



**UNIVERSIDAD TÉCNICA PARTICULAR DE LOJA**

*La Universidad Católica de Loja*

**TITULACION DE INGENIERIA EN ADMINISTRACION BANCA Y FINANZAS**

**Emisión de obligaciones: Una estrategia de financiamiento  
de las Pymes en Santo Domingo de los Tsáchilas. 2011**

**Autor:** Peralta Orovio Manuel Jesús

**Director :** Peñarreta Quezada Miguel Ángel

**Santo Domingo de los Tsachilas**

**2012**

## CERTIFICACION

Ingeniero.

Peñarreta Quezada Miguel Ángel

DIRECTOR DEL TRABAJO DE FIN DE CARRERA

## CERTIFICA:

Que el presente trabajo, denominado “Emisión de obligaciones: Una estrategia de financiamiento de las Pymes en Santo Domingo de los Tsáchilas. 2011” realizado por el profesional en formación: Peralta Orovio Manuel Jesús; cumple con los requisitos establecidos en las normas generales para la Graduación en la Universidad Técnica Particular de Loja, tanto en el aspecto de forma como de contenido, por lo cual me permito autorizar su presentación para los fines pertinentes.

Loja, Septiembre del 2011

f). . . . .

## CESIÓN DE DERECHOS

“Yo, Peralta Orovio Manuel Jesús declaro ser autor del presente trabajo y eximo expresamente a la Universidad Técnica Particular de Loja y a sus representantes legales de posibles reclamos o acciones legales.

Adicionalmente declaro conocer y aceptar la disposición del Art. 67 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 que se realicen a través, o con el apoyo financiero, académico o institucional (operativo) de la Universidad”.

f. ....

Autor Peralta Orovio Manuel Jesús

Cédula 1717108185

## AUTORIA

Las ideas, conceptos, procedimientos y resultados vertidos en el presente trabajo, son de exclusiva responsabilidad del autor.

f. ....

Peralta Orovio Manuel Jesús

## DEDICATORIA

Dedico este trabajo en primer lugar a DIOS, quien me da la vida y fortaleza para superar los desafíos a los que me enfrento.

A mi madre quien con su amor, paciencia y sabiduría ha guiado mi camino paso a paso incondicionalmente.

A mis seres queridos y a los que no están físicamente junto a mí, no obstante me cuidan y protegen.

Y a todas las personas que de una u otra manera coadyuvaron al desarrollo del presente trabajo.

MUCHAS GRACIAS....

Manuel J. Peralta O.

## **AGRADECIMIENTO**

A la Universidad Técnica Particular de Loja por permitirnos realizar nuestros estudios profesionales, a través de la Educación a Distancia.

Al Directorio de la empresa TERRA SOL S.A. de la ciudad de Santo Domingo de los Tsáchilas, por su gentil colaboración al proporcionar toda la información necesaria para desarrollar el presente trabajo de investigación.

De manera especial, mi agradecimiento al Ingeniero Miguel Ángel Peñarreta, por haber guiado y orientado acertadamente este trabajo de investigación y aplicación.

Finalmente agradezco a todas las personas que de una u otra manera colaboraron en la consecución y elaboración de este estudio metodológico.

El Autor

## ÍNDICE DE CONTENIDOS

INTRODUCCIÓN	ix
--------------	----

### CAPÍTULO I

<b>1.</b>	<b>MERCADOS DE VALORES</b>	
1.1.	Historia del Mercado de Valores en el Ecuador	1
1.2.	Importancia del Mercado de Valores.	2
1.2.1.	Beneficios de cotizar en la Bolsa de Valores	3
1.2.2.	Participantes	7
1.2.3.	Consejo Nacional de Valores	9
1.3.	instrumentos y derivados financiero	10
1.3.1.	Instrumentos Financieros	10
1.3.1.1.	Según la renta	11
1.4.	De las Obligaciones	12
1.5.	Quienes emiten Obligaciones en la actualidad	13

### CAPITULO II

<b>2.</b>	<b>GESTION DE RIESGO FINANCIERO</b>	
2.1.	Riesgo en la empresa	16
2.2.	Riesgo sistemático	16
2.3.	Riesgo específico	18
2.3.1.	Riesgo económico	18
2.3.2.	Riesgo financiero	18
2.3.3.	Riesgo de crédito	19
2.3.4.	Riesgo de liquidez	19
2.4.	Estrategia de cobertura	20
2.5.	Métodos de cobertura	20

### CAPITULO III

<b>3.</b>	<b>CASO PRÁCTICO: EMPRESA TERRA SOL S.A.</b>	
3.1.	Historia de la Empresa	21
3.2.	Costo emisión de obligaciones	24
3.2.1.	Análisis costos emisión	26
3.2.2.	Análisis costos colocación	32
3.3.	Costo financiamiento Corporación Financiera Nacional	35
3.3.1.	Análisis costos crédito en la Corporación Financiera Nacional	37
3.4.	Diferencia entre financiamientos	39
3.5.	Análisis de flujos futuros respecto a las dos alternativas válidas Vs. Proyecciones una vez aplicado el proyecto	42

<b>4.</b>	<b>CONCLUSIONES</b>	45
<b>5.</b>	<b>RECOMENDACIONES</b>	47
<b>6.</b>	<b>BIBLIOGRAFÍA</b>	49
<b>7.</b>	<b>ANEXOS</b>	50
	INDICE DE GRAFICOS	60
	INDICE DE CUADROS	61



## RESUMEN EJECUTIVO

El objetivo principal de esta tesis es la propuesta de una alternativa de financiamiento para la empresa Terra sol S.A., mediante la cual se demostrara las ventajas que proporciona la emisión de obligaciones financieras como una estrategia de apalancamiento, y analizar los beneficios que se podría obtener sobre otros mecanismos financieros.

La realización de la investigación, tendrá un impacto económico – financiero positivo en la empresa Terra sol S.A., se estima que con los recursos obtenidos aporten al sustento de futuros proyectos que posee la empresa.

Adicionalmente, permitirá en forma general contar con los pasos necesarios para la emisión de obligaciones, así como, conocer que requisitos son necesarios para la participación en el mercado de valores, entre otros aspectos, para la toma de decisiones, con la finalidad que Terra sol S.A. pueda alcanzar el cumplimiento de la misión, visión, objetivos, planes, estrategias y crecimiento económico – financiero en forma óptima.

Finalmente, el estudio realizado tendrá un aporte adicional, el cual es promover la incursión en el mercado bursátil de las empresas locales, muchas de las cuales desconocen su funcionamiento.

## **Capítulo I: Mercados de valores**

El Mercado de valores o financiero es donde se intercambian activos financieros, se comercian. Se puede definir a un mercado financiero como el lugar, los mecanismos o los procedimientos, donde o a través de los cuales, se intercambian activos financieros y se fijan sus precios. El mercado financiero es el lugar, mecanismo o sistema en el cual se compran y venden cualquier activo financiero.

Los mercados financieros pueden funcionar sin contacto físico, a través de teléfono, fax, ordenador. También hay mercados financieros que si tiene contacto físico, como los corros de la bolsa. La finalidad del mercado financiero es poner en contacto oferentes y demandantes de fondos, y determinar los precios justos de los diferentes activos financieros.

Las ventajas que tienen los inversores gracias a la existencia de los mercados financieros son la búsqueda rápida del activo financiero que se adecue a nuestra voluntad de invertir, y además, esa inversión tiene un precio justo lo cual impide que nos puedan timar. Otra finalidad de los mercados financieros es que los costes de transacción sea el menor posible. Pero debemos insistir en que la finalidad principal es determinar el precio justo del activo financiero, ello dependerá de las características del mercado financiero.

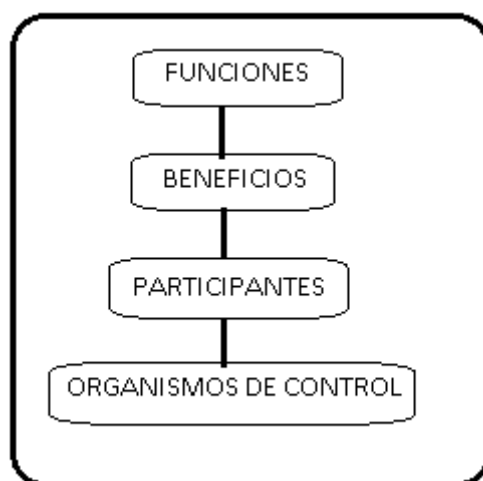
### **1.1.Historia del Mercado de Valores en el Ecuador**

Los inicios del mercado de valores del Ecuador están ligados a la historia de la Bolsa de Comercio como institución jurídica cuyas disposiciones están en el Código de Comercio de 1906, normativa legal que no fue suficiente para estimular el desarrollo del mercado de valores. Transcurrieron casi 30 años hasta que en 1935 se estableció en Guayaquil la denominada; Bolsa de Valores y Productos del Ecuador C. con una efímera existencia desde mayo de 1935 a junio de 1936, debida a la escasa oferta de títulos valores, la baja capacidad de ahorro del país en ese entonces, la falta de educación del público en este tipo de inversiones financieras, la incipiente estructura industrial del país y las alteraciones de orden político que caracterizaron a esa época.

En el año 1965, se crea la Comisión de Valores-Corporación Financiera Nacional, básicamente como una institución orientada a la concesión de crédito y al desarrollo industrial, y que tenía solamente como una más de sus múltiples actividades la de promover la creación de las bolsas de valores; sin embargo, fue precisamente este mandato legal y sobre todo el crecimiento económico del país que llevó a que esta institución promueva la creación de las bolsas de valores en el Ecuador.

## 1.2. Importancia del Mercado de Valores.

**Gráfico N° 1:** Esquema básico mercado de valores



**Elaboración:** Manuel Peralta

En la época actual el mercado de valores forma parte indisoluble del sistema financiero de cualquier país. En el nuevo mundo de la economía globalizada existe una tendencia inexorable a incrementar la importancia de la intermediación del mercado de valores en el conjunto del sistema financiero.

Una característica esencial del nuevo entorno financiero mundial, es la de constituir un proceso de desintermediación del sistema bancario hacia la conversión de valores bursátiles.

Lo que puede apreciarse en el mundo económico y financiero es observar que aquellos prestatarios que gozan de prestigio, están incrementando su habilidad para satisfacer, sus necesidades de liquidez, y administración de riesgos financieros y de mercado acudiendo a los mercados de valores líquidos. Así, las emisiones de papel comercial, aceptaciones bancarias, obligaciones, acuerdos de recompra (Repurchase Agreements), notas bursatilizadas, están convirtiéndose en los instrumentos financieros por excelencia de los tesoreros corporativos.

En este proceso de ilustración se detalla a continuación

### **1.2.1. Beneficios de cotizar en la Bolsa de Valores**

Antes de explicar los beneficio que implica cotizar en bolsa de valores, es necesario acotar lo siguiente; las empresas que han decidido participar en el mercado de valores a través de cotización en la bolsa, estas han logrado un alto grado de organización y gestión y esto reconocido no solo por los inversores, sino por los clientes, proveedores y el departamento de control y planificación financiera de dicha organización. En efecto, durante los últimos años en los mercados mundiales, se ha hecho notorio un significativo aumento del número de empresas que cotizan en Bolsa.

En un entorno empresarial cada día más competitivo, el crecimiento continuo se ha convertido en uno de los objetivos básicos para la empresa. Una gestión eficaz debe perseguir no sólo la obtención de los recursos necesarios, sino el mantenimiento del equilibrio entre fondos propios y ajenos. La financiación a través de recursos propios es, por tanto imprescindible para aportar a la expansión de la empresa características de solidez, flexibilidad y reducción de riesgo financiero. En cualquier caso, la Bolsa no es sólo un mercado de renta variable. De hecho, cada año con mayor volumen, se negocian numerosas emisiones de renta fija

Para proporcionar liquidez a los accionistas. El mercado bursátil permite a los propietarios de las empresas una rápida conversión en liquidez del capital invertido en el negocio. Las razones que uno o varios accionistas tienen para desprenderse de su participación en la empresa pueden ser varias. La más evidente es la de obtener recursos para la realización de inversiones alternativas.

Con el motivo de obtener una valoración objetiva de la empresa. Las acciones de una compañía que cotiza en Bolsa cuentan con un valor de mercado objetivo, el valor bursátil o capitalización de la empresa. El mercado de valores incorpora sistemáticamente las expectativas de crecimiento y beneficios en la valoración de las empresas cotizadas, así como otras variables externas a la empresa. Esta particularidad distingue los precios de las operaciones en Bolsa de los que se pagarían atendiendo a otros métodos. Cotizar en Bolsa significa acceder a la importante masa de recursos aportada por los inversores.

La salida de una empresa a Bolsa implica una mayor profesionalización de la organización por las exigencias que exige el estar cotizando en el mercado: transparencia y obligación de información. Cuanto más se acerque un mercado financiero al ideal de mercado financiero perfecto, el precio del activo estará más ajustado a su precio justo.

- Funciones
  - a) Poner en contacto a los agentes que intervienen en los mismos: prestatarios y prestamistas, intermediarios financieros bancarios y no bancarios, brokers y dealers,
  - b) Ser un mecanismo de acción de precio de activos.
  - c) Proporcionar liquidez a los activos.
  - d) Reducir los plazos y los costes de intermediación.
  
- Características
  - Transparencia.\_ un mercado es transparente cuando es posible obtener la información de un modo barato y fácil para los agentes que participan en él.
  
  - Libertad.\_ la libertad de un mercado viene determinada por la inexistencia de limitaciones para el acceso a él como comprador o vendedor, por la posibilidad de negociar activos en las cantidades deseadas y por libre formación de precios.

- Profundidad.\_ un mercado es profundo cuando existen en el órdenes de compra y venta por encima y debajo del precio de equilibrio al que se negocia un activo en cada momento.
- Amplitud.\_ un mercado es amplio cuando existen en él órdenes de compra y venta por encima y por debajo del precio de equilibrio en volumen suficiente.
- Flexibilidad.\_ un mercado es flexible si ante las variaciones de precios, que desequilibran temporalmente las órdenes de compra y venta, surgen nuevas órdenes que restablecen el equilibrio.

No existe ningún mercado financiero que sea perfecto, nunca se estará seguro de que el precio de mercado refleja su valor justo.

- Clasificación

- Directos e indirectos

- ✓ Directos.\_ Las familias van directamente a las empresas y les ofrecen sus recursos.
- ✓ Indirectos.\_ Cuando en el mercado aparecen algún intermediario (agentes financieros, intermediarios financieros).

- Libres y regulados

- ✓ Libres.\_ No existen ninguna restricción (ni en la entrada, ni en la salida del mercado, ni en la variación de los precios).
- ✓ Regulados.\_ Existen ciertas regulaciones o restricciones, para favorecer el buen funcionamiento del mercado financiero.

- Organizados y no inscritos
  - ✓ Organizados.\_ Cuenta con algún tipo de reglamentación.
  - ✓ No inscritos.\_ No cuentan con una reglamentación (OTC o extrabursátiles)
  
- Primarios y secundarios
  - ✓ Primarios.\_ Las empresas u organismos públicos obtienen los recursos financieros.
  - ✓ Secundarios.\_ Juego que se realiza con las acciones entre los propietarios de los activos financieros (revender o recomprar activos financieros).
  
- Centralizados y descentralizados
  - ✓ Centralizados.\_ Existe un precio único y, básicamente, un lugar único de negociación (mercado continuo español)
  - ✓ Descentralizados.\_ Existen varios precios para el mismo activo financiero (las Bolsas de valores en España).
  
- Dirigidos por órdenes o por precios
  - ✓ Dirigidos por órdenes.\_ se opera sobre la base de la concurrencia de ofertas y demandas en un espacio físico (parquet) o a través de conexión de ordenadores.
  - ✓ Dirigidos por precios.\_ el sistema funciona sobre la base de operadores (market makers) que crean mercado mediante la publicación constante de precios a los que está dispuesto a comprar o a vender los diferentes valores cotizados.

- Monetarios y de capital

- ✓ Monetarios.\_ mercados al por mayor donde se “negocian títulos a corto plazo y los volúmenes de negociación son muy elevados.
- ✓ De capital.\_ se negocian títulos largo plazo.

### **1.2.2. Participantes**

Los agentes económicos que concurren al mercado se pueden clasificar en las siguientes categorías:

- a) Emisores de valores
- b) Inversionistas
- c) Intermediarios bursátiles
- d) Otros participantes

A continuación se explica detalladamente cada una de estas categorías.

#### **a) Emisores de valores**

Son las entidades económicas que requieren de financiamiento para la realización de diversos proyectos. Además de requerir de financiamiento, cumplen con los requisitos de inscripción y mantenimiento establecidos por las autoridades para garantizar el sano desempeño del mercado.

Entre éstos se tienen:

- ✓ Empresas Industriales, comerciales y de servicios.
- ✓ Instituciones financieras.
- ✓ Instituciones gubernamentales.



## **b) Inversionistas**

Son agentes económicos que demandan diferentes instrumentos financieros (valores), con el propósito de obtener los mayores rendimientos posibles respecto a los riesgos que están dispuestos a asumir. Aquí podemos encontrar a:

- ✓ Personas físicas y morales tanto ecuatorianas como extranjeras.
- ✓ Gobierno Central.
- ✓ Sociedades de inversión.
- ✓ Inversionistas Institucionales.
- ✓ Instituciones Financieras.

## **c) Intermediarios Bursátiles**

Son aquellas entidades o personas morales autorizadas para: realizar operaciones de correturía, de comisión u otras tendientes a poner en contacto la oferta y la demanda de valores; efectuar operaciones por cuenta propia, con valores emitidos o garantizados por terceros respecto de las cuales se haga oferta pública; así como administrar y manejar carteras de valores propiedad de terceros.

Bajo este estudio se tienen a casas de bolsa y especialistas bursátiles. Las demás entidades financieras autorizadas por otras leyes para operar con valores en el mercado se detallan los siguientes:

- Bolsas de valores: Las bolsas tienen por objeto facilitar las transacciones con valores y procurar el desarrollo del mercado de valores al proveer la infraestructura necesaria para poner en contacto a oferentes y demandantes de los valores en ellas cotizados.
- Instituciones para depósito de valores: Su función principal es la custodia y administración de valores, así como facilitar la liquidación y compensación de operaciones celebradas con valores dentro y fuera de bolsa.
- Sociedades de inversión: Las sociedades de inversión tienen por objeto la adquisición de valores y venta de Activos Objeto de Inversión con recursos provenientes de la colocación de las acciones representativas de su capital social entre el público inversionista, así como la contratación de los servicios y la

realización de las demás actividades previstas en la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero.

#### **d) Otros participantes**

- Brokers: Actúan por cuenta de terceros, cobrando una comisión (SIF, Enlaces Prebon, Lince, Reuters).
- Dealers: Son brokers que además pueden actuar por cuenta propia.
- Formador de Mercado (*Market Maker*): Son brokers que se especializan en determinados mercados financieros. Siempre deben dar un precio de compra y uno de venta, y están obligados a operar a esos precios.

#### **1.2.3. Consejo Nacional de Valores**

El Consejo Nacional de Valores, se creó de acuerdo a la reforma de la Ley de Mercado de Valores el 23 de julio de 1998 como el Organismo encargado de establecer la política general del mercado de valores y de regular su actividad.

*Art. 5.- De la naturaleza y composición.- Para establecer la política general del mercado de valores y regular su funcionamiento, créase adscrito a la Superintendencia de Compañías, como órgano rector del mercado de valores, el Consejo Nacional de Valores (C.N.V.), el mismo que estará integrado por siete miembros: Cuatro del sector público; el Superintendente de Compañías, quien lo presidirá; un delegado del Presidente de la República; el Superintendente de Bancos y Seguros y el Presidente del Directorio del Banco Central del Ecuador; y, tres del sector privado, designados por el Presidente de la República de las ternas enviadas por el Superintendente de Compañías. Serán alternos, del Superintendente de Compañías, el Intendente de Valores; del Superintendente de Bancos y Seguros, el Intendente General de Bancos; del Presidente del Directorio del Banco Central, un delegado elegido por el Directorio de entre sus miembros; y del delegado del Presidente de la República y los del sector privado, los que sean designados como tales siguiendo el mismo procedimiento que para la designación del principal. Cuando no asista el Superintendente de Compañías o cuando se conozcan en última instancia administrativas resoluciones de la Superintendencia de Compañías, la presidencia del Consejo la ejercerá el delegado del Presidente de la República.*

El Superintendente de Compañías cuidará que las designaciones establezcan un equilibrio regional.

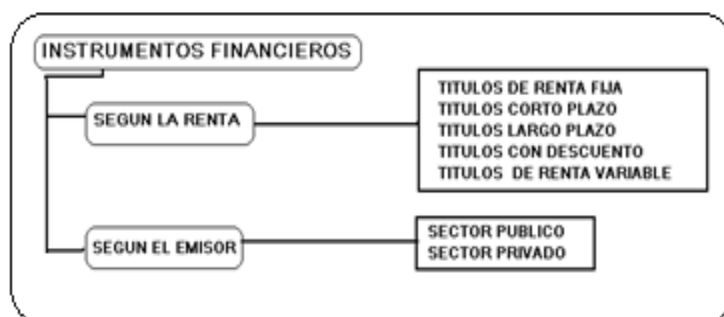
### 1.3. instrumentos y derivados financieros

En este capítulo se tratará los medios por los cuales se puede realizar inversiones en el mercado de valores. Al existir una serie de productos que se ofrecen, es necesario indicar las relaciones y diferencias que tienen varios de estos entre sí. A continuación se emitirá las clasificaciones de los productos más utilizados, así como su definición.

#### 1.3.1. Instrumentos Financieros

Los denominados Instrumentos Financieros (*activos financieros*) son títulos emitidos por las unidades económicas de gasto, que conforman un medio de mantener riqueza en quienes los poseen y al mismo tiempo un pasivo para quienes lo generan. Como vemos se convierte en un pasivo para unos y en un activo para otros por lo que no contribuye a incrementar la riqueza del país aunque sí a una enorme movilidad de los recursos económicos.

**Gráfico N° 2:** Esquema básico de instrumentos financieros



**Elaborado:** Manuel Peralta

### 1.3.1.1. Según la renta

Los títulos valores según su tipo de renta estos se pueden clasificar en: renta fija, con descuento y renta variable.

a) Títulos de renta fija.\_ son títulos de deuda, en estos títulos las condiciones de rentabilidad (interés), periodicidad de pago, vencimiento, etc., son perfectamente conocidas por el inversionista en el momento que efectúa la negociación. Estas operaciones son la mayoría de los casos de corto plazo.

- Títulos de corto plazo.\_ son títulos cuyo plazo de vigencia se ubica de 1 a 360 días. Los principales son: pólizas de acumulación, pagare, certificados financieros, etc.
- Títulos de largo plazo.\_ son títulos cuyo vencimiento mayor a 360 días y son: cédulas hipotecarias, cédulas prendarias, bonos de garantía, bonos de prenda, bonos hipotecarios, bonos del estado, bonos de conversión de deuda externa, obligaciones y certificados de derecho fiduciario (CDF).

b) Títulos con descuento.\_ Estos valores son también denominados de rendimiento implícito o cero cupón, porque la rentabilidad está representada en el descuento que recibe el comprador al momento de su adquisición.

Son títulos representativos de deuda que no devenga intereses. Tienen un valor único, en el cual está incorporada (invisiblemente) la rentabilidad, de ahí que su forma de negociación es con descuento. Dentro de estos valores están: títulos del banco central, letras de cambio, cupones, carta de crédito, y avales bancarios.

Un ejemplo típico de títulos con descuento son los títulos del Banco Central (TBC) que son títulos que emite el BCE con la finalidad de recoger los excedentes de liquidez en el sistema financiero para posteriormente negociar estos valores a través de los repos a las entidades que requieren de liquidez, este mecanismo se llama de recirculación.

- c) Títulos de renta variables.\_ La naturaleza de estos papel es no es la deuda, sino de carácter patrimonial, por lo tanto su rendimiento no se lo puede conocer el momento de la transacción, ni depende de una tasa de interés, sino que se lo determine por diferentes factores que posibilitan la generación de utilidades, tales como: la capacidad gerencial, el mercado, el entorno macroeconómico, etc.

Las inversiones de renta variable, están expuestas al manejo administrativo, a la eficiencia en la conducción de los principales directivos e incluso a la credibilidad frente a la comunidad. La rentabilidad de las acciones esta en concordancia con los dividendos que reparta la empresa y las expectativas de su desempeño futuro. Como se deduce, el riesgo del inversionista, en este tipo de valores, es mayor comparado con los valores de renta fija. Dentro de esta clasificación se puede anotar los siguientes títulos: acciones y certificados de derecho fiduciario.

#### **1.4. De las Obligaciones**

En la actualidad las empresas Pymes y las compañías grandes están obligadas a ser competitivos sin comprometer su liquidez, buscando alternativas de inversión para proyectos productivos de diferente naturaleza, La Emisión de Obligaciones, se presenta como una alternativa de captación de fuentes de financiamiento frescas, la tasa de interés y el procedimiento vuelve atractiva la aplicación de esta alternativa.

La referencia de países amigos quienes están en la actualidad gestionando estas alternativas, emite una referencia válida, la tasa de interés muy por debajo del mercado crediticio normal, permite entre otras las siguientes ventajas:

- Flujos de caja residuales positivos
- Reinversión en otras fuentes productivas
- Liquidez

En la ciudad de Santo Domingo, la Emisión de obligaciones es un mito, el desconocimiento de los procesos de contratación de esta alternativa a los empresarios les hace pensar de forma negativa, lo que justifica la aplicación de este estudio, el cual debe ser difundido en diferentes espacios, la comunidad empresarial,

Cámara de Comercio, entre otros deben mirar al futuro y permitir formas no convencionales de acceso crediticio.

En el transcurso de este estudio se emitirá todo un procedimiento de implantación de la contratación de la Emisión de Obligaciones Crediticias, gestionadas a través de la Bolsa de valores tanto de Quito como Guayaquil, el panorama y la metodología permitirá una fácil aplicación para todo tipo de empresas, los empresarios y las organizaciones gremiales, verán una fácil forma de acceso y finalmente la captación de fondos que es lo más importante.

La aplicación del caso práctico “Empresa Terra Sol” se verá como no se compromete en forma significativa los Flujos convencionales y la liquidez de la empresa así como los balances de comprobación históricos y futuros, volviendo una verdadera estrategia la aplicación de esta metodología

En nuestra ciudad no se ha implantado ningún procedimientos de emisión de Obligaciones no se conoce a ninguna empresa que haya contratado esta metodología.

### **1.5. Quienes emiten obligaciones en la actualidad**

Es importante saber que actualmente empresas grandes en el Ecuador, han tomado al proceso de emisiones de obligaciones como una manera eficaz de financiarse a bajo costo.

El éxito en el mercado obtenido por estas empresas, demuestran la ventaja en lo que a minimizar el costo se refiere, sirviendo de ejemplo para las Pymes en la ciudad de Santo domingo de los Tsáchilas, que mediante una eficiente asesoría financiera se puede obtener recursos financieros, sin tener que renunciar a varios aspectos importantes como son merma de utilidades, reducción de liquidez, e incluso perdida de parte del patrimonio a otros derivados financieros como son las acciones.

Entre estas conocidas tenemos a:

- PINTURAS CONDOR S.A.
- TIA S.A. - TIENDAS INDUSTRIALES ASOCIADAS
- TEOJAMA COMERCIAL S.A.
- EDIMCA C.A. - EMPRESA DURINI INDUSTRIA DE MADERA
- PLASTLIT S.A. - PLASTICOS DEL LITORAL
- CASABACA S.A.
- LIFE C.A. - LABORATORIOS INDUSTRIALES FARMACEUTICOS  
ECUATORIANOS
- AEROGAL S.A. - AEROLINEAS GALAPAGOS
- OPTICA LOS ANDES CIA. LTDA.

Unos de los aspectos en los que influyen significativamente, es el riesgo que incurre los inversionistas al momento de colocar su apreciados recursos económicos en proyectos que si bien son rentables y solventes, no están exentos de eventuales fluctuaciones del mercado, o de su administración misma.

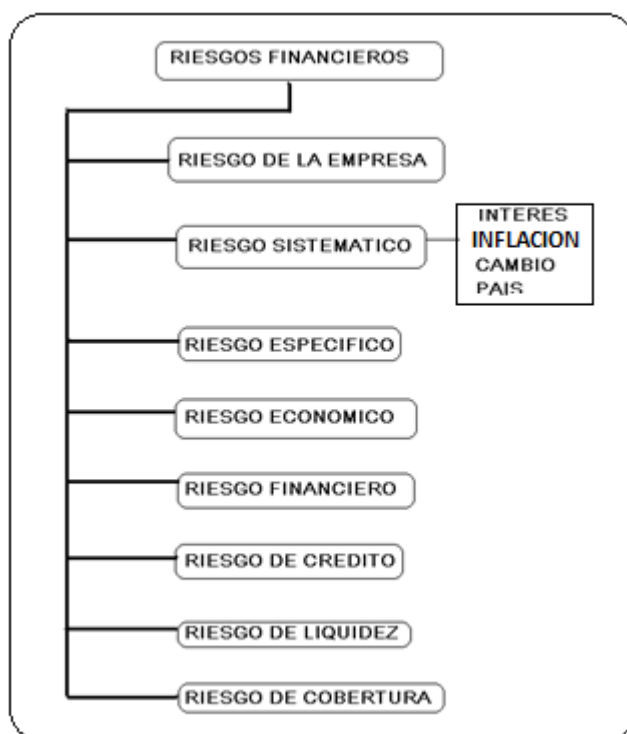
De ahí que el análisis que las calificadoras de riesgo realicen es sustancial, es tanto así, que se necesita un control periódico de la situación de la empresa, mientras dure la vigencia del título de deuda.

Esto nos brinda la oportunidad de realizar un breve vistazo a los diferentes riesgos a los que se enfrentan las empresas, y de cómo se manejan estas para mitigarlos.

## Capítulo II: Gestión de riesgo financiero

Ahora que ya se ha visto lo que son los mercados financieros así como los instrumentos que se manejan en este sistema, es hora de hablar sobre los distintos riesgos que inevitablemente enfrentan la toma de decisiones financieras, ya que el riesgo es inherente en toda la organización. La naturaleza y extensión de los riesgos que se asumen dependen de los objetivos del negocio y la forma como se responde a esos riesgos al intentar mitigarlos.

**Gráfico N° 3:** Esquema básico riesgos financieros



**Elaborado:** Manuel Peralta



## 2.1. Riesgo en la empresa

Esta clase de riesgo tiene que ver mucho con la empresa donde los inversionistas van a depositar su capital y confianza, puesto que aun en empresas con mucho recorrido, impulsan ciertos proyectos que para el inversionista trae consigo un alto grado de riesgo, en comparación para otras inversiones que ofrecen el mismo rendimiento, pero con menor riesgo, es ahí donde la empresa para atraer al inversor le ofrece una incentivo que se le denomina prima de riesgo. La relación que mantiene el rendimiento-riesgo, se entiende como la compensación por el riesgo asumido, de manera que a mayor riesgo la compensación deberá ser mayor, a mayor riesgo mayor rentabilidad.

## 2.2. Riesgo sistemático

Este tipo de riesgo tiene su fundamento en factores o derivados externos, como son por ejemplo:

- Riesgo de inflación
- Riesgo de interés
- Riesgo de cambio
- Riesgo País

### Riesgo de inflación

El riesgo de inflación es la variabilidad que se produce en el poder adquisitivo de los flujos monetarios como consecuencia de la variación de precios. El deterioro en el poder adquisitivo del dinero hace que no se puedan alcanzar los objetivos esperados.

El origen de la inflación se debe en gran parte a estos tres factores.

- Inflación de demanda
- Inflación de costos
- Inflación estructural

La especulación que en estos tiempos está muy de moda, antes se especulaba con el tipo de cambio, hoy en día se utiliza incluso los productos de primera necesidad, como el azúcar, harina, el gas, y otros.

### Riesgo de interés

El riesgo de interés hace referencia a como las variaciones en los tipos de interés de mercado afectan al rendimiento de las inversiones. Así por ejemplo, si usted acaba de comprar una obligación del Estado a diez años y pretende mantenerla en su poder durante un año estará preocupado acerca de una posible subida de los tipos de interés, pues si ésta ocurriese el valor de su obligación descendería provocando una caída del rendimiento anual de su inversión; por el contrario, si los tipos de interés descendiesen su rendimiento anual ascendería al aumentar su valor. Los tipos de interés dependen de diversas variables, algunas de las cuales son muy difíciles de predecir.

### Riesgo de cambio

Es la variabilidad de los resultados como consecuencia de la variación del tipo de cambio entre diferentes monedas. Es un riesgo sistemático y afecta a todas las decisiones financieras que generan flujos financieros en diferentes monedas. Evidentemente, el riesgo es menor cuanto menor sea la cuantía de los flujos internacionales implicados en la operación y, por tanto susceptibles de variación por traslado a otra moneda. Siempre que los cobros o pagos se comprometan en moneda extranjera, aparecerá el riesgo de cambio. Entre las principales operaciones que se hallan sometidas a este riesgo están:

- Exportaciones
- Importaciones
- Préstamos al extranjero
- Préstamos en divisa
- Inversiones directas en el extranjero

### Riesgo País

Viene determinado por la variabilidad que se produce en el rendimiento como consecuencia de situaciones o decisiones generalmente de tipo político, que afectan a las actividades en un país extranjero. Es un riesgo sistemático, en el sentido de que obedece a factores no controlables por la empresa, pero tiene también algo de

riesgo específico, en el sentido de que puede diversificarse si la empresa reparte sus actividades entre varios países.

La comunidad financiera internacional intensificó su preocupación por el riesgo-país desde la década de 80', momento en el que muchos países se vieron empujados a reestructurar su deuda externa. Este riesgo depende, a su vez, de dos factores: estabilidad político-social del país y capacidad de dicho país para generar divisas en el futuro: factores relacionados con el riesgo político y el riesgo económico-financiero respectivamente (Ver anexo N°1).

### **2.3. Riesgo específico**

De otro lado estos riesgos son producto de factores internos, que en cierta forma, son controlables y que puede ser anulados o reducidos a través de una eficiente diversificación como son; riesgo económico, financiero, de crédito, y liquidez.

#### **2.3.1. Riesgo económico**

Se refiere a la variabilidad en los resultados como consecuencia de circunstancias que afectan de manera particular a la empresa. Es un riesgo específico, y, por lo tanto, puede ser objeto de diversificación.

Las operaciones a corto plazo tienen menor riesgo, en el sentido de que existe menos tiempo y, por lo tanto, menos oportunidades de que sucedan hechos imprevistos. El criterio del plazo de recuperación o pay back para seleccionar inversiones que en más corto tiempo evitan el riesgo de pérdida.

#### **2.3.2. Riesgo financiero**

Se refiere a la variabilidad del rendimiento derivada de la proporción de recursos ajenos utilizados. Aparecen en las inversiones productivas en función del reparto del beneficio entre los recursos ajenos y los recursos propios empleados en su financiación. Aparece, también, en las inversiones financieras en función de la proporción de recursos propios existentes para respaldar las obligaciones financieras.

Cuanto mayor sea la suma de dinero que un agente debe en relación a su tamaño y cuanto mayor sea el tipo de interés cargado, mayores serán las posibilidades que tiene de que la carga financiera llegue a ser un problema. El riesgo financiero está referido a la variabilidad en los beneficios esperados por los accionistas y al aumento del riesgo de insolvencia soportado por éstos debido a la utilización del apalancamiento financiero.

### **2.3.3. Riesgo de crédito**

El riesgo de crédito o rating es un indicador de referencia expresivo de la mayor o menor capacidad o probabilidad de pago en el tiempo estipulado, tanto de los intereses como de la devolución del principal que toda deuda comporta, en definitiva, del menor a mayor riesgo crediticio que soporta el inversor que ha prestado sus fondos a la entidad que los ha recibido. Un rating es una calificación de riesgo, es decir, una forma resumida en una notación, de juzgar la capacidad y probabilidad de pago de los intereses y principal de una deuda por parte de la compañía que recibe la calificación.

### **2.3.4. Riesgo de liquidez**

Entendemos por liquidez la capacidad de transformar un activo en efectivo a los precios existentes en cada momento sin incurrir en más pérdidas que las que, en su caso, imponga el mercado.

Se define como riesgo de liquidez la contingencia de que la entidad incurra en pérdidas excesivas por la enajenación de activos a descuentos inusuales y significativos, con el fin de disponer rápidamente de los recursos necesarios para cumplir con sus obligaciones contractuales. Por lo anterior, la gestión del riesgo de liquidez contempla el análisis integral de la estructura de activos, pasivos y posiciones fuera de balance, estimando y controlando los eventuales cambios que ocasionen pérdidas en los estados financieros

## **2.4. Estrategia de cobertura**

La cobertura es un concepto vinculado a la gestión del riesgo, consistente en la toma de posiciones que evolucionen en forma opuesta a la del activo expuesto al riesgo. Ello implica que estrategia de cobertura es una técnica de gestión financiera que intentara reducir el riesgo de pérdida debido a movimientos desfavorables de precios.

La forma de diseñar una actuación con respecto a la cobertura se denomina estrategia de cobertura, su clasificación es la siguiente:

- Cobertura estática: Si se mantiene la misma posición durante todo el horizonte temporal.
- Cobertura dinámica: Si la posición va variando a medida que cambian el valor del activo y del instrumento de cobertura.

## **2.5 Métodos de cobertura**

Existen varios métodos de cobertura de riesgo como son; Opciones, contrato a plazo o futuro, permuta o swap, entre otros.

Estos métodos ya descritos en el capítulo anterior, tienen mucha relevancia porque tanto en la empresa como los futuros inversionistas, están interesados en el riesgo que toman en determinado proyecto y de cómo estos afectaría a su rentas.

En el mercado bursátil este tema cobra mayor importancia debido a que el rendimiento financiero de los distintos productos van en función de aquel principio que reza “a mayor riesgo, mayor rendimiento”.

Para fijar la tasa de interés que paga el título financiero, se toma algunas varias, entre ellas, el costo del riesgo.

## **Capítulo III: Caso práctico “Empresa Terra Sol S.A”**

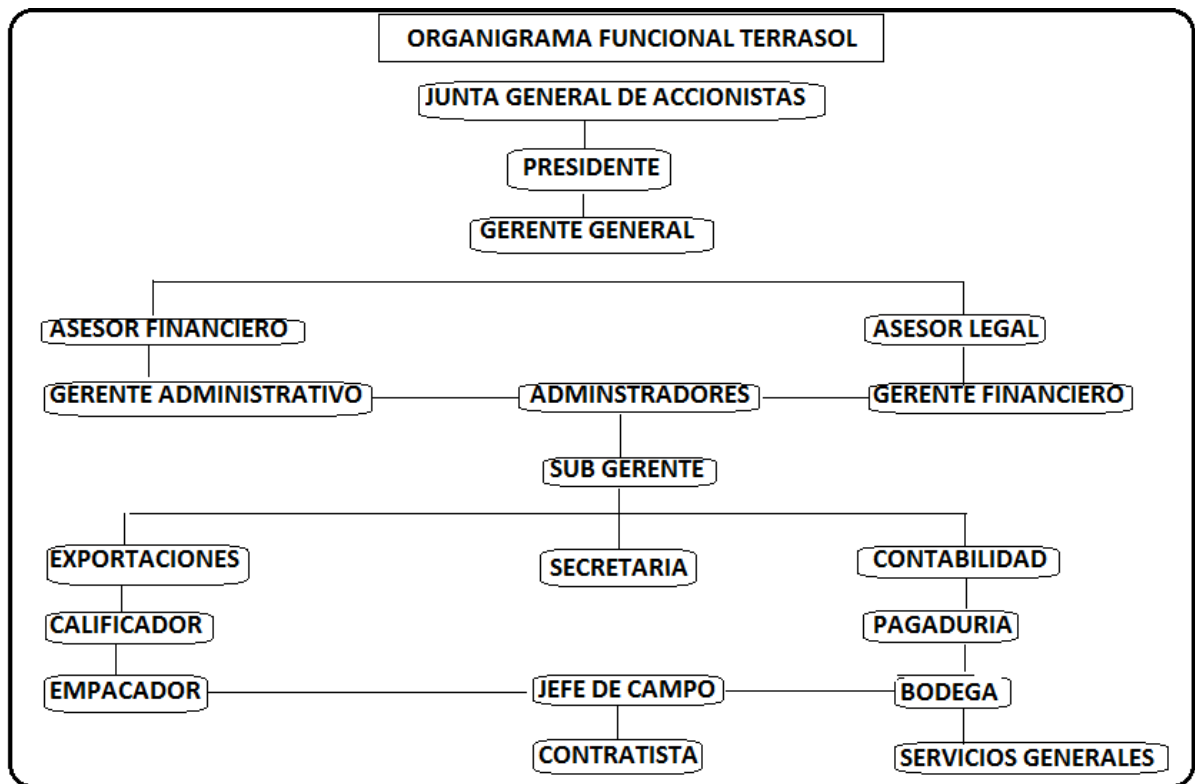
La emisión de obligaciones es un mecanismo de financiamiento del mercado de valores, utilizado por instituciones financieras y no financieras, para captar recursos económicos directamente del público, este mecanismo si bien es manejado por las grandes empresas de las ciudades con mayor movimiento económico como: Quito, Guayaquil, Cuenca.

En la ciudad de Santo Domingo de los Tsáchilas, existe el conocimiento, pero la implementación es poca por no decirlo nula, es allí donde una empresa de esta ciudad decide intervenir en el mercado de valores y se considera como la mejor opción la implementación de “emisión de obligaciones: Una estrategia de financiamiento de las pymes en Santo Domingo de los Tsáchilas”, con la finalidad de analizar las diferencias de costo entre las obligaciones financieras en la Bolsa de Valores y el crédito otorgado por la Corporación Financiera Nacional.

### **3.1 Historia de la Empresa**

TERRASOLS.A., es una empresa fundada por el GRUPO EVANS, la cual empieza con la llegada al Ecuador del Sr. Edward M. Evans en el año de 1961, contratado por el gobierno ecuatoriano para instalar sistemas de comunicación. La finca “María Elena” es comprada y a manera de "hobby" se siembra cacao y piña.

**Gráfico N° 4:** Organigrama funcional Terra sol S.A.



**Fuente:** Terra sol S.A.

Al principio la producción tenía como destino el mercado local, posteriormente con la siembra de otras variedades de cultivo como el abacá, se exportan a países como Estados Unidos, Filipinas y otras partes del mundo. Hoy en día cuenta con una variedad de productos de exportación, para lo cual necesita de un mayor aporte de capital para el desarrollo de sus futuros proyectos.

Es por tal motivo que una vez que se ha desarrollado y aprobado por los directivos de la empresa TERRA SOL S.A. un nuevo proyecto de producción y exportación de banano, tiene como segundo punto a seguir la búsqueda de obtener un financiamiento optimizando el costo del mismo.

Entre las opciones que se maneja, surge el proyecto de “Emisión de Obligaciones como una estrategia de financiamiento”, para lo cual se prestan todas las facilidades para el desarrollo del proyecto. Que tiene como OBJETIVO conseguir un monto de USD. 6.500.000,00 (seis millones quinientos mil dólares americanos), para la ejecución del nuevo proyecto.

Para este procedimiento a continuación se analizará el siguiente esquema:

**Gráfico N° 5:** Procedimiento emisión de obligaciones y aspectos legales



**Elaborado:** Manuel Peralta



### **3.2. Costo emisión de obligaciones**

El costo que involucra emitir obligaciones financieras se los pueden dividir en:

- Costos de emisión
- Costos de colocación.

#### **Costo de Emisión:**

Dentro de un proceso de emisión de obligaciones, los rubros a considerarse como parte integrante de los costos de emisión son los siguientes:

##### a. Estructuración de la emisión

Comprende tanto la estructuración legal, como la económica-financiera, (elaboración del proyecto de factibilidad económico-financiero); generalmente es realizada por una casa de valores, como parte de los servicios de asesoría contemplados en el numeral 5, Art. 58 de la Ley de Mercado de Valores.

##### b. Calificación de Riesgo

Involucra la calificación de los valores y el emisor, y tiene por objeto dar a conocer al mercado y público en general, la solvencia y probabilidad de pago que tiene el emisor para cumplir con los compromisos provenientes de los valores emitidos a través de la Oferta Pública de valores.

Constituye un requerimiento establecido en la Ley de Mercado de Valores y en el reglamento correspondiente. Esta calificación es elaborada exclusivamente por las Compañías Calificadoras de Riesgo.

Abarca dos etapas, la primera, el proceso de calificación inicial, requerido para la autorización de la emisión, y posteriormente, la revisión de la calificación, en función del plazo de vigencia de la emisión.

La calificación de riesgo constituye un requisito señalado en el *Art. 161 de la Ley de Mercado de Valores*. En esta disposición legal, se señala además que durante el tiempo de vigencia de la emisión de obligaciones, el emisor debe mantener la calificación actualizada, por lo que la revisión de la calificación debe realizarse al

*menos dos veces al año; y, además constituye un requisito para mantener la inscripción de los valores en el Registro de Mercado de Valores (RMV) (Art.8, Resolución CNV 94.008.)*

c. Representante de los Obligacionistas

*Figura que contempla la Ley de Mercado de Valores, en su Art. 165; señala la obligatoriedad del emisor de celebrar un convenio de representación con una persona jurídica especializada, que tiene por finalidad la defensa de los derechos e intereses que colectivamente corresponden a los obligacionistas durante la vigencia de la emisión, hasta su cancelación.*

d. Agente Pagador

*Como su denominación lo indica es el ente encargado de hacer los pagos del capital y los intereses correspondientes. El Art. 16 del Reglamento para la Emisión de Obligaciones, Resolución No. CNV-010-2002, señala que “los emisores de obligaciones designarán un agente pagador, el mismo que podrá ser la propia emisora o una institución financiera sujeta al control de la Superintendencia de Bancos y Seguros, no podrá actuar como agente pagador el Representante de los Obligacionistas”.*

e. Inscripción en el Registro del Mercado de Valores

*Constituye un requisito previo para participar en el mercado de valores, contemplado en el Art. 236 de la Ley de Mercado de Valores que señala: “Las emisiones de valores efectuadas por los emisores inscritos en el Registro de Mercado de Valores, deberán inscribirse en el mencionado registro a cargo de la Superintendencia de Compañías. Los derechos que por tales inscripciones se cobren en el Registro del Mercado de Valores, serán fijados mediante resolución de carácter general por el CNV...”.*

*El Consejo Nacional de Valores, anualmente expide la tabla de contribución para cada año. La Resolución No.CNV-002-2005, señala en el Art. tercero que los valores de inscripción específica, tales como obligaciones pagarán una contribución del 0.5 por mil del monto total de emisión, hasta un monto máximo de USD.2.500, 00.*

Representa por consiguiente un costo que está sujeto a una tarifa establecida anualmente por el Consejo Nacional de Valores (CNV) en el que el emisor incurre por una sola vez, para inscribir los valores en cada proceso de emisión autorizada.

#### f. Otros costos

Agrupada a aquellos en los que incurre un emisor, tales como: gastos de publicidad para el lanzamiento del proceso de oferta pública; impresión o edición de los prospectos de oferta pública para ponerlos a disposición del público inversionista; gastos de publicación; y, gastos notariales, entre los más importantes.

### 3.2.1. Análisis costos de emisión

El presente análisis del comportamiento individual de los diferentes rubros que forman parte de los costos de emisión se ven reflejados en el Cuadro N: 1.

#### a. Costos de Estructuración

Este rubro es el que mayor porcentaje de recursos económico necesita con un 0.25% del monto a solicitarse, puesto que es el trabajo más arduo que se enfrenta nuestro proyecto, debido a que es una labor que debe ser realizada por un especialista, en este caso de una casa de valores, que son compañías anónimas autorizadas y controladas por la Superintendencia de compañías.

La tasa que cobran las casas de valores no son fijas, pues se trata de un acuerdo que llegan las partes que interviene, dicho de esta manera entre la institución que desea emitir obligaciones y la casa de valores, por lo que hay que tomar en cuenta que el grado de complejidad que tiene que afrontar el estructurador con los diferentes emisores, bajo la premisa de que existen estándares mínimos como punto de partida para realizar los procesos de estructuración.

Algo extra de mencionar, es con la regularidad que las casas de valores realizan el trabajo de estructurar y colocar los títulos de deuda, puesto que en nuestro proyecto la misma casa de valores que realiza el trabajo de estructurar, hará la colocación

cobrando un adicional, que está contemplado como comisión colocación CV, y que posteriormente lo analizaremos de manera más detallada.

#### b. Calificación de Riesgo

Como segundo rubro de mayor porcentaje en el costo de emisión de obligaciones con 0.12% del monto solicitado tenemos al valor cobrado por la calificadora de riesgo, que es una entidad autorizada y controlada por la Superintendencia de compañías.

A diferencia del costo de estructuración este costo sí está directamente relacionado al plazo de la emisión, así como al monto emitido. Esto responde a lo dispuesto por la Ley de Mercado de Valores y sus reglamentos, que determinan que durante la vigencia de la emisión de obligaciones deben efectuarse revisiones periódicas, las cuales tienen necesariamente un costo.

No existe una tasa o porcentaje que rijan el costo del trabajo que realizan las calificadoras de riesgo por lo que, al igual que en el costo de estructuración se debe llegar a un acuerdo entre las partes.

El costo del primer año incluye revisión inicial y calificación del primer año USD. 3.000,00 y el saldo serán cobrados en las demás revisiones que dure la emisión del título de deuda, en otras palabras USD. 2.500,00 por el 2° año y USD. 2.500,00 por el 3° año.

#### c. Representante de los Obligacionistas

Existe un costo del 0.09% sobre el monto solicitado, siendo estos los honorarios del representante de los obligacionistas que la emisora deberá asumir al momento de emitir los títulos de deuda. Y tal como lo dicta la ley de mercado de valores “la emisora deberá celebrar con una persona jurídica, especializada en tal objeto, un convenio de representación a fin de que ésta tome a su cargo la defensa de los derechos e intereses que colectivamente corresponda a los obligacionistas durante la vigencia de la emisión y hasta su cancelación total, dicho representante quedará

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

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

Las relaciones entre los obligacionistas y su representante se regirán por las normas de la ley de mercados de valores y por las que expida el C.N.V., procurando su especialización en la materia.

#### d. Agente Pagador

Este rubro es uno de los más altos con 0.11% sobre el monto solicitado, esto se debe a que la emisora debe contratar los servicios de una institución financiera para efectuar dichos pagos. No existe un reglamento para los costos que realizan las entidades financieras por tal ejecución, sin embargo se considera que se basan en los montos y periodos para establecer el porcentaje.

Adicionalmente, a lo expuesto anteriormente podemos decir que este costo se hace bajo o prácticamente nulo en las emisiones de obligaciones que son realizadas por entidades financieras, pues perteneciendo al sistema financiero (valga la redundancia) aprovechan su infraestructura para realizar dicha tarea, reduciendo de esta manera el costo.

#### e. Inscripción en el Registro del Mercado de Valores

Este rubro corresponde al valor que se cancela por derecho de inscripción en el mercado valores, este porcentaje corresponde al 0.04% sobre el monto solicitado, dicho porcentaje podría ser inferior, pues este porcentaje se lo actualiza anualmente, se ha colocado el monto máximo impuesto por el C.N.V. el cual no debe exceder de 2.500,00 USD.

La superintendencia de compañías procederá a la inscripción correspondiente en el Registro del Mercado de Valores en cuanto las entidades sujetas a su supervisión y control le hayan proporcionado información completa, veraz y suficiente sobre su situación jurídica, económica y financiera y hayan satisfecho, cuando correspondiere. La inscripción obliga a los registrados a difundir esta información en forma continua y al cumplimiento permanente de las exigencias correspondientes.

f. Otros costos

Este es el último rubro que se cancela dentro de lo que ha emisión del título de deuda corresponde con un 0.04% sobre el monto solicitado, y es aquel que se incurre en una serie de gastos pequeños como son los de publicidad, impresiones, etc. se los han colocado para dejar constancia de que todo el proceso está registrado con su respectivo valor para obtener una cotización lo más real y certera posible.

**Costos de colocación:**

Dentro de un proceso de emisión de obligaciones, los rubros a considerarse como parte integrante de los costos de colocación son los siguientes:

a. Comisión Casa de Valores

*El Art. 225 de la Codificación de la Ley de Mercado de Valores, señala que las comisiones que cobren las casas de valores (quienes constituyen los únicos intermediarios de valores autorizados) a sus clientes o comitentes "...serán estipuladas libremente por los contratantes, sin que se pueda invocar tarifas o aranceles determinados por asociaciones, entidades gremiales u otras personas..."*

b. Costos de Inscripción y Mantenimiento en las Bolsas de Valores

Las bolsas de valores de Quito y Guayaquil, en uso de las facultades de autorregulación que les confiere el *Art. 43 de la Ley de Mercado de Valores disponen de su propio Estatuto Social, que en ambos casos, establecen un régimen de tarifas para el cobro de cuotas de inscripción y cuotas anuales de mantenimiento*

*para los emisores que se inscriban en bolsa. Se debe señalar que el pago de la inscripción del emisor y sus valores en una de las bolsas de valores, le confiere automáticamente el derecho a estar inscritos en la otra bolsa, pudiendo negociar los valores a nivel nacional sin costo adicional, por los días del año que faltaren hasta el 31 de diciembre, contados a partir de la fecha de aprobación de la inscripción por parte del Directorio de la respectiva bolsa.*

La tarifa de inscripción en la bolsa debe ser cancelada por una sola vez cuando el Directorio de la respectiva bolsa apruebe el registro del emisor y/o el valor; este pago debe efectuarse previo a la negociación de los respectivos valores en rueda.

#### c. Costo de Comisiones Bolsa de Valores

*En base a la facultad de autorregulación establecida en el Art. 43 de la Ley de Mercado de Valores y los estatutos de cada bolsa de valores, el Directorio mediante regulación, expide las tarifas pertinentes. Al respecto, la normatividad vigente para el cobro de comisiones de la bolsa por negociación es la siguiente:*

##### Bolsa de Valores de Quito

La Regulación No.010.CC.BVQ-96 se refiere a las comisiones de negociaciones con valores emitidos a corto y largo plazo. En consideración de que los valores emitidos con cargo a procesos de emisión de obligaciones constituyen títulos de largo plazo, el Art. 3, literal b) señala lo siguiente: *“En operaciones de renta fija con plazos superiores a un año, la bolsa cobra el 0.10 por ciento fijo”*. Igualmente el Art. 4 señala que las comisiones establecidas son calculadas sobre el valor efectivo de las transacciones.

##### Bolsa de Valores de Guayaquil

El Reglamento de Comisiones aprobado en junio del 2005, señala lo siguiente:

*Art. 1 “En las negociaciones de valores que las Casas de Valores realizan a través de sus Operadores de Valores, sean en Renta Fija o en Renta Variable, sea en la posición de comprador o vendedor, las comisiones que éstos cobren a sus comitentes, serán de libre determinación entre las partes.*

*Art. 2 De la Comisión mínima “Se fija la comisión mínima en USD.4.00”.*

*Art. 3 “En las negociaciones realizadas por cada posición de compra y/o venta, la Bolsa de Valores de Guayaquil cobrará las comisiones indicadas en esta Regulación o la comisión mínima fijada”.*

*Art. 4 La comisión de bolsa para los diferentes tipos de operaciones no podrá ser modificada por las Casas de Valores, y su aplicación se detalla a continuación.*

4.1 Negociaciones por montos iguales o superiores a USD. 20 millones: “Para operaciones que se realicen en cualquiera de los mercados, a excepción del Reporto, la comisión de piso de bolsa será del 0.05% y se calculará de acuerdo al plazo y tipo de operaciones o la Comisión mínima establecida, el valor que sea mayor.”

4.2 Rueda de Piso Extendida: La comisión de piso de bolsa para las negociaciones realizadas el último jueves de cada mes o el último día laborable de cada mes, será del 0.05% y se calculará de acuerdo al plazo y tipo de operaciones o la comisión mínima establecida, el valor que sea mayor.

4.3 Comisiones Operaciones fecha valor hoy y contado:

4.3.1 Operaciones de Renta Fija:

Renta Fija Largo Plazo: “Mayor a 360 días 0.09% flat, calculado sobre el valor efectivo de cada transacción, o la comisión mínima establecida, el valor que sea mayor”.

d. Costo del Interés A Pagarse.

Las tasas de interés son porcentajes de rendimiento o costos por el uso de dinero durante un tiempo determinado; se tiene tasas de interés activas que son las que cobra el banco por otorgar préstamos; es decir que es el valor que el banco tiene a su favor; y las tasas de interés pasivas, que son aquellas que el banco paga a sus inversionistas o ahorristas por el dinero que captan de su parte.

El tenedor de los títulos comenzará a ganar intereses desde la fecha valor en que la obligación sea negociada.



### 3.2.2. Análisis costos de colocación

El presente análisis del comportamiento individual de los diferentes rubros que forman parte de los costos de colocación se ven reflejados en el Cuadro N: 1.

#### a. Comisión Colocación Casa de Valores

Bien, se analizará los costos que interviene en la fase de colocación, que no es otra cosa que exhibir al público el producto que estamos ofreciendo como en un mercado de comestibles, en donde las casa de valores son los intermediarios que compran o venden valores a través de la bolsa de valores de Quito o la bolsa de valores de Guayaquil.

Ahora, como se había descrito en el punto de costo de estructuración por parte de la casa de valores, estos dos puntos tanto estructuración como colocación están ligados de cierta manera en sentido de costos. ¿Por qué? Porque como lo dijimos las casa de valores que estructura la emisión de títulos de deuda es quien se encarga regularmente de realizar la colocación, es por esto que el porcentaje de 0.05% sobre el monto solicitado, resultaría un tanto barato, en la cotización realizada el costo total que la casa de valores nos cobra es del 0.35% sobre el monto solicitado es decir 3.500,00USD.

Siendo así, existen emisoras de títulos de deuda que realizan la estructuración con una casa de valores y luego por A o B motivo efectúan la colocación con otra, este hecho tendrían otro costo de acuerdo a la presente investigación realizada a las diferentes casa de valores, dichas entidades expresaron que se hace un poco complejo porque cada casa de valores tiene ciertos parámetros al momento de estructura, y tendrían que realizar a parte de la colocación del título de deuda una revisión minuciosa de la estructuración lo que añadirían un costo que dependían del monto, tiempo, etc. del título en sí.

#### b. Costos de Inscripción y Mantenimiento en las Bolsas de Valores

“Bolsa de Valores de Guayaquil en el Art. 4 del Reglamento para el Cobro de la Tarifa de Inscripción y la Cuota Anual de Mantenimiento de Emisores en Bolsa, se fijan las cuotas de inscripción y mantenimiento en base al tipo de títulos que inscriba el emisor, diferenciados en tres grupos:

Emisores de acciones, emisores de títulos genéricos y emisores específicos (obligaciones, valores de procesos de titularización y papel comercial). Para el caso de emisores de acciones y/o genéricos se aplicarán los siguientes valores, sobre la base del Patrimonio, expresado en los estados financieros auditados del último ejercicio contable:

**PATRIMONIO:**

<u>Por los primeros</u>	<u>USD. 50.000.00</u>	<u>0.0200%</u>
Por los segundos	USD. 50.000.00	0.0175%
Por los terceros	USD. 50.000.00	0.0150%
Por los cuartos	USD. 50.000.00	0.0125%
Por el excedente		0.0100%

Para el caso de los emisores inscritos en títulos específicos, la cuota de inscripción se calculará sobre el total de la emisión aprobada; mientras que para la cuota de mantenimiento se aplicará la siguiente tabla de porcentajes sobre el saldo por amortizar de la deuda que se encuentre en circulación al cierre del ejercicio del año al que corresponde la cuota.

**MONTO PORCENTAJE**

Menos de	USD. 3.000.000	0.200%
Desde	USD. 3.000.000	0.175%
Más de	USD. 10.000.000	0.150%

El Representante de Obligacionistas deberá reportar periódicamente sobre las colocaciones y saldo por amortizar que mantienen los emisores a su cargo, de manera que pueda ser utilizado como base para los cálculos respectivos.

Para el caso de los emisores que teniendo únicamente inscritos títulos específicos, su patrimonio fuera de hasta USD.15.000.000, se aplicará el criterio del patrimonio, correspondiéndole el porcentaje asignado al primer rango 0.02%.

En general la cuota mínima es de USD.200 y la cuota máxima de USD.30.000.”

Una vez que se ha revisado el reglamento que rige a la bolsa de valores de Guayaquil, es preciso resaltar el punto donde habla sobre las emisora que tenga un patrimonio hasta 15.000.000 USD, se aplicar la cuota de mantenimiento del 0.02% anual.

Pues el proyecto entra en este caso por lo que el porcentaje tiene una disminución favoreciendo al costo con una tasa de 0.11% sobre el monto solicitado. Incluida en este rubro la cuota de inscripción en la bolsa.

#### c. Costo de Comisiones Bolsa de Valores

La comisión que la bolsa de valores percibe por el uso de las instalaciones y mecanismos de negociación bursátil es del 0.10% sobre el monto solicitado. Este no es un porcentaje establecido, sino obedece a tarifas aplicadas por el Directorio de cada bolsa.

Con relación al monto colocado, las comisiones que cobran las bolsas presentan una participación entre el 0.09% y 0.10%.

#### d. Costo del Interés A Pagarse.

Si bien el interés es un gasto que se pagará en el futuro. Se incluye porque una cotización no estaría completa si se obvia, y como hacerlo si viéndolo de cualquier perspectiva es el motivo por el cual los inversionistas adquiere los diferentes productos financieros.

Ahora la emisión de obligaciones fue estructurada para que pagase un rendimiento del 7% de interés anual fijo, y mediante la aplicación de fórmulas, nos muestra un valor de 819.060,14 USD. De interés a pagar, y dicho valor en relación al monto solicitado nos refleja un 12,60%.

**Cuadro N: 1 Costo de emisión y colocación**  
(Expresado en dólares - año 2010)

<b>BOLSA DE VALORES</b>			
<b>Monto requerido</b>	<b>100,00%</b>		<b>6.500.000,00</b>
<b>Costo de emisión</b>	<b>0,65%</b>		<b>42.500,00</b>
Comisión asesoría administradora	0,25%	16.500,00	
Calificación de riesgo	0,12%	8.000,00	
Representante de obligacionistas	0,09%	6.000,00	
Agente pagador	0,11%	7.000,00	
Inscripción en el registro mv	0,04%	2.500,00	
Otros costos	0,04%	2.500,00	
<b>Costo de colocación</b>	<b>0,26%</b>		<b>17.000,00</b>
Comisión colocación cv	0,05%	3.500,00	
Inscripción y mantenimiento bv	0,11%	7.000,00	
Comisión negociación bv	0,10%	6.500,00	
<b>Interés pagado 7 %</b>	<b>12,60%</b>		<b>819.060,14</b>
<b>Total costo</b>	<b>13,78%</b>		<b>878.560,14</b>
<b>Líquido a recibir</b>	<b>86,22%</b>		<b>5.621.439,86</b>

**Elaborado:** Manuel Peralta

### **3.3. Costo financiamiento CFN**

“Corporación Financiera Nacional banca de desarrollo del Ecuador”, es una institución financiera pública, cuya misión consiste en canalizar productos financieros y no financieros alineados al Plan Nacional del Buen Vivir para servir a los sectores productivos del país.

La acción institucional está enmarcada dentro de los lineamientos de los programas del Gobierno Nacional dirigidos a la estabilización y dinamización económica convirtiéndose en un agente decisivo para la consecución de las reformas emprendidas.

Lleva un ritmo de acción coherente con los objetivos nacionales, brindando el empuje necesario para que los sectores productivos enfrenten en mejores condiciones la competencia externa. El sector privado se siente estimulado para emprender proyectos de envergadura con la incorporación de modernos y sofisticados procesos tecnológicos acorde con las exigencias de la sociedad y la globalización del siglo XXI.

Cuenta con una amplia red de oficinas Sucursales independientes y autónomas a nivel nacional, permitiéndoles servir a los sectores más alejados de las principales capitales de provincia reflejando óptimos niveles de operatividad y colocación de créditos.

La CFN durante su trayectoria institucional, ha consolidado su actividad crediticia, reiterando el compromiso de continuar sirviendo al sector productivo con especial atención a la micro y pequeña empresa apoyándoles adicionalmente en programas de capacitación, asistencia técnica y firma de convenios interinstitucionales para el fomento productivo buscando mejorar y resaltar la gestión empresarial como fuente de competitividad a mediano y largo plazo.

La Corporación Financiera Nacional reafirma el propósito de caminar de la mano con las políticas macroeconómicas del Estado, anteponiendo el contingente técnico y altamente profesional de sus funcionarios que con mística y lealtad mantienen a la Institución como el pilar fundamental de desarrollo del país, conscientes de que el esfuerzo común se revierte en la generación de fuentes de trabajo y empleo en beneficio del pueblo ecuatoriano.”

La Corporación Financiera Nacional a quien en adelante utilizaremos sus siglas CFN, es sin duda es la institución o mecanismo para obtener un financiamiento más económico, pues siendo una institución financiera pública, cuenta con ciertas ventajas sobre la banca privada. Y es aquí donde realizaremos la cotización de un crédito con las mismas características o lo más parecidas posibles a la emisión de obligaciones en el mercado bursátil, y de allí luego hacer las debidas comparaciones.

A diferencia de nuestra anterior alternativa de financiamiento la CFN es muy clara en su política, la cual ha dado por eliminar todo tipo de costo financiero, y aplicar una sola tasa de interés para los diferentes segmentos de crédito.

Lo que sigue aun en vigencia es el proceso para otorgar crédito, el cual debe ser cumplido rigurosamente, pues debe cumplir con todos los requisitos para una positiva gestión de crédito.

### **3.3.1. Análisis costos crédito en la Corporación Financiera Nacional.**

El presente análisis de los costos en obtener un crédito en la CFN se encuentran fundamentados en la investigación y recopilación de información obtenida y resumida en el Cuadro N: 2.

#### **a. tasa de interés.**

Este rubro es el único costo financiero que la CFN cobra a sus clientes, la tasa de interés que la CFN percibe se encuentra diversificada, de acuerdo al sector que pertenecen y es así que para nuestro proyecto hemos tomando la tasa efectiva segmento corporativo, la cual no podrá exceder del 9.33% para este sector.

El costo total por interés que la CFN cobraría sería de 931.937,50 USD. Pero este costo muestra un porcentaje del 14.34% sobre el monto solicitado (Ver anexo N:)

Bien, hasta este punto la CFN no tiene otro costo financiero, solo el valor correspondiente a la tasa de interés que necesita para mantener su gestión como institución financiera.

#### **b. otros costos externos**

Este otro rubro que como su clasificación determina son externos, es decir no guardan ninguna relación la CFN, y por lo tanto son costos que el cliente debe asumir por propia cuenta.

Aquí tenemos un extracto de los requisitos para obtener un crédito en la CFN.

## “GARANTÍA

- Negociada entre la CFN y el cliente; de conformidad con lo dispuesto en la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero a satisfacción de la Corporación Financiera Nacional. En caso de ser garantías reales no podrán ser inferiores al 125% de la obligación garantizada.
- La CFN se reserva el derecho de aceptar las garantías de conformidad con los informes técnicos pertinentes. “

Este requisito que se le pide al cliente solicitante del crédito, es fundamental porque aquí intervienen algunos costo tales como la contratación de un perito valuador, autorizado por la Superintendencia de Compañías, cuyos horarios no están normados bajo ninguna parámetro, es decir cada firma tiene su propio estándar para calcular el costo de dichos servicios.

A estos costos están vinculados otros tales como pago Notariales, Municipales, e incluso modificaciones en las escrituras de las compañías. Para cumplir con este requisito y poder acceder al crédito.

Todos estos trámites reflejan un desembolso, en la cotización total de obtener un crédito en la CFN con un porcentaje del 0.15% y 0.06% sobre el monto solicitado.

### **Cuadro N: 2 Costo crédito corporación financiera nacional**

(Expresado en dólares - año 2010)

<b>CORPORACION FINANCIERA NACIONAL</b>			
<b>Monto requerido</b>	<b>100,00%</b>		<b>6.500.000,00</b>
<b>Tasa interés 9,30 %</b>	<b>14,34%</b>		<b>931.937,50</b>
<b>Otro costos externos</b>	<b>0,21%</b>		<b>13.650,00</b>
perito valuador	0,15%	9.750,00	
Otros	0,06%	3.900,00	
<b>Total costo</b>	<b>14,55%</b>		<b>945.587,50</b>
<b>Líquido a recibir</b>	<b>85,45%</b>		<b>5.554.412,50</b>

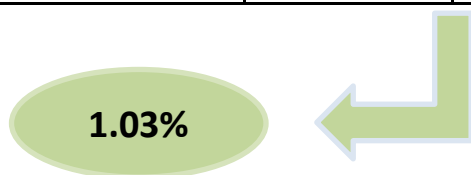
**Elaborado:** Manuel Peralta

### 3.4. Diferencia entre financiamientos

Llegamos al punto de realizar la comparación entre las dos alternativas de financiamiento, pues la toma de decisión de invertir en un proyecto puede ser frenada debido a un alto costo de financiamiento que mermaría la utilidad esperada.

**Cuadro N: 3** Comparaciones entre cotizaciones  
(Expresado en porcentajes - año 2010)

<b>COMPARACION ENTRE COTIZACIONES</b>			
<b>costos en relación al monto solicitado</b>			
	<b>costo BV</b>	<b>costo CFN</b>	
<b>Costo de emisión</b>	<b>0,65%</b>	<b>14,34%</b>	<b>Tasa interés CFN</b>
<b>Costo de colocación</b>	<b>0,26%</b>	<b>0,15%</b>	<b>Perito valuador</b>
<b>Interés pagado</b>	<b>12,60%</b>	<b>0,06%</b>	<b>Otros</b>
<b>Total</b>	<b>13,52%</b>	<b>14,55%</b>	



**Elaborado:** Manuel Peralta

Como se muestra en el Cuadro N° 3 los costos se expresan en porcentajes respecto al monto requerido, por tanto tenemos que en los costos por medio de la Bolsa de Valores de Guayaquil (BVG) están representados por el costo de emisión en un 0.65% que corresponde a 42.500,00 USD. , costos de colocación con un 0.26% que corresponde a 17.000,00 USD. , interés que paga el título de deuda a su tenedores es del 7% y capitalizable en forma semestral, pero que respecto a los costos de emisión de obligaciones se sitúa en 12.60% que corresponde a 819.060,14 USD sobre el monto solicitado cuyo valor es de 6.500.000,00 USD.

En el lado opuesto se aprecia los costos que intervienen en obtener un crédito en la Corporación Financiera Nacional (CFN).los cuales están representados por la tasa



de interés que la CFN cobran al sector Corporativo, que como su política lo indica no puede ser superior al 9.33%, es por tal motivo que para este proyecto se aplícala tasa de interés del 9.30%, y al proyectarlos en una tabla de amortización arroja un porcentaje total del 14.34% que corresponde a 931.937,00USD. Sobre el monto solicitado. , como se había indicado anteriormente las CFN solo tiene el costo de la tasa de interés y ninguno otro más, pero existen aquellos que son externos como los de contratar los servicios de un perito valuador, para que realice el avaluó de los activos que posee la entidad solicitante del crédito, dicho avaluó requisito para otorgar el crédito, debido a que las garantías reales en ningún caso pueden ser inferiores al 125% del valor requerido. Los honorarios se realizan mediante un acuerdo entre el perito valuador y la entidad solicitante.

El costo de los honorarios son variables, pero hay que tener en cuenta que el perito valuador debe ser “autorizado por la Superintendencia de Compañías” como se había mencionado con antelación. Para el desarrollo del proyecto se ha cotizado un valuador cuya tarifa representa un 0.15% que corresponde a 9.700,00 USD. , en relación al monto requerido. Y por último están los costos que se incurren en los gastos notariales en caso de permisos o modificaciones en las escrituras, pagos prediales, etc. Estos gastos están representados con un 0.06% que corresponde a 3.900,00 sobre el monto solicitado

Antes de proceder a la toma de decisiones la alta gerencia requiere un poder de criterio basado las opciones convencionales disponibles, el costo de oportunidad en montos considerables no es una opción ya que se manejan a mediano y largo plazo, los escenarios disponibles marcan el ritmo de la empresa y sus metas programadas, los flujos futuros así como los compromisos adquiridos sumados a las cuentas por cobrar, componen un Cuadro de selección técnica.

Los escenarios se crean en función de las opciones disponibles pero para el caso de Terra Sol SA. Se considerará también a la banca privada como una opción que en inversiones representativas no es la más adecuada.

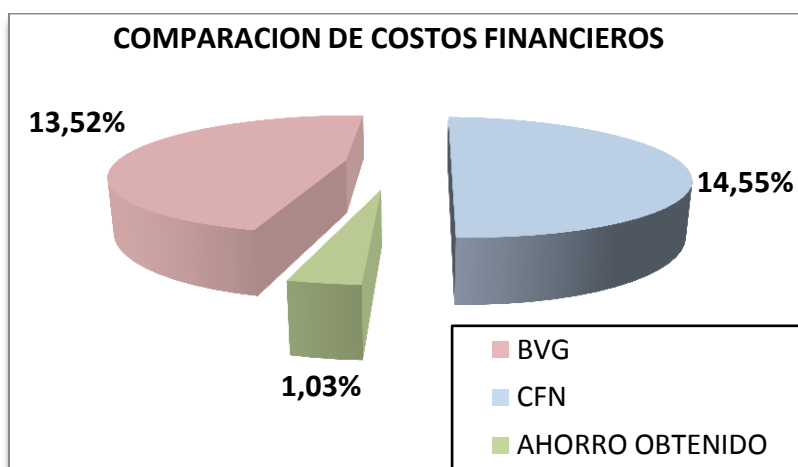
Para el caso de las dos opciones más idóneas se plantea un análisis del costo de endeudamiento que en este caso convienen CFN y Bolsa de Valores.

Los valores a considerar en el caso de la CFN son el agente fiscal e hipoteca a más de los gastos operativos administrativos incluido los impuestos aplicados por Ley a las transacciones financieras crediticias.

Respecto a los costos financieros que se castigan a una propuesta crediticia, se debe considerar los gastos financieros, administrativos y de Ley entre otros a continuación un análisis de estos ítems relacionando los gastos y el ahorro.

### Gráfico N° 6: Comparación de Costos

(Expresado en porcentajes - año 2010)



Elaborado: Manuel Peralta

En el gráfico N: 7 muestra de manera clara como mediante la emisión de obligaciones en la BVG se obtiene un ligero porcentaje de ahorro al momento de obtener financiamiento. Como se puede observar el costo global de obtener un crédito en la CFN es de 14.55% sobre el monto solicitado y cuyo valor es de 945.587,50 USD. . En tanto que el costo de emitir obligaciones en la BVG tiene un porcentaje global de 13.52% y su valor asciende a 878.560,14 USD. , sobre el monto requerido.

**El ahorro obtenido en el costo de crédito incluido intereses en la bolsa de valores equivale a un porcentaje de 1.03% representando un valor de 67.027,36 USD. , sobre el monto solicitado. Y sobre la banca privada no hay punto de comparación ya que la diferencia se establece en más de un millón de dólares americanos.**

### **3.5 Análisis de flujos futuros respecto a las dos alternativas válidas Vs. Proyecciones una vez aplicado el proyecto**

La aplicación del crédito también debe ser analizada desde un punto de vista de rendimiento, pues si se plantea contratar un con la CFN, se obtienen un rendimiento menos significativo respecto a la bolsa de valores.

Este análisis responde una interrogante sencilla de comprender si debemos más, debemos esforzarnos más para cumplir los objetivos financieros, en tal virtud si se plantea flujos residuales ellos deben alimentar al incremento de la riqueza empresarial y no el pago de deuda. El flujo residual es muy interesante ya que a más del ahorro en los costos del crédito al contratar en la Bolsa de Valores, el residual emitirá mayor riqueza a la empresa logrando montos frescos que pudieren retro invertirse para nuevas inversiones o para pre cancelación de la deuda.. La decisión de las autoridades o accionistas es relativa porque el flujo residual obtenido está libre de los compromisos y metas financieras. Se presenta el siguiente análisis partiendo de valores proyectas desde los siguientes departamentos de TERRASOL SA.

Los entes detallados emiten el siguiente escenario pesimista, elegido para un mercado creciente en un 1.5% anual. (Se ha elegido el peor panorama del mercado tomando en cuenta todos los riesgos y los flujos de caja anuales más negativos).

**Cuadro N: 4** Análisis de flujos convencionales futuros  
(Expresado en dólares - año 2010)

**INVERSION EN EL PROYECTO**

**CFN**

**BV**

flujos convencionales		flujo de pagos	flujo residual
año 2012	2.689.000,00	2.481.862,50	207.137,50
año 2013	2.736.900,00	2.481.862,50	255.037,50
año 2014	3.780.120,00	2.481.862,50	1.298.257,50
Totales	9.206.020,00	7.445.588,00	1.760.433,00

flujo de pagos	flujo residual
2.459.520,00	229.480,00
2.459.520,00	277.380,00
2.459.520,00	1.320.600,00
<b>7.378.560,00</b>	<b>1.827.460,00</b>

flujo residual CFN	flujo residual BV
1.760.433,00	1.827.460,00

Al manejar el crédito en la bolsa de valores se obtiene valor residual adicionales a mas de la ventaja en el costo del credito

**67.027,00**

Ahorro en costo del credito incluido intereses	<b>67.027,36</b>
Flujo residual al termino de la etapa de recuperacion del credito	<b>64.027,00</b>
Utilidad total tanto en ahorro del costo de credito como flujo residual	<b>131.054,36</b>

**Elaborado:** Manuel Peralta

Nota: Proyección de flujos de caja esperados una vez aplicado el crédito en el proyecto EMPRESA TERRASOL S.A.

Los flujos económicos representativos cuyos ingresos adicionales representan un valor de 131.054,00 USD, representan un incremento a la riqueza de la empresa, al capitalizarla como se observa en el Cuadro N: 4.

Al contratar con la CFN o con la banca privada el flujo residual que supera los 131.054,00 USD. Simplemente no se podría obtener, esto ocasionaría más bien valores inversamente proporcionales que generarían riesgo en las metas crediticias versus los niveles de producción, llegando incluso a cierta presión y condicionamiento de la efectividad del proyecto.

#### 4. CONCLUSIONES

Una vez que se ha presentado los escenarios de endeudamiento y que se ha elegido la mejor opción, se propone una serie de conclusiones fruto del análisis realizado.

- USD. 131.054.36 la emisión de obligaciones es la mejor alternativa de financiamiento para proyectos, con la utilización de mercados alternos, permitidos por la Ley y con las ventajas detalladas en el análisis anterior.
- Las empresas que no están asentadas en las principales ciudades como: Quito Guayaquil, Cuenca, no se familiarizan con este sistema alternativo de endeudamiento con las ventajas detalladas, no necesariamente por cuestiones de productividad o riqueza patrimonial pues en muchos de los casos las empresas especialmente informáticas ven su principal patrimonio en sistemas intangibles.
- La emisión de obligaciones, es una alternativa de financiamiento que lleva algunos años en el país, la misma que ha permitido a varias empresas conseguir capitales frescos, sustituyendo así, a los medios tradicionales, entre los cuales se puede mencionar el crédito bancario, que sin duda sigue constituyéndose como uno de los principales medios de financiamiento para las empresas. He allí la debilidad en vista de que las empresas continúan accediendo a sistemas convencionales de endeudamiento
- El procedimiento de acceso a la fuente de financiamiento a través de la Bolsa de Valores es mucho más factible en las condiciones en las cuales los costos del crédito y la agilidad de gestión supera todas las otras opciones en el mercado.
- Se ha demostrado que la emisión de obligaciones, es viable y compite con el ente que proporciona el financiamiento más barato como es la CFN y aun así tiende a ser alternativa con ligera reducción de coste financiero. Aquí vale resaltar que la comparación se la realiza con la CFN, y no con la

BANCA PRIVADA, a la cual, no vendría al caso ya que el costo de obtener un crédito en estas instituciones, es mucho más alto, debido a que adicional al costo de la tasa interés activa, están otras cargas financieras como pago impuesto, y comisiones bancarias.

- Mediante la emisión de obligaciones después que se cumplan con todos los requisitos, el financiamiento no se encuentra limitado por el destino que se le dará a los recursos obtenidos. Cosa que no sucede con la CFN que tiene ciertos parámetros para otorgar financiamiento, así por ejemplo:
  - Hasta el 70%; para proyectos nuevos.
  - Hasta el 100%; para proyectos de ampliación.
  - Hasta el 60%; para proyectos de construcción para la venta.

Es decir los créditos son condicionados según la naturaleza del proyecto.

- A través de la Emisión de Obligaciones se diversifica el sistema financiero, debido a que no se satura las entidades financieras, tales como: la CFN, Banco de Fomento. Que son las entidades más concurridas al momento de optar por un crédito. Dando oportunidad de esta manera al sector de los microempresarios.
- Un punto que sumar a la emisión de obligaciones, es financiarse a través de fondos otorgados por deudores y no cediendo parte de su capital a entes ajenos a la empresa, como sucede en el caso de emitir acciones u obligaciones convertibles.

## 5. RECOMENDACIONES

- Luego de los atenuantes considerados, la emisión de obligaciones es la mejor decisión para el endeudamiento financiero de la empresa Terra Sol S.A.
- Se recomienda a las entidades que integran el mercado bursátil del Ecuador que los costes sean reducidos en el proceso de emisión de obligaciones y otros títulos de deuda, de igual forma que se agilite el proceso para colocarlos a la negociación, debido a que mientras el proceso de Emisión de Obligaciones tarda de 3 a 4 meses, los créditos en las entidades financieras privadas tarda de 3 a 4 semanas, por lo que la diferencia de tiempo compensarían los altos costos de financiamiento que tienen que pagar las empresas en las financieras tradicionales.
- Un convenio entre el Gobierno y el Sector Financiero, para establecer reglas claras y de largo plazo, en materia de impuestos, esto debido a la incertidumbre que sienten los inversionistas que graven nuevos impuestos a los ingresos proveniente de los rendimiento financieros, los rendimientos que se generan en el país hacia el exterior, o promover políticas que desincentiven la inversión en el mercado bursátil.
- Existen costos que deberían ser tarifados como: los que realizan las casa de valores por estructuración, calificadoras de riesgo, representante de obligacionistas, agente pagador, etc., debido que los costos tienen una fluctuación en algunos casos un tanto desmedida, es decir que por una misma prestación de servicios, tienen tarifas diferentes e incluso desorbitantes. Afectando de esta forma el derecho a la información que tienen los entes participantes, en especial a los entes deficitarios quienes desean emitir títulos de deuda.
- Impulsar campañas de información tanto públicas como privadas, para desarrollar el conocimiento del mercado de valores, así como se lo hacen EE.UU., Europa, Asia, Un claro ejemplo tenemos la cadena CNN en donde tiene la sección FINANCIERA que es una de las más vistas, por el completo informe que proporciona aquí.



- Tomar al mercado bursátil como un mecanismo alternativo para obtener financiamiento, lo cual siguiendo las leyes de mercado, esto hará que las tasas de intereses y demás costos financieros, tiendan a la baja. Sin necesidad de que el Estado, en este caso actué en forma arbitraria, dictando leyes en donde al sistema financiero se lo trata de una forma política en vez de hacerlo de manera técnica, y unas de estas estrategias o técnicas bien podría ser el mercado de valores.

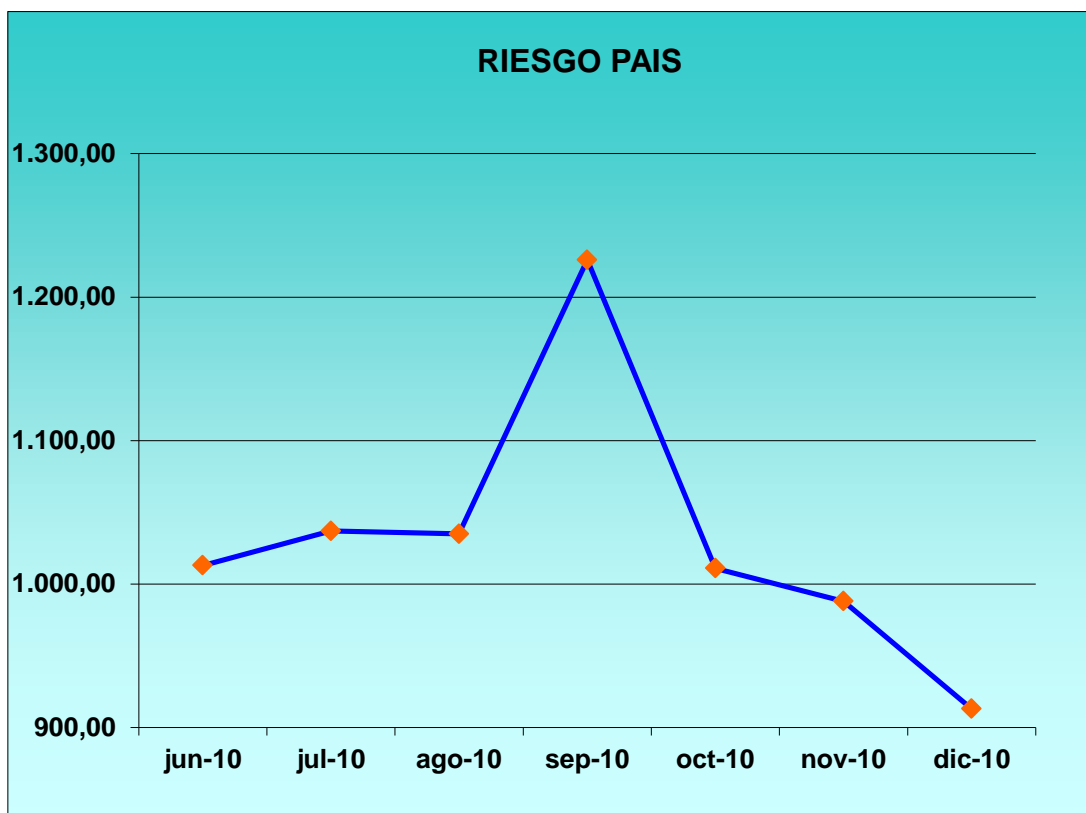
## 6. BIBLIOGRAFÍA

1. MORA ZAMBRANO, A. (2003). *Matemáticas Financieras*, Santafé de Bogotá: Editorial Nomos S.A.
2. JARAMILLO SAMANIEGO, C. (2006). *Mercado e Instituciones Financieras*. Loja: Editorial Universidad Técnica Particular de Loja. (Segunda edición)
3. DÍEZ DE CASTRO, L. T.; LÓPEZ PASCUAL, J. (2001). *Administración Financiera Fundamentos y Planificaciones, Gestión y Control*, Madrid: Editorial Person Education S.A.
4. Malo Zulema, Z. (2006). *Guía de Ingeniería Financiera*, Loja: Editorial Universidad Técnica Particular de Loja. (Segunda edición)
5. Corporación Financiera Nacional  
[http://www.cfn.fin.ec/index.php?option=com\\_content&view=article&id=600&Itemid=543](http://www.cfn.fin.ec/index.php?option=com_content&view=article&id=600&Itemid=543) [noviembre, 2010)
6. Calificadora de Riesgo Humphreys S.A.  
<http://crh.com.ec/> [noviembre, 2010)
7. International Organization of Securities Commissions  
<http://www.iosco.org/about/> [julio, 2010)
8. Terra Sol S.A.  
<http://www.sistematerrasol.com/spa/company.html> [junio, 2010)
9. Superintendencia de Compañías del Ecuador  
[http://www.supercias.gov.ec/paginas\\_htm/mercado/Historia.htm](http://www.supercias.gov.ec/paginas_htm/mercado/Historia.htm) [mayo, 2010)

## 7. ANEXOS

### Anexo 1: Riesgo País: 2010

RIESGO PAIS						
jun-10	jul-10	ago-10	sep-10	oct-10	nov-10	dic-10
1.013,00	1.037,00	1.035,00	1.226,00	1.011,00	988,00	913,00



Fuente: Superintendencia de compañías

**Anexo 2:** Casas de valores en el Ecuador

CASA DE VALORES AUTORIZADAS POR LA SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑIAS 2010			
Número Inscripción R.M.V.	Fecha Inscripción R.M.V.	Nombre de la Casa de Valores	Estado
2010.9.9	2010.07.27	COMPAÑIA PRUEBA SOCIEDAD ANONIMA	Vigente
2010.1.06.00088	2010.10.19	PLUSVALORES CASA DE VALORES S.A.	Vigente
2010.2.06.00087	2010.01.13	INTERVALORES CASA DE VALORES S.A.	Vigente
2007.1.06.00086	2007.10.18	ACCIONES Y VALORES CASA DE VALORES S.A. ACCIVAL	Vigente
2007.2.06.00085	2007.01.08	VENTURA CASA DE VALORES VENCASA S. A.	Vigente
2005.2.06.00084	2005.09.01	CORPORACION ORGANIZADA DE VALORES S. A. COVSA CASA DE VALORES	Vigente
2005.1.06.00083	2005.07.06	IBCORP CASA DE VALORES S.A.	Vigente
2005.1.06.00082	2005.02.01	SANTA FE CASA DE VALORES S.A.	Vigente
2003.2.06.00081	2003.11.10	IBCORP-GUAYAQUIL CASA DE VALORES S. A.	Vigente
2003.2.06.00080	2003.09.10	VALORESBOLIVARIANO CASA DE VALORES S. A.	Vigente
2002.2.06.00079	2002.01.08	CITADEL CASA DE VALORES S.A.	Vigente

1997.1.06.00078	1997.12.04	PROBROKERS S.A. CASA DE VALORES	Vigente
95.2.6.CV.072	1995.01.19	ALBION CASA DE VALORES S.A.	Vigente
95.2.6.CV.070	1995.01.05	CASA DE VALORES ADVFIN S. A.	Vigente
94.1.6.CV.066	1994.10.24	ANALYTICASECURITIES C.A. CASA DE VALORES	Vigente
94.1.6.CV.065	1994.10.17	INMOVALOR CASA DE VALORES SOCIEDAD ANONIMA	Vigente
94.1.6.CV.060	1994.10.06	METROVALORES CASA DE VALORES S.A.	Vigente
94.1.6.CV.054	1994.09.21	CITITRADING S.A. CASA DE VALORES	Vigente
94.1.6.CV.053	1994.09.21	ECOFSA, CASA DE VALORES S.A.	Vigente
94.1.6.CV.051	1994.09.19	SU CASA DE VALORES SUCAVAL S.A.	Vigente
94.1.6.CV.049	1994.09.14	STRATEGA CASA DE VALORES S.A.	Vigente
94.2.6.CV.040	1994.09.05	AMAZONAS CAPITAL MARKETS CASA DE VALORES S. A. AMACAP	Vigente
94.1.6.CV.036	1994.09.05	CASA DE VALORES PRODUVALORES S.A.	Vigente
94.1.6.CV.029	1994.09.01	FIDUVALOR CASA DE VALORES S.A.	Vigente
94.1.6.CV.027	1994.08.31	CASA DE VALORES APOLO S.A. VALORAPOLO	Vigente
94.2.6.CV.026	1994.08.30	CASA DE VALORES MULTIVALORES BG S.A.	Vigente
94.1.6.CV.022	1994.08.30	COMISIONISTAS BURSATILES COMBURSATIL CASA DE VALORES S.A.	Vigente

94.1.6.CV.020	1994.08.29	MERCHANTVALORES CASA DE VALORES S.A.	Vigente
94.1.6.CV.019	1994.08.29	MOREANO BORJA CASA DE VALORES C.A.	Vigente
94.1.6.CV.014	1994.08.23	CASA DE VALORES COFIVALORES S.A.	Vigente
94.2.6.CV.010	1994.08.05	CASA DE VALORES BANRIO S.A.	Vigente
94.1.6.CV.009	1994.08.04	PORTAFOLIO CASA DE VALORES S.A. PORTAVALOR	Vigente
94.1.6.CV.008	1994.08.04	CASA DE VALORES VALUE S.A.	Vigente
94.2.6.CV.005	1994.07.19	REAL CASA DE VALORES DE GUAYAQUIL S.A. CASAREAL	Vigente
94.2.6.CV.004	1994.07.11	R&H ASOCIADOS CASA DE VALORES R&HVAL S.A.	Vigente
94.2.6.CV.003	1994.06.16	CASA DE VALORES DEL PACIFICO VALPACIFICO S.A.	Vigente
94.1.6.CV.001	1994.06.02	PICHINCHA CASA DE VALORES PICAVAL S.A.	Vigente

Pág. 3/3

Fuente: Superintendencia de compañías

**Anexo 3:** Calificadoras de riesgo autorizadas en el Ecuador

CALIFICADORAS DE RIESGO AUTORIZADAS POR LA SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS 2010			
Número Inscripción R.M.V.	Fecha Inscripción R.M.V.	Nombre de la Calificadora de Riesgo	Estado
2010.1.09.00008	2010.07.27	RISKWATCH CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.	Vigente
2009.1.09.00007	2009.10.19	MICROFINANZA CALIFICADORA DE RIESGO S.A. MICRORIESG	Vigente
2001.1.09.00006	2001.07.25	CALIFICADORA DE RIESGOS PACIFIC CREDIT RATING S.A.	Vigente
95.1.7.03	1995.05.04	ECUABILITY S.A. CALIFICADORA DE RIESGO	Vigente
94.2.7.02	1994.10.07	CALIFICADORA DE RIESGO HUMPHREYS SOCIEDAD ANONIMA	Vigente
94.1.7.01	1994.10.03	CALIFICADORA DE RIESGOS BANKWATCH RATINGS DEL ECUADOR S.A.	Vigente

Fuente: Superintendencia de compañías

**Anexo 4:** Tabla de amortización mercado bursátil

(Expresado en dólares - año 2010)

Período	Capital insoluto al principio del período (a)	Interés vencido al final del período (b)	Pago de Cuota Interés + Capital ©	Capital pagado al final del período (d)
1	6.500.000,00	227.500,00	1.219.843,36	992.343,36
2	5.507.656,64	192.767,98	1.219.843,36	1.027.075,37
3	4.480.581,27	156.820,34	1.219.843,36	1.063.023,01
4	3.417.558,26	119.614,54	1.219.843,36	1.100.228,82
5	2.317.329,44	81.106,53	1.219.843,36	1.138.736,83
6	1.178.592,61	41.250,74	1.219.843,36	1.178.592,61
<b>TOTAL</b>	<b>23.401.718,23</b>	<b>819.060,14</b>	<b>7.319.060,14</b>	<b>6.500.000,00</b>

**Elaborado:** Manuel Peralta



**Anexo 5:** Tabla de amortización corporación financiera nacional

(Expresado en dólares - año 2010)

PERIODOS	MONTO INICIAL	INTERÉS	CAPITAL	CUOTA	SALDO DE CAPITAL
1	6.500.000	50.375	180.556	230.930	6.319.444
2	6.319.444	48.976	180.556	229.531	6.138.889
3	6.138.889	47.576	180.556	228.132	5.958.333
4	5.958.333	46.177	180.556	226.733	5.777.778
5	5.777.778	44.778	180.556	225.333	5.597.222
6	5.597.222	43.378	180.556	223.934	5.416.667
7	5.416.667	41.979	180.556	222.535	5.236.111
8	5.236.111	40.580	180.556	221.135	5.055.556
9	5.055.556	39.181	180.556	219.736	4.875.000
10	4.875.000	37.781	180.556	218.337	4.694.444
11	4.694.444	36.382	180.556	216.938	4.513.889
12	4.513.889	34.983	180.556	215.538	4.333.333
13	4.333.333	33.583	180.556	214.139	4.152.778
14	4.152.778	32.184	180.556	212.740	3.972.222
15	3.972.222	30.785	180.556	211.340	3.791.667
16	3.791.667	29.385	180.556	209.941	3.611.111
17	3.611.111	27.986	180.556	208.542	3.430.556
18	3.430.556	26.587	180.556	207.142	3.250.000
19	3.250.000	25.188	180.556	205.743	3.069.444
20	3.069.444	23.788	180.556	204.344	2.888.889
21	2.888.889	22.389	180.556	202.944	2.708.333
22	2.708.333	20.990	180.556	201.545	2.527.778
23	2.527.778	19.590	180.556	200.146	2.347.222

24	2.347.222	18.191	180.556	198.747	2.166.667
25	2.166.667	16.792	180.556	197.347	1.986.111
26	1.986.111	15.392	180.556	195.948	1.805.556
27	1.805.556	13.993	180.556	194.549	1.625.000
28	1.625.000	12.594	180.556	193.149	1.444.444
29	1.444.444	11.194	180.556	191.750	1.263.889
30	1.263.889	9.795	180.556	190.351	1.083.333
31	1.083.333	8.396	180.556	188.951	902.778
32	902.778	6.997	180.556	187.552	722.222
33	722.222	5.597	180.556	186.153	541.667
34	541.667	4.198	180.556	184.753	361.111
35	361.111	2.799	180.556	183.354	180.556
36	180.556	1.399	180.556	181.955	-

Totales

Interés	<b>931.938</b>
Capital + Interés	7.431.938

Pág. 2/2

**Elaborado:** Manuel Peralta



<b>TERRA SOL CORPS.A.</b>		
<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>		
<b>al 31 de diciembre 2010</b>		
<b>INGRESOS</b>		<b>16.439.972</b>
Ventas netas locales 12%	50.828	
Ventas netas locales 0%	4.752.761	
Exportaciones netas	9.657.386	
Otras rentas gravadas	1.978.996	
<b>GASTOS</b>		<b>16.035.056</b>
compras netas locales	725.252	
importaciones de bienes	185.694	
Sueldos y salarios	2.756.713	
Sueldos y salarios iess	959.575	
Sueldos y salarios no iess	825.446	
beneficios sociales	411.550	
aportes iess	166.264	
Honorarios profesionales	304.625	
Arriendos de inmuebles	142.614	
mantenimiento y repar.	284.709	
mantenimiento y repar. Otros	310.652	
combustibles	67.745	
publicidad	12.118	
suministros y materiales	4.513.915	
suministros y materiales	50.039	
transporte	391.132	
transporte	314.193	
provisiones ctas. Incobrables	49.355	
impuestos	49.950	
Depreciacion de activos fijos	364.360	
amortizaciones	257.346	
amortizaciones	1.297.735	
Servicios publicos	130.119	
pagos otros servicios	522.348	
pagos otros servicios	848.992	
pagos otros bienes	92.616	
Utilidad antes de participacion		<b>404.916</b>
GERENTE		<b>CONTADOR</b>
Edward Evans		Carlos Quimi

**Elaborado: Manuel Peralta**

## INDICE DE GRAFICOS

Gráfico N° 1: Esquema básico mercado de valores	2
Gráfico N° 2: Esquema básico de instrumentos financieros	10
Gráfico N° 3: Esquema básico riesgos financieros	15
Gráfico N° 4: Organigrama funcional Terra Sol S.A.	22
Gráfico N° 5: Procedimiento emisión de obligaciones y aspectos legales	23
Gráfico N° 6: Comparación de Costos	41

## INDICE DE CUADROS

Cuadro N: 1	Costo de emisión y colocación	35
Cuadro N: 2	Costo crédito corporación financiera nacional	38
Cuadro N: 3	Comparaciones entre cotizaciones	39
Cuadro N: 4	Análisis de flujos convencionales futuros	43