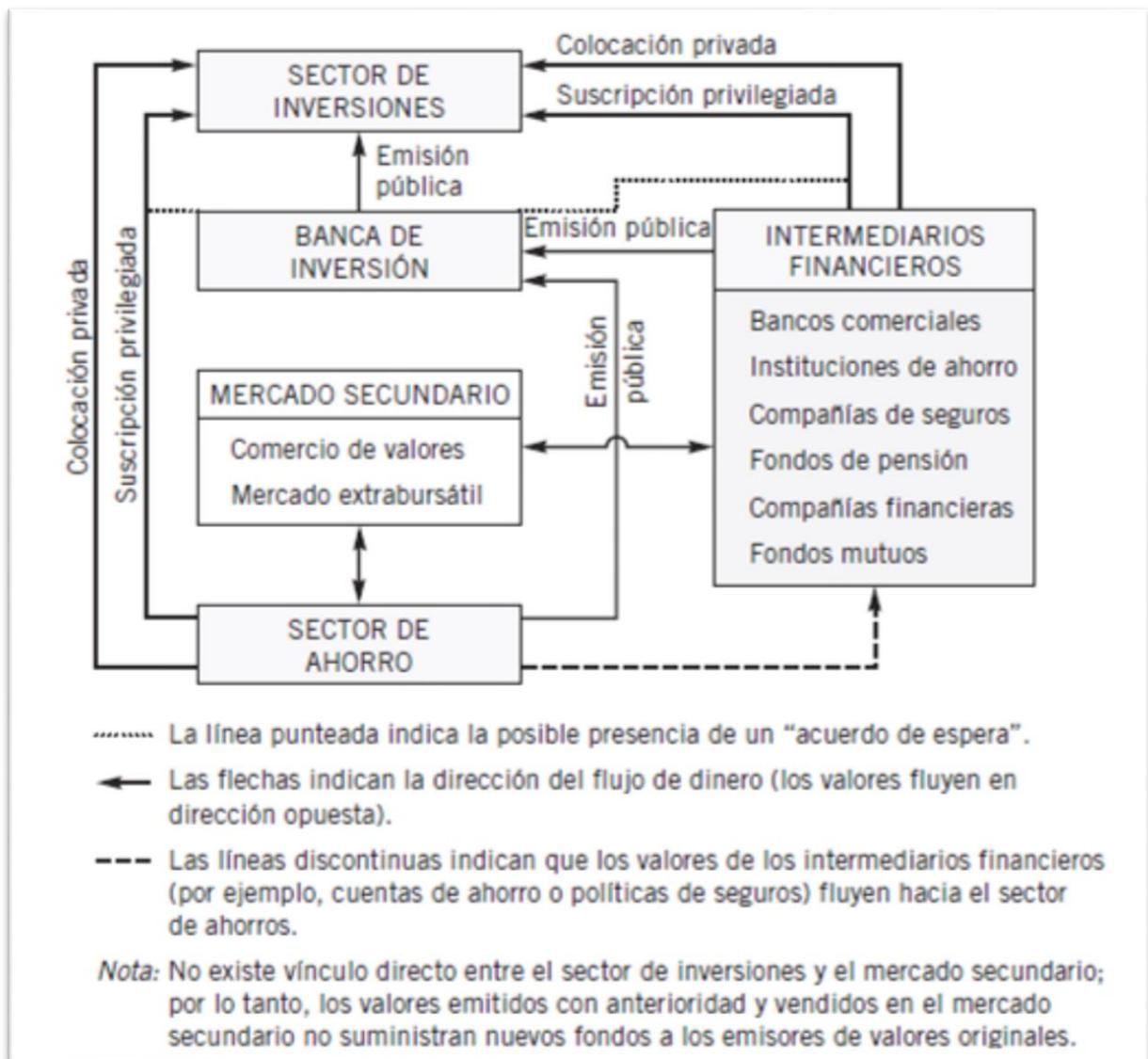


Figura 1.- Mercado de capital para valores corporativos

Fuente: Van Horne y Wachowiz. (2010)

1.1.1.2.1.- Bonos.

Uno de los instrumentos financieros por medio del cual se obtiene financiamiento de largo plazo por parte de inversionistas o prestamistas son los bonos, Gitman y Zutter (2012) lo definen como "instrumentos de deuda a largo plazo que usan las empresas y los gobiernos para recaudar grandes sumas de dinero, por lo general de un grupo diverso de prestamistas" (pág. 32); al vencimiento del bono, se los deberá cancelar el capital prestado más un interés por el uso del mismo; los mismos que se encuentran definidos en las condiciones del bono.

De acuerdo a Brigham y Houston (2012) “es un contrato a largo plazo bajo el cual un deudor acepta realizar pagos por concepto de interés y principal, en fechas específicas, a los propietarios de los bonos”. (pág. 297).

Las corporaciones o gobiernos cuando necesitan financiamiento o nuevos fondos estos emiten bonos al público para poder captar esos recursos; Ross, Westerfield y Jordan (2010) mencionan que “cuando una corporación (o gobierno) quiere pedir dinero prestado al público sobre una base de largo plazo, en general lo hace con la emisión o venta de valores de deuda que en forma genérica se conoce como bonos”. (pág. 191)

Los bonos generalmente son emitidos por los gobiernos o corporaciones para obtener recursos y poder financiarse, su interés está en función al riesgo y credibilidad que tiene el país o la compañía que lo emite; suelen tener un valor a la par, o valor nominal de 1,000 USD, los vencimientos se encuentran generalmente entre 10 y 30 años.

Para colocar deuda en el mercado de valores se lo puede hacer mediante la Oferta Pública contemplado en el título IV de la Ley de Mercado de Valores así como también en el Manual de inscripción de obligaciones¹.

1.1.1.2.2.- Acciones preferentes.

Los inversionistas que desean obtener un dividendo o rendimiento fijo lo pueden hacer mediante la compra de acciones preferentes o preferenciales, que tiene como característica principal preferencia ante las acciones ordinarias o comunes en caso de una liquidación, el derecho sobre los activos lo tendrán los poseedores de acciones preferentes luego del cobro de los acreedores pero antes que las acciones comunes.

Van Horne y Wachowiz (2010) las describen como un tipo de acciones que promete un dividendo fijo (por lo general), pero a la discreción del consejo de directores. Tienen preferencia sobre las acciones ordinarias en el pago de dividendos y el derecho sobre los bienes. (pág. 534)

Gitmat y Zutter (2012) las definen “como una forma especial de participación que tiene un dividendo periódico fijo, cuyo pago debe realizarse antes de pagar cualquier dividendo a las acciones comunes”. (pág. 33)

¹ El Manual de inscripción de obligaciones se encuentra disponible en el portal de la Bolsa de Valores de Quito (<http://www.bolsadequito.info/inicio/manuales-de-inscripcion-de-valores/obligaciones/>).

La Ley de Compañías en su artículo 170 establece que las acciones preferidas no tendrán derecho a voto, pero podrán conferir derechos especiales en cuanto al pago de dividendos y en la liquidación de la compañía; mientras que el artículo 171 establece que el monto de estas acciones no podrá exceder el cincuenta por ciento del capital suscrito por la compañía.

1.1.1.2.3.- Acciones comunes.

El título o documento que nos otorga el derecho de ser propietarios de una compañía o empresa son las acciones comunes u ordinarias de las que se obtienen beneficios al momento de recibir los dividendos o al incrementarse el precio de las acciones en el mercado.

“Son unidades de propiedad, o patrimonio, de una corporación. Los accionistas comunes ganan un rendimiento al recibir dividendos (distribuciones periódicas de efectivo) o cuando se registran aumentos en el precio de las acciones que poseen” (Gitman & Zutter, 2012, pág. 33).

Ross, Westerfield y Jordan (2010) lo definen como “el valor líquido sin prioridad o en caso de quiebra” (pág. 242).

Estas acciones generan dividendos a sus poseedores, los mismos que no cuentan con prioridad ante las acciones preferentes y en caso de quiebra de la compañía se pagaran los dividendos después que las acciones preferentes.

Para Van Horne y Wachowiz (2010) las acciones ordinarias son los valores que representan la posición final de propiedad (y riesgo) en una corporación. (pág. 538)

Los accionistas ordinarios son los propietarios de las compañías de acuerdo al número de acciones que posean y el porcentaje que representa, quienes al momento de invertir en la compañía asumen los riesgos a los cuáles esta se enfrenta.

La legislación ecuatoriana reconoce a las acciones ordinarias como aquellas que “confieren todos los derechos fundamentales que en la ley se reconoce a los accionistas” (Ley de Compañías, 1999).

1.1.1.3.- Mercado primario.

Cuando las empresas, corporaciones, compañías o gobiernos desean negociar con valores o instrumentos financieros por primera vez deben recurrir al mercado primario que esta destinado para valores nuevos.

Van Horne y Wachowiz (2010) lo describen como el “mercado en el que se compran y se venden nuevos valores por primera vez (mercado de “nuevas emisiones”)” (pág. 506).

Gitman y Zutter (2012) lo definen como aquel mercado financiero en el cuál se emiten valores por primera vez y es el único mercado en el cuál el emisor sea una compañía o entidad gubernamental vende sus valores en forma directa a los inversionistas (pág. 31).

El mercado financiero es aquel en el que se negocian o transan valores de diferentes compañías por primera vez, es decir que aquí únicamente se negocian valores nuevos, lo que permite la existencia de una interacción directa entre los inversionistas y los emisores de los nuevos valores; Moyer, McGuigan, y Kretlow (2000) afirman que “un inversionista que adquiere títulos nuevos participa en un mercado financiero primario” (pág. 40). Debido a que será el poseedor de la primera emisión de la compañía o institución.

1.1.1.4.- Mercado secundario.

Cuando las empresas, compañías o corporaciones desean obtener liquidez y ya han negociado valores, lo pueden volver hacer en el mercado secundario, en el cuál se transan o negocian valores que ya fueron emitidos o se encuentran circulando en el mercado, por lo que no existe un contacto directo entre inversionistas y los emisores de valores; lo que si pasa es que el inversionista revende su título a una tercera persona.

No se crean nuevas deudas ni nuevas acciones, simplemente cambia el poseedor de un activo financiero ya existente. Sin embargo, el rol de los mercados secundarios también es muy importante, pues otorga liquidez al facilitar el traspaso de propiedad de los instrumentos financieros corporativos. (Dumrauf, 2006, pág. 13)

En este mercado financiero se negocian o transan valores ya emitidos o existentes, es decir consiste en la reventa de los títulos que ya fueron negociados antes.

Para Van Horne y Wachowiz (2010) el mercado secundario es aquel mercado para los valores ya existentes y no para nuevas inversiones y las transacciones de estos valores ya existentes no proporcionan fondos adicionales para financiar inversiones de capital (pág. 28)

Gitman y Zutter (2012) lo describen como aquel “mercado financiero en el que se negocian valores que ya están en circulación (aquellos que no son nuevos)” (pág.31).

1.1.1.5.- Mercado extrabursátil.

El espacio en el que se negocian títulos o valores que no se encuentran registrados o inscritos en los mercados organizados (bolsas de valores), pero cuentan con el reconocimiento de los organismos reguladores de estos documentos se lo conoce como mercado extrabursátil.

Gitman y Zutter (2012) menciona que este mercado también es conocido como mercado OTC (over the counter) es aquel mercado intangible utilizado para la compra y venta de valores pequeños que no son cotizados en las bolsas organizadas (pág. 33).

Mishkin (2014) afirma que este mercado cuenta con un inventario de los valores que van a ser negociados “sobre el mostrador”, entre las partes que acepten los precios dispuestos en los mismos; dentro de este mercado las negociaciones se las realiza a través de computadoras, por lo que no existe contacto personal; es un mercado muy competitivo y no muy diferente de un mercado con bolsas de valores organizadas.

1.2.- Elementos del costo de capital.

1.2.1.- Costo de capital.

Las empresas cuentan con dos alternativas para obtener financiamiento internas y/o externas, por las que debe asumir un valor por utilizar estos recursos que se lo denomina costos de capital; Van Horne C. y Wachowiz (2010) lo definen como la tasa de rendimiento requerido sobre los diferentes tipos de financiamiento. El costo total de capital es un promedio ponderado de las tasas de requerimiento individuales (costos) (pág. 383).

Representa el porcentaje o la tasa de requerimiento que desean obtener los poseedores de los diversos tipos de financiamiento con los que la empresa cuenta.

Para Moyer, McGuigan, y Kretlow (2000); el costo de capital constituye lo que la empresa tiene que pagar por el capital, es decir; deudas, acciones preferentes, utilidades retenidas y acciones comunes; que necesita para financiar nuevas inversiones. También puede considerarse como la tasa de rendimiento que requiere un inversionista sobre los valores de la empresa. Como tal, el costo de capital de una empresa se determina en el mercado de capital y se relaciona estrechamente con el grado de riesgo asociado con una nueva inversión, con los activos existentes y con la estructura de capital de la misma. Entre mayor sea el riesgo que los inversionistas perciben en una empresa, mayores serán el rendimiento que requerirán los inversionistas y el costo de capital.

También es posible considerar al costo de capital como la mínima tasa de rendimiento requerida de una inversión realizada por una empresa. Si una nueva inversión percibe una tasa de rendimiento interna mayor al costo de capital, el valor de la empresa aumenta. Así mismo si la nueva inversión obtiene un rendimiento menor al costo de capital de la empresa, el valor de la empresa disminuye.

Se puede concluir que el costo de capital representa la tasa o porcentaje de ganancias que debe generar cada una de las inversiones en las que incurrió la empresa, para cumplir con los requerimientos del capital obtenido, haciendo que el valor de la empresa en el mercado se mantenga. Este costo puede ser explícito o implícito y ser expresado como un costo de oportunidad para una alternativa equivalente a su inversión.

Dumrauf (2006) lo describe como: un concepto marginal. Cuando se refiera al costo de capital de una firma, lo hace usualmente como el costo de financiar sus activos, es decir considerando a la firma como una sucesión de proyectos de inversión y financiamiento, el costo de capital es el costo de financiar todos esos proyectos y, por lo tanto, es el costo del capital para el riesgo promedio del proyecto constituido por la firma misma como un todo.

Cuando se refiere al costo de capital de un proyecto, se refiere al costo del capital que refleja el riesgo de ese proyecto.

Características principales del costo de capital.

- El costo de capital es un costo marginal, esto es, el costo de obtener un peso adicional de capital.
- El costo de capital depende del uso que hace de él y representa el costo de oportunidad de una alternativa de riesgo comparable.
- El costo de capital representa el costo de los fondos provistos por los acreedores y los accionistas.

El costo de capital se lo puede también tratar como el costo en el cuál debe incurrir la empresa por la generación de nuevos proyectos de inversión, es decir el costo de financiación de estos nuevos proyectos, considerando a la empresa como la suma o secuencia de todos los proyectos existentes, este costo estará relacionado con el riesgo promedio del proyecto.

Moscoso, Sepúlveda, García, y Restrepo (2012) mencionan que el costo de capital es un concepto asociado al desempeño financiero de largo plazo, el cual considera dos componentes: la deuda financiera conformada principalmente por obligaciones de corto y largo plazo, cuyo pago de intereses genera una deducción de impuestos; y el patrimonio, en donde el costo es referenciado

por la tasa esperada por los inversionistas. Se debe reconocer que el costo de capital es un concepto dinámico que se ve afectado por factores económicos del entorno, así como por lineamientos y condicionamientos propios de la empresa; por ello es importante considerar algunos supuestos como el riesgo comercial, el riesgo financiero, los costos de financiación después de impuestos y el tiempo de estimación de las variables (pág. 190 – 191).

1.2.1.1.- Costo de la deuda.

Las empresas que utilizan financiamiento externo deben asumir una tasa de interés por la obtención de estos recursos, llamado costo de la deuda, este financiamiento suele ser de largo plazo y generalmente es obtenido en instituciones financieras quienes llegan a ser sus principales acreedores.

Ross, Westerfield y Jordan (2010) lo describen como el rendimiento que los acreedores de una empresa piden por nuevos préstamos (...) El costo de la deuda de ésta se observa directa o indirectamente: el costo de la deuda es simplemente la tasa de interés que la empresa debe pagar por nuevos préstamos y es posible consultar las tasas de interés del mercado (pág. 443).

Para Gitman y Zutter (2012) el costo de deuda a largo plazo lo definen como del financiamiento asociado con los nuevos fondos recaudados con préstamos a largo plazo.

El costo de deuda a largo plazo es la compensación que la empresa asume por los nuevos recursos obtenidos mediante préstamos a largo plazo; es decir la tasa de interés.

1.2.1.1.1.- Costo de deuda antes de impuestos.

El costo de deuda antes de impuesto para una compañía o empresa representa la tasa de interés que debe pagar a sus acreedores por el financiamiento obtenido a los cuales tuvo acceso; es decir el costo por el uso del dinero obtenido a través de las operaciones con las instituciones financieras, sin la deducción de los impuestos.

Es simplemente la tasa de rendimiento que la empresa debe pagar por los nuevos créditos. El costo de la deuda antes de impuestos se lo calcula por cualquiera de tres métodos: cotización, cálculo o aproximación (Gitman & Zutter, 2012, pág. 335).

1.2.1.1.2.- Costo de la deuda después de impuestos.

Brigham y Houston (2012) afirman que “es el costo relevante de la deuda nueva, tomando en cuenta el ahorro tributario del interés, que se usa para calcular el CPPC” (pág. 409). A diferencia de los pagos de dividendos a los tenedores de capital, los pagos de interés a los tenedores de bonos son deducibles de impuestos para la empresa, de modo que los gastos por intereses sobre la deuda reducen el ingreso gravable de la empresa y, por lo tanto sus pasivos fiscales. Para calcular el costo neto de la empresa, se deben tomar en cuenta los ahorros fiscales generados por la deuda y obtener el costo de la deuda a largo plazo después de impuestos. El costo de la deuda después de impuestos, k_i , se obtiene multiplicando el costo antes de impuestos, k_d , por 1 menos la tasa impositiva T (Gitman & Zutter, 2012, pág. 337).

Ecuación:

$$K_i = K_d \times (1 - T)$$

El cálculo del costo de deuda de capital considera el ahorro fiscal que se genera por el pago de la tasa de interés que son deducibles de impuestos, que hace que el costo neto de la deuda se reduzca, lo que hace que el costo de la deuda después de impuesto sea menor al costo de la deuda antes de impuestos.

1.2.1.2.- Costo capital accionario.

Los poseedores de acciones ordinarias o comunes esperan obtener un rendimiento como contraparte por el capital invertido en la empresa, esta compensación otorgada a los inversionistas se lo conoce como costo de capital accionario.

Ross, Westerfield y Jordan (2010) lo definen como el rendimiento requerido por los inversionistas de capital accionario por la realización de su inversión en la empresa (pág. 439).

Van Horne C. y Wachowiz (2010) lo describen como la tasa de rendimiento solicitada sobre las inversionistas de los accionistas ordinarios de la compañía (pág. 383).

El costo de capital accionario es la tasa de requerimiento solicitada por los poseedores de las acciones comunes de la empresa.

Gitman y Zutter (2012) nos mencionan que el costo de las acciones comunes es el rendimiento requerido de las acciones comunes por los accionistas en el mercado. Existen dos formas de financiamiento a través de ganancias retenidas y emisión de nuevas acciones. Es la tasa a la que

los inversionistas descuentan los dividendos esperados por la empresa para determinar el valor de las acciones (pág. 339).

1.2.1.2.1.- Cálculo del costo de capital accionario modelo de crecimiento.

Modelo de valuación de crecimiento constante (de Gordon) supone que el valor de una acción es igual al valor presente de todos los dividendos futuros (los cuales crecerán a una tasa constante) que esa acción generará durante un tiempo infinito.

El valor o precio de las acciones comunes se obtiene P_0 , entre la división del dividendo proyectado para el siguiente período D_1 ; sobre el rendimiento requerido de la acción común K_e , menos la tasa de crecimiento constante G (Gitman & Zutter, 2012, pág. 340); por lo que la ecuación quedaría de la siguiente manera:

$$P_0 = \frac{D_1}{K_e - g}$$

1.2.1.2.1.1.- Enfoque Ingreso Operativo Neto (ION).

Van Horne C. y Wachowiz (2010) lo describen como un enfoque que sirve para la valuación de una compañía, en el la teoría de la estructura de capital es aquella en la cual el costo de capital promedio ponderado y el valor total de la empresa permanecen constantes mientras que el apalancamiento financiero cambia; con este enfoque, el ingreso operativo neto se capitaliza (descuenta) a la tasa de capitalización de la empresa para obtener su valor total de mercado (pág. 453).

1.2.1.2.2.- Cálculo del costo de capital accionario modelo de fijación de precios de activos de capital.

Modelo de fijación de precios de activos de capital (MPAC) describe la relación entre el rendimiento requerido, K_e , y el riesgo no diversificable de la empresa medido por el coeficiente beta; b .

$$K_e = R_F + [b * (k_m - R_F)]$$

Donde:

R_F representa la tasa de rendimiento libre de riesgo

K_m , el rendimiento del mercado.

Este método permite determinar el rendimiento que requieren los inversionistas por el riesgo que asumen (Gitman & Zutter, 2012, pág. 341).

1.2.1.3.- Costo de la acción preferente.

Los poseedores de las acciones preferentes de una compañía reciben un porcentaje de retribución por el capital invertido en la empresa, lo que representa el costo de la acción preferente; es decir “la tasa de rendimiento que los inversionistas requieren en las acciones preferentes de la empresa” (Brigham & Houston, 2001, pág. 411).

Gitman y Zutter (2012), mencionan al costo de las acciones preferentes, como la razón entre el dividendo de las acciones obtenidas para los ingresos netos obtenidos por la venta de las acciones preferentes, estos ingresos representan la cantidad de dinero que se recibirá menos cualquier costo de flotación (pág. 339).

1.2.1.3.1.- Cálculo del costo de las acciones preferentes.

Ross, Westerfield y Jordan (2010) señalan que determinar o calcular el costo de las acciones preferentes es sencillo, este se lo obtiene a través de la razón entre el dividendo fijo, D , entre el precio actual de la acción preferente, P_0 por lo que la ecuación de la acción preferente es la siguiente:

$$R_p = D/P_0$$

El dividendo es fijo debido a que la acción preferente paga un mismo valor en cada período, por lo que este valor tiene perpetuidad (pág. 444).

1.2.2.- Costo promedio ponderado de capital (CPPC).

Cada fuente de financiamiento genera a la empresa un costo por el capital obtenido, lo que en conjunto nos permite determinar el costo promedio ponderado de capital (CPPC) que es “un promedio ponderado de costos de los componentes de deuda acciones preferentes y capital común” (Brigham & Houston, 2001, pág. 420).

Allen, Myers y Brealey (2010) lo definen como un promedio entre la combinación entre el costo de deuda y el costo de capital propio.

El costo promedio ponderado de capital o CPPC es un promedio de los diferentes costos de financiamiento con las que la empresa dispone; “es la tasa de rentabilidad que la empresa debe esperar ganar sobre sus inversiones de riesgo medio a fin de ofrecer una rentabilidad justa esperada a todos sus accionistas” (Brearley, C., & Marcus, 2004, pág. 258).

El costo promedio ponderado de capital es la tasa que la empresa debe dar a sus inversionistas por los riesgos asumidos; esta misma tasa es la que la empresa debe esperar ganar por sus inversiones realizadas.

Gitman y Zutter (2012) definen al costo promedio ponderado de capital como el reflejo del costo futuro promedio esperado de los fondos a largo plazo, se calcula ponderando el costo de cada tipo específico de capital de acuerdo con su proporción en la estructura de capital de la compañía (pág. 344).

El costo promedio ponderado de capital es la ponderación de cada uno de los distintos tipos de capital de acuerdo a la proporción en la que participan dentro de la estructura de capital; y es el rendimiento que la empresa debe obtener en el futuro con sus activos presentes.

1.2.2.1- Cálculo del costo promedio ponderado de capital (CPPC).

Gitman y Zutter (2012) proponen un modelo de cálculo del costos de capital promedio pondera de capital en el cuál se multiplica el costo específico de cada tipo de financiamiento por su proporción en la estructura de capital, y se suman estos valores ponderados.

$$K_a = (w_i \times k_i) + (w_p \times k_p) + (w_s \times k_{ron})$$

donde:

w_i = proporción de la deuda a largo plazo en la estructura de capital

w_p = proporción de acciones preferentes en la estructura de capital

w_s = proporción de capital en acciones comunes en la estructura de capital

$$w_i + w_p + w_s = 1.0$$

Para le ecuación se destacan tres aspectos importantes:

1. Para el cálculo, es mejor convertir las ponderaciones en decimal y los costos mantenerlos en porcentaje.

2. Las ponderaciones deben ser cifras con signo positivo y sumar 1.0. Es decir, debe tomar en cuenta todos los costos de financiamiento dentro de la estructura de capital de la empresa.
3. La ponderación de las acciones comunes de la empresa, w_s , se multiplican por el costo de ganancias retenidas, K_r , o por el costo de nuevas acciones comunes, k_n . El costo que se usa depende si el capital en acciones comunes de la empresa se financiará usando ganancias retenidas o nuevas acciones comunes (pág. 344).

1.3.- Estructura de financiamiento

1.3.1.- Estructura de Capital.

Uno de los principales retos a los cuales se enfrentan las empresas es la de poder determinar una estructura financiera adecuada mediante una correcta distribución entre pasivo y patrimonio, que le permita obtener mayores beneficios y generar valor.

Moscoso, Sepúlveda, García, y Restrepo (2012) definen a la estructura de capital como la combinación de alternativas de financiación entre recursos propios y endeudamiento, que determina la posición financiera de la empresa en un momento determinado. La proporción de cada una de las fuentes de financiación depende de varios factores entre ellos el costo de las mismas; por lo que implica realizar un adecuado análisis de los factores relevantes para la empresa, los cuales van asociados a la relación riesgo-rentabilidad, la utilidad, la conformidad, la maniobrabilidad, control, el entorno, las condiciones de la propia empresa y las políticas gubernamentales, los cuales contribuyen a la definición de una estructura financiera “adecuada” de las organizaciones (pág. 192).

La estructura de capital ha sido un tema ampliamente discutido, con el paso de los años se han desarrollado diversas teorías y tesis de la misma, por lo que lo podemos considerar como una de las decisiones financieras más importantes en una empresa.

Van Horne y Wachowiz (2010) afirman que la estructura de capital es la mezcla (o proporción) del financiamiento a largo plazo permanente de una compañía representada por la deuda, las acciones preferenciales y las acciones ordinarias (pág. 439).

Representa la composición del financiamiento a largo plazo, es decir cómo se encuentra conformado, sea está a través de recursos propios o recursos ajenos es decir por personas ajenas a la empresa.

Moyer, McGuigan y Kretlow (2000) lo definen como la cantidad de deuda permanente a corto plazo, deuda a largo plazo, acciones preferentes y comunes que se utilizan para financiar a una empresa. En contraste, la estructura financiera se refiere a la cantidad de pasivos circulantes totales, deuda a largo plazo, acciones preferentes y comunes que se utilizan para financiar a una empresa. Así, la estructura de capital es parte de la estructura financiera y representan las fuentes permanentes de financiamiento de la empresa.

La estructura de capital muestra la relación de los componentes de financiamiento de la empresa pudiendo ser estas deudas de largo plazo o permanente, deudas a corto plazo así como también las obligaciones con los poseedores de acciones preferentes y comunes.

En la figura 2 podemos observar los tipos de capital existentes de una empresa, la conformación de la estructura de capital se la puede visualizar en la parte derecha del balance en los pasivos no corrientes y el patrimonio; Gitman, y Zutter (2012) lo definen como la mezcla de deuda a largo plazo y capital patrimonial que conserva la empresa (pág.455).

La estructura de capital muestra el porcentaje de participación entre las cuentas de deuda a largo plazo y capital contable como acciones preferentes u ordinarias y/o utilidades retenidas.

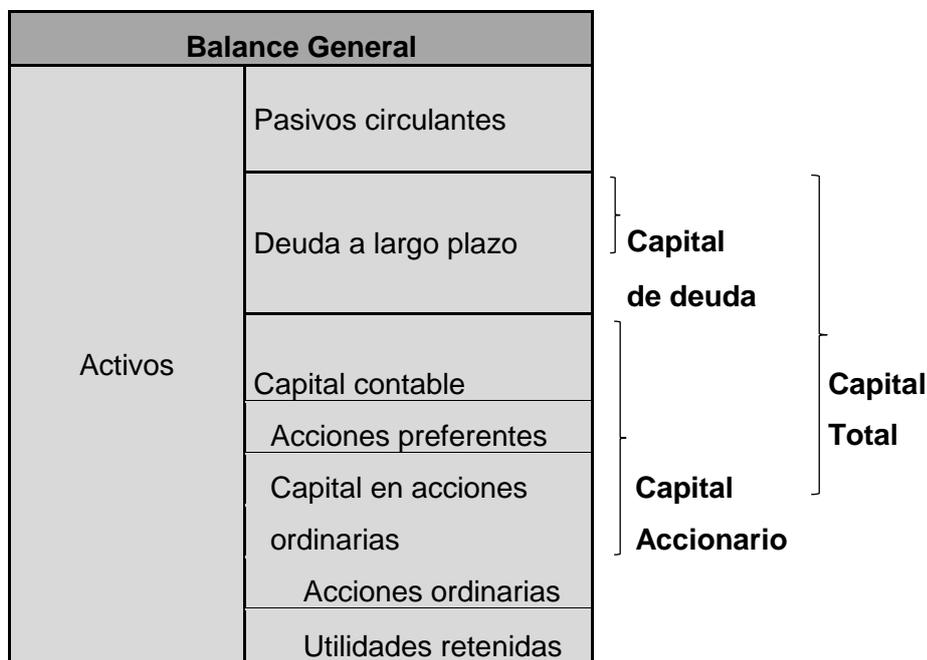


Figura 2.-Tipos de Capital

Fuente: Lawrence J. (2003)

1.3.1.1. Teorías de Estructura de Capital.

La estructura de capital ha sido un tema ampliamente discutido durante largos períodos de tiempo y de gran relevancia para las empresas, lo que ha desencadenado con el origen de diversas teorías, las mismas que han ido evolucionado en el tiempo y creando diversas posturas. Rivera A. (2002) señala que los primeros planteamientos sobre la estructura de capital se enfocan a establecer relaciones entre los ratios de endeudamiento respecto del costo de capital medio ponderado y sobre el valor de la empresa (pág. 32).

En la figura 3 podemos observar el proceso evolutivo de las diversas teorías sobre la estructura de capital, en el que se evidencian tres enfoques el clásico, moderno y las nuevas aportaciones, la característica de mayor relevancia del primero es que se generan en escenarios perfectos donde las teorías eran basadas en decisiones de financiamiento siendo las primeras teorías generadas la tesis la tradicional y las de Miller y Modigliani.

El enfoque moderno se produce en escenarios de mercados imperfectos en el que se introducen variables como los impuestos a personas y sociedades, costos de agencia, dificultades financieras e información asimétrica en las que destacan la teoría de trade off y teoría de la jerarquía de preferencias; por último tenemos las nuevas aportaciones teóricas sobre la estructura de capital producidas en mercados imperfectos en las que se consideran “el diseño de títulos valores, que tiene como objeto resolver algunos problemas específicos en la elaboración de contratos financieros, tales como los problemas de agencia, de información asimétrica, de control corporativo o de interacciones producto-consumo” (Rivera Godoy, 2002, pág. 35).

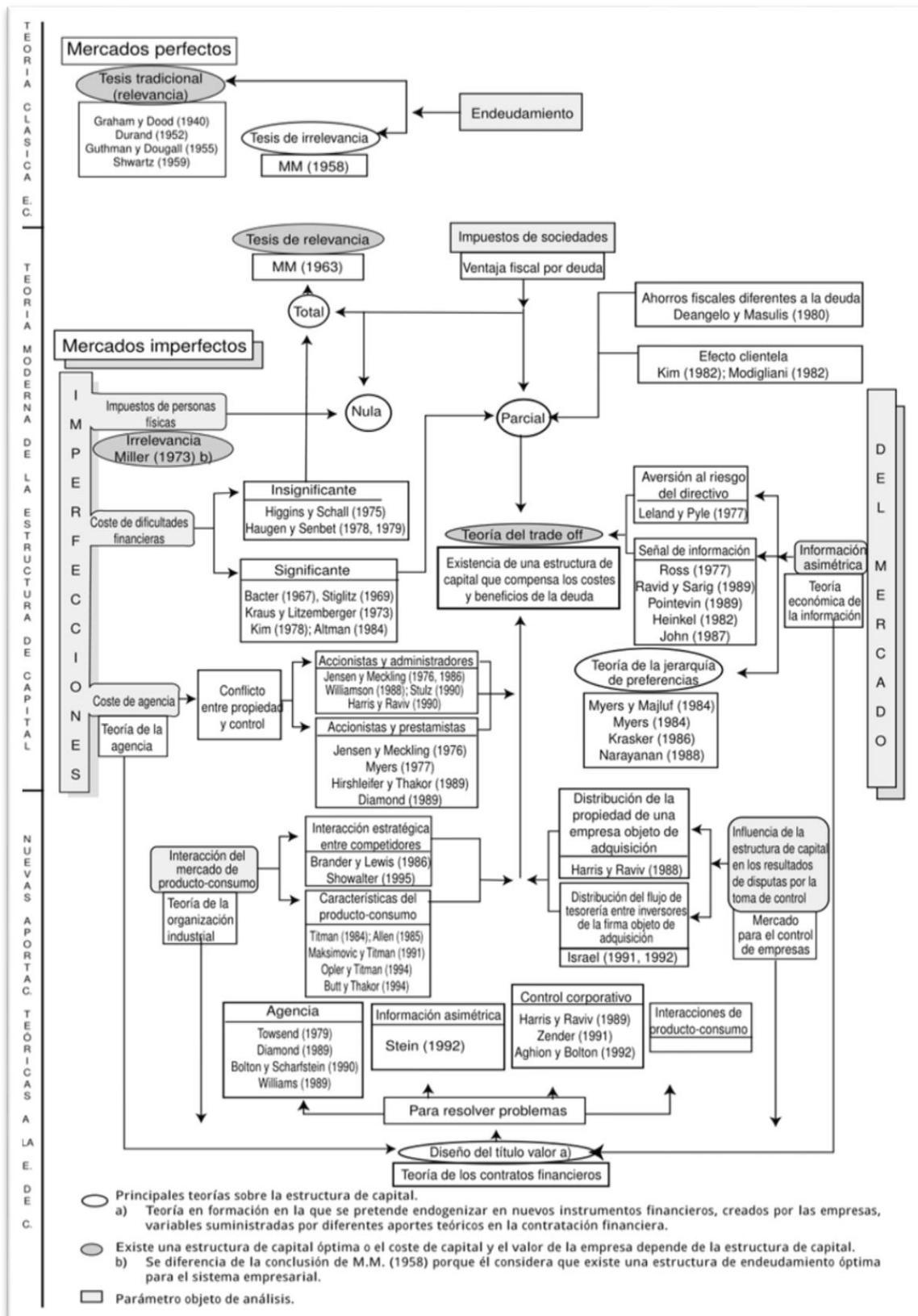


Figura 3.- Evolución de las teorías sobre la estructuración de capital

Fuente: Rivera J. (2002)

1.3.1.1.1.- La tesis tradicional de la estructura de capital.

La tesis tradicional surge antes del aporte de Miller y Modigliani (1958), la cual proponía la existencia de una estructura de capital óptima o ideal para la empresa la que genera un mayor valor a la firma a través del uso moderado del apalancamiento.

El enfoque de la tesis tradicional consideraba la existencia de una estructura financiera óptima a partir de un uso moderado del apalancamiento financiero, ya que siendo la deuda una forma más barata de financiación se disminuiría el costo promedio de capital y se incrementaría el valor de la empresa. Cuando se va aumentando el apalancamiento, los accionistas exigen mayores rendimientos hasta un momento en que su exigencia compensa el uso de la deuda más barata (Zambrano & Acuña, 2011, pág. 86).

1.3.1.1.2.- Teoría de Miller y Modigliani.

Miller y Modigliani (1958) presentaron la teoría de la irrelevancia desarrollada en mercados perfectos la que proponía que las decisiones de financiamiento no generan impacto en el valor de la empresa sino los resultados obtenidos por la firma por sus operaciones.

Zambrano y Acuña (2011) en su artículo "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the theory of the Firm" (1958) de MM, los autores demostraron que en mercados perfectos (de capitales sin impuestos, costes de transacción y otras imperfecciones del mercado) las decisiones de estructura financiera son irrelevantes. De esta forma, dicha teoría apoya la corriente que sostenía que el valor de la empresa dependía de los resultados operativos de la misma (pág. 88).

Esta teoría ha sido fuertemente cuestionada debido a que no considera las imperfecciones que existen en el mercado, así como también no considerar que el cambio en la estructura financiera de la empresa pueda generar cambios en el valor de la misma.

1.3.1.1.3. - Teoría Trade Off.

Mongrut, Fuenzalida, Pezo y Teply (2010) describen que en este modelo las empresas buscan un equilibrio entre los beneficios marginales y los costos marginales de la deuda, es decir alcanzar un ratio de deuda óptimo en el que empresas utilizan y equilibran el uso de recursos propios y de deuda, con la finalidad de lograr un mayor rendimiento y rentabilidad para la empresa.

Cruz (2003) menciona que uno de los principales puntos de esta teoría es obtener beneficios de los costos de la deuda como es la que proporciona el escudo fiscal; la firma se endeudará hasta

un punto en donde el valor marginal del escudo de impuestos en deuda adicional se ve disminuido por el valor presente de posibles costos de aflicción financieros, éstos son los costos de quiebra o de reorganización y los costos de agencia que se incrementan cuando existe duda sobre la credibilidad de la deuda de la firma (Zambrano & Acuña, 2011).

1.3.1.1.4.- Teoría de la jerarquía de preferencias o Pecking Order.

Zambrano y Acuña (2011) describen que esta teoría afirma que no existe una estructura óptima que equilibre los beneficios y desventajas de la deuda sino que más bien los gerentes buscan incrementar sus inversiones utilizando una jerarquía de preferencias en cuanto al uso de las fuentes de financiación. Establece que las empresas no tienen una estructura de capital óptima sino que siguen una escala de jerarquías a la hora de buscar financiación, en primer lugar se recurre al financiamiento interno, que es la fuente preferida porque está poco influida por la asimetría de la información y carece de un costo específico (pág. 95).

Esta teoría sugiere que la empresa al momento de optar por financiamiento cuenta con una escala de preferencias, siendo su primera opción la del financiamiento interno seguido del endeudamiento debido al costo que generan estos financiamientos.

Baskin (1989 citado en Zambrano & Acuña, 2011) menciona que los gerentes pueden preferir las fuentes internas porque tienen costo más bajo que las externas y después esperan recurrir al financiamiento exterior sólo si es necesario, tomando como segunda opción la emisión de deuda y, en último lugar, la emisión de acciones.

Silca, Rocha, Maçãs, en su artículo Pecking Order Theory versus Trade-Off Theory: are service SMEs' capital structure decisions different?; mencionan que de acuerdo con la teoría del Pecking Order, las variaciones en la deuda se producen exclusivamente en función de las necesidades de financiación de las empresas, es decir, las variaciones de la deuda están en función del déficit financiero se encuentra en un momento dado (Shyam Sunder-y Myers 1999); mientras que diversos estudios realizados en el contexto de las Pymes sugieren que éstas apuntan a preferir financiarse a sí mismas a través de los beneficios no distribuido o retenidos, o bien mediante el ahorro de la familia o amigos; y estas preferencias se las relaciona con las dificultades que tienen las Pymes para obtener financiamiento externo (pág. 381 - 382).

1.3.2.- Estructura de capital óptima.

Uno de los objetivos de las empresas es maximizar su valor en el mercado y que el costo del capital que utilizó para generar ese valor sea el mínimo. Gitman, Lawrence y Zutter (2012) describen a la estructura óptima de capital es la que se disminuye al mínimo el costo de capital promedio ponderado, incrementando al máximo el valor de la compañía.

Ross, Westerfield y Jordan (2010) mencionan que la estructura óptima de capital es la combinación ideal entre deuda y capital accionario para una empresa, es la que maximiza el valor de la empresa y minimiza el costo de capital.

La estructura de capital óptima es la mezcla de deuda, acciones preferentes y acciones comunes que minimiza el costo ponderado del capital que emplea la empresa. En la estructura de capital en la que el costo ponderado del mismo se minimiza, se maximiza el valor total de los instrumentos financieros y acciones de la empresa. Como resultado, la estructura de capital con el costo mínimo se llama estructura de capital óptima (Moyer, McGuigan, & Kretlow, 2000).

Una mezcla o combinación entre los tipos de financiamiento sean estos con deuda, acciones preferentes y/o acciones comunes que dé como resultado un mínimo costo de capital y maximice el valor de total de la empresa es considerado como la estructura de financiación óptima para una empresa o compañía.

Esto supone encontrar la mejor estructura de capital, es decir, la repartición de los recursos financieros de la empresa entre deuda y equity o fondos propios. Esta repartición se considera óptima cuando ella permite maximizar el valor de la firma o de minimizar sus costos (Sarmiento, 2005).

CAPÍTULO II

MERCADO DE VALORES Y PYMES

2.1.- Generalidades del Mercado de Valores en Ecuador.

2.1.1.- Antecedentes históricos del mercado de valores en Ecuador.

La Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (2014) menciona que los inicios del mercado de valores del Ecuador están ligados a la historia de la Bolsa de Comercio como institución jurídica, cuyas disposiciones estuvieron en el Código de Comercio de 1906, normativa legal que no fue suficiente para estimular el desarrollo del mercado de valores.

Treinta y un años más tarde, en 1935 se creó la Bolsa de Valores y Productos del Ecuador C. A., que fue establecida en la ciudad de Guayaquil, esta organización funcionó por el lapso de un año; tiempo después en julio de 1995 se crea la Comisión Nacional de Valores, bajo un decreto ejecutivo, este organismo tenía como funciones y atribuciones las de supervisar y controlar el mercado de valores ecuatoriano.

El 30 de mayo de 1969 se autorizó la creación de la Bolsa de Valores de Guayaquil y la Bolsa de Valores de Quito, contemplado bajo decreto ejecutivo de la presidencia del Dr. Velasco Ibarra, creadas como sociedades anónimas de derecho privado, regidas bajo la Ley de Compañías establecida en 1964.

El 28 de mayo de 1993 “se expidió la primera Ley de Mercado de Valores, en donde se establece que las Bolsas de Valores deben ser corporaciones civiles y dispone la transformación jurídica de las compañías anónimas” (Bolsa de Valores de Quito).

Ortiz-Durán (1994), consideraba que el mercado de valores ecuatoriano en el período de 1984 a 1992 era incipiente, caracterizado por transar mayoritariamente valores de deuda (renta fija) como: bonos de estabilización monetaria, bonos del estado, pagarés, pólizas de acumulación, cédulas hipotecarias, con enorme presencia del sector público y el Banco Central debido al déficit del sector; mientras que la participación de acciones (documentos de renta variable) había sido modesta, del total de transacciones realizadas en el mercado de valores solo alrededor de uno corresponden a compra-venta de acciones, mientras que en los 90`s dieciséis sociedades anónimas transaron en bolsa; durante este período en las Bolsas de Quito y Guayaquil las transacciones bursátiles representaron entre un 1 a 1.6% del PIB.

El 23 de julio de 1998 se expidió una nueva Ley de Mercado de Valores (LMV) la cual derogó a la de 1993.

De acuerdo con esta Ley, el Consejo Nacional de Valores (CNV) establecía la política general del mercado de valores y regula su actividad, organismo presidido por el Superintendente de

Compañías, y conformado por siete miembros, cuatro del sector público y tres del sector privado (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2014).

Desde el origen del mercado de valores, en Ecuador existieron tres bolsas de valores, actualmente siguen en funcionamiento la Bolsa de Valores de Guayaquil y la Bolsa de Valores de Quito, las operaciones realizadas desde su aparecimiento hasta la década de los 90's han sido minoritarias respecto del PIB nacional, donde el punto más alto comparado con el PIB ha sido del 1,6%; la tabla 1 evidencia la poca participación en el mercado bursátil y un marco regulatorio escaso con entes de control generados por los gobiernos de la época. Las transacciones realizadas se hacían con valores de renta fija o conocidos también como valores de deuda; que generaban rentabilidades negativas por los elevados niveles de inflación existente en el país los mismo que oscilaban entre un 25 hasta un 60% de inflación, los documentos principales transados en la bolsa evidenciaron que en el mercado de valores no se movilizaban fondos ni de medio y tampoco de largo plazo, lo que ocasionaba que no se hayan efectuado aportes de capital para empresas, así como también una baja participación de las mismas debido a que se negociaban muy pocas acciones.

Tabla 1.- Ecuador: Transacciones y Rendimientos del Mercado Bursátil

Año	Transacciones (millones de sucres)					Rendimiento (%)				
	Bolsa de Quito	Bolsa de Guayaquil	Total	PIB	Total% PIB	Bolsa de Quito	Bolsa de Guayaquil	Total	Inflación	Rendimiento
1984	6.835	4.692	11.527	812.629	1,4	18,4	20,9	19,4	25,1	-4,6
1986	8.005	5.284	13.289	1.282.232	1,0	26,2	27,7	26,8	27,3	-0,4
1988	19.559	11.810	31.369	3.019.724	1,0	32,5	32,2	32,4	85,7	-28,7
1990	73.771	25.832	99.603	8.160.080	1,2	40,2	44,2	41,3	49,5	-5,5
1991	85.848	103.876	189.724	12.149.187	1,6	44,9	43,1	43,9	49,0	-3,4
1992	156.627	110.135	266.762	19.863.921	1,3	51,9	51,8	51,9	60,2	-5,2

Fuente: Bolsa de Valores Quito y Guayaquil y Banco Central.

Elaboración: Ortiz-Durán Edison.

La capitalización en el mercado de valores de las compañías que cotizan en bolsa refleja que en Ecuador, la participación en baja si es comparada con otras economías de la región y del mundo, esto lo podemos observar en la tabla 2, donde se muestran las capitalizaciones en el período comprendido entre los años 1996 a 2000.

Tabla 2.- Capitalización en el mercado de las compañías que cotizan en Bolsa (% del PIB).

País	Año				
	1996	1997	1998	1999	2000
Argentina	16,40	20,20	15,20	19,70	16,10
Ecuador	8,90	7,20	5,60	2,70	4,10
España	122,00	160,00	225,40	186,30	84,70
Estados Unidos	104,70	125,10	142,20	153,00	146,90
Chile	87,10	87,00	65,30	93,50	76,20
México	26,90	32,60	18,30	26,60	18,30
Panamá	13,70	21,60	34,90	30,40	24,00
Paraguay	4,00	4,30	4,10	3,70	
Perú		27,30	18,10	24,50	19,10
Venezuela	14,70	17,00	8,30	7,60	6,90

Fuente: Banco Mundial

Elaboración: Autora

El Banco Mundial (2016) describe a la capitalización del mercado como el precio de las acciones multiplicado por la cantidad de acciones en circulación. Las compañías nacionales que cotizan en bolsa son las empresas constituidas dentro de un país que al cierre del ejercicio cotizan en las bolsas de valores de ese país. Las empresas que cotizan en bolsa no incluyen sociedad de inversión, fondos comunes de inversión ni otros vehículos de inversión colectivos.

Un hecho relevante que debe ser mencionado dentro de la evolución de los mercados financieros, es la crisis bancaria en el año de 1999 y en el 2000 la dolarización de la economía ecuatoriana, hechos históricos que han marcado los procesos desarrollados en el país.

En el período de 1999 a 2011, la oferta pública existe en el mercado de valores evidenciaba una marcada presencia del sector financiero respecto del sector mercantil a excepción del año 2001; cabe destacar que en este año la oferta pública total fue la menor del período estudiado (ver tabla 3).

Tabla 3.- Consolidado de Autorizaciones de Oferta Pública período 1999 - 2011

Autorizaciones de Oferta Pública (en millones de dólares)			
Año	Financiero	Mercantil	Total
1999	\$ 135,2	\$ 3,2	\$ 138,4
2000	\$ 72,0	\$ 29,5	\$ 101,5
2001	\$ 4,5	\$ 20,5	\$ 25,0
2002	\$ 30,1	\$ 40,2	\$ 70,3
2003	\$ 79,3	\$ 43,3	\$ 122,6
2004	\$ 82,80	\$ 49,65	\$ 132,45
2005	\$ 348,73	\$ 119,01	\$ 467,74
2006	\$ 628,65	\$ 242,95	\$ 871,60
2007	\$ 143,01	\$ 145,47	\$ 288,48
2008	\$ 242,27	\$ 677,87	\$ 920,14
2009	\$ 712,85	\$ 444,69	\$ 1.157,54
2010	\$ 834,59	\$ 745,73	\$ 1.580,32
2011	\$ 1.054,67	\$ 738,23	\$ 1.792,90

Fuente: Autorización y Registro de Mercado de Valores

Elaboración: Dirección de Estudios.

La oferta pública del mercado de valores se encuentre conformada por obligaciones, papel comercial, acciones, titularizaciones y notas provisorias.

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

Papel Comercial: la LMV en su artículo 174 establece que las obligaciones de corto plazo o papel comercial pueden ser emitidas por compañías inscritas en el Registro del Mercado de Valores con una garantía general con un plazo inferior a trescientos sesenta días.

Acciones: “son las partes o fracciones iguales en que se divide el capital de una compañía, así como al título que representa la participación en el capital suscrito” (Bolsa de Valores de Quito).

Titularizaciones: Es una técnica financiera que convierten activos financieros escasamente líquidos en instrumentos negociables; consiste en emitir títulos-valores que pueden ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil. Estos títulos son representativos de derecho

sobre activos que ya existen o se esperan que existan, con la expectativa de que tales activos generen flujos futuros de ingresos (Malo, 2014, pág. 33).

La LMV establece que pueden realizarse titularizaciones de cartera, inmuebles, proyectos inmobiliarios, de derechos existentes generadores de flujos futuros o de proyectos susceptibles de generar flujos futuros determinables, de derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas.

Notas promisorias: son títulos valores emitidos por gobiernos seccionales generalmente municipios para obtener liquidez a través de la bolsa, para lo cual deben estar inscritas en el catastro público del mercado de valores y la bolsa.

Las titularizaciones han tenido mayor presencia dentro de la oferta pública, como se evidencia en la tabla 4; se ha emitido un mayor monto en este tipo de documentos exceptuando el año 2009 donde prima la oferta de papel comercial seguido de las obligaciones.

Tabla 4.- Evolución Oferta Pública período 2006 - 2011

Evolución de Oferta Pública Período: 2006 – 2011						
(millones de dólares)						
AUTORIZADAS	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Obligaciones	131,10	85,00	277,45	296,30	291,70	324,95
Papel comercial	396,00	2,00	40,25	359,00	706,00	464,10
Acciones	0,58	0,37	56,07	16,84	0,15	41,48
Titularizaciones	343,92	201,11	548,37	485,4	582,84	962,37
Notas promisorias	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	4,26
TOTAL	871,60	288,48	922,14	1.157,54	1.580,69	1.797,16

Fuente: Base de Datos Superintendencia de Compañías

Elaboración: Dirección de Estudios.

Rosero (2010) afirmó que el mercado de valores del país enfrentaba problemas estructurales y de coyuntura que afectaban su principal función de proveer de financiamiento de mediano y largo plazo a los sectores productivos; los valores de las transacciones totales de las Bolsas de Valores en relación al PIB, en el período 2007 – 2009 han variado de 8%, a 9.4% y 12.5% en el último año, que representó un promedio de 10% anual, lo que refleja que existe un mercado reducido, así como también una notable participación del sector público dentro de este mercado, del monto negociado en el 2008 el 54% de las transacciones pertenecían a papeles bancarios, seguidos por títulos del sector público. Lo que más se negocia son títulos del sistema bancario y del Estado. Esta tendencia se da en el período 2007 – 2009, esto refleja que el mercado de valores es una forma de fondeo de los bancos y fuente de liquidez para el gobierno. Demostrando que existe una

distorsión en el mercado de valores y una inadecuada asignación del ahorro nacional, pues los recursos que deben utilizarse para el financiamiento a largo plazo se colocan en el corto.

2.1.2.- Estructura del Mercado de Valores Ecuatoriano.

La Ley de Mercado de Valores establece que la estructura de este se encuentra constituida por el mercado bursátil y el mercado extrabursátil, en el que intervienen e interactúan varios organismos tanto de control y regulación, así como otras instituciones que actúan entre sí; la LMV en su primer artículo establece: el ámbito de aplicación de esta Ley abarca el mercado de valores en sus segmentos bursátil y extrabursátil, las bolsas de valores, las asociaciones gremiales, las casas de valores, las administradoras de fondos y fideicomisos, las calificadoras de riesgo, los emisores, las auditoras externas y demás participantes que de cualquier manera actúen en el mercado de valores.

También son sujetos de aplicación de esta Ley, la Junta de Regulación del Mercado de Valores y la Superintendencia de Compañías, como organismos regulador y de control, respectivamente.

Esta misma Ley en su artículo 5 señala que debe crearse la Junta de Regulación del Mercado de Valores como un organismo de derecho público perteneciente a la Función Ejecutiva para establecer la política pública del mercado de valores y dictar las normas para el funcionamiento y control del mercado de valores en concordancia con lo establecido en la Constitución de la República del Ecuador y con los principios y finalidades establecidos en esta Ley; esta junta estará integrada por tres miembros, quienes serán:

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

2.1.2.1.- Mercado Bursátil Ecuatoriano.

La LMV menciona que el mercado bursátil: está conformado por las ofertas, demandas y negociaciones de valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores, en las bolsas de valores y en el Registro Especial Bursátil (REB), realizadas por los intermediarios de valores autorizados, de acuerdo con lo establecido en la Ley; es decir que aquí se negocian valores o documentos que se encuentran avalizados.

A partir del año 2001 hasta el 2010 el mercado bursátil ecuatoriano, se ha caracterizado por ser inestable y volátil, con amplias variaciones en períodos cortos; las mismas que se muestran en la tabla 5; donde podemos ver la capitalización bursátil efectuadas en estos años y la tasa de crecimiento que evidencia gran variabilidad.

Tabla 5.- Transacciones en el Mercado de Valores vs PIB.

Capitalización Bursátil (expresada en miles USD)		
Año	Capitalización	Tasa de Crecimiento
2001	\$ 1.428,75	0%
2002	\$ 2.771,35	93,97%
2003	\$ 1.807,08	-34,79%
2004	\$ 2.733,58	51,27%
2005	\$ 3.175,12	16,15%
2006	\$ 4.184,69	31,80%
2007	\$ 4.474,93	6,94%
2008	\$ 4.553,75	1,76%
2009	\$ 4.294,71	-5,69%
2010	\$ 5.144,26	19,78%
2011	\$ 5.778,99	12,34%

Fuente: Banco Central del Ecuador y Superintendencia de Compañías.

2.1.2.1.1.- Bolsa de Valores.

Las instituciones a través de las cuales se canalizan las transacciones de los diferentes títulos o documentos son las Bolsas de Valores, en la actualidad el país cuenta con dos la Bolsa de Valores de Guayaquil y la Bolsa de Valores de Quito.

La LMV las define como sociedades anónimas, cuyo objeto social único es brindar los servicios y mecanismos requeridos para la negociación de valores, además de realizar actividades conexas que sean necesarias para el adecuado desarrollo del mercado de valores, las mismas que serán previamente autorizadas por la Junta de Regulación del Mercado de Valores, mediante norma de carácter general.

2.1.2.1.1.1.- Bolsa de Valores de Guayaquil.

Esta institución que fue creada en 1969 en la ciudad de Guayaquil, nace como una sociedad anónima de derecho privado, su primera rueda se la realizó el 31 de agosto de 1970.

Actualmente, es una Corporación Civil sin fines de lucro (...); siendo su principal objetivo tender al desarrollo y funcionamiento de un mercado de valores organizado, integrado y transparente, en que la intermediación de valores sea competitiva, ordenada, equitativa y continua, como resultado de una información veraz, completa y oportuna (Bolsa de Valores de Guayaquil, 2011).

✓ **Misión**

Desarrollar el Mercado de Capitales del Ecuador sustentado en principios de transparencia, seguridad y sana competencia, generando servicios transaccionales y de información de constante incorporación tecnológica. La Misión, incluye impulsar el desarrollo de la cultura financiera en la Sociedad y la inserción del Ecuador en los Mercados Financieros Internacionales.

✓ **Visión**

Crear los medios necesarios para contribuir a lograr la distribución eficiente de la riqueza.

2.1.2.1.1.2.- Bolsa de Valores de Quito.

Fue creada en el año de 1969 conjuntamente con la bolsa de Guayaquil, la vida jurídica de la Bolsa de Valores de Quito ha tenido dos momentos de especial relevancia. El primero corresponde a su primera fundación, en 1969 en calidad de Compañía Anónima, como iniciativa de la llamada entonces Comisión de Valores – Corporación Financiera Nacional y el segundo suscitado veinte y cuatro años después, en 1993; el mercado bursátil ecuatoriano se vio reestructurado por la Ley de Mercado de Valores, en la que se estableció la disposición de que las Bolsas se transformen en Corporaciones Civiles sin fines de lucro (Bolsa de Valores de Quito).

✓ **Misión**

Apoyar la creación y correcta distribución de la riqueza mediante un mercado de valores institucionalizado, promoviendo la cultura bursátil y las prácticas de Buen Gobierno Corporativo, con miras a la integración de los mercados.

✓ **Visión**

Ser la primera alternativa en el sistema financiero para el ahorro, la inversión y el financiamiento, con el mejor precio y el menor costo.

2.1.2.1.2.- Casas de Valores.

Las instituciones que ayudan a los inversionistas y empresas a operar en el mercado bursátil son las casas de valores, organismos a través de las cuales se realizan la intermediación de valores en el mercado bursátil; la Bolsa de Valores de Quito afirman que “son compañías anónimas autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías, miembros de una Bolsa de Valores, cuyo objeto es la intermediación de valores”. Se encuentran sujetas a la Ley de Mercado de Valores y las resoluciones de la Junta de Regulación del Mercado de Valores, quien es el encargado de establecer el capital mínimo con el que se debe constituir.

Rosero (2010) menciona que “las Casas de Valores, son los intermediarios, que sirven de puente entre el emisor de valores (empresas) y el inversionista (ahorrista) que compra los mismos. Su función principal es viabilizar la transacción” (pág. 24).

Asocaval (2014) nos indican que las actividades de las casas de valores son las siguientes:

- ✓ Compran y venden títulos valores inscritos.
- ✓ Administran portafolios a terceros.
- ✓ Asesorar en materia de Mercado de Valores.
- ✓ Generar financiamiento para empresas a través de emisiones como: Obligaciones, Papel Comercial, Titularizaciones, Registro Especial Bursátil (REB), Acciones.

Para marzo del 2014 el número de casas de valores que operaban en el mercado bursátil fue de 39, de las cuales 15 lo hacían en Guayaquil y 24 en Quito.

2.1.2.1.3.- Administradoras de fondos y fideicomisos.

Las administradoras de fondos y fideicomisos son “sociedades anónimas que se constituyen bajo un objeto social establecido, que es el de administrar los Fondos de Inversión, así como también negocios fiduciarios. También representan Fondos de Inversión Internacionales y actúan como emisores en procesos de titularización” (ZION , 2015).

Se deben constituir como compañías o sociedades anónimas la Ley contempla que sus actividades se encuentran limitadas a:

- Administrar fondos de inversión.
- Administrar negocios fiduciarios definidos en la Ley.
- Actuar como emisores de procesos de titularización.
- Representar fondos internacionales de inversión.

Para ejercer la actividad de administradora de negocios fiduciarios y actuar como emisora en procesos de titularización, deben sujetarse a las disposiciones relativas a fideicomiso mercantil y titularización que constan en la Ley (Ley de Mercado de Valores).

Son organizaciones que se encargan del manejo de los fondos de los inversionistas en el mercado de valores, dentro de sus funciones se encuentra actuar siempre por el beneficio del fondo, de forma honesta e imparcial, además de mantener informados a las partes. Una de las ventajas de los fondos de inversión es poder tener un capital mayor con la participación de varias personas y no solo de una.

2.1.2.1.4.- Calificadoras de riesgo.

Las instituciones que otorgan una calificación crediticia referente a una compañía o título son las calificadoras de riesgo tienen como objetivo principal el otorgar una calificación de riesgo tanto a instituciones como valores, luego de revisar documentación de forma objetiva; son constituidas como sociedades anónimas y la Superintendencia de Compañías, Seguros y Valores es la institución que se encarga de autorizar y controlar a las calificadoras de riesgo entre otras, actualmente en el país cuatro calificadoras de riesgo de encuentra autorizadas para operar en el mercado.

La calificación de riesgo es una actividad mediante la cual se da a conocer al mercado y al público en general su opinión técnica sobre la solvencia y probabilidad de pago que tiene un emisor para cumplir con los compromisos provenientes de sus valores de oferta pública. (Intendencia de Mercado de Valores Departamento de Investigación y Desarrollo, 2006, pág. 24)

La Ley prevé las siguientes facultades a las calificadoras de riesgo:

1. Realizar la calificación de riesgo de los emisores y valores que estén autorizadas a efectuar de acuerdo a lo dispuesto en esta Ley y a las normas de carácter general que para el efecto expida la Junta de Regulación del Mercado de Valores;
2. Explotar su tecnología;
3. Las demás actividades que autorice la Junta de Regulación del Mercado de Valores, en consideración del desarrollo del mercado de valores.; y,

4. Realizar la evaluación de riesgos específicos de administradoras de fondos y fideicomisos; fiduciarios públicos, casas de valores, bolsas de valores, tales como riesgos operativos o tecnológicos, de gestión, estructura organizacional, gestión de riesgos en la administración, condición financiera y viabilidad del negocio, entre otros.
5. Esta evaluación será obligatoria para la autorización de funcionamiento así como para la prestación de sus servicios de conformidad con las normas de carácter general que dicte la Junta de Regulación del Mercado de Valores (Ley de Mercado de Valores).

2.2.- Análisis económico y legal del Mercado Valores ecuatoriano.

2.2.1.- Análisis económico del Mercado de Valores.

De acuerdo con la Superintendencia de Compañías Seguros y Valores (2015), en el mes de marzo de 2014 el mercado de valores ecuatoriano estuvo conformado por 39 Casas de Valores, 29 Administradoras de Fondos, 23 Fondos de Inversión, 445 Emisores y 7 Calificadoras.

La oferta pública registrada en los tres últimos años pone en evidencia que el mercado de valores ecuatoriano no registra ninguna tendencia creciente o decreciente, sino que da a notar tiene varias fluctuaciones; la oferta publica en los años 2012, 2013 y 2014 ha alcanzado: \$2.013,15; \$ 1.236,49 y \$1.554,31 millones de dólares respectivamente.

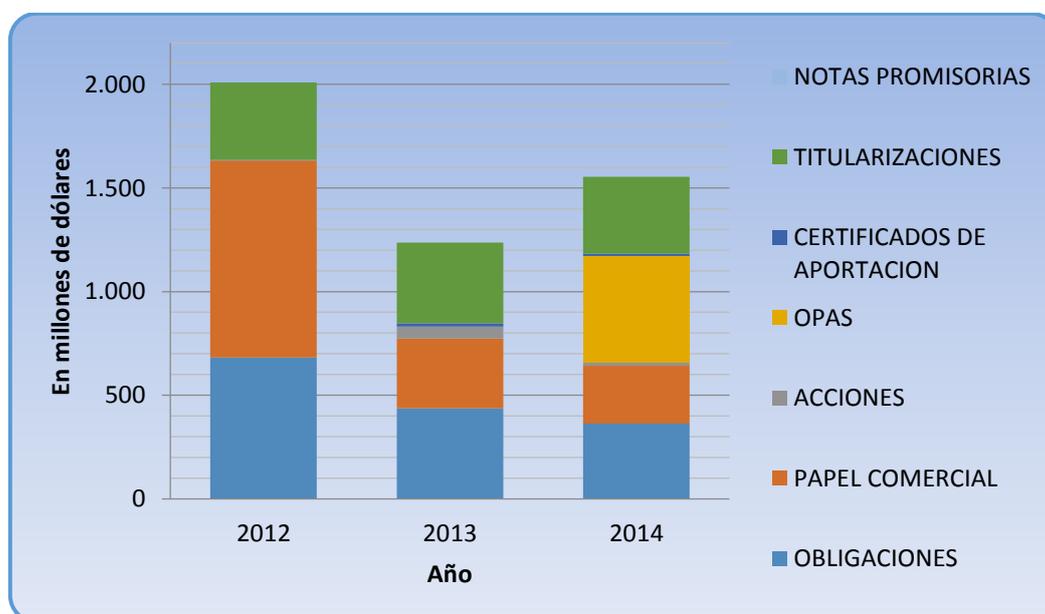


Figura 4.- Evolución Oferta Publica 2011 - 2014

Fuente: Consulta de Mercado de Valores

Elaboración: Subdirección de Promoción, Orientación y Educación al Inversionista

Los valores que tuvieron mayor participación en la oferta pública fueron titularizaciones, certificados de aportación, papel comercial, mientras que la oferta pública de adquisición (OPAS) que no existió en los años 2012 y 2013, para el año 2014 fue la que mayor porcentaje de participación tuvo con \$514,54 millones de USD, que representó el 33,10% del total de oferta pública del año, seguidos por titularizaciones \$372,40 millones de USD, obligaciones participaron con \$363,15 millones de USD, papel comercial \$278,50 millones de USD, acciones \$15,72 millones de USD y \$10 millones de USD en certificados de aportación.

Los montos negociado en el mercado bursátil ecuatoriano presentados en la tabla 6, evidencian que tanto de la Bolsa de Valores de Quito como la Bolsa de Valores de Guayaquil en el período 2001 al 2014, presenta algunos períodos de crecimiento y declive, desde el año 2002 al 2004 se evidencia un período de crecimiento en los montos negociados en el mercado bursátil.

Tabla 6.- Montos Negociados en el Mercado Bursátil

Montos Bursátiles Nacionales Negociados (Millones de Dólares)				
Años	Total \$	Tasa de Crecimiento	PIB	Total Negociado/PIB (%)
2001	\$ 1.807		\$ 24.468	7,4%
2002	\$ 1.682	-7%	\$ 28.549	5,9%
2003	\$ 2.258	34%	\$ 32.433	7,0%
2004	\$ 3.627	61%	\$ 36.592	9,9%
2005	\$ 3.502	-3%	\$ 41.507	8,4%
2006	\$ 4.865	39%	\$ 46.802	10,4%
2007	\$ 3.470	-29%	\$ 51.008	6,8%
2008	\$ 5.183	49%	\$ 61.763	8,4%
2009	\$ 6.426	24%	\$ 62.529	10,3%
2010	\$ 5.106	-21%	\$ 69.555	7,3%
2011	\$ 3.768	-26%	\$ 79.780	4,7%
2012	\$ 3.753	-26%	\$ 87.495	4,3%
2013	\$ 3.721	-1%	\$ 93.577	4,0%
2014	\$ 7.547	103%	\$ 98.895	7,6%

Fuente: BVQ, BVG y Banco Central del Ecuador.

Elaboración: Departamento Técnico BVQ.

A partir del año 2010 al 2012 el mercado marcó una tendencia de decrecimiento en los montos que se negociaron en las Bolsas de Valores, para finalmente en el año 2013 solo presentar una tasa negativa de crecimiento del - 1% y recuperarse de forma significativa en el año 2014 donde

los montos negociados tuvieron un crecimiento de 103%, es decir se duplicó el valor de los montos negociados en este mercado. La tasa promedio de crecimiento durante el período comprendido entre 2001 al 2013 es del 8%.

La participación de los montos negociados en el mercado de valores respecto al PIB durante el período analizado tuvo un promedio del 7,3%; los años en los que se obtuvo mayor participación fueron: el 2006, 2009, 2004, 2005 y 2008, con 10,4%; 10,3%; 9,9%, 8,4%; 8,4% respectivamente.

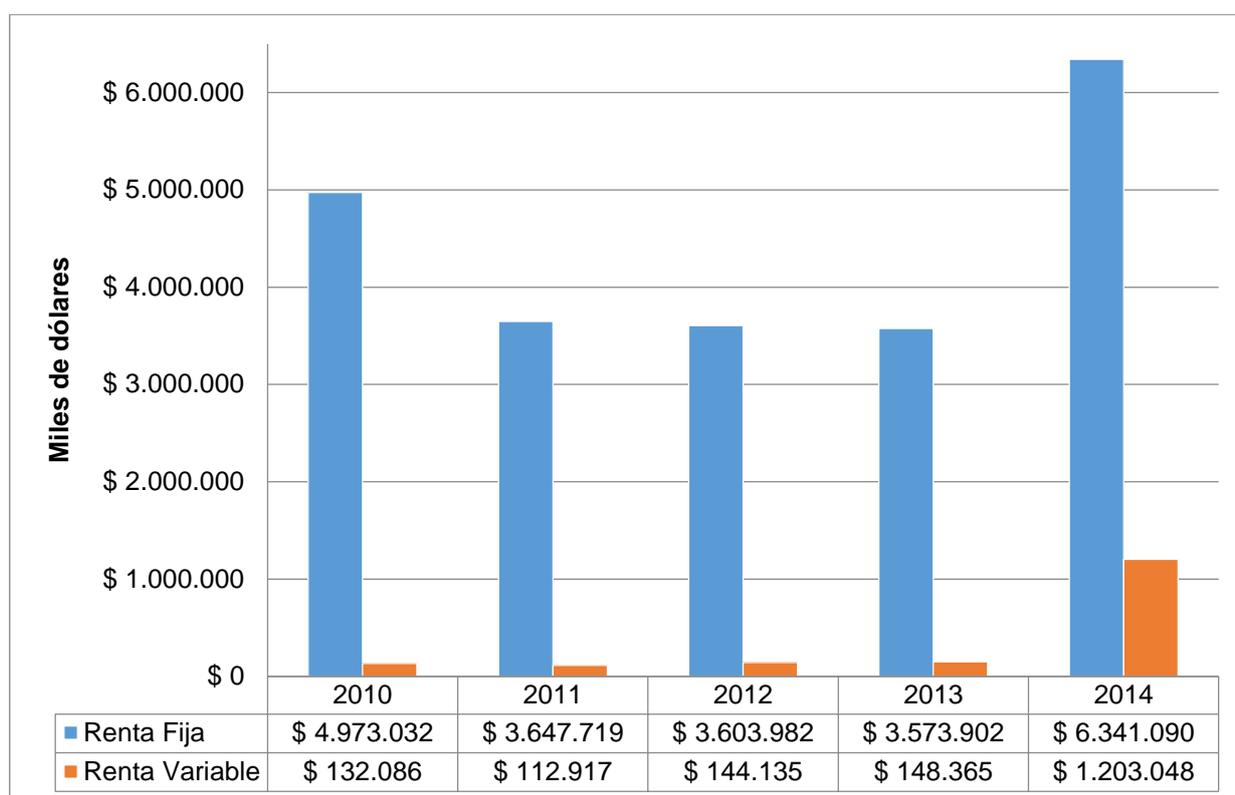


Figura 5.- Volumen Nacional Negociado por Tipo de Documento período 2010 – 2014.

Fuente: Bolsa de Valores de Quito.

Elaboración: Departamento Técnico BVQ.

En el mercado de valores ecuatoriano se negocian dos tipos de documentos o valores, estos son de renta fija o renta variable.

Los documentos que en mayor volumen se negocian en el mercado son los de renta fija que durante el período 2010 al 2014 tienen un promedio de 94,13%, mientras que los valores de renta variable durante este período tienen un promedio de 5,87%; en el años 2014 se observa un incremento notable en cuanto al volumen de valores de renta fija negociados, su valor se incrementó en 8 veces a lo negociado en el año posterior (ver anexo 3).

Mónica Villagomez (2014) presidenta de la Bolsa de Valores de Quito señala que “el mercado ecuatoriano se ha caracterizado por tener una alta concentración en los títulos de renta fija (emisión de deuda). Esto se debe principalmente a la estructura de las empresas ecuatorianas, en su mayoría son de tipo familiar”.

2.2.2.- Marco legal regulatorio del Mercado de Valores.

La Bolsa de Valores de Quito menciona que el Mercado de Valores ecuatoriano se encuentra regulado por los siguientes cuerpos normativos: Constitución de la República del Ecuador publicado en el Registro Oficial No. 449 de 20 de Octubre del 2008 y la Ley de Mercado de Valores publicada en el Suplemento del Registro Oficial No. 20, de 7 de septiembre de 1998, posteriormente codificada en el Registro Oficial Suplemento No. 215 de 22 de febrero de 2006.

El Reglamento General a la Ley de Mercado de Valores publicada en Registro Oficial No. 87 de 14 de diciembre de 1998.

Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores publicado en el Registro Oficial Suplemento 1 de 8 de marzo de 2007. Autorregulación expedida por las Bolsas de Valores de Quito (Reglamento General de la Bolsa de Valores de Quito - codificación 7 de septiembre del 2007).

Se podría decir que el primer cuerpo legal que normó de forma específica al Mercado de Valores ecuatoriano la Ley de Mercado de Valores expedida en 1993, y posteriormente el apareamiento de su respectivo reglamento expedido en el año de 1998, esta ley tuvo algunas codificaciones en el año 2006 y 2008.

Rosero (2010) mencionó que la ley de 1998 fue elaborada en función de intereses bancarios, con problemas de conflicto de intereses, carencia de prácticas de buen gobierno corporativo, así como la inobservancia de la mayoría de estándares internacionales, diseñada con organismos de regulación y supervisión del Mercado de Valores débiles y expuestos a la captura regulatoria (pág. 30).

El 20 de mayo del 2014 se publica en el registro oficial la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil.

A través de este proyecto se reforman nueve leyes relativas al mercado de valores; estas son: la Ley de Mercado de Valores, Código de Comercio, de Compañías, General de Instituciones del Sistema Financiero, Código de Procedimiento Civil, Ley Notarial, Ley de Registro, Ley de Régimen Tributario Interno, reformaría a la Ley para la Equidad Tributaria (Grupo El Comercio, 2013).

Con esta Ley se pretende garantizar una adecuada repartición de ingresos y distribución de riqueza, así como también el ayudar a ingresar al mercado de valores a empresas medianas y pequeñas que antes de esta Ley no lo podían ingresar al mercado de valores.

2.2.2.1.- REVNI Marco regulatorio.

Posterior a la implementación de la normativa a través de la cual se facultaba a las bolsas de valores la inscripción de valores no inscritos; las bolsas de Quito y Guayaquil suscriben una resolución conjunta sobre los mecanismos de los valores no inscritos; en la que se acuerda establecer los términos y condiciones que los regirán, como medida de autorregulación.

Las PYMES que desean participar en el mercado bursátil a través del REVNI deberán cumplir con los requisitos previstos dentro de la resolución conjunta, realizar una solicitud suscrita por el representante legal que contenga el auspicio del intermediario de valores, además de presentar la documentación habilitante, el emisor conjuntamente con su intermediario deberán realizar el Memorando de Inversión que contendrá información general de la empresa, las características de los valores anotados y la información económica y financiera.

La resolución conjunta de las Bolsas de Valores de Guayaquil y Quito (2013) establece que el Memorando de Inversión contendrá, al menos la siguiente información:

I. Información General

- a) Razón social del emisor;
- b) Fecha de escritura pública de constitución e inscripción en el Registro Mercantil;
- c) Número de Registro Único de Contribuyente;
- d) Objeto social de la compañía;
- e) Domicilio principal del emisor, que incluya la dirección, el número de teléfono, el número de fax, dirección de correo electrónico y página web;
- f) Capital autorizado, suscrito y pagado;
- g) Número de acciones, clases, valor nominal y series, cuando corresponda;
- h) Nombre y registro del auditor externo o del contador, según corresponda,
- i) Nombre del representante legal, nómina de los administradores y miembros del directorio, y sus respectivas hojas de vida.
- j) Nómina de los accionistas propietarios del 6% o más del capital social de la compañía, que incluya la información hasta el tercer nivel de propiedad;
- k) Descripción de la empresa, principales actividades y perspectivas futuras;
- l) Información sobre empresas vinculadas, de acuerdo con la Ley de Mercado de Valores;

- m) Destino de los recursos que se espera recibir; y,
- n) Nombre de la casa de valores que patrocina la anotación.

II. Características de los valores a anotarse

1.- Tratándose de Valores de renta fija

- a) Descripción de valor a anotarse;
- b) Monto y plazo de los valores a anotarse;
- c) Valor nominal;
- d) Modalidad de amortización;
- e) Garantía general;
- f) Garantía especial, en caso de existir,
- g) Tasa de interés, de existir y base de cálculo para el pago; y,
- h) Modalidad y lugar de pago

2.- Tratándose de valores de renta variable

- a) Número de acciones que van a anotarse;
- b) Valor nominal;
- c) Clase y serie de acciones;
- d) Valoración de las acciones; y,
- e) Política de reparto de dividendos durante los últimos tres años y, en caso de existir, la proyectada para los próximos tres años.

III. Información económico y financiero

- a) Descripción del entorno económico en que desarrolla y desarrollará sus actividades, del entorno competitivo para las líneas de negocio de la empresa y sus perspectivas;
- b) Principales líneas de productos, servicios, negocios y actividades de la compañía;
- c) Detalle de los principales activos productivos e improductivos;
- d) Descripción de las políticas de inversiones y de financiamiento de los últimos tres años y para los tres años siguientes;
- e) Estados financieros del último año auditado por una firma de auditoría externa con sus respectivas notas;
- f) Análisis horizontal y vertical de los estados financieros del último año, cuando fuere aplicable;
- g) Indicadores económico-financieros: liquidez, endeudamiento, rentabilidad e indicadores de eficiencia; y,

- h) Modelo financiero del que se desprenda y sustente, para valores de renta fija, flujo estimado de caja del emisor, que considere la cancelación de los vencimientos y el estudio de factibilidad (*Due Dilligence*), elaborado por la Casa de Valores (Bolsa Valores Guayaquil; Bolsa Valores Quito, 2013).

El monto máximo que las Pymes pueden emitir es de 3 millones de dólares, que se realizará en una sola emisión y la compañía deberá tener del 80% del total de los activos libres de todo gravamen.

2.3.- Las Pymes en el mercado de valores.

2.3.1.- Pymes en Ecuador.

Araque (2015) menciona que la pequeña y mediana empresa (Pyme) es un sector clave dentro del desarrollo productivo de los países, pues aportan directamente a la generación de fuentes de trabajo permanentes y al aseguramiento de la oferta de productos básicos (pág. 65).

Se las define como aquellas unidades productivas, que generan bienes y servicios que son ofertados a los posibles consumidores en el mercado, el Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones maneja un concepto más amplio como es la Mipymes (Micro, Pequeña y Mediana empresa) dentro del artículo 53 las define como “toda persona natural o jurídica que, como una unidad productiva, ejerce una actividad de producción, comercio y/o servicios, y que cumple con el número de trabajadores y valor bruto de las ventas anuales, señalados para cada categoría, de conformidad con los rangos que se establecerán en el reglamento de este Código”. A través del decreto N° 757 de ejecutivo se establece el Reglamento a la Estructura e Institucionalidad de Desarrollo Productivo de la Inversión y de los Mecanismos e Instrumentos de Fomento Productivo, en el que se determinan las características para las Mipymes en concordancia con la Normativa implantada por la Comunidad Andina en su Resolución 1260 y la legislación interna vigente, que realiza esta clasificación de acuerdo a variables de número de trabajadores, ventas anuales y activos de las compañías, que se muestra en la tabla 7.

Tabla 7.- Clasificación de las Compañías.

Variables	Microempresa	Pequeña Empresa	Mediana Empresa	Grandes Empresas
Personal Ocupado	1 a 9	10 a 49	50 a 199	> 200
Ventas o ingresos brutos anuales	< o =100.000	100.001 - 1.000.000	1.000.001 - 5.000.000	> 5.000.000
Montos Activos	Hasta US\$100.000	De US\$ 100.0001 hasta US\$ 750.000	De US\$750.001 hasta US\$3.999.999	> US\$ 4.000.000

Fuente: Reglamento a la Estructura e Institucionalidad de Desarrollo Productivo de la Inversión y de los Mecanismos e Instrumentos de Fomento Productivo.

La Pequeña Empresa tiene entre 10 a 49 trabajadores, con un valor de ventas o ingresos brutos anuales entre cien mil uno y un millón (\$100.001 USD - \$1.000.000 USD) y la Mediana Empresa tiene ente 50 a 199 trabajadores, y un valor de ventas o ingresos brutos anuales entre un millón uno y cinco millones (\$1.00.001 USD - \$5.000.000)

Dentro de la economía ecuatoriana las Pymes son de gran relevancia y tienen una amplia presencia Morillo (2010 citado en Ministerio de Industrias y Productividad, 2012) nos menciona que “en 2009 se identificó 8.640 pequeñas empresas y 3.566 medianas empresas lo que nos da un total de 12.206 Pymes” (pág. 16).

Los resultados obtenidos del último Censo Nacional Económico aplicado en el país en el año 2010 arrojaron los siguientes resultados: de cada 100 establecimientos empresariales, alrededor de 99 están clasificadas como Mipyme (...), la mayor proporción de la Mipyme (54%) se dedica a actividades vinculadas al comercio, en segundo lugar, se ubica el grupo de unidades relacionadas al sector servicios (36%), quedando rezagado, con una diferencia relativa significativa, el sector de la industria manufacturera (Araque J., 2015, págs. 65-66).

En lo que respecta a la generación de empleo (ver figura 7), a la hora de analizar la estructura del tejido empresarial del Ecuador, es significativo el aporte del sector de las MIPyME a la generación de empleo nacional; pues de cada 4 puestos de trabajo que existen en el país 3 son generados por aquellas empresas categorizadas como micro, pequeñas o medianas (Araque J., 2015).

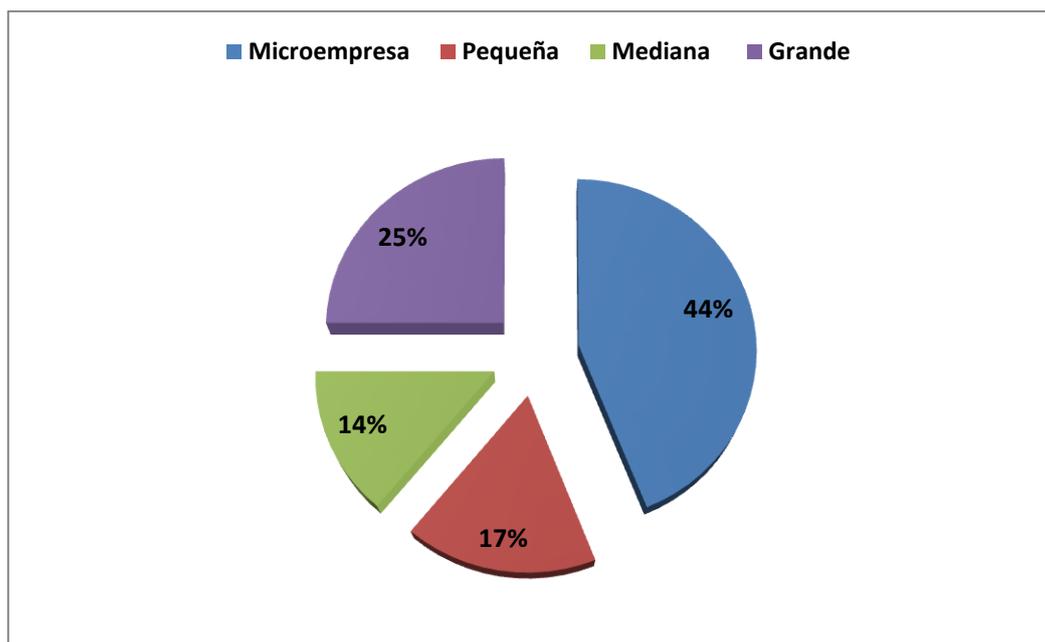


Figura 6.- Aporte a la generación de empleo.

Fuente: Censo Nacional Económico –CENEC- 2010 – INEC.

Las pequeñas y medianas empresas aportan con el 31% de empleo que es generado en el país lo que nos muestra que este segmento es significativo; esto implica que aproximadamente de cada 100 puestos de trabajo generados 31 son de este sector empresarial; contribuyendo con los ingresos de las familias ecuatorianas.

De acuerdo a la información proporcionada por el Servicio de Rentas Internas (SRI), en 2011 existieron 27 646 Pymes, de las cuales 13 332 pertenecen a los sectores que se han tomado en cuenta en el presente análisis: 4 661 medianas (34,96%) y 8 671 pequeñas (65,04%).

A nivel de concentración, Pichincha y Guayas siguen siendo las provincias que agrupan la mayor cantidad de pymes. En la primera provincia se estima que existen 43,29% y en Guayas 40,46%, esto, debido a la concentración de la población en estas localidades así como de las empresas más grandes, a las que las Pymes proveen de bienes y servicios, en gran medida especializados (Unidad de Análisis Económico e Investigación Ekos Negocios, 2012, pág. 35).

La Unidad de Análisis Económico e Investigación Ekos Negocios (2012) en su artículo Las Pymes, un segmento estratégico para Ecuador menciona que; estas aportan con un 25% al PIB no petrolero del país, la generación de mano de obra bordea el 70% del PEA. Sus ingresos a 2011 fueron de USD 23 000 millones y su contribución al impuesto a la renta superó los USD 270 millones (pág. 84).

En el año 2012 (ver tabla 8) existieron 46.758 empresas registradas en el país, de las cuales 4.970 eran medianas y 10.487 pequeñas, es decir que las Pymes tuvieron una representación del 33,06% del total de compañías existentes en el país; en este año sus ingresos alcanzaron los \$ 18.201.050.354 USD.

Tabla 8.- Número de empresas e ingresos generados.

Tipo de Empresa	2012		2013	
	Número	Ingresos (USD)	Número	Ingresos (USD)
Grandes	2.386	70.111.611.535	2.587	85.132.475.187
Medianas	4.970	11.743.254.624	5.995	14.401.330.666
Pequeñas	10.487	6.457.795.730	15.067	6.458.211.430
Micro	17.293	2.349.145.379	25.372	513.593.779
No definidas	11.622	3.803.969.461	2	(642)
Total	46.758	94.465.776.730	49.023	106.505.610.420

Fuente: Superintendencia de Compañías, Seguros y Valores.

Para el año 2013 se presentó incremento del 4,8% en el número total de empresas registradas 49.023, las pequeñas y medianas empresas representaron el 42,96% del total registrado con 15.067 y 5.995 respectivamente; en este año las pymes obtuvieron ingresos por un monto de \$ 20.859.542.096 USD, es decir hubo un incremento del 14,6% respecto al año anterior.

En el año 2014 el número de compañías registradas presenta un incremento de 12,64% dando un total de 52.669, de las cuales 24.820 son microempresas; 17.389 pequeñas; 7.336 medianas y 3.124 grandes, en la figura 8 podemos observar la participación por el tamaño de las compañías en el mercado en el año en cuestión existe una amplia presencia de Microempresas 47,12%; mientras que las Pymes representan un 46,94% y las Grandes empresas tienen una participación del 5,93% (ver figura 7).

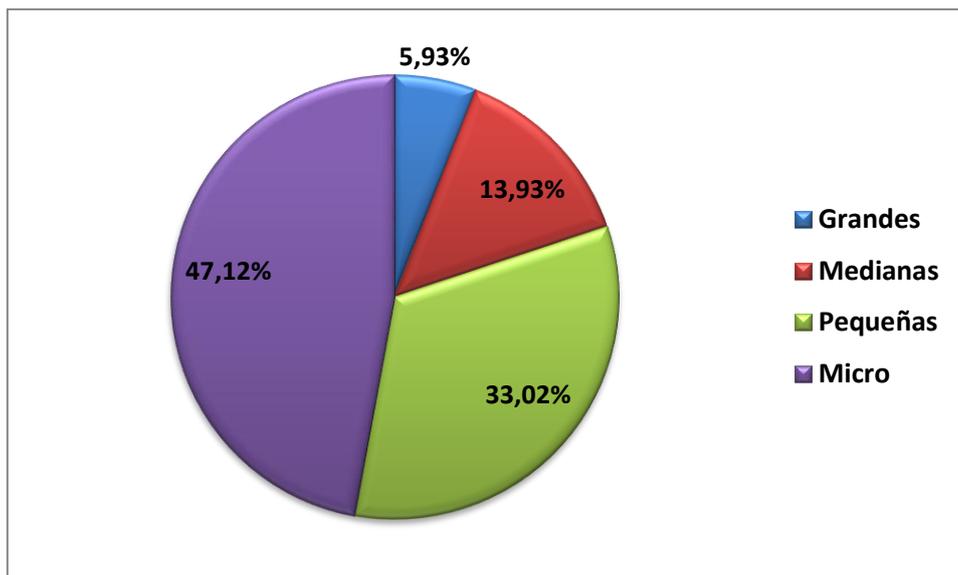


Figura. 7- Participación según tamaño 2014.

Fuente: Superintendencia de Compañías, Seguros y Valores.

2.3.2.- Participación de las Pymes en el mercado de valores.

La pequeñas y medianas empresas son importantes dentro de cada economía ya que estas son proveedoras de fuentes de empleo, ingresos y también contribuyen con la generación de bienes y productos necesarios para la sociedad, sin embargo la participación de las pymes en los mercados de valores tanto en economías desarrolladas y en vías de desarrollo se ha visto relegada, por su difícil acceso y el desconocimiento de las empresas lo que ha provocado que las mismas no cuenten con este mercado como una fuente de financiamiento.

2.3.2.1.- Pymes en Mercado de Valores Internacionales.

Ferraro y Goldsten (2011) mencionan que en las economías latinoamericanas existe segmentación en los mercados financieros y discriminación negativa hacia las pequeñas y medianas empresas, por lo que el acceso al financiamiento bancario es un problema común y es una característica de las naciones en desarrollo; los mercados financieros no siempre logran asignar los recursos con una máxima eficiencia social, ya que a menudo se presentan externalidades negativas o fallas de mercado principalmente en relación con los negocios pequeños y con las actividades empresariales emergentes. Las principales restricciones que enfrentan estas empresas son la asimetría en la información (no se puede evaluar el historial), lo que se da una percepción de mayor riesgo crediticio, garantías y costos de transacción (pág. 4).

Por lo antes señalado en algunos países se han implementado iniciativas que contribuyan a la participación de las pymes en los mercados de valores como una alternativa de financiamiento; el Ministerio de Industrias y Productividad (2012) describe que entre ellas tenemos al Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) que nace en noviembre del 2010 en el que se integran las bolsas de valores de Perú, Colombia y Chile que tiene como objetivo unificar las actividades y operaciones, mejorar el desempeño y ser más atractivos para la negociación; ampliando el mercado convirtiéndose en una gran oportunidad para las Pymes; en el caso específico de Chile a través de la creación de la denominada “Bolsa Emergente”, que fue diseñada como un mercado alternativo para la apertura en bolsa de las empresas de menor tamaño, y que a su vez estuvieran en una etapa de crecimiento o de formación con expectativas de rápido crecimiento futuro; para el caso de Argentina las bolsas de Córdoba y Buenos Aires incorporaron a sus normas un régimen especial simplificado para Pymes además de un sistema de fideicomiso financiero (págs. 28-29-34).

Calderón y González (2012) mencionan que en España poco después de la crisis surge el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) creado y destinado a proveer de financiación a empresas de menos capitalización; el principal objetivo del MAB es dotar de recursos financieros, mediante la aportación de recursos propios, a empresas en fase de expansión, tanto nacional como internacional; esta iniciativa fue basada en el éxito de AIM inglés (Alternative Investments Market) en 1995 o el Alternext francés del 2005; el MAB, como mecanismo de financiación de Pymes, se encuentra en el desarrollo de modelos de negocio entre las alternativas que suponen el Capital Riesgo y la salida a Bolsa.

Por su parte la experiencia brasileña a través del programa Innovar, de (Financiadora Nacional de Estudios y Proyectos) FINEP, fue lanzado en 2000 con el objetivo de promover la creación de un sistema de capital de riesgo para las PYMES con base tecnológica, como una forma de reducir la incertidumbre y el riesgo asociados a la inversión en nuevos negocios. La FINEP trabaja en conjunto con varias instituciones como el BID, El Centro Nacional de Investigación (CNPQ), la Sociedad para la Promoción de la Excelencia del Software Brasileño (SOFTEX) y la Bolsa de Valores de San Pablo (BOVESPA) con el fin fortalecer la cultura de inversión en capital de riesgo en empresas nacientes y emergentes (Ministerio de Industrias y Productividad; Subsecretaría de Mipymes y Artesanías, 2012, págs. 32 - 33).

2.3.2.2.- Pymes en el Mercado de Valores Ecuatoriano.

Las pequeñas y medianas empresas han tenido una escasa participación en este mercado por ser de difícil acceso y tener una tendencia a utilizar instrumentos financieros sofisticados; Pérez, Rivera y Solís (2015) menciona que se evidencia que el Mercado de Valores Nacional normativamente dificulta la participación de estas empresas en dicho escenario, por lo que es importante determinar y conocer regulaciones y mecanismos que existen para que favorezcan a las pequeñas empresas para que estas tomen como mejor opción al mercado de capitales como medio de financiamiento y crecimiento empresarial (pág. 10); sin embargo desde hace algunos años, existen en el mercado de valores un instrumento hecho a la medida para las Pymes y que en su momento fue promovido por la CFN: el REVNI, que son las siglas de Registro Especial de Valores No Inscritos. El Revni no es más que la emisión de una deuda en forma de pagarés que el emisor (en este caso las Pymes) inscribe, a través de una casa de valores, en las bolsas de valores del país para ser vendidos a los inversionistas que esperan una devolución de su capital en el medio plazo (entre 1 y 2 años), con una interesante tasa de interés de alrededor de 9%. Este interés ganado está exento de impuestos (Lavalle, 2013).

En cuanto a la relación del Mercado de Valores con las Pymes se podrá concluir que este empezó con un acontecimiento nuevo de fomentar a esta industria mediante su programa MiPymeBursátil ofertado por la Bolsa de Valores de Quito destinado para facilitarles el ingreso a las empresas que buscan emisiones que no excedan los dos millones de dólares, con la limitación que se está trabajando únicamente con títulos de renta fija. El mercado de valores se ha centrado en grandes empresas desde su creación, y no es sino hasta los últimos años que han planteado este mecanismo de financiamiento para Pyme (Pérez, Rivera, & Solís, 2015, pág. 11).

2.4.- Registro Especial de Valores No Inscritos.

La iniciativa establecida en el país para fomentar la participación de las pequeñas y medianas empresas en el mercado bursátil es conocida como el mercado REVNI (Registro Especial para Valores No Inscritos) que representa una alternativa atractiva para las Pymes, debido a que las exigencias son relativamente menores que un proceso formal. El mercado REVNI similar al Mercado Alternativo Bursátil (MAB) de España, puede ser sin duda, el más aceptado en las Pymes ecuatorianas (Pérez, Rivera, & Solís, 2015, pág. 10); generando así una alternativa de financiamiento para las pymes.

La Bolsa de Valores de Quito (2015) describe al REVNI como un mecanismo establecido y autorregulado por las Bolsas de Valores por el cual las empresas que no se encuentran inscritas en el registro de mercado de valores ni en Bolsa, pueden anotar valores en un registro especial con la finalidad de cotizar sus valores de manera ocasional o periódica.

El Registro Especial de Valores No Inscritos (REVNI) ofrece las siguientes oportunidades para las empresas que requieran anotarse en este registro tales como:

- Constituye un mercado de aclimatación y maduración preparando a las empresas para que obtengan las condiciones necesarias para pasar al mercado formal.
- Permite a las empresas experimentar la obtención de recursos a través del Mercado de Valores.
- Brinda la oportunidad a los emprendimientos y empresas de reciente creación para que puedan acceder a una fuente de financiamiento y obtengan capital de trabajo que permita el desarrollo de su actividad.
- Permite a las instituciones públicas y otros tenedores obtener liquidez respecto de los valores que mantienen en su portafolio (Ministerio de Industrias y Productividad; Subsecretaría de Mipymes y Artesanías, 2012).

El instrumento financiero que más ha sido utilizado por las Pymes en este mercado son los pagarés, pese a que pueden realizar anotaciones con otros instrumentos como letras de cambio, acciones entre otros documentos.

El Ministerio de Industrias y Productividad y la Subsecretaría de Mipymes y Artesanías (2012) nos mencionan que el mecanismo REVNI no es necesariamente utilizado por la pymes por ejemplo en los años 2009 y 2010 a través de esta herramienta se benefició en una proporción del 42% a Pymes y el 58% restante perteneció a un sector que no era Pymes ver figura 8. Esto debido a que no existen restricciones y se lo utiliza como una medida de aclimatación por lo que las empresas grandes hacen uso de esta herramienta para tener un primer acercamiento con el mercado bursátil y como les va en este mercado para posteriormente ya entrar formalmente al mercado.

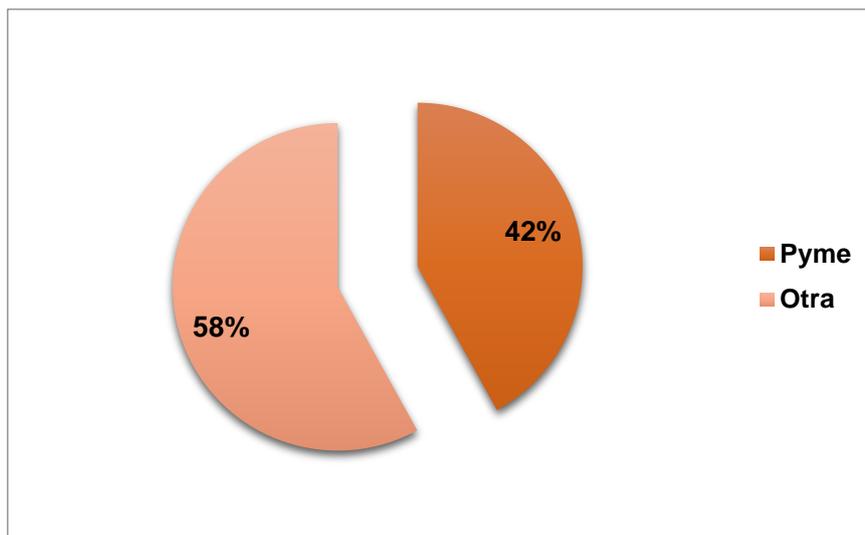


Figura 8.- Participación mercado REVNI; BVQ año 2010 y 2011

Fuente: Bolsa de Valores de Quito.

Elaboración: Ministerio de Industrias y Productividad y la Subsecretaría de Mipymes y Artesanías.

En los años de 2009 a 2011 se ha contado con la participación de 74 empresas en el mercado REVNI inscritas en la Bolsa de Valores de Quito, de las que 44 son consideradas como pymes y 30 pertenecientes a otro tejido empresarial (ver tabla 9), lo que representa un 63% de participación de las pymes en este mercado (ver anexo 4).

Tabla 9.- Mercado REVNI 2009 – 2012 BVQ.

Año	2009	2010	2011	2012
Pymes	14	13	13	4
Otras	15	6	3	6
Total	29	19	16	10

Fuente: Bolsa de Valores de Quito.

McEvoy (2014) Gerente General de la BVQ menciona que “en el segmento de las pymes se vio un mayor dinamismo en el 2013, pues se registran 110 Pymes de un total de 265 emisores del sector privado. El monto negociado por las Pymes fue de 168 millones de dólares, lo que representa una participación del 5% respecto al monto total negociado en el mercado de valores” (pág. 2).

2.4.1.- Análisis del Mercado REVNI.

El segmento REVNI es relativamente nuevo dentro del mercado de valores ecuatoriano, la cantidad de emisores que han usado esta herramienta ha sido muy variada, los años en que ha existido una mayor presencia en el número de emisiones ha sido en el 2010 y 2011, con 34 y 28 emisores de REVNI respectivamente (ver figura 9), en estos años empresas tanto públicas como privadas han realizado este tipo de anotaciones (ver anexo 5), el Ministerio de Finanzas ha emitido en éste mercado a través de bonos y cupones pertenecientes al decreto 98-17; las empresas privadas que han participado en este mercado son pertenecientes al sector industrial, comercial, financiero y de servicios, a través de la colocación de título como pagarés, acciones, CPG, CDR.

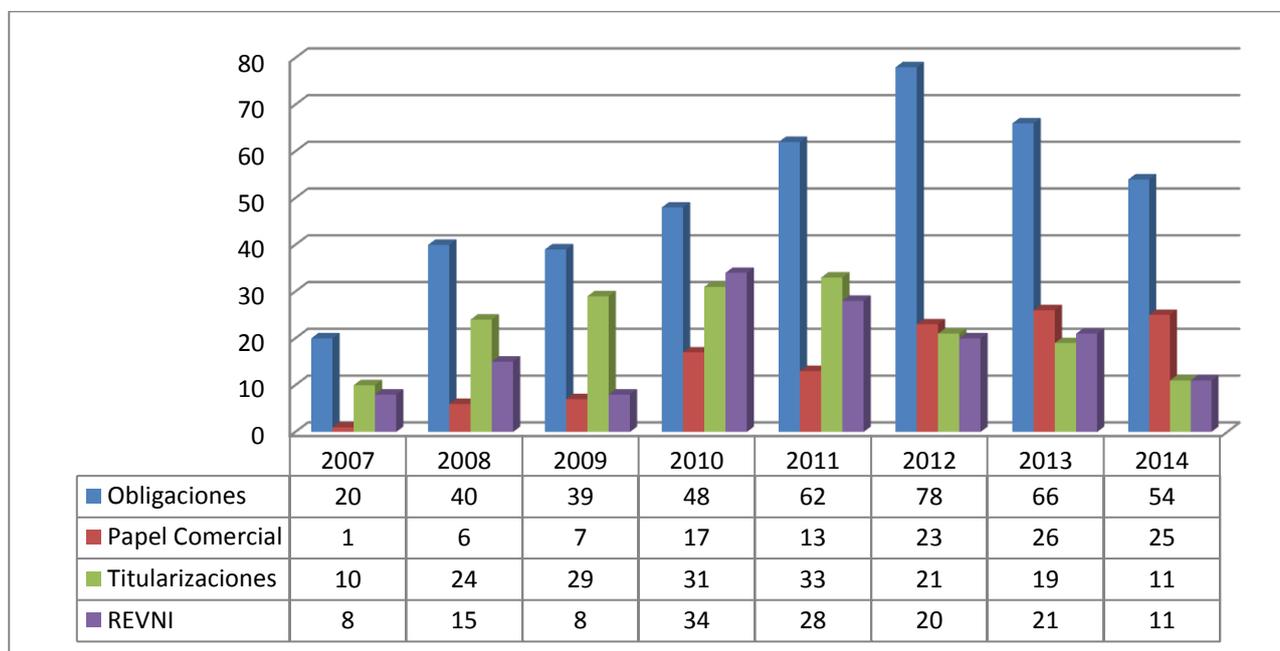


Figura 9.- Número de Emisores en el Mercado de Valores.

Fuente: Asocaval.

En el año 2013 se contó con un número de 21 emisores, las negociaciones REVNI en el mercado bursátil nacional alcanzaron un monto de \$20.107.335 dólares, con un plazo promedio ponderado de 2,19 años estas negociaciones se las efectuaron a través de pagarés con una tasa de interés promedio de 9,72% (ver tabla 8); cabe destacar que desde que se encuentra en vigencia la nueva normativa REVNI las negociaciones han presentado una fuerte disminución al igual que los plazos, los cuales no pueden superar los 3 años.

Tabla 10.- Emisiones REVNI 2013.

EMISIONES DE REVNI – 2013								
Emisor	Sector	Título	Tenedor	Serie/clase	Monto emisión (miles)	Plazo (años)	Tasa de interés cupón	Lugar
ENERGYPLAM CÍA. LTDA.	Comercial	PAG	ENERGYPLAM CÍA. LTDA.	A	200	1080 - D	Tasa fija 9,53%	BVQ
				B	510	1080 - D	Tasa fija 9,53%	
				C	900	1080 - D	Tasa fija 9,53%	
Americanassist Ecuador S.A.	Comercial	PAG	Americanassist Ecuador S.A.	1A	200	1080 - D	Tasa fija 10,50%	BVQ
Crisol Comercial S.A.	Comercial	PAG	Crisol Comercial S.A.	A	300	367 - D	Tasa fija 9,00%	BVG
				B	200	540 - D	Tasa fija 9,25%	
				C	200	720 - D	Tasa fija 9,50%	
Guerrero y Cornejo Cía. Ltda	Servicios	PAG	Guerrero y Cornejo Cía. Ltda		650	367 - D	Tasa fija 9,00%	BVQ
Clyan Services World S.A.	Comercial	PAG	Clyan Services World S.A.	A	400	367 - D	Tasa fija 9,00%	BVQ
				B	300	720 - D	Tasa fija 9,50%	
Surpapelcorp S.A.	Industrial	PAG	Surpapelcorp S.A.	A	1.000	367 - D	Tasa fija 8,50%	BVG
				B	1.000	540 - D	Tasa fija 8,75%	
				C	1.000	720 - D	Tasa fija 9,00%	
Exportcredit S.A.	Financiero	PAG	Exportcredit S.A.	A	800	360-D	Tasa fija 9,00%	BVG
				B		540-D	Tasa fija 9,25%	
Oficina Comercial Raymond Wells Cía. Ltda.	Comercial	PAG	Oficina Comercial Raymond Wells Cía. Ltda.	A	1.000	370-D	Tasa fija 9,00%	BVQ
Salcedo Internacional INTERSAL S.A.	Construcción	PAG	Salcedo Internacional INTERSAL S.A.	A	500	367 - D	Tasa fija 8,50%	BVG
				B	500	540 - D	Tasa fija 8,75%	
				C	750	720 - D	Tasa fija 9,00%	
Indecauchó Cia. Ltda.	Industrial	PAG	Indecauchó Cia. Ltda.	A	500	1080 - D	Tasa fija 9,50%	BVQ
				B	1.500			
AMC Ecuador Cía. Ltda.	Comercial	PAG	AMC Ecuador Cía. Ltda.	A	500	1080 - D	Tasa fija 9,50%	BVQ
				B	1.500			
Sierrashoes S.A.	Industrial	PAG	Sierrashoes S.A.	A	250	367 - D	Tasa fija 9,00%	BVQ
				B	150	450 - D	Tasa fija 9,125%	
				C	100	540 - D	Tasa fija 9,25%	
Artículos y Seguridad Arseg Cía. Ltda.	Servicios	PAG	Artículos y Seguridad Arseg Cía. Ltda.	A	125	1080 - D	Tasa fija 10.50%	BVG
				B	125	1080 - D	Tasa fija 10.50%	
Corporación Lanec S.A.	Industrial	PAG	Corporación Lanec S.A.		1.000	1080 - D	Tasa fija 9,00%	BVG
Fontanive S.A.	Industrial	PAG	Fontanive S.A.		1.000	1080 - D	Tasa fija 9,00%	BVG
Allphacell S.A.	Comercial	PAG	Allphacell S.A.		3.000	1080 - D	Tasa fija 9,00%	BVG
Gramilesa S.A.	Industrial	PAG	Gramilesa S.A.		1.000	1080 - D	Tasa fija 9,00%	BVG
Galarmobil S.A.	Comercial	PAG	Galarmobil S.A.	A1	50	1080 - D	Tasa fija 9,50%	BVQ
				B1	250			
				C1	300			
				D1	400			

Fuente: Bolsa de Valores de Quito.

Elaboración: Departamento Técnico BVQ.

Para el año 2014 se contó con 11 emisores en el mercado REVNI, el valor que se negoció a nivel nacional fue de \$17.522.864 dólares los títulos que se emitieron fueron pagarés con un plazo promedio de 1,93 años; en la tabla número 11 se presentan a todas las empresas que han emitido en el mercado REVNI en este año.

Tabla 11.- Emisores y valores inscritos en REVNI – 2014.

EMISIONES DE REVNI – 2014								
Emisor	Sector	Título	Tenedor	Serie/ clase	Monto emisión (en miles)	Plazo (años)	Tasa de interés cupón	Lugar
Kazan S.A.	Agrícola, Pesquero, Ganadero, Maderero	PAG	Kazan S.A.		750	1080 - D	Tasa fija 9,00%	BVG
Industria de Acero de los Andes S.A.	Industrial	PAG	Industria de Acero de los Andes S.A.		2.000	1080 - D	Tasa fija 9,00%	BVG
Camaronera Garpin Cía. Ltda.	Agrícola, Pesquero, Ganadero, Maderero	PAG	Camaronera Garpin Cía. Ltda.		450	1080 - D	Tasa fija 9,00%	BVG
Tecnimas S.A.	Agrícola, Pesquero, Ganadero, Maderero	PAG	Tecnimas S.A.		480	1080-D	Tasa fija 9,00%	BVG
Publipesca S.A.	Agrícola, Pesquero, Ganadero, Maderero	PAG	Publipesca S.A.		540	1080-D	Tasa fija 9,00%	BVG
Novacredit S.A.	Financiero	PAG	Novacredit S.A.		2.000	399-D	Cero cupón	BVQ
Heladerías Tutto Fredo S.A.	Servicios	PAG	Heladerías Tutto Fredo S.A.		1.000	1080-D	Tasa fija 9,50%	BVQ
Aceptaciones S.A.	Financiero	PAG	Aceptaciones S.A.		400	540-D	Tasa fija 9,25%	BVG
						720 - D	Tasa fija 9,50%	
Ecuaminot S.A.	Industrial	PAG	Ecuaminot S.A.	A	450	360-D	Tasa fija 9,00%	BVG
				B		540-D	Tasa fija 9,25%	
Unión Ferretera S.A. UNIFER	Servicios	PAG	Unión Ferretera S.A. UNIFER	A	1000	540-D	Tasa fija 9,25%	BVG
Industria Cartonera Asociada S.A. INCASA	Industrial	PAG	Industria Cartonera Asociada S.A. INCASA	A	3.000	367-D	Tasa fija 8,50%	BVG
				B		540-D	Tasa fija 8,75%	
				C		720-D	Tasa fija 9,00%	

Fuente: Bolsa de Valores de Quito.

Elaboración: Departamento Técnico BVQ.

2.4.2.-Registro Especial Bursátil (REB).

El REB nace con la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil que viene a reemplazar al REVNI, se lo crea con la finalidad de incluir e incrementar el número de emisores existentes en el mercado, es decir para potenciarlo y desarrollarlo, este segmento busca una reestructuración del mercado REVNI.

Asocaval (2014) nos menciona que el REB es el “financiamiento para pequeñas y medianas empresas; mecanismos autorregulados por las Bolsas de Valores que no requiere que las empresas estén inscritas en el Mercado de Valores”.

Con el fin de desarrollar el mercado de valores y ampliar el número de emisores y valores que se negocien en mercados regulados, se crea dentro del mercado bursátil el Registro Especial Bursátil REB como un segmento permanente del mercado bursátil en el cual se negociarán únicamente valores de las empresas pertenecientes al sector económico de pequeñas y/o medianas empresas y de las organizaciones de la economía popular y solidaria que por sus características específicas, necesidades de política económica y el nivel de desarrollo de estos valores y/o sus emisores ameriten la necesidad de negociarse en un mercado específico y especializado para esos valores, y siempre que se observe la regulación diferenciada establecida por la Junta de Regulación del Mercado de Valores y se cuente con la autorización de la Superintendencia de Compañías y Valores (Ley de Mercado de Valores).

CAPÍTULO III

METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN Y APLICACIÓN.

3.1.- Metodología.

3.1.1.- Recolección y tratamiento de Datos.

El estudio realizado toma como base una muestra de 9 empresas que realizaron anotaciones en el mercado de valores a través del Registro Especial de Valores No Inscritos (Revni) en el año 2014 (ver tabla 12), la información de las empresas fue tomada de los prospectos contenidos en el portal de la Bolsa de Valores de Quito.

Tabla 12.- Información de Pymes mercado Revni 2014.

Empresa	Monto	Documento	Destino	Información Financiera
ACEPTACIONES S.A. ACEPTNCE	400.000,00	Pagaré a la orden	Reestructuración de pasivos y Capital de trabajo	Balance y estado de resultados 2013; flujo de efectivo proyectado 2014
CAMARONERA GARPIN CIA. LTDA.	450.000,00	Pagaré a la orden	Capital de Trabajo	Balance y estado de resultados proyectado 2014
TECNIMAS S.A.	480.000,00	Pagaré a la orden	Capital de Trabajo	Balance y estado de resultados proyectado 2014
PUBLIPESCA S.A.	540.000,00	Pagaré a la orden	Capital de Trabajo	Balance y estado de resultados proyectado 2014
KAZAN S.A.	750.000,00	Pagaré a la orden	Capital de Trabajo	Balance y estado de resultados proyectado 2014
HELADERÍAS TUTTO FREDO S.A.	1.000.000,00	Pagaré a la orden con vencimientos sucesivos	Reestructuración de pasivos	Balance y estado de resultados 2013; flujo de efectivo proyectado 2014
UNION FERRETERA S.A. UNIFER	1.000.000,00	Pagaré a la orden	Capital de Trabajo	Balance y estado de resultados proyectado 2013; estado de resultados proyectado 2014
NOVACREDIT S.A.	2.000.000,00	Pagaré a la orden (cero cupón)	Reestructuración de pasivos y Capital de trabajo	Balance y estado de resultados proyectado 2014
INDUSTRIA CARTONERA ASOCIADA S.A. INCASA	3.000.000,00	Pagaré a la orden	Capital de Trabajo	Balance y estado de resultados proyectado 2014

Fuente: Bolsa de Valores de Quito.

Elaboración: Autora.

Las empresas seleccionadas contaban con información financiera del año 2013, más los balances y/o estados de resultados proyectados al año 2014, las pymes que no fueron consideradas para esta investigación carecían de información financiera para el año 2014 y/o presentaban pérdidas en su estado de resultado proyectado o no contaban con las proyecciones de sus ventas o. Los balances y estados de resultados utilizados en esta investigación son los pertenecientes al escenario moderado. Esta información pese a cumplir con los requisitos establecidos en la resolución conjunta de las Bolsas para realizar anotaciones en el REVNI, presentaba asimetrías por lo que realizó un proceso homogenización de información contemplado en la tabla 13, obteniendo la siguiente matriz de datos:

Tabla 13.- Aplicación de procesos para homogenización de información.

Empresa	Ajustes a estados financieros	Proyección de estados financieros	Construcción de escenarios
ACEPTACIONES S.A. ACEPTNCE	Agrupación y simplificación de cuentas / Balance sintetizado	Método de porcentajes de ventas proyección balance año 2014	Estructura de Capital Con y Sin Deuda
CAMARONERA GARPIN CIA. LTDA.	Agrupación y simplificación de cuentas / Balance sintetizado		Estructura de Capital Sin Deuda
TECNIMAS S.A.	Agrupación y simplificación de cuentas / Balance sintetizado		Estructura de Capital Sin Deuda
PUBLIPESCA S.A.	Agrupación y simplificación de cuentas / Balance sintetizado		Estructura de Capital Sin Deuda
KAZAN S.A.	Agrupación y simplificación de cuentas / Balance sintetizado		Estructura de Capital Sin Deuda
HELADERÍAS TUTTO FREDO S.A.	Agrupación y simplificación de cuentas / Balance sintetizado	Método de porcentajes de ventas proyección balance año 2014	Estructura de Capital Con y Sin Deuda
UNION FERRETERA S.A. UNIFER	Agrupación y simplificación de cuentas / Balance sintetizado	Método de porcentajes de ventas proyección balance año 2014	Estructura de Capital Con y Sin Deuda
NOVACREDIT S.A.	Agrupación y simplificación de cuentas / Balance sintetizado		Estructura de Capital Con Deuda
INDUSTRIA CARTONERA ASOCIADA S.A. INCASA	Agrupación y simplificación de cuentas / Balance sintetizado		Estructura de Capital Sin Deuda

Fuente: Bolsa de Valores de Quito.

Elaboración: Autora.

Los procesos realizados para la homogenización de la información se describen brevemente a continuación:

- *Agrupación y simplificación de cuentas:*

El proceso de agrupación y simplificación de cuentas consistió en reunir todas aquellas cuentas y subcuentas de los balances en cuentas de primer nivel es decir activos corrientes, activos no corrientes, pasivo corriente, pasivo no corriente y patrimonio, estandarizando la presentación de los balances de todas las empresas.

- *Balance sintetizado.*

El balance sintetizado consistió en obtener las cuentas de activos netos, pasivos netos y patrimonio neto, considerando las características de cada una de las empresas; el proceso seguido para obtenerlo se describe más adelante.

- *Método de porcentajes de ventas proyección balance año 2014.*

El método de porcentajes de ventas fue realizado para obtener los balances proyectados al 2014, con la información del año 2013 de aquellas empresas que no contaban con los balances proyectados al 2014 año sujeto a este estudio; la descripción del método se lo describe a continuación.

- *Construcción de escenarios.*

Para poder observar el efecto que produce el cambio en la estructura de capital en las empresas se procedió a trabajar con dos escenarios: uno sin deuda o apalancamiento y otro con deuda. De acuerdo al escenario disponible por cada empresa se procedió a realizar el escenario faltante, para el primer caso de una estructura de capital sin deuda, en el balance sintetizado todas las operaciones de las empresa fueron financiadas por fondos propios, es decir los activos netos son iguales a su patrimonio neto, en el estado de resultados estas empresas al no contar con financiamiento no pagan interés, por lo que esta cuenta será cero. En el caso del escenario con deuda se siguió los modelos que se describirán a continuación y el balance sintetizado se ajustó de acuerdo al destino que tenían los recursos que serían obtenidos a través del REVNI, mientras que para el estado de resultados, en los intereses fueron considerados son los generados por el REVNI.

3.2.- Explicación de los modelos utilizados para homogenización de la información.

A continuación se presentan y describen los métodos y modelos que se utilizaron para la homogenización de la información financiera de las empresas sujetas a esta investigación.

3.2.1.- Modelo de Balance.

El modelo de balance formulado fue sintetizado reducido a: activo, pasivo y patrimonio netos obtenidos de la siguiente forma:

Los activos netos se obtuvieron de la siguiente ecuación:

$$A_N = A_T - P_C - U_E - Pr$$

Donde A_N corresponde a los activos netos, que se obtiene restado a los activos totales (A_T) los pasivos corrientes (P_C), la utilidad/pérdida del ejercicio (U_E) y las provisiones (Pr).

Los pasivos netos se obtuvieron mediante la siguiente ecuación:

$$P_N = P_T - P_C$$

Los pasivos netos (P_N) de las empresas se obtuvieron mediante la diferencia entre los pasivos totales (P_T) y los pasivos corrientes (P_C) y las provisiones (Pr) contempladas en el balance.

El patrimonio neto se obtuvo de la siguiente manera:

$$Pt_N = Pt_T - U_E$$

Donde el patrimonio neto (Pt_N) es generado a través de la diferencia entre el patrimonio total (Pt_T) y la utilidad o pérdida del ejercicio (U_E).

Este modelo varía para aquellas empresas que son atípicas y es ajustado acorde el giro de negocio de la misma.

3.2.1.1.- Modelo balance obtenido a través del método de porcentaje de ventas.

Para las empresas que no presentaban en sus prospectos balances con corte al 31 de diciembre del 2014 se procedió a realizar un balance proyectado utilizando el método de porcentaje de ventas.

Este método consiste en proyectar cuentas del balance en base a las ventas pronosticadas, para lo cual se siguió el proceso que se describe a continuación:

1. Una vez obtenidas las ventas pronosticadas se procede a dividir cada cuenta de balance del último año sobre ese valor y se obtiene la participación que tiene la cuenta respecto del balance.

$$\frac{\text{X cuenta del balance del último año}}{\text{Ventas pronosticadas}} = \%$$

2. Identificar las cuentas que no se encuentran relacionadas de forma directa con las ventas y mantener su valor para el balance pro forma.
3. Las cuentas que están relacionados con las ventas pronosticadas se las multiplica por el porcentaje que se obtuvo en el primer paso.
4. Revisamos los resultados obtenidos en las cuentas macro: activo, pasivo y patrimonio, y determinamos la diferencia para obtener la ecuación de Activo = Pasivo + Patrimonio, esta diferencia se la denominará fondos externos requeridos (FER).
5. Se procede a ajustar el balance proyectado con cuentas del pasivo y patrimonio.

3.2.2.- Modelo de Estado de Resultados.

De la misma forma que el modelo de balance el modelo de estado de resultados es sintetizado, obteniendo la utilidad antes de impuestos e intereses (UAI), gastos financieros (GF) y las utilidad o pérdida neta (UN); basados en el enfoque de ingreso operativo neto (ION) que permite obtener el valor total de la empresa.

La utilidad antes de impuestos e interés viene dado por la siguiente ecuación:

$$I - C_v - G = UAI$$

Donde la utilidad antes de impuestos e intereses (UAI) es igual a la diferencia entre los ingresos (I) menos los costos de venta (C_v) y los gastos (G).

Para obtener la utilidad o pérdida neta se realizó el siguiente proceso que se explica a continuación:

$$UAI - T = UAI$$

$$UAI - P_L - T_R = UN$$

Donde la utilidad antes de impuestos e interés (UAI) menos los intereses (T) nos da la utilidad antes de impuestos (UAI), y si a esta le restamos la participación laboral (P_L) y el impuesto a la renta (T_R) nos da como resultado la utilidad o pérdida neta del año (UN); en esta investigación se agrupo a la participación laboral y el impuesto a la renta obteniendo una tasa global de impuestos.

3.2.3.- Determinación de ratios financieros.

Para establecer relaciones entre variables dentro de este estudio se procedió a calcular algunos ratios financieros, que se describen a continuación.

3.2.3.1.- Ratio rentabilidad sobre los activos.

El ratio de rentabilidad sobre los activos (RUA) nos permite conocer la eficiencia en el uso de los activos de la empresa y la capacidad de la misma para generar ganancias, es por esto que este ratio es de mucha importancia y de gran relevancia para medir la rentabilidad de la empresa, la relación viene dada entre la utilidad antes de impuestos e intereses (UAI) sobre el total de los activos, obteniendo la siguiente ecuación:

$$RUA = \frac{UAI}{\text{Total de Activos}}$$

3.2.3.2.- Ratio de endeudamiento.

Las razones de apalancamiento financiero nos permiten conocer el grado con el que la empresa se encuentra financiada se encuentra financiada por recursos externos, para esta investigación hemos utilizado la siguiente razón:

$$\text{Endeudamiento} = \frac{\text{Deuda (D)}}{\text{Valor de la empresa (V)}}$$

Este ratio no permite conocer la proporción de financiamiento en relación al capital aportado por los accionistas de la empresa.

3.3.- Obtención de datos.

Una vez realizada la homogenización de la presentación de la información financiera preliminar, se procedió a sintetizar los balances de acuerdo a los métodos antes descritos obteniendo los siguientes datos:

Tabla 14.- Información financiera de balance sintetizado de las pymes, mercado Revni 2014.

Empresa	SIN DEUDA-REVNI				CON DEUDA-REVNI			
	Activo	Pasivo	Patrimonio	ION	Activo	Pasivo	Patrimonio	ION
ACEPTACIONES S.A. ACCEPTNCE	919.001,84	-	919.001,84	113.074,40	988.559,41	400.000,00	588.559,41	121.632,80
		0%	100%			40%	60%	
CAMARONERA GARPIN CIA. LTDA.	611.586,97	-	611.586,98	179.030,34	642.670,15	450.000,00	192.670,15	188.129,34
		0%	100%			70%	30%	
TECNIMAS S.A.	739.814,16	-	739.814,16	101.690,08	819.250,45	480.000,00	339.250,45	112.608,88
		0%	100%			59%	41%	
PUBLIPESCA S.A.	924.583,64	-	924.583,65	128.789,39	1.012.768,42	540.000,00	472.768,42	141.073,04
		0%	100%			53%	47%	
KAZAN S.A.	1.489.587,40	-	1.489.587,40	201.488,14	1.653.899,53	750.000,00	903.899,53	223.713,72
		0%	100%			45%	55%	
HELADERÍAS TUTTO FREDO S.A.	2.836.279,81	-	2.836.279,81	483.588,55	2.965.371,80	1.000.000,00	1.965.371,80	505.598,86
		0%	100%			34%	66%	
UNON FERRETERA S.A. UNIFER	18.317.265,42	-	18.317.265,42	603.330,00	19.263.671,13	1.000.000,00	18.263.671,13	634.502,50
		0%	100%			5%	95%	
NOVACREDIT S.A.	2.739.002,79	-	2.739.002,79	612.562,28	2.995.825,53	1.815.362,00	1.180.463,53	669.999,21
		0%	100%			61%	39%	
INDUSTRIA CARTONERA ASOCIADA S.A. INCASA	14.565.945,25	-	14.565.945,25	292.760,25	18.967.293,95	3.000.000,00	15.967.293,95	381.222,75
		0%	100%			16%	84%	

Fuente: Bolsa de Valores de Quito.

Elaboración: Autora.

3.4.- Explicación de los modelos y variables aplicados.

Los modelos y variables utilizadas en esta investigación se encuentran basados en los estudios empíricos realizados por Miller y Modigliani (1958) y el contexto económico ecuatoriano; extendemos el modelo propuesto por Van Horne del cálculo de la tasa de capitalización global (K_o) incluyendo el Enfoque del Ingreso Operativo Neto (ION).

3.4.1.- Estimación de variables de CPPC.

Las variables de CPPC que se determinan en esta investigación son la tasa de rendimiento requerida sobre el capital accionario (K_e), la tasa de rendimiento de la deuda (K_i) y la tasa de capitalización global (K_o). La forma en la que se estimaron estas variables se describe a continuación:

3.4.1.1.- Tasa de rendimiento requerida sobre capital accionario (K_e).

La variable K_e se obtuvo mediante la razón de las utilidades netas sobre el total de patrimonio, que se acopla a nuestro caso particular. La ecuación queda descrita de la siguiente manera:

$$K_e = \frac{E}{S} = \frac{\text{Utilidades disponibles para accionistas ordinarios}}{\text{Valor de mercado de acciones ordinarias}} \quad [3.1]$$

Las utilidades disponibles para los accionistas ordinarios (E) son tomadas de la utilidad o pérdida neta del ejercicio, dividida al total del patrimonio.

Para el escenario sin deuda o apalancamiento la tasa de rendimiento requerido sobre el capital o inversionistas es igual a la tasa de capitalización global, quedando de la siguiente forma:

$$K_e = K_o$$

Esto debido a que la tasa de rendimiento de la deuda K_i es igual a cero (0).

3.4.1.2.- Tasa de rendimiento de la deuda (K_i).

Para obtener la variable K_i que representa la tasa de rendimiento requerida por los acreedores, se obtiene mediante la ecuación descrita a continuación:

$$K_i = \frac{T}{B} = \frac{\text{Interés anual sobre la deuda}}{\text{Valor de mercado de la deuda circulante}} \quad [3.2]$$

Esta variable viene dada por la razón entre el interés anual sobre la deuda (T) y el valor de mercado de la deuda circulante (B); los intereses generados por la deuda son lo que encuentran en el estado de resultados y el valor de mercado de la deuda es el valor del pasivo neto (P_N) obtenido del balance sintetizado.

3.4.1.3.- Tasa de capitalización global (K_o).

La variable K_o que es la tasa de capitalización global representa el costo promedio ponderado de capital de la empresa que viene dado por la siguiente ecuación:

$$K_o = K_i (1-T_x) \left[\frac{B}{B+S} \right] + K_e \left[\frac{S}{B+S} \right] \quad [3.3]$$

Donde la variable K_o viene de la suma de las proporciones de la tasa de rendimiento requerido sobre la deuda (K_i) multiplicada por la diferencia de uno menos la tasa global impositiva (T_x) multiplicado a su vez por el valor de mercado de la deuda sobre el valor de la empresa (V = B + S) más la tasa de rendimiento requerido sobre el capital que multiplica el valor de mercado de las acciones sobre el valor de la empresa (B + S).

3.4.1.4.- Enfoque del ingreso operativo neto.

El ingreso operativo neto viene dado mediante la suma de las utilidades disponibles para los accionistas (E) que en nuestro caso es la utilidad neta, más los intereses (I), obteniendo la siguiente ecuación:

$$O = E + I$$

Con la determinación del ingreso operativo neto (ION) podemos recalcular el valor total de la empresa dividiendo este valor sobre la tasa de capitalización, quedando la siguiente ecuación:

$$\text{Valor total de la empresa (V)} = \frac{\text{Ingreso Operativo Neto (O)}}{\text{Tasa de Capitalización Global (K_o)}}$$

Una vez obtenido el nuevo valor de la empresa (V) podemos determinar el nuevo patrimonio (S) restando la deuda (D), obteniendo la siguiente ecuación:

$$S = V - D$$

El esquema de estados de resultados incluido el enfoque de ingreso operativo neto utilizado en la investigación se lo presenta en la figura a continuación:

	UAll
(-)	<u>Intereses</u>
(=)	UAI
(-)	<u>Tasa global de impuestos</u>
(=)	UN
	Intereses
(+)	<u>Utilidad neta</u>
(=)	Ingreso Operativo Neto (O)
(÷)	<u>Tasa de capitalización global (Ko)</u>
(=)	Valor total de la Empresa (V)
(-)	<u>Valor de mercado de la deuda (D)</u>
(=)	Valor del patrimonio (S)

Figura 10.- Modelo de esquema de estado de resultados incluido el enfoque ION

Elaboración: Autora.

3.4.2.- Relaciones o Correlaciones.

Con la finalidad de poder observar el comportamiento de las variables utilizadas en esta investigación se procedió a realizar análisis de relaciones o correlaciones que a su vez nos permitirán aceptar o rechazar las hipótesis que fueron planteadas y se encuentran sujetas a comprobación en este estudio.

Se analizarán las variables independientes (eje X) con las variables dependientes (eje Y) y la relación entre las mismas; para lo cual se trazará una línea de tendencia central y se calcularán el coeficiente de Pearson, que nos permitirá estudiar el grado de relación entre las mismas, su interpretación es de fácil comprensión se determinan en valores absolutos comprendidos entre 0 y 1 y se contempla el signo del coeficiente, por lo que se encuentran entre en rango de -1 a +1, el valor numérico refleja el grado de relación mientras que el signo si la relación es positiva (+) o negativa (-), existirá una mayor intensidad en la relación mientras más cercano a 1 sea en su valor absoluto. Para descartar una hipótesis una correlación deberá ser igual a 0, es decir, que no existe relación alguna entre las variables.

3.5.- Descripción de supuestos empleados.

Los supuestos empleados dentro de esta investigación son los siguientes:

- ✓ Para el caso de las empresas que se realizó la proyección de los balances se contempló que las mismas mantenían el mismo nivel de endeudamiento del último año con el que se tenía información dado por la razón entre:

$$\frac{\text{Pasivo Total}}{\text{Activo Total}} = \text{Nivel de endeudamiento}$$

- ✓ La tasa de rendimiento requerida sobre el capital accionario (K_e) es aceptada por los inversionistas respecto a la proyección de las utilidades.
- ✓ Se utilizó una tasa global impositiva que contempla la participación de los trabajadores (15%) prevista dentro del marco legal regulatorio y la tasa de impuesto a la renta (22%) vigente para el año en cuestión.

3.6.- Descripción de resultados esperados.

De acuerdo a las diferentes teorías abordadas dentro de esta investigación la dinámica que se espera como resultado en cada una de las variables se expone a continuación:

- *Enfoque del ingreso operativo neto.*- Van Horne propone que de acuerdo a este enfoque la tasa de capitalización global K_o , al igual que el costo de los fondos de deuda K_i , permanecen independientes del apalancamiento utilizado, mientras que el costo de capital accionario K_e aumenta linealmente con el apalancamiento financiero medido por B/S (Valor de mercado de la deuda / Valor de mercador de las acciones)
- *Estructura de capital óptima.*- Miller y Modigliani (1958), afirmaron que, de acuerdo a su enfoque tradicional la empresa cuenta con una estructura de capital óptima cuando minimiza los costos de capital y maximiza el valor de la firma, a través del uso juicioso del apalancamiento financiero, a medida de que se utiliza más y más apalancamiento financiero los inversionistas elevan la tasa de rendimiento requerido K_e , es decir esta tasa aumenta acorde al apalancamiento financiero utilizado.

3.7.- Hipótesis planteadas.

Para la realización de esta investigación se planteó algunas hipótesis que estarán sujetas a comprobación, las mismas que se enuncian a continuación:

Hipótesis	Variable Independiente	Variable Dependiente
H1: Cuando una empresa cuenta con mayor rentabilidad sobre activos, posibilita un mayor nivel de endeudamiento	Rentabilidad (RUA) (UAI/Activos Totales)	Endeudamiento (Pasivo/Patrimonio)
H2: Un mayor nivel endeudamiento produce una menor tasa de capitalización global K_o	Endeudamiento (Pasivo/Patrimonio)	Tasa de capitalización global { $K_o = (K_i^*(1-T_x) (B/V) + K_e(S/V))$ }
H3: Un mayor nivel de endeudamiento produce una mayor tasa de rentabilidad para los accionistas K_e	Endeudamiento (Pasivo/Patrimonio)	Tasa de rendimiento requerida por los accionistas ($K_e = E/S$)
H4: La disminución en la tasa de capitalización global hace que la empresa incremente su valor	Tasa de capitalización ($\Delta K_o = K_{oC/D} - K_{oS/D}$)	Variación valor total de mercado de la empresa ($\Delta V = V_{C/D} - V_{S/D}$)

- *Hipótesis 1: Cuando una empresa cuenta con mayor rentabilidad sobre activos, posibilita un mayor nivel de endeudamiento*

El nivel de endeudamiento de la empresa se encuentra en función lineal con la rentabilidad operativa de sus activos. Un indicador de rentabilidad sobre activos mayor sobre las pymes incrementa las posibilidades de que la empresa cuente con un mayor nivel de endeudamiento.

- *Hipótesis 2: Un mayor nivel endeudamiento produce una menor tasa de capitalización global K_o*

Las pymes mejoran su tasa de capitalización global si aumentan su nivel de endeudamiento con instrumentos de deuda.

- *Hipótesis 3: Un mayor nivel de endeudamiento produce una mayor tasa de rentabilidad para los inversionistas K_e .*

La tasa de rentabilidad de los inversionistas incrementa o mejora si las pymes aumentan su nivel de endeudamiento mediante anotaciones en el Revni.

- *Hipótesis 4: La disminución en la tasa de capitalización global hace que a la empresa incremente su valor.*

Si la tasa de capitalización global (K_o) de las pymes disminuye el valor de la empresa aumenta. La disminución de la K_o viene generada por un incremento de la tasa requerida sobre la deuda (K_i).

3.8.- Organización de los modelos utilizados.

Para la elaboración de esta investigación se trabajó con dos procesos diferentes para la obtención de los resultados es decir se contó con dos organizaciones de modelos utilizados, una dispuesta para aquellas empresas que contaban con la información financiera completa del año 2014 que se ilustra en la figura 11 y la otra utilizada para las empresas que no contaban con esta información.

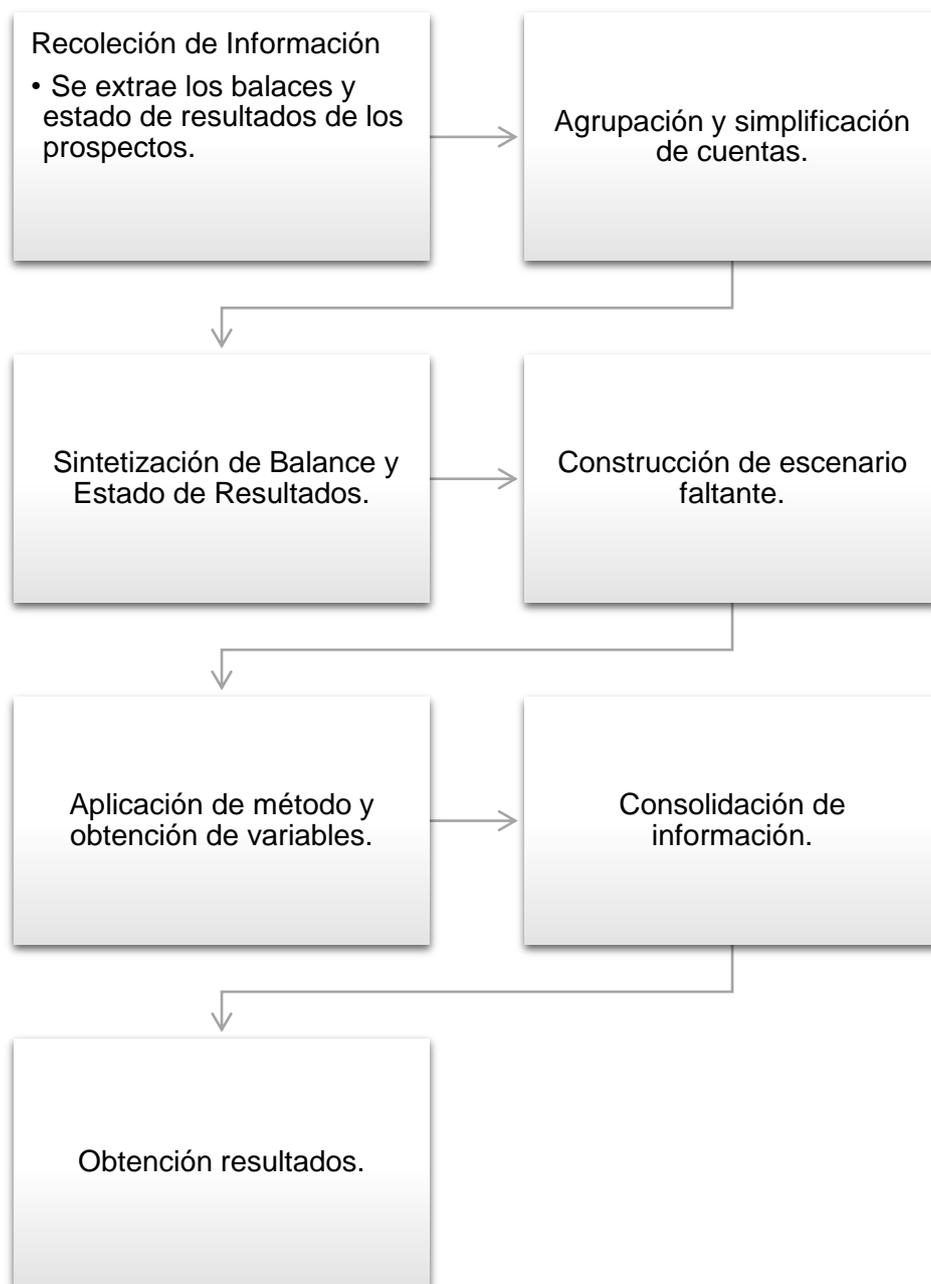


Figura 11.- Organización de modelos para empresas que cuentan con información financiera completa.

Elaboración: Autora.

El proceso que se siguió para aquellas empresas que no contaban con la información financiera completa se lo ilustra en la figura 12.

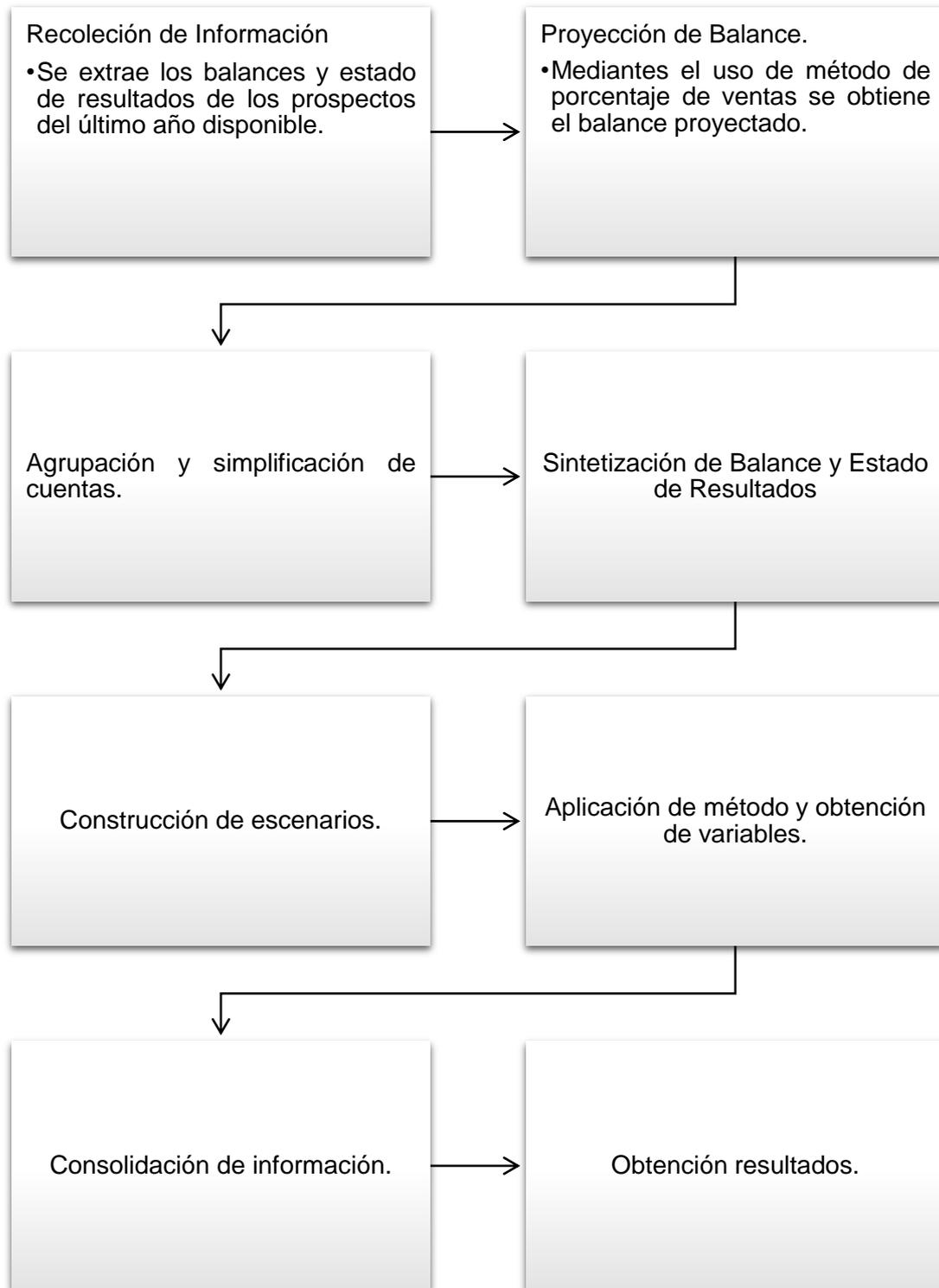


Figura 12.- Organización de modelos para empresas que no cuentan con información financiera completa.

Elaboración: Autora.

3.9.- Análisis de resultados obtenidos.

Una vez aplicados los modelos y métodos utilizados (ver anexo 7) en esta investigación e incluir las anotaciones realizadas en el mercado Revni por parte de las pymes, estas obtuvieron los siguientes resultados (ver anexo 8), en la estructura de capital, las mismas que se observan en la figura 13.

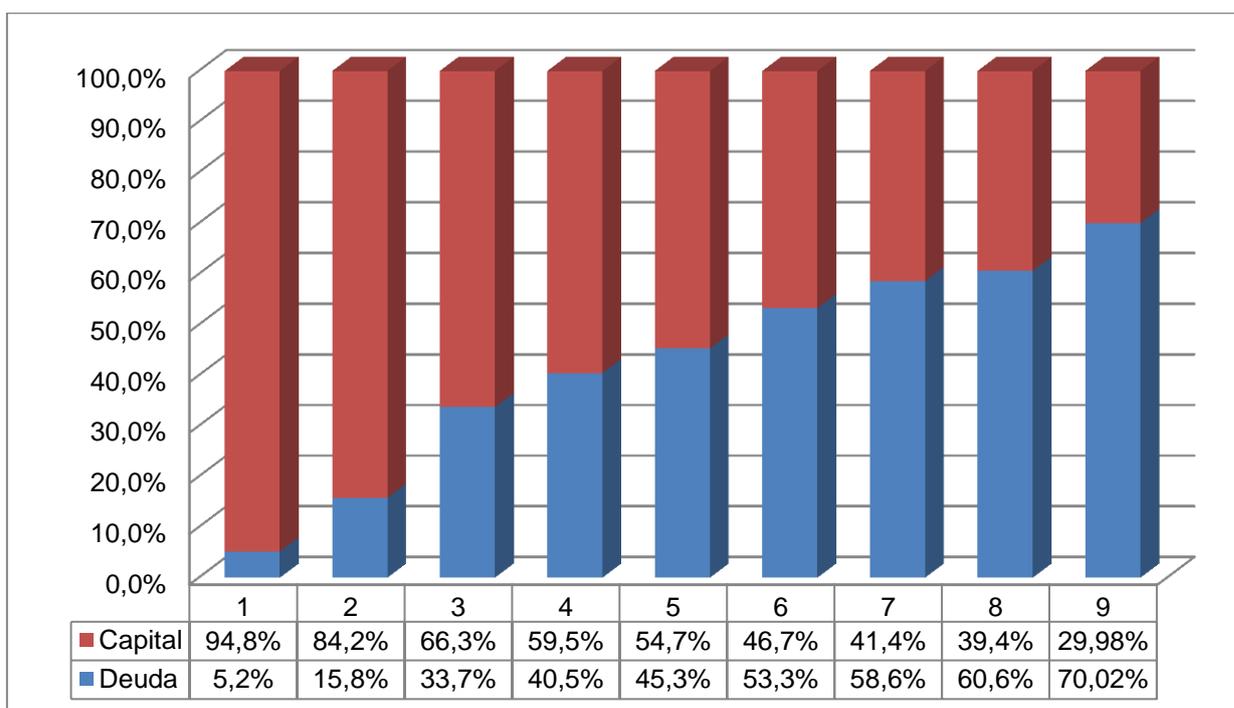


Figura 13.- Estructura de capital pymes 2014.

Elaboración: Autora.

La estructura de capital de estas empresas son variadas, los rangos de porcentajes de deuda van desde un 5,2% de deuda hasta un 70,02%, se evidencia que existe una mayor concentración entre un rango de entre un 40% hasta un 60% de deuda.

Posterior a la determinación de la estructura de capital de cada una de la pymes se realizaron relaciones entre las distintas variables obtenidas en este estudio, para dar a conocer los resultados obtenidos de la investigación se han realizado análisis de correlaciones entre variables como: rentabilidad sobre los activos, endeudamiento o porcentaje de deuda, tasa de capitalización global, entre otras.

Una de las primeras relaciones entre variables fueron la constituida entre la rentabilidad sobre los activos (RUA) con el nivel de endeudamiento empleado de la empresa, representado en la figura 14 nos permitió establecer la existencia de una relación lineal positiva entre estas dos variables.

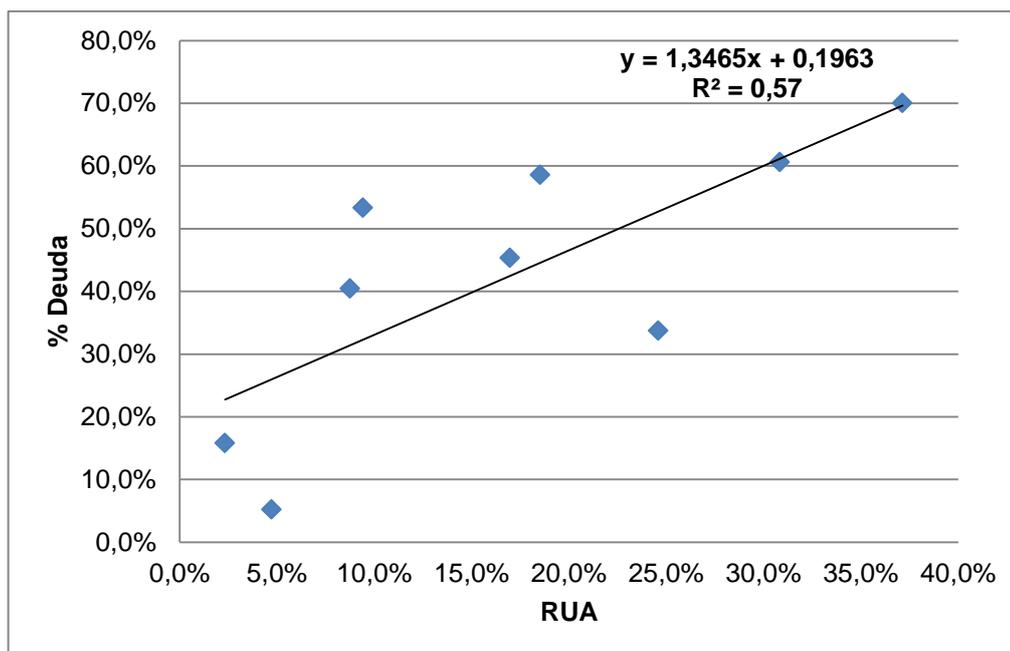


Figura 14.- Relación rentabilidad con porcentaje de deuda.

Elaboración: Autora.

El análisis de correlaciones entre estas variables reveló una relación positiva de 0,57 entre las mismas, lo que concuerda con la hipótesis 1 planteada en esta investigación que proponía una relación positiva entre endeudamiento y rentabilidad; ya que como se observa a medida de que las pymes obtienen una mayor rentabilidad sobre sus activos (RUA) también cuentan con un mayor nivel de deuda en su estructura de capital. Este resultado contrasta con la teoría de orden jerárquico o pecking order el mismo que establece que las empresas más rentables tienden a ser menos apalancadas ya que prefieren financiarse preferiblemente por recursos propios o internos dejando como última opción el recurrir a la deuda.

Otero L., Fernández S.; Vivel M. (2007), en su investigación: “*La estructura de capital de la pyme: Un análisis empírico, realizado a empresas españolas*”, luego de realizar un análisis de la interacción de los factores tamaño y rentabilidad observó que las microempresas y las medianas se comportan de acuerdo a lo establecido en el marco teórico. En el caso de las pequeñas, la relación se invierte, ya que las que son más rentables son las más endeudadas. Ante esta situación se ha tratado de analizar si existían diferencias significativas en el crecimiento de ventas que provocasen una mayor necesidad de recursos ajenos, comprobando que las más rentables son las que tienen una tasa de crecimiento significativamente superior al resto, lo cual podría explicar dicha situación (pág. 416).

El emitir deuda por parte de una empresa suele ser percibida como una señal positiva en el mercado, por lo que la teoría de las señales establece que una empresa más rentable también suele ser más endeudada.

La tasa de rendimiento requerido sobre el capital accionario dentro del análisis de correlación evidencia una relación lineal positiva con el porcentaje de deuda o endeudamiento utilizado por las pymes (ver figura 15), lo que permite comprobar la hipótesis 3 en la que se establece que un mayor endeudamiento produce una mayor tasa de rentabilidad para los inversionistas de la empresa.

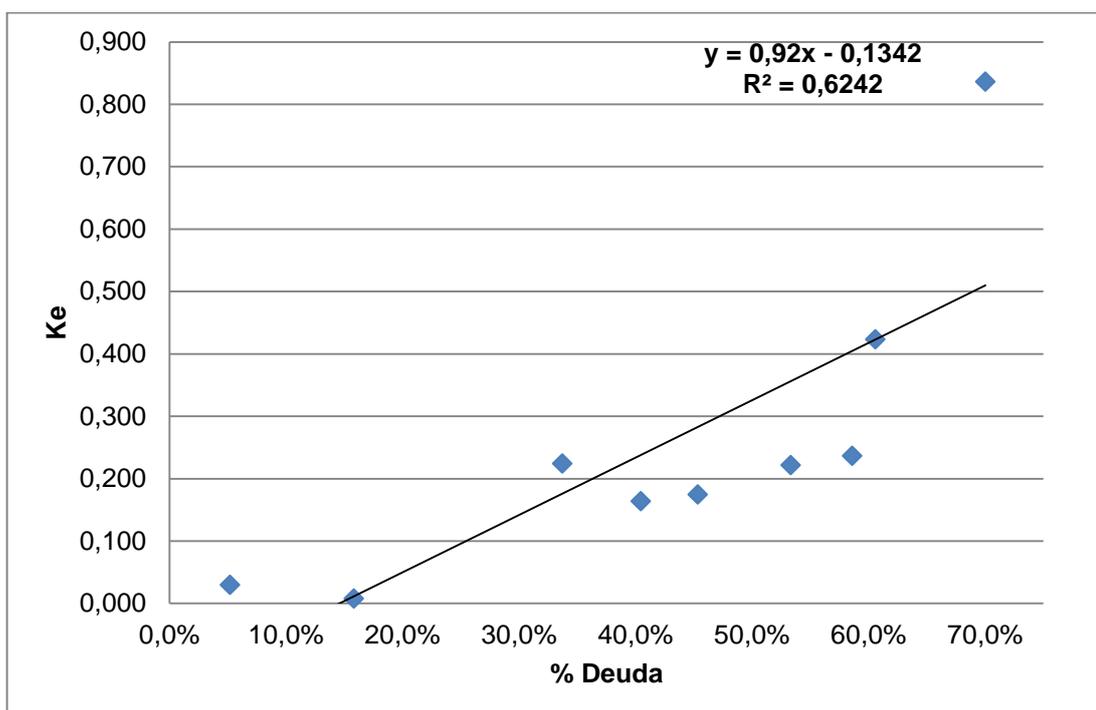


Figura 15.- Relación entre porcentaje deuda con tasa de rendimiento requerida sobre capital accionario.

Elaboración: Autora.

Esto implica que cuando las empresas tienden a endeudarse más deben pagar a sus accionistas una tasa de rendimiento mayor, para ilustrar de mejor manera este acontecimiento a continuación se presenta en la gráfica 16 en la que se evidencia el desplazamiento de los puntos al incluir deuda en la estructura de capital de las pymes; la línea que representa la tasa rendimiento requerido por los accionistas en un escenario sin apalancamiento o deuda $K_e S/D$ (línea entrecortada), al cambiar la estructura de capital e incluir deuda podemos observar el desplazamiento de la curva $K_e C/D$ (línea continua) hacia arriba; por lo que se puede observar que a medida que crece el nivel de apalancamiento el espacio entre estas dos líneas se vuelve más amplio, el promedio de incremento en K_e fue del 11,6 %.

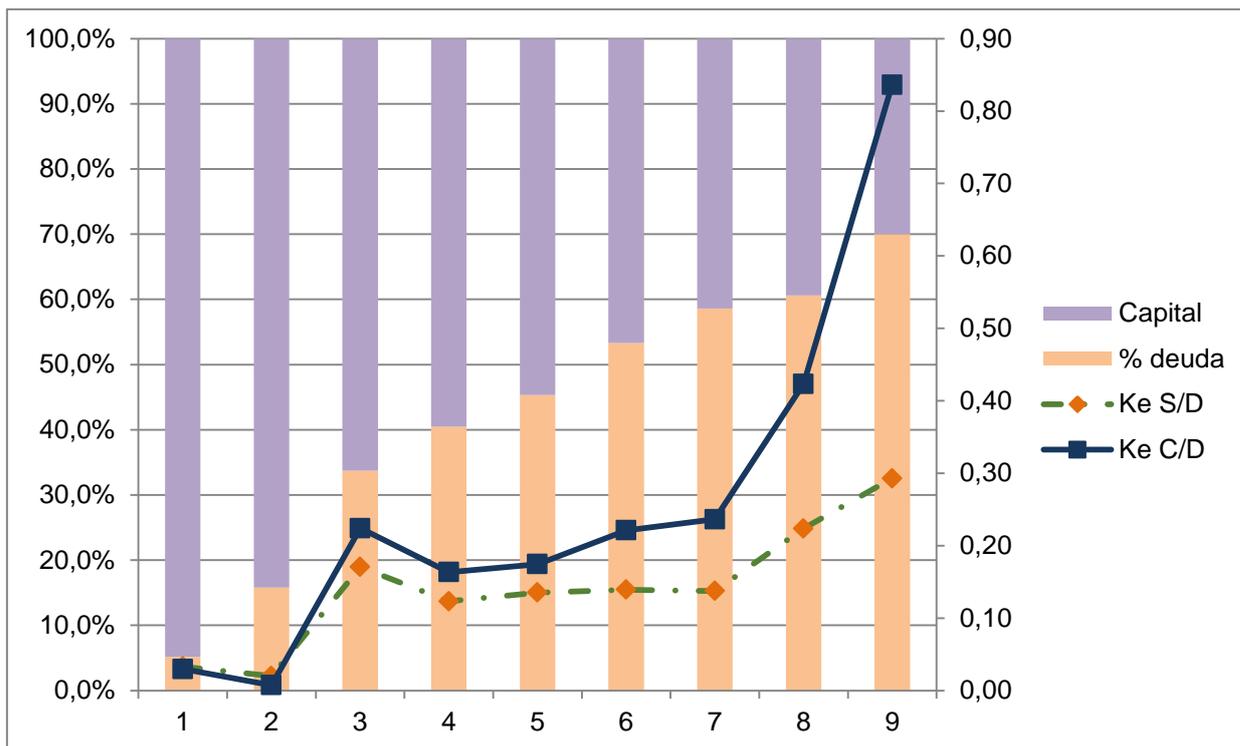


Figura 16.- Efecto de desplazamiento en Ke al incrementar deuda.

Elaboración: Autora.

Este efecto concuerda con lo postulado por Van Horne y Wachowicz (2010) en el que afirman que un incremento en los fondos de deuda al parecer “menos costosos” se compensa de manera exacta con el incremento en la tasa de rendimiento requerida sobre el capital accionario Ke. Al tiempo que una empresa aumenta el uso de apalancamiento financiero, se convierte en más riesgosa. Los inversionistas penalizan las acciones elevando el rendimiento requerido sobre el capital accionario directamente de acuerdo con el incremento en la razón entre deuda y capital accionario. Siempre y cuando K_i permanezca constante, Ke es una función lineal constante de la razón entre deuda y capital accionario (medida en términos del valor de mercado). Como el costo de capital de la empresa, K_o , no puede alterarse mediante apalancamiento financiero, el enfoque del ingreso operativo neto implica que no existe una estructura de capital óptima (pág. 455).

También se realizó un análisis de correlación entre rentabilidad sobre los activos y la tasa de rendimiento requerido por los accionistas que dio como resultado una relación lineal y positiva, que se evidencia en la figura 17 en la que se puede observar que a medida que aumenta la rentabilidad también incrementa la tasa requerida por las accionistas Ke.

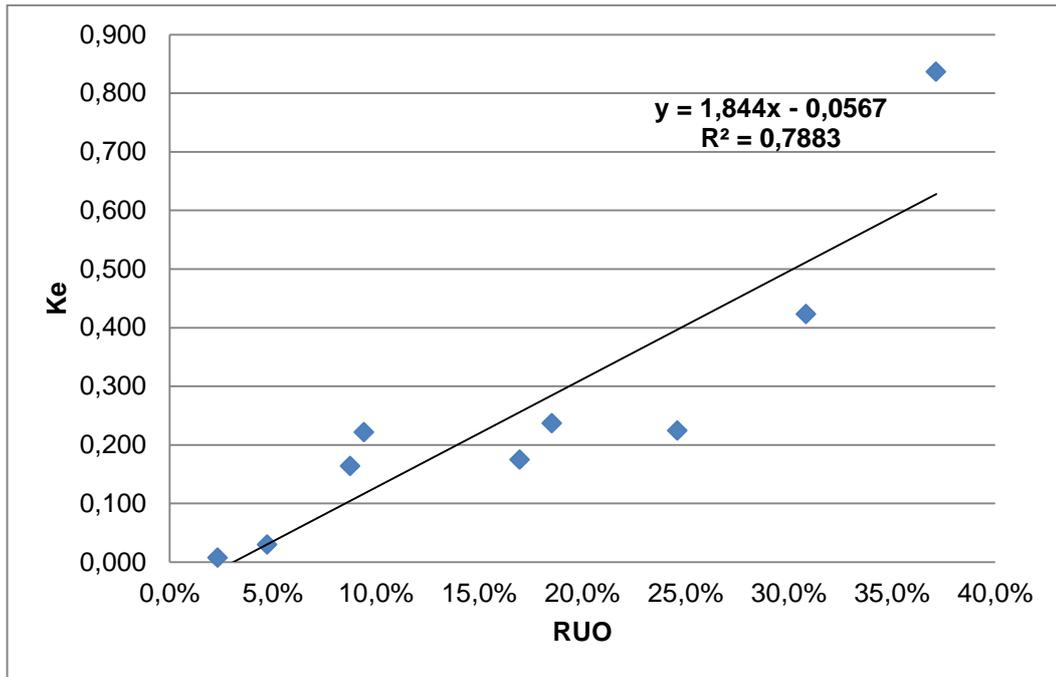


Figura 17.- Relación entre rentabilidad y tasa de rendimiento requerida sobre capital accionario.

Elaboración: Autora.

Uno de los hallazgos relevantes detectados dentro de esta investigación es la mejora que se produce en la tasa de globalización cuando se cambia la estructura de capital al introducir deuda en la misma en su estructura este comportamiento lo podemos observar en la gráfica 18.

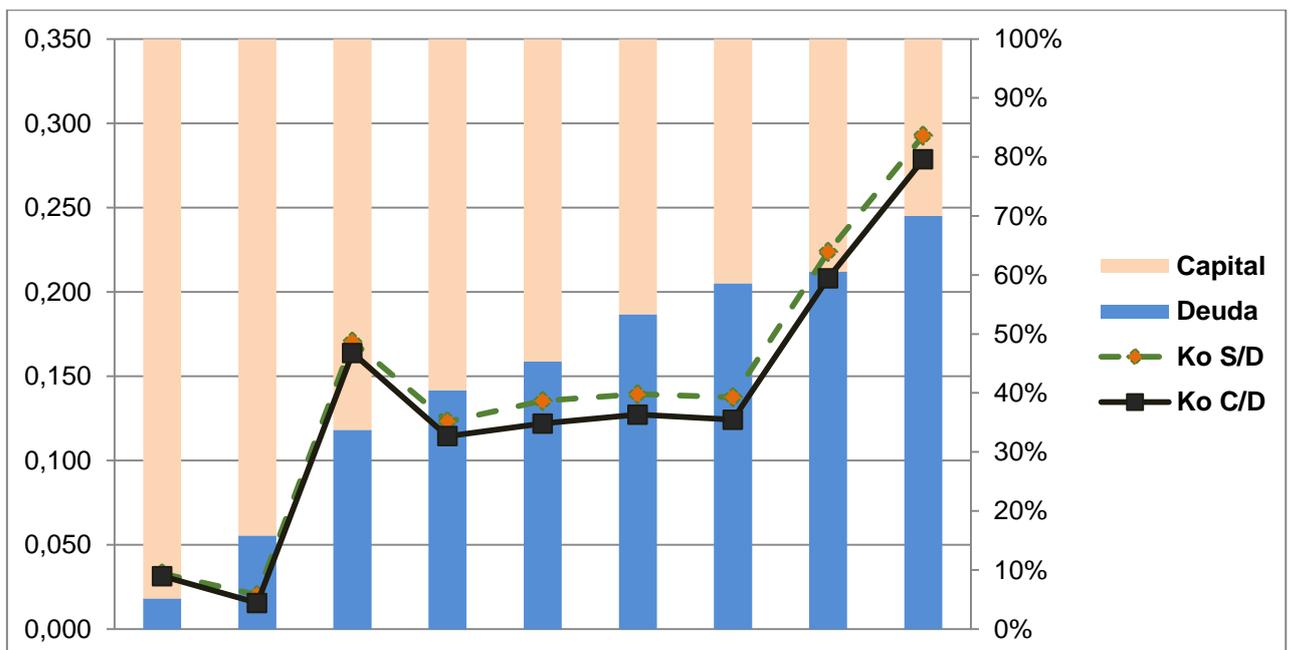


Figura 18.- Efecto que produce el cambio de estructura de capital al incluir deuda sobre Ko.

Elaboración: Autora.

Podemos observar la nueva estructura de capital de las empresas que incluyen la deuda emitida a través del Revni, la línea entrecortada representa la tasa de capitalización global de una estructura sin deuda $K_o S/D$, mientras que la línea continua representa a la tasa de capitalización global de una estructura con deuda $K_o C/D$, se evidencia en la gráfica que desde un cierto nivel de endeudamiento existe una disminución en la tasa de capitalización global; lo que evidencia que incluir ciertos niveles de endeudamiento en la estructura de capital mejora el costo promedio ponderado de capital en las pymes ecuatorianas; esto concuerda con la hipótesis 2 establecida en la investigación la misma que sugiere que un mayor nivel de endeudamiento produce una menor K_o .

Este comportamiento producido en las variables concuerda con el enfoque tradicional el que establece que cuando en una empresa existe una estructura de capital óptima en la cual se logra aumentar el valor de empresa mediante el uso juicioso del apalancamiento financiero, la empresa puede reducir inicialmente su costo de capital y aumentar su valor total a través del apalancamiento creciente. Aunque los inversionistas elevan la tasa de rendimiento requerida sobre las acciones, el incremento en K_e no compensa por completo el beneficio de usar fondos de deuda “menos costosos”. Conforme se registra más y más apalancamiento financiero, los inversionistas penalizan cada vez más el rendimiento requerido sobre las acciones hasta que, con el tiempo, este efecto compensa con creces los beneficios de los fondos de deuda “más baratos” (pág. 455).

Se evidencia que cuando se pasa de una estructura de capital sin deuda a una con deuda, la K_o sufre un desplazamiento hacia abajo lo que refleja un menor CPPC; en un rango de endeudamiento entre un 40% a 60% se observa una mayor diferencia entre $K_o S/D$ y $K_o C/D$; el promedio de disminución de las pymes en su tasa de capitalización global es de $-0,010$ lo que representa 1 punto porcentual de ahorro en el CPPC.

Otro hallazgo importante dentro de esta investigación fue determinar que una disminución en la tasa de capitalización global produce un incremento en el valor de la empresa (ver figura 19); corroborando la hipótesis 4 planteada en esta investigación. En lo que se refiere a la variación en el valor de mercado total de la empresa con la nueva estructura de capital que incluye deuda ($V C/D$) en todos los casos de las pymes ha experimentado un crecimiento positivo, con un promedio de un 8% de crecimiento en V , para este cálculo no se consideró a la pyme INCASA puesto que presentaba un número demasiado disperso y por ende sesgaba la información.

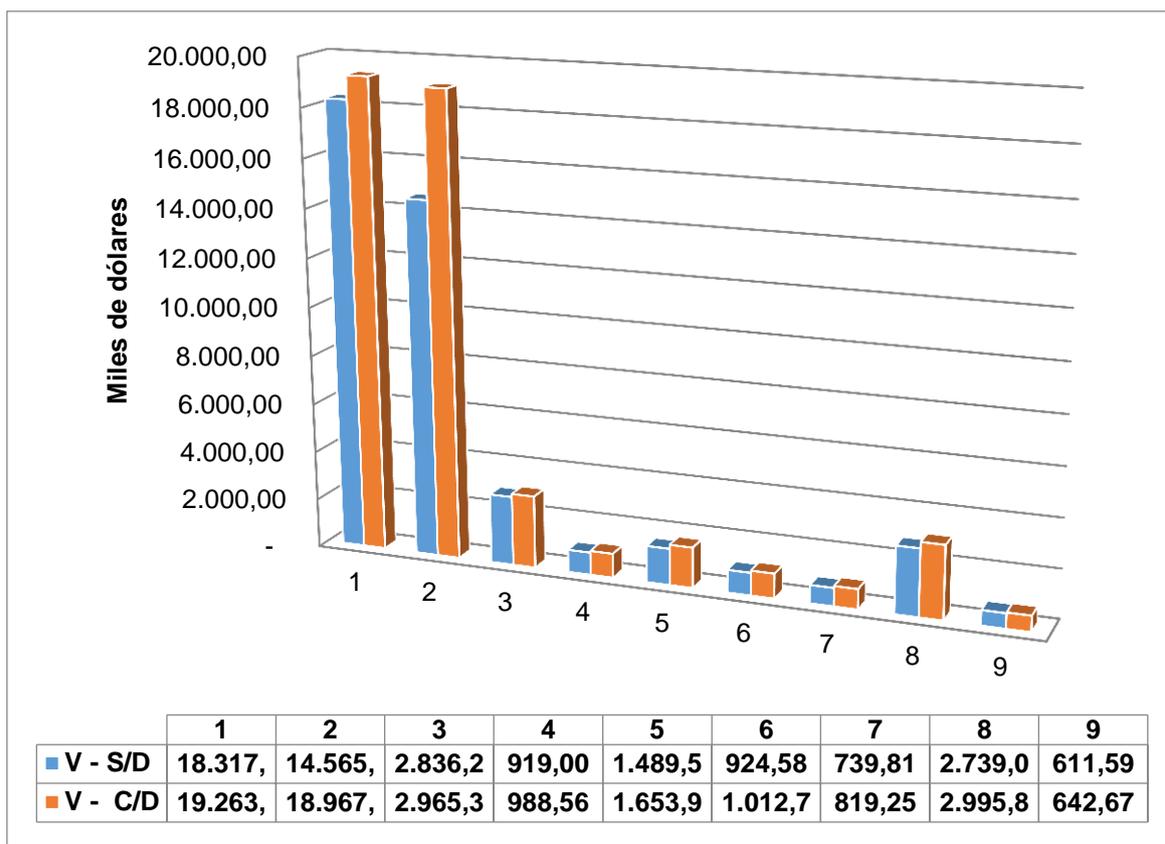


Figura 19.- Valor de la empresa con estructura de capital con y sin deuda.

Elaboración: Autora.

El cambio en la estructura de capital de las pymes genera cambios positivos en el valor de la empresa, este cambio positivo generado concuerda con lo postulado por Van Horne y Wachowicz (2010) en el que se establece que cuando tomamos en consideración los impuestos, casi todos los expertos financieros están de acuerdo en que el uso juicioso del apalancamiento financiero puede tener un efecto favorable sobre la valuación total de una compañía, este cambio favorable es producto del beneficio generado por el escudo fiscal; el comportamiento de las pymes ecuatorianas presenta una característica un poco particular ya que este mismo autores proponen que cuanto mayor es la cantidad de deuda, mayor será el beneficio del escudo fiscal y mayor el valor de la empresa, si todo lo demás permanece igual (pág. 461 - 462).

CONCLUSIONES

Las diversas teorías sobre estructura de capital son coincidentes en lo referente a la creación de modelos de aproximación que orienten las decisiones de financiamiento más convenientes para que las empresas incrementen su valor. El dinamismo empresarial propicia una continua revisión de dichos modelos para estarlos ajustando a una situación presente, esto implica que las estructuras de capital deben contemplar niveles adecuados de flexibilidad.

La escasa participación de las pymes en el mercado de valores obedece al desconocimiento del funcionamiento de dicho mercado, y por otra parte a los condicionamientos de participación.

El mecanismo REVNI representó para las pymes un espacio de aclimatación, sin embargo no tuvo la participación suficiente para sostenerse, lo que tal vez propicio su reestructuración por el actual Registro Especial Bursátil (REB).

La evaluación de la estructura de capital de las pymes estudiadas, es compleja debido al formato de presentación de la información financiera dentro del prospecto, por lo que se deduce la dificultad en tomar decisiones para los inversionistas en deuda.

Las pymes analizadas en este estudio evidenciaron correlaciones lineales positivas entre las de rentabilidad sobre los activos y porcentaje de deuda de 0,57; la tasa de rendimiento requerida sobre capital accionario y porcentaje de deuda en 0,62; la tasa de rendimiento requerida sobre capital accionario y rentabilidad sobre los activos en 0,788; además una disminución en K_0 al momento de incluir deuda en su estructura de capital e incremento en la empresa comprobando así todas las hipótesis planteadas en la investigación.

Las pymes sujetas a este estudio tuvieron impactos financieros positivos, como el incremento en el valor de la empresa en un 8%, reducción de la tasa de capitalización global equivalente a 1%, incremento en la tasa de rendimiento de los accionistas 11,6%, todos estos indicadores medidos como promedios.

RECOMENDACIONES

- Las pymes que desean ingresar al mercado de valores deben presentar información financiera clara, concisa y organizada en los prospectos para posibilitar a los posibles inversionistas una mayor facilidad de comprensión y análisis de sus futuras inversiones, además de que esta información sea estandarizada para todas las empresas que permita realizar un mejor análisis comparativos entre las pymes que ofertan en este mercado y que facilite los procesos de posibles investigaciones futuras.
- Las pymes deben considerar su participación en el mercado bursátil como una estrategia para generar valor a través de la información financiera.
- Es necesario diversificar los medios de divulgación sobre el mecanismo REB (antes REVNI), y proponer un esquema de capacitación interna a las pymes sobre la calidad de la información financiera, de manera que pueda ampliarse la cobertura de participación en el mercado bursátil.
- Las investigaciones sobre pymes en el mercado de valores ecuatoriano son incipientes por lo que este tema puede ser sujeto de otras investigaciones desde diferentes puntos de vista y perspectivas.

BIBLIOGRAFÍA.

- Allen, F., Myers, S. C., & Brealey, R. A. (2010). *Principios de Finanzas Corporativas* (Novena ed.). México D.F.: McGRAW-HILL/INTERAMERICANA EDITORES.
- Araque J., W. (febrero/marzo de 2015). Caracterización de la Pyme ecuatoriana. *Revista Gestión*(248), 64-67.
- Araque, W. (enero de 2012). *La Pyme y su situación actual*. Ecuador: Observatorio Pyme, Universidad Andina Simón Bolívar.
- Asocaval . (2014). www.asocaval.com.ec. Recuperado el 20 de julio de 2015, de <http://www.asocaval.com.ec/quienes-somos/>
- Bolsa de Valores de Guayaquil. (2011). www.mundobvg.com. Recuperado el 15 de enero de 2015, de <http://www.mundobvg.com/institucion.asp>
- Bolsa de Valores de Quito. (s.f.). www.bolsadequito.info. Recuperado el 20 de Enero de 2015, de <http://www.bolsadequito.info/>
- Bolsa Valores Guayaquil; Bolsa Valores Quito. (4 de junio de 2013). Resolución conjunta de las Bolsas de Valores de Guayaquil y Quito el Mecanismo de Valores No Inscritos REVNI. 15.
- Brealey, R. A., C., M. S., & Marcus, A. J. (2004). *Fundamentos de Finanzas Corporativas* (Cuarta ed.). 2004: McGRAW-HILL/INTEREMERICANA.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2001). *Fundamentos de Administración Financiera*. México: Grupo Patria Cultural .
- Calderón P., C., & González L., Á. (2012). POLÍTICAS PÚBLICAS PARA INCENTIVAR EL ACCESO A LA FINANCIACIÓN DE LAS PYMES EN. *REVESCO. Revista de Estudios Cooperativos*(109), 81-109.
- CFN. (s.f.). www.lacamara.org. Recuperado el 25 de julio de 2015, de <http://www.lacamara.org/website/images/Seminarios/Material/Agosto/m-negocios-fiduciarios-12-08-10.pdf>
- Díaz Mata, A., & Aguilera, V. (2014). *Introducción al mercado bursátil. Invierta en la bolsa de valores* (Segunda ed.). México D.F.: McGraw-Hill/Interamericana Editores S.A.
- Dumrauf, G. L. (2006). *Finanzas Corporativas*. México: Alfaomega Grupo Editor.

- Ferraro, C., & Goldstein, E. (2011). *Políticas de acceso al financiamiento para las pequeñas y medianas empresas de América Latina*. Santiago de Chile: Naciones Unidas.
- Forte, D., Ayres, L., & Toshiro, W. (2013). Determinants of the Capital Structure of Small and Medium Sized Brazilian Enterprises. *Brazilian Administration Review*, 347 - 369.
- Galbán, R., Aranzazu, M., Yores, G., & Bohn, M. (Junio de 2009). Costo de Capital.
- Gitman, L. J., & Zutter, C. J. (2012). *Principios de administración financiera* (Décimosegunda ed.). México: Pearson Educación.
- Granda, M. (enero de 2012). *www.industrias.gob.ec*. Recuperado el mayo de 2015, de http://www.industrias.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2012/08/2012_Factores_determinantes_de_acceso_y_racionamiento_del_credito_en_las_MIPYMES_ecuatorianas.pdf
- Grupo del Banco Mundial. (2016). *www.bancomundial.org*. Recuperado el 2 de enero de 2016, de <http://datos.bancomundial.org/indicador/CM.MKT.LCAP.GD.ZS?page=3>
- Grupo El Comercio. (2013). Una nueva etapa para el sector societario y bursátil. *Líderes*.
- Intendencia de Mercado de Valores Departamento de Investigación y Desarrollo. (septiembre de 2006). *www.supercias.gob.ec*. Recuperado el 25 de julio de 2015, de <http://181.198.3.74/wps/wcm/connect/0f461ee8-17c8-455a-94b7-3c3e700f51e0/20110811134028.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=0f461ee8-17c8-455a-94b7-3c3e700f51e0>
- L., O., S., F., & M., V. (2007). LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA PYME: UN ANÁLISIS EMPÍRICO. *Conocimiento, innovación y emprendedores: Camino al futuro*, 407 - 420.
- Lavalle, D. (2013). La REVNI ofrece financiamiento para PYMES. *Inventario Bursátil*.
- Lawrence J., G. (2003). *Principios de administración financiera* (décima ed.). México: Pearson Educación.
- Levinson, M. (2008). *Guía de Mercados Financieros*. Barcelona: Ediciones Gestión 2000.
- Ley de Compañías. (05 de noviembre de 1999).
- Ley de Mercado de Valores. (s.f.). *Ley de Mercado de Valores*. Ecuador.
- Malo, Z. (2014). *Mercado de valores*. Loja: Ediloja.

- Miller, R. L., & Pulsinelli, R. W. (1997). *Moneda y Banca* (Segunda ed.). (G. Rosas, & M. Tiznado, Trads.) Santaté de Bogotá, Colombia: McGRAW - HILL.
- Ministerio de Industrias y Productividad; Subsecretaría de Mipymes y Artesanías. (2012). *www.industrias.gob.ec*. Recuperado el 17 de noviembre de 2014, de http://www.industrias.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2012/08/2012_Alternativas_Financiamiento_PYMES_mercado_Valores.pdf
- Mishkin, F. S. (2014). *Moneda, banca y mercados financieros* (Décima ed.). México: Pearson Educación.
- Mongrut, S., Fuenzalida, D., Pezo, G., & Teply, Z. (2010). Explorando teorías de estructura de capital en Latinoamérica. *Cuadernos de Administración* 2010, 23(41), 1-16.
- Moscoso, J., Sepúlveda, C., García, A., & Restrepo, A. (2012). Costos de capital en entornos económicos cambiantes: Caso Valle de Aburrá (Antioquia). *Revista Facultad de Ciencias Económicas: Investigación y Reflexión*, XX (2), 189 - 203.
- Moyer, R. C., McGuigan, J. R., & Kretlow, W. J. (2000). *Administración Financiera Contemporánea* (Séptima ed.). México: International Thomson Editores.
- Ortiz-Durán, E. (1994). *Situación y perspectivas de desarrollo del mercado de valores de Ecuador*. Santiago de Chile.
- Palacín, M. J., Ramirez, L., & di Pietro, F. (2012). Capital structure of SMEs in Spanish regions. *Small Business Economics*, 503 - 519.
- Pérez, O., Rivera, A., & Solís, L. (abril de 2015). Análisis del Mercado de Valores Ecuatoriano como fuente de inversión para las Pymes. *Revista Ciencia UNEMI*, 8(13), 8-15.
- Rivera Godoy, J. A. (2002). Teoría sobre la estructura de capital. *Estudios Gerenciales*, 31-59.
- Rosero M., L. (Agosto de 2010). El desarrollo del mercado de valores en el Ecuador: una aproximación. *Ecuador Debate*, 80, 23-34.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2010). *Fundamentos de Finanzas Corporativas* (Novena ed.). México: The McGraw - Hill Companies.
- Sarmiento, R. (Abril de 2005). *La estructura de financiamiento de las empresas: una evidencia teórica y econométrica para Colombia (1997 - 2004)*. Bogotá.

- Silva, Z., Rocha, M., & Macías, P. (2011). Pecking Order Theory versus Trade-Off Theory: are service SMEs' capital structure decisions different? *Service Business*, 5(4), 381-409.
- Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. (2014). *www.supercias.gob.ec*. Recuperado el 10 de Enero de 2015, de <http://www.supercias.gob.ec/portal/>
- Unidad de Análisis Económico e Investigación Ekos Negocios. (noviembre de 2012). PYMES: Contribución clave en la economía. *EKOS*, 34-.
- Van Horne C., J., & Wachowiz, J. J. (2010). *Fundamentos de Administración Financera* (Vol. Decimotercera edición). México: Pearson Educación.
- Villagomez, M. (28 de agosto de 2014). *www.financoop.net*. Recuperado el 28 de julio de 2015, de <http://www.financoop.net/documentos/conferencias2014/Dra.%20Monica%20Villagomez.pdf>
- Zambrano, S. M., & Acuña, G. A. (julio-diciembre de 2011). Estructura de capital. Evolución histórica. *Criterio Libre*, 9(15), 81-102.
- ZION . (2015). *www.zion.com.ec*. Recuperado el 20 de julio de 2015, de http://www.zion.com.ec/?qa_faqs=2-%C2%BFque-es-una-administradora-de-fondos-y-fideicomisos

ANEXOS.

Anexo 1.- Principales instrumentos financieros transados en la bolsa (Desde 1984 a 1992)

<p>1. <i>Bonos de estabilización monetaria</i></p> <p>Son valores emitidos por el Banco Central con miras a controlar la liquidez. Se cotizan en bolsa y también se transan en forma directa con el sistema bancario y con el público.</p>
<p>2. <i>Bonos del estado</i></p> <p>Se emiten para financiar proyectos del gobierno. Desde 1988 se colocan a tasas de interés variable referidas a las pólizas de acumulación de 90 a 180 días del sistema bancario.</p>
<p>3. <i>Pagarés</i></p> <p>Son instrumentos emitidos por los bancos a partir de 1986 a tasas variables de interés. Constituyen un instrumento disfrazado de captación de fondos del público al no estar afectos al encaje que grava a los depósitos. Han desempeñado la función de instrumento de tesorería interbancaria.</p>
<p>4. <i>Pólizas de acumulación</i></p> <p>Introducidas en 1985, han pasado a constituirse en el principal instrumento de captación de los bancos de depósitos del público y en el título determinante del movimiento de las tasas de interés pasivas. En presencia de inflación, y por ser títulos a tasas de interés fijas, se han concentrado en el plazo de 30-89 días.</p>
<p>5. <i>Cédulas hipotecarias</i></p> <p>Se han emitido a tasas de interés fijas inferiores al promedio de papeles similares de largo plazo. Han contado con escasa aceptación al no ofrecer protección contra la inflación.</p>

Anexo 2 .- Junta de Regulación del Mercado de Valores.

TITULO II

JUNTA DE REGULACIÓN DEL MERCADO DE VALORES

Art. 5.- De la naturaleza y composición.-

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

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

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

Los delegados de los miembros de la Junta, y el delegado del Presidente de la República, deberán contar con suficiente experiencia y conocimiento del mercado de valores.

El Superintendente de Compañías y Valores, el Superintendente de Bancos y Seguros, y el Superintendente del Sistema Financiero Popular y Solidario serán parte de la Junta de Regulación del Mercado de Valores, con voz informativa pero sin voto.

Art. 6.- De las sesiones.-

La Junta de Regulación del Mercado de Valores sesionará obligatoriamente, de manera ordinaria, por lo menos una vez al mes y extraordinariamente cuando lo convoque su presidente o subrogante.

Si un miembro de la Junta de Regulación del Mercado de Valores, su cónyuge o conviviente en unión de hecho, sus parientes dentro del cuarto grado consanguinidad o segundo de afinidad, o sus socios o partícipes en compañías o empresas vinculadas tuvieren interés en la discusión o decisión sobre determinado asunto, dicho miembro no podrá participar en tal discusión o decisión y deberá retirarse de la sesión.

Art. 9.- De las atribuciones de la Junta de Regulación del Mercado de Valores.-

La Junta de Regulación del Mercado de Valores deberá:

1. Establecer la política general del mercado de valores y regular su funcionamiento;
2. Impulsar el desarrollo del mercado de valores, mediante el establecimiento de políticas y mecanismos de fomento y capacitación sobre el mismo;
3. Promocionar la apertura de capitales y de financiamiento a través del mercado de valores, así como la utilización de nuevos instrumentos que se puedan negociar en este mercado;
4. Expedir las normas complementarias y las resoluciones administrativas de carácter general necesarias para la aplicación de la presente Ley;
5. Expedir las normas generales en base a las cuales las bolsas de valores y las asociaciones gremiales creadas al amparo de esta Ley podrán dictar sus normas de autorregulación;
6. Regular la creación y funcionamiento de las casas de valores, calificadoras de riesgos, bolsas de valores, la sociedad proveedora y administradora del sistema único bursátil SIUB, los depósitos de compensación y liquidación de valores, las administradoras de fondos y fideicomisos, así como los servicios que éstas presten;
7. Establecer los parámetros, índices, relaciones y demás normas de solvencia y prudencia financiera y control para las entidades reguladas en esta Ley y acoger, para los emisores del sector financiero, aquellos parámetros determinados por la Junta Bancaria y la Superintendencia de Bancos y Seguros;
8. Establecer normas de control y de constitución de resguardos para los emisores;
9. Establecer las normas de carácter general para la administración, imposición y gradación de las sanciones, de conformidad con los criterios previstos en esta Ley y sus normas complementarias;
10. Regular la oferta pública de valores, estableciendo los requisitos mínimos que deberán tener los valores que se oferten públicamente; así como el procedimiento para que la información que deba ser difundida al público revele adecuadamente la situación financiera de los emisores;
11. Regular los procesos de titularización, su oferta pública, así como la información que debe provenir de éstos, para la difusión al público;

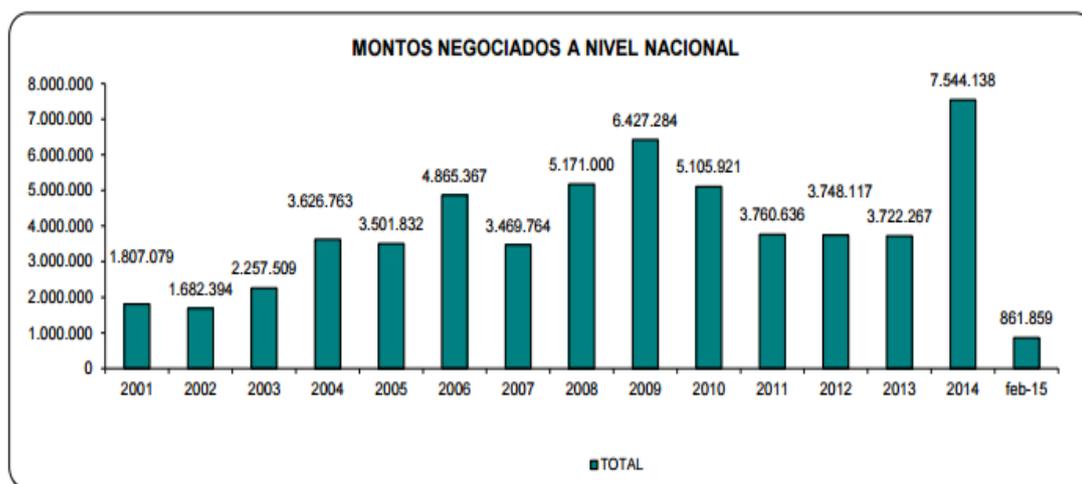
12. Expedir el reglamento para que las entidades integrantes del sector público no financiero, puedan intervenir en todos los procesos previstos en esta Ley;
13. Regular las inscripciones en el Registro del Mercado de Valores y su mantenimiento;
14. Establecer las reglas generales de la garantía de ejecución;
15. Regular la forma en que serán efectuadas las convocatorias a asambleas de obligacionistas, asambleas de partícipes de fondos administrados y colectivos, comités de vigilancia y demás órganos de decisión de las instituciones reguladas por esta Ley;
16. Dictar las normas necesarias para la administración de riesgos de las entidades reguladas por esta Ley;
17. Establecer las políticas generales para la supervisión y control del mercado, así como los mecanismos de fomento y capacitación;
18. Determinar mediante norma de carácter general la información que se considerará como reservada;
19. Autorizar las actividades conexas de las bolsas de valores, casas de valores, banca de inversión, administradoras de fondos y fideicomisos y, calificadoras de riesgo, que sean necesarias para el adecuado desarrollo del mercado de valores;
20. Velar por la observancia y cumplimiento de las normas que rigen el mercado de valores;
21. Normar en lo concerniente a actividades y operaciones del mercado de valores, los sistemas contables y de registro de operaciones y, otros aspectos de la actuación de los participantes en el mercado;
22. Emitir el plan de cuentas y normas contables para los partícipes del mercado;
23. Fijar anualmente las contribuciones que deben pagar las personas y los entes que intervengan en el mercado de valores de acuerdo al reglamento que expedirá para el efecto el Superintendente de Compañías. En dicho reglamento, se determinará la tabla con los montos de contribución que pagarán dichas personas y entes;
24. Definir, cuando no lo haya hecho la presente Ley, los términos de uso general en materia de mercado de valores;
25. Establecer las normas que sean necesarias a fin de prevenir los casos de conflictos de interés y vinculación de los partícipes del mercado;
26. Establecer los requisitos de estandarización, numeración e identificación de los valores;

27. Expedir normas de carácter general para los procesos de fiducia que lleven a cabo las entidades y organismos del sector público en los que se observarán las disposiciones previstas en esta Ley; y,

28. Regular los procesos y requisitos para la certificación, inscripción y homologación de los operadores de valores bajo los criterios de capacitación, conocimiento, profesionalismo, experiencia, ética y actualización.

Anexo 3.- Volumen Nacional Negociado período 2001 – 2014 (miles de dólares).

AÑOS	Renta Fija	TASA CREC. %	PART. DEL T. %	Renta Variable	TASA CREC. %	PART. DEL T. %	TOTAL NACIONAL
2001	1.797.381		99,5%	9.698		0,5%	1.807.079
2002	1.662.562	-8%	98,8%	19.832	105%	1,2%	1.682.394
2003	2.163.703	30%	95,8%	93.806	373%	4,2%	2.257.509
2004	3.519.777	63%	97,1%	106.986	14%	2,9%	3.626.763
2005	3.355.234	-5%	95,8%	146.598	37%	4,2%	3.501.832
2006	4.541.811	35%	93,3%	323.556	121%	6,7%	4.865.367
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
feb-15	845.099	-87%	98,1%	16.759	-99%	1,9%	861.859
TOTAL	53.269.971			4.281.959			57.551.930



Fuente: Sistema Transaccional SEB-Bolsa de Valores de Quito.

Elaboración: Departamento Técnico BVQ.

Anexo 4.- Emisores de REVNI 2009 – 2012

VENTAS ANUALES Y PROYECCIONES DE LOS EMISORES DE REVNI					
EMPRESA	PYME	VENTAS TOTALES 2009	PROYECCIONES DE VENTAS AL 2010		
			CONSERVADOR	OPTIMISTA	PESIMISTA
LUTROL S.A. INTERACTIVE	SI	\$ 3.977.939	\$ 3.937.330	\$ 3.937.330	\$ 3.919.676
FERTILIZANTES Y AGROQUIMICOS EUROPEOS EUROFERT S.A.	SI	\$ 2.776.059	\$ 4.069.983	\$ 4.341.033	\$ 3.798.933
MEDICINA PREPAGADA INMEDICAL MEDICINA INTERNACIONAL	NO	\$ 5.230.340	\$ 2.135.058	\$ 2.348.256	\$ 1.708.661
DIACELEC S.A.	NO	\$ 24.675.209	\$ 20.551.850	\$ 20.586.650	\$ 20.563.450
DI- CHEM DEL ECUADOR S.A.	NO	\$ 5.657.350	\$ 5.435.036	\$ 5.290.558	\$ 5.290.558
ADITEC ECUATORIANA CIA. LTDA.	NO	\$ 5.826.819	\$ 6.385.099	\$ 6.803.566	\$ 5.548.164
RED MAGROVEINN S.A.	SI	\$ 2.184.000	\$ 3.915.900	\$ 3.915.900	\$ 3.915.900
CLUB DE EJECUTIVOS DE QUITO	SI	\$ 600	-	-	-
ADITEC ECUATORIANA CIA. LTDA.	NO	\$ 5.826.819	\$ 6.385.099	\$ 6.803.566	\$ 5.548.164
EXTRACTORA Y PROCESADORA DE ACEITES EPACEM S.A.	NO	\$ 58.848.698	\$ 77.462.921	\$ 77.462.921	\$ 77.462.921
CASA MOELLER MARTÍNEZ C.A.	NO	\$ 11.952.299	\$ 13.864.922	\$ 1.364.922	\$ 13.864.922
ECUATORIANA DE CARDAMOMO S.A. ECUACARDOSA	SI	\$ 42.287	-	-	-
Energyplam Cía. Ltda.	SI	\$ 2.880.000	\$ 3.168.000	\$ 3.312.000	\$ 3.024.000
SERVICIO DE TELECOMUNICACIONES SETEL S.A.	NO	\$ 11.644.957	-	-	-
TEVECABLE S.A.	NO	\$ 29.571.994	-	-	-
EMPRESA DE TELEVISION SATELCOM S.A.	NO	\$ 29.374.156	-	-	-
SURAMERICANA DE TELECOMUNICACIONES S.A. SURATEL	NO	\$ 21.721.601	-	-	-
ECUATORIANA DE SOLVENTES S.A. SOLVESA	NO	\$ 12.057.493	\$ 16.433.000	\$ 16.485.000	\$ 16.433.000
PROMOTORES INMOBILIARIOS PRONOBIS S.A.	SI	\$ 4.588.307			
HIVIMAR S.A.	NO	\$ 23.331.205	\$ 28.242.722	\$ 28.672.840	\$ 27.812.603
CONSULTORA AMBIENTAL ECOSAMBITO CIA. LTDA.	SI	\$ 1.779.639	-	-	-
CAMPOSANTOS EL ORO CAMPORO S.A.	SI	\$ 741.405	\$ 2.388.650	\$ 2.412.190	\$ 2.380.810
KLYSTRON S.A.	SI	\$ 1.965.509	\$ 2.390.580	\$ 2.411.910	\$ 2.369.610
COLONCORP S.A.	SI	\$ 819.594	-	-	-
SURFER S.A.	SI	\$ 3.265.374	\$ 6.163.763	\$ 6.357.111	\$ 5.777.068
ALIMENTSA DIETAS Y ALIMENTOS S.A.	NO	\$ 19.564.327	-	-	-
AUTOFENIX S.A.	SI	\$ 3.042.007	\$ 3.592.448	\$ 4.756.096	\$ 1.779.977
EXPODELTA S.A.	NO	\$ 42.528.846	-	-	-
FASTFIN S.A.	SI	\$ 377.136	\$ 2.077.077	\$ 2.284.708	\$ 1.869.306

VENTAS ANUALES Y PROYECCIONES DE LOS EMISORES DE REVNI					
EMPRESA	PYME	VENTAS TOTALES 2010	PROYECCIONES DE VENTAS AL 2011 y 2012*		
			CONSERVADOR	OPTIMISTA	PESIMISTA
GALAUTO GRUPO AUTOMOTRIZ GALARZA HERMANOS S.A.	NO	\$ 18.645.079	\$ 5.880.852	\$ 6.610.720	n/d
BIOFACTOR S.A.	SI	\$ 4.484.229	n/d	n/d	n/d
OCEANBAT S.A.	NO	\$ 66.191.768	n/d	n/d	n/d
NOVAFOOD S.A.	SI	\$ 967.904	\$ 1.012.151	\$ 1.078.311	\$ 784.275
Credimétrica S.A.	SI	\$ 1.873.234	\$ 5.917.242	\$ 8.150.370	\$ 5.351.202
Orodelti	SI	\$ 7.544.401	\$ 7.846.424	\$ 8.072.763	\$ 7.544.638
Medicina para el Ecuador Mediecuador Humana S.A.	NO	\$ 32.014.510	\$ 35.310.030	\$ 39.344.710	\$ 29.025.710
Medicina Prepagada Inmedical Medicina Internacional S.A.	SI	\$ 6.528.000	\$ 8.455.358	\$ 8.892.494	\$ 8.018.221
Carvagu S.A.	SI	\$ 7.740.050	\$ 12.688.390	\$ 14.300.640	\$ 9.799.060
Diprelsa Distribuidora de Productos Técnicos S.A.	SI	\$ 8.291.440	\$ 11.014.270	\$ 12.728.370	\$ 8.344.430
Diamond Roses S.A.	SI	\$ 1.380.429	\$ 1.704.056	\$ 1.773.078	\$ 1.670.305
La Línea Moderna Linemod Cía. Ltda.	SI	\$ 567.911	\$ 570.000	\$ 590.000	\$ 570.000
Diamond Roses S.A.	NO	n/d	\$ 14.629.838	\$ 16.564.351	\$ 17.392.569
Fisa Fundiciones Industriales S.A.	NO	\$ 25.495.160	\$ 30.053.730	\$ 32.843.550	\$ 28.262.600
Alitecno Comercio de Insumos para la Industria de Alimentos S.A.	SI	\$ 9.811.326	\$ 11.395.792	\$ 12.987.998	\$ 9.803.587
H&N Huevos Naturales del Ecuador S.A	SI	\$ 3.892.419	\$ 5.243.702	\$ 5.243.702	\$ 5.243.702
Constructora Chaw S.A.*	SI	\$ 5.752.873	n/d	\$ 4.967.750	\$ 4.967.750
Bussineswise S.A.	NO	\$ 51.791.517	\$ 86.319.861	\$ 147.253.604	\$ 47.198.976
Productora Marvino S.A. Promarvi *	SI	\$ 6.103.431	\$ 4.953.216	\$ 4.996.665	\$ 4.909.767

VENTAS ANUALES Y PROYECCIONES DE LOS EMISORES DE REVNI					
EMPRESA	PYME	VENTAS TOTALES 2010	PROYECCIONES DE VENTAS AL 2011 y 2012*		
			CONSERVADOR	OPTIMISTA	PESIMISTA
GALAUTO GRUPO AUTOMOTRIZ GALARZA HERMANOS S.A.	NO	\$ 18.645.079	\$ 5.880.852	\$ 6.610.720	n/d
BIOFACTOR S.A.	SI	\$ 4.484.229	n/d	n/d	n/d
OCEANBAT S.A.	NO	\$ 66.191.768	n/d	n/d	n/d
NOVAFOOD S.A.	SI	\$ 967.904	\$ 1.012.151	\$ 1.078.311	\$ 784.275
Credimétrica S.A.	SI	\$ 1.873.234	\$ 5.917.242	\$ 8.150.370	\$ 5.351.202
Orodelti	SI	\$ 7.544.401	\$ 7.846.424	\$ 8.072.763	\$ 7.544.638
Medicina para el Ecuador Mediecuador Humana S.A.	NO	\$ 32.014.510	\$ 35.310.030	\$ 39.344.710	\$ 29.025.710
Medicina Prepagada Inmedical Medicina Internacional S.A.	SI	\$ 6.528.000	\$ 8.455.358	\$ 8.892.494	\$ 8.018.221
Carvagu S.A.	SI	\$ 7.740.050	\$ 12.688.390	\$ 14.300.640	\$ 9.799.060
Diprelsa Distribuidora de Productos Técnicos S.A.	SI	\$ 8.291.440	\$ 11.014.270	\$ 12.728.370	\$ 8.344.430
Diamond Roses S.A.	SI	\$ 1.380.429	\$ 1.704.056	\$ 1.773.078	\$ 1.670.305
La Línea Moderna Linemod Cía. Ltda.	SI	\$ 567.911	\$ 570.000	\$ 590.000	\$ 570.000
Diamond Roses S.A.	NO	n/d	\$ 14.629.838	\$ 16.564.351	\$ 17.392.569
Fisa Fundiciones Industriales S.A.	NO	\$ 25.495.160	\$ 30.053.730	\$ 32.843.550	\$ 28.262.600
Alitecno Comercio de Insumos para la Industria de Alimentos S.A.	SI	\$ 9.811.326	\$ 11.395.792	\$ 12.987.998	\$ 9.803.587
H&N Huevos Naturales del Ecuador S.A	SI	\$ 3.892.419	\$ 5.243.702	\$ 5.243.702	\$ 5.243.702
Constructora Chaw S.A.*	SI	\$ 5.752.873	n/d	\$ 4.967.750	\$ 4.967.750
Bussineswise S.A.	NO	\$ 51.791.517	\$ 86.319.861	\$ 147.253.604	\$ 47.198.976
Productora Marvino S.A. Promarvi *	SI	\$ 6.103.431	\$ 4.953.216	\$ 4.996.665	\$ 4.909.767

VENTAS ANUALES Y PROYECCIONES DE LOS EMISORES DE REVNI					
EMPRESA	PYME	VENTAS TOTALES 2012	PROYECCIONES DE VENTAS AL 2012 y 2013*		
			CONSERVADOR	OPTIMISTA	PESIMISTA
Energyplam Cía. Ltda.*	SI	\$ 7.826.000	\$ 8.609.000	\$ 8.765.000	\$ 8.374.000
Americanassist Ecuador S.A.*	SI	\$ 1.042.000	\$ 1.340.621	\$ 1.464.371	\$ 1.082.809
Crisol Comercial*	SI	\$ 2.543.665	\$ 4.197.047	\$ 4.676.752	\$ 3.777.343
Guerrero y Cornejo Cía. Ltda	SI	\$ 5.349.895	\$ 4.416.771	\$ 5.349.771	\$ 4.234.271
Clyan Services World S.A.	NO	\$ 43.005.541	\$ 46.090.800	\$ 54.965.300	\$ 45.238.800
Surpapelcorp S.A.	NO	\$ 16.915.000	-	-	\$ 51.078.930
Export Credit S.A.	NO	\$ 271.666	\$ 544.245	\$ 512.245	\$ 576.245
Oficina Comercial Raymond Wells Cía. Ltda.	NO	\$ 22.792.777	\$ 12.445.000	\$ 14.560.904	\$ 10.329.096
Inde Caucho Cía. Ltda.	NO	\$ 11.917.925	\$ 13.109.717	\$ 14.420.689	\$ 11.798.746
Salcedo Internacional S.A. Intersal	NO	\$ 10.798.164	\$ 19.234.189	\$ 22.119.317	\$ 15.387.351

Fuente: Bolsa de Valores de Quito.

Elaboración: Departamento Técnico BVQ.

Anexo 5.- Emisiones de REVNI 2010 - 2011

EMISIONES DE REVNI - 2010										
EMISOR	SECTOR	VIGENTE	TITULO	TENEDOR	SERIE/CLASE	MONTO DE LA EMISION (En miles)	PLAZO (AÑOS)	TASA DE INTERES CUPÓN	APROBACION DE LA EMISION	
									Fecha	Lugar
ADITEC ECUATORIANA CIA. LTDA.	Industrial	NO	PAG	ADITEC CIA . LTDA.	A1 A2	100 200	360 - D 360 - D	TASA Fija 9,25% TASA Fija 9,25%	08-mar-10	BVQ
MINISTERIO DE FINANZAS	Público	NO	BONOS	Banco del Austro S.A.		10,974			22-mar-10	BVG
LUTROL S.A. INTERACTIVE	Servicios	NO	PAG	LUTROL S.A.	A B	100 400	360 - D 360 - D	TASA Fija 9,25% TASA Fija 9,25%	#####	BVQ
PROMOTORES INMOBILIARIOS PRONOBIS S.A.	Industrial	NO	PAG	PRONOBIS S.A.		2,000	367 - D	SIN CUPÓN	#####	BVQ
CONSULTORA AMBIENTAL ECOSAMBITO CIA. LTDA.	Servicios	NO	PAG	ECOSAMBITO CIA. LTDA.		800	367 - D	SIN CUPÓN	16-jun-10	BVG
HEVPMAR S.A.	Comercial	NO	PAG	HEVPMAR S.A.		6,260	1440 - D	TASA Fija 10%	16-jun-10	BVG
FERTILIZANTES Y AGROQUIMICOS EUROPEOS EUROFERT S.A.	Comercial	NO	PAG	EUROFERT S.A.	1A 1B 2A 2B	100 200 100 200	180 - D 180 - D 360 - D 360 - D	TASA Fija 8,00% TASA Fija 8,00% TASA Fija 9,25% TASA Fija 9,25%	21-jun-10	BVQ
MEDICINA PREPAGADA INMEDICAL MEDICINA INTERNACIONAL S.A.	Servicios	NO	PAG	INMEDICAL S.A.		310	360 - D	TASA Fija 8,50%	06-jul-10	BVQ
DIACELEC S.A.	Industrial	NO	PAG	DIACELEC S.A.	A B	300 500	360 - D 360 - D	TASA Fija 9,00% TASA Fija 9,00%	28-jul-10	BVQ
MINISTERIO DE FINANZAS	Público	NO	Cupones Decreto 98-17	Banco del Austro S.A.		7,000			29-jul-10	BVQ
DI- CHEM DEL ECUADOR S.A.	Industrial	NO	PAG	DI- CHEM DEL ECUADOR S.A.	A B	200 400	180 - D 180 - D	TASA Fija 8,00% TASA Fija 8,00%	16-ago-10	BVQ
KLYSTRON S.A.	Comercial	NO	PAG	KLYSTRON S.A.		1,700	720 a 1080	TASA Fija 8,50%	16-ago-10	BVG
CAMPOSANTOS EL ORO CAMPORO S.A.	Servicios	NO	PAG	CAMPORO S.A.		3,500	1080 - D	TFR+6%	16-ago-10	BVG
COLONCORP S.A.	Industrial	NO	PAG	COLONCORP S.A.		2,000	367 - D	SIN CUPÓN	25-ago-10	BVG
MINISTERIO DE FINANZAS	Público	NO	Cupones Decreto 98-17	Banco Nacional de Fomento		9,075			26-ago-10	BVQ
SURFER S.A.	Servicios	NO	PAG	SURFER S.A.		500	360 - D	TASA Fija 8,50%	03-sep-10	BVG
RED MAGROVEINI S.A.	Servicios	NO	PAG	RED MAGROVEINI	A B	250 250	367 - D 367 - D	TASA Fija 8,50% TASA Fija 8,50%	17-sep-10	BVQ
CLUB DE EJECUTIVOS DE QUITO	Servicios	NO	ACC	CFN		0,6			05-oct-10	BVQ
MINISTERIO DE FINANZAS	Público	NO	Cupones Decreto 98-17	Banco del Austro S.A.		6,949.3			06-oct-10	BVQ
MINISTERIO DE FINANZAS	Público	NO	Cupones Decreto 98-17	Arquidocenas de Fortoviejo		200.0			07-oct-10	BVQ
MINISTERIO DE FINANZAS	Público	NO	Cupones Decreto 98-17	Aseguradora del Sur C.A.		800.0			14-oct-10	BVQ
MINISTERIO DE FINANZAS	Público	NO	Cupones Decreto 98-17	Banco Nacional de Fomento		4,468.8			18-oct-10	BVQ
ADITEC ECUATORIANA CIA. LTDA.	Industrial	NO	PAG	ADITEC ECUATORIANA CIA . LTDA.	C1 C2	200 200	370 - D 370 - D	TASA Fija 9,25% TASA Fija 9,25%	20-oct-10	BVQ
EXTRACTORA Y PROCESADORA DE ACEITES EPACEN S.A.	Industrial	NO	PAG	EPACEN S.A.	S1 S2	200 1,800	180 - D 367 - D	TASA Fija 8,50% TASA Fija 9,25%	28-oct-10	BVQ
AMERICA S.A. SOCIEDAD FINANCIERA BANCOMEX BANCO DE CREDITO EQUICAMBIO FINANCORP FINBER S.A. SOCIEDAD FINANCIERA BANCO POPULAR INTERNACIONAL PRESTAMOS C AYMAN PROGRESO PROGRESO LTD SOLBANCO VALORFINSA	Financiero	NO	CPG CPG CPG CDR CPG CPG CPG CPG CPG CDR CPG CDR	Corporación Financiera Nacional		373 17,749 13,958 2,199 167 654 364 114 2,133 98 3,015 661			21-oct-10	BVG
ALIMENTSA DIETAS Y ALIMENTOS S.A.	Industrial	NO	PAG	ALIMENTSA DIETAS Y ALIMENTOS S.A.		2,400	450 - D	TASA Fija 8,50%	10-nov-10	BVG
Madrigal Sport Market Cia Ltda.	Comercial	NO	PAG	Madrigal Sport Market Cia Ltda.		1,500	180 - D	TASA Fija 8,50%	12-nov-10	BVQ
AUTOFENIX S.A.	Comercial	NO	PAG	AUTOFENIX S.A.		2,000	540 - D	TASA Fija 8,50%	08-dic-10	BVG
MINISTERIO DE FINANZAS	Público	NO	Bonox 98-17	Capital Ventures CAPVENTUR S.A.		2,473			10-dic-10	BVG
EXPODELTA S.A.	Comercial	NO	PAG	EXPODELTA S.A.		2,400	540 - D	TASA Fija 8,50%	13-dic-10	BVG
FASTFIN S.A.	Comercial	NO	PAG	FASTFIN S.A.		7,000	1440 - D	TASA Fija 6,50%	16-dic-10	BVG
CASA MOELLER MARTINEZ C.A.	Comercial	NO	PAG	CASA MOELLER MARTINEZ C.A.	A	600	370 - D	TASA Fija 9,00%	27-dic-10	BVQ
ECUATORIANA DE CARDAMOMO S.A. ECUACARDOMA	Comercial	NO	ACC	CFN		1,425			27-dic-10	BVQ
ENERGYPLAM CIA. LTDA.	Comercial	NO	PAG	ENERGYPLAM CIA. LTDA.	A B	300 600	720 - D 720 - D	TASA Fija 9,75% TASA Fija 9,75%	30-dic-10	BVQ

EMISIONES DE REVNI - 2011										
EMISOR	SECTOR	VIGENTE	TITULO	TENEDOR	SERIE/ CLASE	MONTO DE LA EMISIÓN (En miles)	PLAZO (AÑOS)	TASA DE INTERÉS CUPÓN	APROBACION DE LA EMISIÓN	
									Fecha	Lugar
GALAUTO GRUPO AUTOMOTRIZ GALARZA HERMANOS S.A.	Comercial	NO	PAG	GALAUTO S.A.		600	367 - D	TASA FIJA 8,50%	20-ene-11	BVQ
BIOFACTOR S.A.	Industrial	NO	PAG	BIOFACTOR S.A.		3,500	1440 - D	TASA FIJA 8,50%	06-feb-11	BVG
OCEANBAT S.A.	Industrial	NO	PAG	OCEANBAT S.A.		16,500	1440 -D	TASA FIJA 8,50%	23-feb-11	BVG
NOVAFOOD S.A.	Comercial	NO	PAG	Novaflood S.A.	A B	50 250	367 - D	TASA FIJA 9,25%	28-feb-11	BVQ
MINISTERIO DE FINANZAS	Público	NO	Cupones de Interés Decreto 98-17	Aseguradora del Sur C.A.		243			16-mar-11	BVQ
CREDITMÉTRICA S.A.	Financiero	NO	PAG	Credimétrica S.A.	A B C	2,000 1,000 1,000	367 - D 400 - D 720 - D	TASA FIJA 8,50% TASA FIJA 8,50% TASA FIJA 9,00%	16-mar-11	BVQ
BANUNION	Financiero	NO	CPG 's CDR 's	Corporación Financiera Nacional		21,084			23-mar-11	BVG
TECFINSA						270				
LINCOLN BANK & TRUST						1,988				
PREVISORA INT.						2,813				
MINISTERIO DE FINANZAS	Público	NO	Cupones Bonos 98- 17	Capital Ventura CAVENTUR S.A.		1,593			28-mar-11	BVG
DIACELEC S.A.	Industrial	NO	PAG	Metrovalores		30			02-may-11	BVQ
Ministerio de Finanzas	Público	NO	Cupones Bonos 98- 17	Banco del Austro S.A.		3,257			04-ago-11	BVQ
Orodetti S.A.	Industrial	NO	PAG	Orodetti S.A.		1,500	540 - D	TASA FIJA 8,50%	15-ago-11	BVQ
Medicina para el Ecuador Mediecuador Humana S.A.	Comercial	NO	PAG	Medicina para el Ecuador Mediecuador Humana S.A.		5000	540 - D	TASA FIJA 8,50%	14-sep-11	BVQ
Medicina Prepagada Inmedical Medicina Internacional S.A.	Comercial	NO	PAG	Medicina Prepagada Inmedical Medicina Internacional S.A.	2 - A 2 - B	190	370 - D	TASA FIJA 9%	16-sep-11	BVQ
Carvagu S.A.	Industrial	NO	PAG	Carvagu S.A.		1,200	720 - D	TASA FIJA 8,50%	19-sep-11	BVG
Dipreisa Distribuidora de Productos Técnicos S.A.	Comercial	NO	PAG	Dipreisa Distribuidora de Productos Técnicos S.A.		1,000	540 - D	TASA FIJA 8,50%	19-sep-11	BVG
Diamond Roses S.A.	Comercial	NO	PAG	Diamond Roses S.A.		400	540 - D	TASA FIJA 10,00%	10-oct-11	BVQ
La Línea Moderna Linemod Cla. Ltda	Industrial	NO	PAG	La Línea Moderna Linemod Cla. Ltda		250	1080 - D	TASA FIJA 8,00%	12-oct-11	BVG
GALARZAMOTORS S.A.	Comercial	NO	PAG	GALARZAMOTORS S.A.		400	540 - D	TASA FIJA 8,00%	26-oct-11	BVG
Fisa Fundiciones Industriales S.A.	Industrial	NO	PAG	Amazonas Capital Markets Casa de Valores	A, B y C	3,000	540 - D	TASA FIJA 8,50%	01-nov-11	BVG
H&N Huevos Naturales del Ecuador S.A	Comercial	NO	PAG	Plusvalores Casa de Valores S.A.	A	1,000	1800 - D	TASA FIJA 9,00%	09-nov-11	BVQ
Alitecno Comercio de Insumos para la Industria de Alimentos S.A.	Comercial	NO	PAG	Analytica Securities Casa de Valores	A	600	370 - D	TASA FIJA 8,50%	22-nov-11	BVQ
Constructora Chaw S.A.	Industrial	NO	PAG	Constructora Chaw S.A.		500	360- D	TASA FIJA 8,50%	16-nov-11	BVG
Bussineswise S.A.	Comercial	NO	PAG	Bussineswise S.A.		1,000	720- D	TASA FIJA 12,00%	16-nov-11	BVG
Productora Marvino S.A. Promarvì	Industrial	NO	PAG	Productora Marvino S.A. Promarvì		3,000	540- D	TASA FIJA 9,00%	21-dic-11	BVG

Fuente: Bolsa de Valores de Quito.

Elaboración: Departamento Técnico BVQ.

Anexo 6.- Emisiones de REVNI 2014

EMISIONES DE REVNI - 2014										
EMISOR	SECTOR	VIGENTE	TITULO	TENEDOR	SERIE/ CLASE	MONTO DE LA EMISIÓN (En miles)	PLAZO (AÑOS)	TASA DE INTERES CUPÓN	APROBACIÓN DE LA EMISIÓN	
									Fecha	Lugar
Kazan S.A.	Agrícola, Pesquero, Ganadero, Maderero	SI	PAG	Kazan S.A.		750	1080 - D	TASA FIJA 9,00%	03-ene-14	BVG
Industria de Acero de los Andes S.A.	Industrial	SI	PAG	Industria de Acero de los Andes S.A.		2.000	1080 - D	TASA FIJA 9,00%	02-ene-14	BVG
Camaronera Garpin Cía. Ltda.	Agrícola, Pesquero, Ganadero, Maderero	SI	PAG	Camaronera Garpin Cía. Ltda.		450	1080 - D	TASA FIJA 9,00%	30-ene-14	BVG
Tecnimas S.A.	Agrícola, Pesquero, Ganadero, Maderero	SI	PAG	Tecnimas S.A.		480	1080-D	TASA FIJA 9,00%	20-feb-14	BVG
Publipesca S.A.	Agrícola, Pesquero, Ganadero, Maderero	SI	PAG	Publipesca S.A.		540	1080-D	TASA FIJA 9,00%	13-mar-14	BVG
Novacredit S.A.	Financiero	SI	PAG	Novacredit S.A.		2.000	399-D	CERO CUPON	13-mar-14	BVQ
Heladerías Tutto Fredo S.A.	Servicios	SI	PAG	Heladerías Tutto Fredo S.A.		1.000	1080-D	TASA FIJA 9,50%	13-mar-14	BVQ
Aceptaciones S.A.	Financiero	SI	PAG	Aceptaciones S.A.		400	540-D	TASA FIJA 9,25%	28-mar-14	BVG
							720 - D	TASA FIJA 9,50%		
Ecuaminot S.A.	Industrial	SI	PAG	Ecuaminot S.A.	A	450	360-D	TASA FIJA 9,00%	16-may-14	BVG
					B		540-D	TASA FIJA 9,25%		
Unión Ferretera S.A. UNIFER	Servicios	SI	PAG	Unión Ferretera S.A. UNIFER	A	1000	540-D	TASA FIJA 9,25%	20-may-14	BVG
Industria Cartonera Asociada S.A. INCASA	Industrial	SI	PAG	Industria Cartonera Asociada S.A. INCASA	A	3.000	367-D	TASA FIJA 8,50%	02-may-14	BVG
					B		540-D	TASA FIJA 8,75%		
					C		720-D	TASA FIJA 9,00%		

Fuente: Bolsa de Valores de Quito.

Elaboración: Departamento Técnico BVQ.

Anexo 7.- Memoria de cálculos por empresa.

KAZAN S.A.			GARPIN S.A.		
Activo	1.489.587,40	1.489.587,40	Activo	611.586,97	611.586,97
(B) Pasivo	-	750.000,00	(B) Pasivo	-	450.000,00
(S) Patrimonio	1.489.587,40	739.587,40	(S) Patrimonio	611.586,98	161.586,98
	1.489.587,40	1.489.587,40		611.586,98	611.586,98

# Acciones	52.530	52.530	# Acciones	158.659	153.659
------------	--------	--------	------------	---------	---------

V= (B+S)	1.489.587,40	1.489.587,40	V= (B+S)	611.586,98	611.586,98
UAll	280.518,66	280.518,66	UAll	238.679,19	238.679,19
(-) Intereses	-	65.951,28	(-) Intereses	-	27.000,00
(=) UAI	303.903,68	237.952,40	(=) UAI	270.030,68	243.030,68
(-) Participación Laboral	45.585,55	35.692,86	(-) Participación Laboral	40.504,60	36.454,60
(-) Impuesto a la Renta	56.829,99	44.497,10	(-) Impuesto a la Renta	50.495,74	45.446,74
(=) UN	201.488,14	157.762,44	(=) UN	179.030,34	161.129,34
Tasa global de impuestos	0,337	80.189,96	Tasa global de impuestos	0,337	81.901,34
O= (I + E)	201.488,14	223.713,72	O= (I + E)	179.030,34	188.129,34
E = (O - I)	201.488,14	157.762,44	E = (O - I)	179.030,34	161.129,34
Ke (util. Disp./ Patrimonio)	0,135	0,213	Ke (util. Disp./ Patrimonio)	0,293	0,997
ke (E/S)	0,135	0,213	ke (E/S)	0,293	0,997
Ki	0	0,09	Ki	0	0,06

V		1.653.899,53	V		642.670,15
D		750.000,00	D		450.000,00
S		903.899,53	S		192.670,15

ko (O/V)	0,135	0,150	ko (O/V)	0,293	0,308
Ke (E/S)	0,135	0,1745	Ke (E/S)		0,8363
Ko= (ki*(1-Tx) (B/V)+ke(S/V)	0,135	0,1218	Ko= (ki*(1-Tx) (B/V)+ke(S/V)	0,293	0,2786

TECNIMAS S.A.		
Activo	739.814,16	739.814,16
(B) Pasivo	-	480.000,00
(S) Patrimonio	739.814,16	259.814,16
	739.814,16	739.814,16

PUBLIPESCA S.A.		
Activo	924.583,64	924.583,64
(B) Pasivo	-	540.000,00
(S) Patrimonio	924.583,65	384.583,65
	924.583,65	924.583,65

# Acciones	20.000	20.000
------------	--------	--------

# Acciones	64.439	64.439
------------	--------	--------

V= (B+S)	739.814,16	739.814,16
UAll	151.769,05	151.769,05
(-) Intereses	-	32.400,00
(=) UAI	153.378,70	120.978,70
(-) Participación Laboral	23.006,81	18.146,81
(-) Impuesto a la Renta	28.681,82	22.623,02
(=) UN	101.690,08	80.208,88
Tasa global de impuestos	0,337	40.769,82
O= (I + E)	101.690,08	112.608,88
E = (O - I)	101.690,08	80.208,88
Ke (util. Disp./ Patrimonio)	0,137	0,309
ke (E/S)	0,137	0,309
Ki	0	0,0675

V= (B+S)	924.583,65	924.583,65
UAll	95.372,57	95.372,57
(-) Intereses	-	36.450,00
(=) UAI	194.252,47	157.802,47
(-) Participación Laboral	29.137,87	23.670,37
(-) Impuesto a la Renta	36.325,21	29.509,06
(=) UN	128.789,39	104.623,04
Tasa global	0,337	53.179,43
O= (I + E)	128.789,39	141.073,04
E = (O - I)	128.789,39	104.623,04
Ke (util. Disp./ Patrimonio)	0,139	0,272
ke (E/S)	0,139	0,272
Ki	0	0,0675

V		819.250,45
D		480.000,00
S		339.250,45

V		1.012.768,42
D		540.000,00
S		472.768,42

ko (O/V)	0,137	0,152
Ke (E/S)		0,2364
Ko= (ki*(1-Tx) (B/V)+ke(S/V)	0,137	0,1241

ko (O/V)	0,139	0,153
Ke (E/S)		0,2213
Ko= (ki*(1-Tx) (B/V)+ke(S/V)	0,139	0,1272

UNIFER S.A.			INCASA		
Activo	18.317,27	18.317,27	Activo	14.565.945,25	14.565.945,25
(B) Pasivo	-	1.000,00	(B) Pasivo	-	3.000.000,00
(S) Patrimonio	18.317,27	17.317,27	(S) Patrimonio	14.565.945,25	11.565.945,25
	18.317,27	18.317,27		14.565.945,25	14.565.945,25

# Acciones	52.530	52.530	# Acciones	5.957.133	5.957.133
------------	--------	--------	------------	-----------	-----------

V= (B+S)	18.317,27	18.317,27	V= (B+S)	14.565.945,25	14.565.945,25
UAll	910,00	910,00	UAll	441.569,00	441.569,00
(-) Intereses	-	92,50	(-) Intereses	-	262.500,00
(=) UAI	910,00	817,50	(=) UAI	441.569,00	179.069,00
(-) Participación Laboral	136,50	122,63	(-) Participación Laboral	66.235,35	26.860,35
(-) Impuesto a la Renta	170,17	152,87	(-) Impuesto a la Renta	82.573,40	33.485,90
(=) UN	603,33	542,00	(=) UN	292.760,25	118.722,75

Tasa global de impuestos	0,337	275,50	Tasa global de impuestos	0,337	
O= (I + E)	603,33	634,50	O= (I + E)	292.760,25	381.222,75
E = (O - I)	603,33	542,00	E = (O - I)	292.760,25	118.722,75
Ke (util. Disp./ Patrimonio)	0,033	0,031	Ke (util. Disp./ Patrimonio)	0,0201	0,0103
ke (E/S)	0,033	0,031	ke (E/S)	0,0201	0,010
Ki	0	0,09	Ki	0	0,087500

V		19.263,67	V		18.967.293,95
D		1.000,00	D		3.000.000,00
S		18.263,67	S		15.967.293,95

ko (O/V)	0,033	0,035	ko (O/V)	0,0201	0,0262
Ke (E/S)	0,033	0,0297	Ke (E/S)	0,0201	0,0074
Ko= (ki*(1-Tx) (B/V)+ke(S/V)	0,033	0,0313	Ko= (ki*(1-Tx) (B/V)+ke(S/V)	0,0201	0,0154

ACEPTACIONES S.A.			TUTTO FREDDO S.A.		
Activo	919.001,84	919.001,84	Activo	2.836.279,81	2.836.279,81
(B) Pasivo	-	400.000,00	(B) Pasivo	-	1.000.000,00
(S) Patrimonio	919.001,84	519.001,84	(S) Patrimonio	2.836.279,81	1.836.279,81
	919.001,84	919.001,84		2.836.279,81	2.836.279,81

# Acciones	52.530	52.530	# Acciones	20.000	20.000
------------	--------	--------	------------	--------	--------

V= (B+S)	919.001,84	919.001,84	V= (B+S)	2.836.279,81	2.836.279,81
UAll	86.515,45	86.515,45	UAll	729.394,49	729.394,49
(-) Intereses	-	25.395,83	(-) Intereses	-	65.312,50
(=) UAI	170.549,63	145.153,80	(=) UAI	729.394,49	664.081,99
(-) Participación Laboral	25.582,44	21.773,07	(-) Participación Laboral	109.409,17	99.612,30
(-) Impuesto a la Renta	31.892,78	27.143,76	(-) Impuesto a la Renta	136.396,77	124.183,33
(=) UN	113.074,40	96.236,97	(=) UN	483.588,55	440.286,36

Tasa global	0,337	48.916,83	Tasa global	0,337	223.795,63
O= (I + E)	113.074,40	121.632,80	O= (I + E)	483.588,55	505.598,86
E = (O - I)	113.074,40	96.236,97	E = (O - I)	483.588,55	440.286,36
Ke (Util. Disp./ Patrimonio)	0,123	0,185	Ke (util. Disp./ Patrimonio)	0,171	0,240
ke (E/S)	0,123	0,185	ke (E/S)	0,171	0,240
Ki	0	0,06	Ki	0,00	0,0653

V		988.559,41	V		2.965.371,80
D		400.000,00	D		1.000.000,00
S		588.559,41	S		1.965.371,80

ko (O/V)	0,123	0,132	ko (O/V)	0,171	0,178
Ke (E/S)	0,123	0,1635	Ke (E/S)	0,171	0,2240
Ko= (ki*(1-Tx) (B/V)+ke(S/V)	0,123	0,1144	Ko= (ki*(1-Tx) (B/V)+ke(S/V)	0,171	0,1637

NOVACREDIT S.A.

Activo	2.739.002,79	2.739.002,79
(B) Pasivo	-	1.815.362,00
(S) Patrimonio	<u>2.739.002,79</u>	<u>923.640,79</u>
	2.739.002,79	2.739.002,79

# Acciones	300.000	300.000
-------------------	----------------	----------------

V= (B+S)	2.739.002,79	2.739.002,79
UAI	923.925,00	923.925,00
(-) Intereses	-	170.436,00
(=) UAI	923.925,00	753.489,00
(-) Participación Laboral	138.588,75	113.023,35
(-) Impuesto a la Renta	<u>172.773,98</u>	<u>140.902,44</u>
(=) UN	612.562,28	499.563,21
Tasa global	0,337	253.925,79
O= (I + E)	612.562,28	669.999,21
E = (O - I)	612.562,28	499.563,21
Ke (util. Disp./ Patrimonio)	0,224	0,541
ke (E/S)	0,224	0,541
Ki	0	0,0939

V	2.995.825,53
D	1.815.362,00
S	1.180.463,53

ko (O/V)	0,224	0,245
Ke (E/S)		0,4232
Ko= (ki*(1-Tx) (B/V)+ke(S/V)	0,2236	0,2080

Anexo 8.- Información.

		Valor Emp. (V)	Deuda (D)	Patrimonio (S)	RUA	UAIL	Intereses	Impuestos	Utilidad Neta	Ko	Ke	Ki	Apalan.
ACEPTACIONE S S.A. ACEPTNCE	S/D	919.001,84	-	919.001,84	9,4%	86.515,45	-	57.475,23	113.074,40	0,12	0,12	0,00	
	C/D	988.559,41	400.000,00	588.559,41	8,8%	86.515,45	25.395,83	48.916,83	96.236,97	0,11	0,16	0,06	67,96%
	%	7,6%	40,5%	59,5%		8,8%		-14,9%	-14,9%	-7,0%	32,9%		
CAMARONERA GARPIN CIA. LTDA.	S/D	611.586,98	-	611.586,98	39,0%	238.679,19	-	91.000,34	179.030,34	0,293	0,293	0,000	
	C/D	642.670,15	450.000,00	192.670,15	37,1%	238.679,19	27.000,00	81.901,34	161.129,34	0,279	0,836	0,060	233,56%
	%	5,1%	70,0%	30,0%		37,1%		-10,0%	-10,0%	-4,8%	185,7%		
TECNIMAS S.A.	S/D	739.814,16	-	739.814,16	20,5%	151.769,05	-	51.688,62	101.690,08	0,137	0,137	0,000	
	C/D	819.250,45	480.000,00	339.250,45	18,5%	151.769,05	32.400,00	40.769,82	80.208,88	0,124	0,236	0,068	141,49%
	%	10,7%	58,6%	41,4%		18,5%		-21,1%	-21,1%	-9,7%	72,0%		
PUBLIPESCA S.A.	S/D	924.583,65	-	924.583,65	10,3%	95.372,57	-	65.463,08	128.789,39	0,139	0,139	0,000	
	C/D	1.012.768,42	540.000,00	472.768,42	9,4%	95.372,57	36.450,00	53.179,43	104.623,04	0,127	0,221	0,068	114,22%
	%	9,5%	53,3%	46,7%		9,4%		-18,8%	-18,8%	-8,7%	58,9%		
KAZAN S.A.	S/D	1.489.587,40	-	1.489.587,40	18,8%	280.518,66	-	102.415,54	201.488,14	0,135	0,135	0,000	
	C/D	1.653.899,53	750.000,00	903.899,53	17,0%	280.518,66	65.951,28	80.189,96	157.762,44	0,122	0,175	0,088	82,97%
	%	11,0%	45,3%	54,7%		17,0%		-21,7%	-21,7%	-9,9%	29,0%		
HELADERÍAS TUTTO FREDO S.A.	S/D	2.836.279,81	-	2.836.279,81	25,7%	729.394,49	-	245.805,94	483.588,55	0,171	0,171	0,000	
	C/D	2.965.371,80	1.000.000,00	1.965.371,80	24,6%	729.394,49	65.312,50	223.795,63	440.286,36	0,164	0,224	0,065	50,88%
	%	4,6%	33,7%	66,3%		24,6%		-9,0%	-9,0%	-4,0%	31,4%		
UNION FERRETERA S.A. UNIFER	S/D	18.317.265,42	-	18.317.265,42	5,0%	910.000,00	-	306.670,00	603.330,00	0,033	0,033	0,00	
	C/D	19.263.671,13	1.000.000,00	18.263.671,13	4,7%	910.000,00	92.500,00	275.497,50	542.002,50	0,031	0,030	0,09	5,48%
	%	5,2%	5,2%	94,8%		4,7%		-10,2%	-10,2%	-4,9%	-9,9%		
NOVACREDIT S.A.	S/D	2.739.002,79	-	2.739.002,79	33,7%	923.925,00	-	311.362,73	612.562,28	0,22	0,22	0,00	
	C/D	2.995.825,53	1.815.362,00	1.180.463,53	30,8%	923.925,00	170.436,00	253.925,79	499.563,21	0,21	0,42	0,09	153,78%
	%	9,4%	60,6%	39,4%		30,8%		-18,4%	-18,4%	-7,0%	89,2%		
INDUSTRIA CARTONERA ASOCIADA S.A. INCASA	S/D	14.565.945,25	-	14.565.945,25	3,0%	441.569,00	-	148.808,75	292.760,25	0,020	0,020	0,000	
	C/D	18.967.293,95	3.000.000,00	15.967.293,95	2,3%	441.569,00	262.500,00	60.346,25	118.722,75	0,015	0,007	0,088	18,79%
	%	30,2%	15,8%	84,2%		2,3%		-59,4%	-59,4%	-23,2%	-63,0%		

Elaboración: Autora

