UTILIZACIÓN DEL MERCADO DE CAPITAL POR PARTE DE EMPRESAS LOCALIZADAS EN PAÍSES EN VÍAS DE DESARROLLO. CASO DE ANÁLISIS: ESTUDIO DESDE LA REALIDAD DE LAS EMPRESAS DE LA CIUDAD INTERMEDIA DE CUENCA, 2011-2017

CAPITAL MARKET UTILIZATION BY COMPANIES LOCATED IN DEVELOPING COUNTRIES. CASE OF ANALYSIS: STUDY FROM THE REALITY OF THE COMPANIES OF THE INTERMEDIATE CITY OF CUENCA. 2011-2017

Marco Antonio Piedra-Aguilera¹, Maria Ximena Moscoso-Serrano², Darwin Fabricio Torres-Chavez³

RESUMEN

La Bolsa de Valores (BdV) es una institución que permite a las empresas en general obtener recursos frescos para el financiamiento de sus actividades. Este mecanismo resulta ser el menos utilizado por las organizaciones en nuestro medio. En el presente trabajo se analizó la participación de las empresas cuencanas en el mercado de valores y los efectos causados por estos mecanismos de financiamiento en sus estados financieros. Los estados financieros fueron obtenidos de la página web de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros a través de su Portal de Documentos. La metodología aplicada se basa en la utilización de datos secundarios con accesos a la base de datos de la Superintendencia de Compañías, ente regulador del sistema societario y de valores del país. Los resultados indican que la participación de las socie-

¹ Universidad del Azuay - Cuenca - Ecuador

² Universidad del Azuay - Cuenca - Ecuador

³ Universidad del Azuay - Cuenca - Ecuador

dades cuencanas en este mercado es muy limitada y que la utilización de estos mecanismos es financieramente muy positiva para las empresas. Como corolario indicamos que el desarrollo empresarial ecuatoriano se ve respaldado por la banca, la cual directa o indirectamente decide a qué sector apoyar y en qué sectores no debe crecer la economía.

PALABRAS CLAVE: Finanzas, Mercado capitales, empresa, negociación financiamiento, deuda.

ABSTRACT

The Stock Exchange (SE) is an institution that allows companies in general to obtain fresh resources to finance their activities. This mechanism turns out to be the least used by organizations in our environment. In this paper, the participation of Cuenca companies in the stock market and the effects caused by these financing mechanisms in their financial statements was analyzed. The financial statements were obtained from the website of the Superintendency of Companies, Securities and Insurance through its Document Portal. the applied methodology that is based on the use of secondary data with access to the database of the Superintendence of Companies, regulatory entity of the corporate and securities system of the country. The results indicate that the participation of Cuenca societies in this market is very limited and that the use of these mechanisms is financially very positive for companies. As a corollary, we indicate that Ecuadorian business development is supported by banking, which directly or indirectly decides which sector to support and in which sectors the economy should not grow.

KEY WORDS: Finance, Capital market, company, financing negotiation, debt.

INTRODUCCIÓN

“La bolsa de valores un cisne en el mundo pero patito feo en Ecuador” (Zambrano, 2017), clarísima alusión a lo que sucede con el funcionamiento del Mercado de Capitales del país, en el cual las empresas, como podrá observarse en la investigación, presentan un muy bajo grado de aplicación de este esquema de financiamiento. Comparativamente, en el Ecuador en el año 2016 se registró un 8% del PIB bajo este mecanismo, mientras que en el mismo periodo, nuestros vecinos de Colombia y Perú lo hicieron por un monto cercano al 25% del PIB, Chile lo hizo por un monto del PIB del 65% (Zambrano, 2017).

La evidencia muestra que el crecimiento empresarial del Ecuador se genera en base al financiamiento e intervención de la banca, pues de todo el universo de empresas jurídicas inscritas en la ciudad de Cuenca, tan solo 12 han incursionado en este tipo de mercados.

En primera instancia, el estudio revela que el producto más utilizado son las Obligaciones con una participación de un 45% en promedio de las dos Bolsas de Valores del país. El producto menos utilizado es el pagaré a la orden con un porcentaje de 10% sobre el total negociado. Los impactos financieros del dinero fresco obtenido se ven reflejados en los costos financieros.

La investigación se estructura en una primera parte con la explicación de los principales términos y componentes del Mercado de Valores para pasar luego a aplicar una revisión de la evolución e historia de la Bolsa en el país, en la cual se caracterizan los momentos claves de normalización y funcionamiento de este mercado. Luego se describe la metodología aplicada que se basa en la utilización de datos secundarios con accesos a la base de datos de la Superintendencia de Compañías, ente regulador del sistema societario y de valores del país. Posteriormente se explican los resultados en función de los papeles evidenciados: Pagaré a la Orden, Papel comercial, Titularización y Obligaciones, y culmina con las conclusiones del estudio.

Revisión de la Literatura

Bolsa de Valores

La Bolsa de Valores de Londres tiene sus inicios en el año de 1693, siendo esta considerada como la primera Bolsa de Valores (BdV) del mundo. Aproximadamente cien años más tarde, esto es por el año de 1762 nace la Bolsa de Valores de New York. Con el paso del tiempo las Bolsas de Valores han ido evolucionando y convirtiéndose en una fuente de financiamiento muy dinámica en varios países. En la actualidad cada país por lo menos tiene una Bolsa de Valores. El Ecuador cuenta con dos Bolsas de Valores, una ubicada en la capital de la república, Quito, y la otra en la ciudad costanera Santiago de Guayaquil, manteniendo registro de inicio de actividades de las dos casas en el año de 1969. (Stooker, 2014)

Como definición, se puede decir que La Bolsa de Valores es aquella entidad que tiene como finalidad proporcionar a las empresas un mecanismo de financiamiento diferente al tradicional bancario. Dentro de este sistema se pueden negociar mediante transacciones de compra y venta de títulos valores pudiendo ser estos de renta fija o de renta variable. También este sistema es considerado como una vía de crecimiento para las empresas que cumplen con los requisitos que establecen las Casas, llegando de esta manera a convertirse en un mecanismo de

impulso y dinamización de la economía de un país, con impacto directo en los sectores económicos de corto o mediano plazo. (De Vicente Lama, 2007).

Dentro de este sistema operan dos fuerzas que permiten mantener el Mercado organizado, una de ellas denominada como la demanda de Capitales la cual integra las nuevas emisiones de títulos fijando su precio de manera pública, conocido comúnmente como cambio o cotización. La segunda fuerza se la conoce como la oferta de Capitales que se compone con el total de las rentas de los inversionistas que no fueron destinados para el consumo y que buscan alternativas de inversión.

Dentro del esquema de trabajo del Sistema de Capitales debemos tener presente los principales elementos que lo integran, para lo cual comenzamos por los elementos personales integrado por personas físicas o jurídicas (oferentes de capital) y al otro lado se tiene a los demandantes de capital que son las empresas públicas o privadas. De otro lado, tenemos a los denominados como elementos reales los cuales están conformados por los valores que son objeto de transacción en el mercado de valores conocidos como valores negociables. El último está constituido por los elementos formales los cuales son las firmas y las condiciones en las que se deben realizar las transacciones: impuestos, comisiones, normativa legal. (Vallejo, Torres, 2012),

Para el autor Morales (2012), todas las Bolsas de Valores del mundo deben cumplir con las siguientes características:

1. Trabajar dentro de un mercado público, en el cual únicamente se negocian títulos valores.
2. La emisión de títulos valores deberá ser realizada únicamente por las empresas que han sido previamente autorizadas.
3. Todas y cada una de las transacciones deben ser aseguradas jurídica y económicamente.

Bajo este contexto, usualmente las empresas eligen estructurar su composición de capital y deuda acorde a las condiciones intrínsecas de cada unidad de negocio, como lo exponen Stulz y Johnson (1985), evaluando la capacidad que tiene la firma para emitir deudas con diferentes “*prioridades de pago*”, y el fin o destino de aplicabilidad de los fondos, pudiendo ser de corto o largo plazo, para lo cual las firmas intentan equilibrar los beneficios que potencialmente vayan a percibir los tenedores de deuda, conforme manifiesta Castañeda y Contreras (2017)

Vale la pena anotar que una característica de este tipo de mercados es el comportamiento de los documentos negociados, cuya valoración como la describen Bichler y Nitzan (2015) actúa como dos universos paralelos: real y nominal. Real cuya condición es regida por la ley de oferta y demanda; y la nominal que es el valor registrado de un título en el documento transaccional.

Cualquier Bolsa de Valores tiene la obligación de operar dentro de un Mercado, el cual puede ser conocido como Mercado de Capital o Mercado de Valores, lugar en el cual se aplican negociaciones de títulos valores.

Se clasifica como primario o secundario, siendo el primero el definido como en lugar en donde se realiza por primera vez la venta o colocación de valores; y el segundo (Mercado Secundario) el generado con las negociaciones posteriores al Mercado Primario. (Santa Fe Casa de Valores S.A., 2016)

Ilustración 1. Financiamiento a través del Mercado de Valores.

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Breve reseña histórica de Ley de Mercado de Valores del Ecuador

- El inicio del Mercado de Valores se encontraba enlazado con la Bolsa de Comercio a través del Código de Comercio.
- En 1969, el expresidente José María Velasco Ibarra junto con la Comisión Legislativa Permanente crearon La Bolsa de Valores de Quito y La Bolsa de Valores de Guayaquil.
- No se logró incentivar el desarrollo del Mercado de Valores.
- En mayo de 1935, nace la Bolsa de Valores y Productos del Ecuador C., la misma que cierra sus puertas en junio de 1936.

Primera versión de Ley de Mercado de Valores (28 de mayo de 1993)

- Transformación de las Bolsas de Valores de Compañías Anónimas a Corporaciones Civiles sin fines de lucro.
- Sustitución de los agentes de Bolsas, administradores de fondos, etc., por lo que hoy conocemos como Casas de Valores.
- Con esta ley los inversionistas podían estar al tanto de los cambios en la economía de Latinoamérica e intentar predecir las tendencias de los precios de las acciones. (Romero Granados, 2009)
- El crecimiento se generó gracias a que dicha ley contenía un capítulo entero de incentivos tributarios¹ que indujeron al fortalecimiento del Mercado de Valores Ecuatoriano, se mantuvo hasta finales del 1994, los montos que se negociaron en 1993 aumentaron en un 170% y en 1994 su incremento fue aún mayor, 305.27% (Real, 2012)
- La caída de las negociaciones de los títulos, en 1995, provocados por los diversos problemas económicos que enfrentaba el país lo que provocó una afección a las tasas de rendimiento que los inversionistas esperaban tener.

Segunda versión de la Ley de Mercado de Valores (23 de junio de 1998)

- Fortalecimiento del Sector Societario y Bursátil.
- El Consejo Nacional de Valores (C.N.V.) implementó una política absoluta y regulatoria de las actividades del Mercado de Valores, cuyo control estaba en la Superintendencia.

¹ Dichos Incentivos se encuentran en el Anexo 1 Exoneraciones Tributarias.

- Esta ley carecía de un buen Gobierno Corporativo y no cumplía con la mayoría de estándares internacionales. (Romero Granados, 2009)

Tercera versión de la Ley de Mercado de Valores (12 de septiembre de 2014)

- Esta versión contaba con criterios de las dos Bolsas de Valores de Ecuador y miembros del sector privado, que al mismo tiempo eran integrantes del organismo regulador del mercado de valores.
- También obligó a las Bolsas de Valores del Ecuador a una nueva transformación, de Corporaciones Civiles a Sociedades Anónimas. La Bolsa de Valores de Guayaquil terminó su transformación el 13 de julio del 2016 y la Bolsa de Valores de Quito el 10 de agosto del 2016.
- Llamado actualmente como Libro II Ley de Mercado de Valores dentro del Código Orgánico Monetario y Financiero.

MÉTODOS

La metodología aplicada se basa en la utilización de datos secundarios con accesos a la base de datos de la Superintendencia de Compañías, ente regulador del sistema societario y de valores del país.

Dadas las operaciones empresariales, el contar con fuentes de financiamiento se ha convertido en un eje fundamental de operaciones organizacionales, cuyos capitales servirán para financiar proyectos, planes, estrategias, gastos corrientes, entre otros. Esta premisa, permite la aplicación de un análisis de las alternativas de las fuentes de financiamiento ofertadas en el mercado ecuatoriano, el cual tiene como característica más visible la recurrencia al sistema financiero tradicional, mismo que está compuesto por Bancos, Cooperativas y Mutualistas, entre otros, a pesar de que, se tiene claro que las negociaciones de Bolsa de Valores son consideradas como una fuente de financiamiento dinámica a través de la cual se obtienen recursos frescos y de relativo fácil acceso

De otro lado, en el Ecuador existe un número reducido de empresas que han optado por conseguir recursos financieros en las Casas de Valores ubicadas en las ciudades de Quito y Guayaquil, lo que genera la motivación de la presente investigación y que como metodología establece que en primer lugar se deba acceder a la base de datos pública de las dos Bolsas de Valores por medio de la información del sitio web perteneciente a la Superintendencia de Compañías, Seguros y Valores.

Una vez identificado el repositorio de información, se procedió a obtener un listado general de las empresas que negocian en Bolsa, filtrando aquellas empresas que pertenezcan al Cantón Cuenca de las cuales se procedió a descargar la información requerida para el análisis². Seguido de esto, se aplicó una revisión detallada de los documentos a fin de depurar la información y trabajar con datos relevantes a fin de que permita una posterior clasificación acorde al tipo de financiamiento usado y los beneficios que puedan provenir de ellos.

Subsiguientemente se hizo un análisis de los estados financieros descargados del Portal de Documentos de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, los mismos que fueron clasificados acorde a necesidades identificadas, de tal manera que facilite el cálculo de ratios³; esta herramienta brinda una aplicación factible y muy utilitaria, y a su vez permite medir y comparar los datos financieros observando y analizando las diferentes situaciones a lo largo de la vida económica de la empresa, corporación o unidad de negocio. Adaptando esta herramienta a la investigación se aplica el análisis de ratios de tres años (excepto en Pagare a la Orden y Papel Comercial, en las que se trabaja con dos años), es decir, se calcularán antes, durante y después de la emisión de los productos financieros, observando su comportamiento

Por último, se aplicó un examen de los movimientos registrados en los estados financieros de los emisores con el fin de identificar los comportamientos que más colaboren con los objetivos planteados en la presente investigación.

Una vez que se obtuvo la información, se ordenaron las emisiones que, negociadas en las Bolsas de las ciudades de Quito y Guayaquil, para evidenciar los montos acumulados de los productos ofertados, su frecuencia y los datos porcentuales.

RESULTADOS

Se identifican un total de 12 empresas ecuatorianas domiciliadas en el Cantón Cuenca que se encuentran registradas dentro de la base de datos de las Bolsas y cuya inscripción pertenece al periodo de estudio 2011-2017.

² Documentación que refleja las características de la emisión, de la empresa, calificación de riesgos y de un breve análisis financiero de la empresa emisora. (Barrezueta, 2014).

³ a) Liquidez Corriente; b) Prueba Rápida; c) Razón de Endeudamiento; y d) Margen de utilidad neta.

Una característica particular que se analiza radica en que las dos emisiones de Pagaré a la Orden fueron realizadas en modalidad REVNI⁴, cuya característica principal es la de ostentar como un mecanismo para empresas que están en desarrollo y cuyos índices financieros no son altos.

Tabla 1.
Frecuencia de uso de los diferentes productos de Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil.

	Bolsa de Valores Quito			Bolsa de Valores Guayaquil		
<i>Producto</i>	<i>Frecuencia</i>	<i>%</i>	<i>Monto</i>	<i>Frecuencia</i>	<i>%</i>	<i>Monto</i>
<i>Obligaciones</i>	8	40%	62.000.000	10	53%	75.000.000
<i>Titularización</i>	6	30%	54.000.000	5	26%	39.000.000
<i>Papel Comercial</i>	4	20%	32.000.000	4	21%	32.000.000
<i>Pagaré a la Orden</i>	2	10%	3.000.000	-	-	-
<i>Total</i>	20		151.000.000	19		146.000.000

Fuente: Bolsa de Valores Quito y Bolsa de Valores Guayaquil
Elaborado por: Darwin Torres

Interpretando el cuadro anterior, observamos que las Obligaciones encabezan el listado en los dos Bolsas estudiadas. Los comportamientos en relación al tipo de documentos negociados son muy similares en ambas, con una diferencia que indica que en la Bolsa de Valores de Guayaquil no se emitieron Pagarés a la Orden. La diferencia de los montos totales emitidos entre estas dos alternativas de lugar de negociación es apenas de cinco millones de dólares.

En la Tabla 2 se expone el listado de las empresas que son parte de este estudio, denotando el lugar de inscripción. Salvo dos empresas (Heladerías Tutto Freddo SA e Importadora Tomebamba) la inscripción fue realizada en las dos (BdV) y bajo la negociación de los mismos productos.

⁴ a) Liquidez Corriente; b) Prueba Rápida; c) Razón de Endeudamiento; y d) Margen de utilidad neta.

Tabla 2.
Listado de Empresas Cuencanas inscritas

Bolsa de Valores de Quito	Bolsa de Valores de Guayaquil
Austral Cía. Ltda.	Austral Cía. Ltda.
Comercializadora JCEV Cía. Ltda.	Comercializadora JCEV Cía. Ltda.
Continental Tire Andina S.A.	Continental Tire Andina S.A.
Corporación Azende Cía. Ltda.	Corporación Azende Cía. Ltda.
Corporación Jarrin Herrera Cía. Ltda.	Corporación Jarrin Herrera Cía. Ltda.
La Casa Del Electrodoméstico Electroexito S. A.	La casa del Electrodoméstico Electroexito S.A.
Marcimex S. A.	Marcimex S.A.
Novacredit S.A.	Novacredit. S.A.
Plásticos Rival Cía. Ltda.	Plásticos Rival Cía. Ltda.
Soluciones Para Hotelería Y Gastronomía EQUINDECA Cía. Ltda.	Soluciones Para Hotelería Y Gastronomía EQUINDECA Cía Ltda
Heladerías Tutto Freddo S.A.	
Importadora Tomebamba S.A.	

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

Elaborado por: Darwin Torres.

A continuación, se aplica un análisis sobre los efectos causados en los estados financieros de las empresas participantes en un análisis acorde al producto negociado.

Pagaré a la Orden

Producto definido como “Una promesa incondicional de pago, representada en un título mediante el cual una persona firmante, se obliga incondicionalmente a pagar una cantidad determinada, en un tiempo determinado, a la orden de otra persona, beneficiario” (Rodríguez, 2010, p. 50), siendo un contrato entre la empresa y el inversionista con ciertas cláusulas que deben cumplir ambas partes.

En la siguiente tabla se podrá observar los estados financieros de las empresas Heladerías Tutto Freddo S.A. y Novacredit S.A., en los cuales la primera adquiere deuda por un millón de dólares y la segunda por dos millones de dólares en el 2014.

Tabla 3.
Consolidado Pagaré a la Orden

Estado de Situación Financiera					
	Heladería Tutto Freddo S.A.			Novacredit S.A.	
	2013	2014(E)*	2015	2013	2014(E)*
Activos	3.202.299	2.908.327	3.813.202	3.294.452	7.257.356
A. Corrientes	1.547.275	1.232.234	1.148.058	3.205.230	7.142.918
Efectivo	222.309	162.112	59.095	2.849.382	6.024.933
Inventario	528.856	359.174	615.424	-	-
C y D por Cobrar	500.305	234.587	219.670	178.782	6.247.264
Otras Cuentas	295.806	476.360	253.870	355.849	1.117.985
A. No Corrientes	1.655.024	1.676.094	2.665.143	89.222	114.437
Pasivos	2.659.812	2.225.112	2.271.030	2.938.013	6.495.286
P. Corrientes	1.846.055	1.111.570	1.397.980	2.583.590	3.626.705
C y D por Pagar	1.215.458	604.953	830.291	1.454.054	2.848.649
O. Inst. Finan	-	-	-	610.545	400.072
O. Obligaciones	528.981	123.218	168.850	-	-
Otras Cuentas	101.616	383.399	398.840	518.991	377.984
P. No Corrientes	813.756	1.113.541	873.050	354.423	2.868.580
C y D por Pagar	389.000	-	24.000	95.336	1.857.592
O. Inst. Financieras	97.345	648.592	479.248	259.086	1.010.988
Otras Cuentas	327.412	464.949	369.802	-	-
Estado de Resultados					
	Heladería Tutto Freddo S.A.			Novacredit S.A.	
	2013	2014(E)*	2015	2013	2014(E)*
Ingresos	7.208.636	6.949.997	7.148.520	1.207.655	2.612.884
Costo de Ventas	3.298.585	3.764.886	3.825.857	205.905	-
Gastos	3.607.991	3.044.383	3.097.606	814.838	1.584.718
Gastos Financieros	165.541	147.942	106.423	-	83.849
Participación Trabajadores	78.913	37.436	48.316	-	107.019
Impuestos	145.115	71.410	64.294	-	190.198
Utilidad Neta	302.059	140.728	209.497	186.913	416.246
Razones					
	Heladería Tutto Freddo S.A.			Novacredit S.A.	
	2013	2014(E)*	2015	2013	2014(E)*
Liquidez Corriente	0,84	1,11	0,82	1,24	1,97
Prueba Rápida	0,55	0,79	0,38	-	-
Razón de Endeudamiento	83,06%	76,51%	59,56%	89,18%	89,50%
Margen de Utilidad Neta	4,19%	2,02%	2,93%	15,48%	15,93%

(E): Año donde se realiza la emisión.

Fuente: Bolsa de Valores Quito y Bolsa de Valores Guayaquil

Elaborado por: Darwin Torres

Se puede apreciar que los Activos Corrientes en la empresa Novacredit tuvieron un incremento notorio, en especial en la cuenta de Efectivo, situación que evidencia la inyección de liquidez recibida. La empresa Tutto Freddo lo hace en la cuenta Activos no corrientes.

En la Empresa Novacredit se observa que los fondos obtenidos fueron utilizados para fortalecimiento del Capital de Trabajo que al mismo tiempo provocó el mejoramiento de los ratios, comenzando por la liquidez corriente cuyo cambio fue de 1,24 a 1,97; como dicha empresa no presenta inventarios no resulta relevante el cálculo del siguiente ratio; por otro lado, no se observa una reducción en la razón de endeudamiento provocada por la reprogramación de los pasivos.

Con relación a Tutto Freddo, los ratios reflejan un cambio positivo como es el caso del incremento de la Liquidez Corriente que pasa de 0,84 a 1,11 y de la Prueba Rápida que también registra un ligero incremento de su índice en 0,24 puntos y la reducción de la razón de endeudamiento de 83,06% a 76,51%, debido a que dichos fondos aparentan haber sido usados para la reprogramación de los pasivos.

Papel Comercial

Definido como “Obligaciones cuyo plazo es inferior a 360 días” (Rodríguez, 2010, p. 50), este producto tuvo una utilización aproximada del 20% del total de las emisiones analizadas, posiblemente ocasionado por el atractivo de corto plazo que representa para los inversionistas. En la siguiente tabla (Tabla 4) se encuentran el consolidado de las empresas que utilizaron este producto como una fuente de financiamiento, es oportuno anotar que la empresa Plásticos Rival Cía. Ltda. inició el proceso de emisión en el año 2017 por lo que no fue posible analizar la información debido a que al momento de realizar este estudio aún no se publicaban dichos estados para la comparación respectiva.

La empresa Continental Tire Andina S.A. utilizó dos veces este producto en el 2015 por un valor de veinte millones de dólares y en 2016 con una emisión de cinco millones de dólares. Se puede observar el nivel de crecimiento aproximado de 11% en los Activos para la primera emisión y de 10% en los Pasivos, tal como se refleja también los ratios, reducción de la liquidez corriente de 2 a 1,79; pero la prueba rápida presenta un incremento favorable de 1,57 a 1,64; la razón de endeudamiento presenta una variación promedio de 0,28%.

Tabla 4.
Consolidado de Papel Comercial

Estado de Situación Financiera					
	Continental Tire Andina S.A.			Corporación Azende S.A.	
	2014(SE)	2015(CE)	2016(CE)	2011(SE)	2012(CE)
Activos	140.357.182	155.330.954	156.687.962	53.946.947	61.849.890
A. Corrientes	85.801.374	88.978.382	84.096.356	33.347.996	34.097.020
Efectivo	4.962.488	6.547.978	6.385.881	1.420.587	752.008
Activos Financieros	38.027.495	39.725.383	37.422.601	18.274.514	18.012.757
C y D por Cobrar	21.799.739	11.399.349	14.749.484	13.413.493	7.680.387
Inventarios	36.157.383	35.518.317	32.084.499	11.926.555	14.042.937
Otras Cuentas	11.616.496	13.734.682	14.589.257	3.146.927	2.041.327
A. No Corrientes	54.555.807	66.352.571	72.591.605	20.598.951	27.752.870
Pasivos	66.385.562	72.972.041	74.515.628	29.729.411	39.306.199
P. Corrientes	42.900.153	49.594.643	46.330.752	21.265.934	27.620.987
C y D por Pagar	17.481.013	13.447.165	12.303.509	10.860.217	14.636.728
O. Inst. Financieras	11.101.108	26.374.420	2.927.409	5.223.274	5.188.840
Porción de V. Emitidos	3.200.000	-	23.234.869	-	-
P. No Corrientes	23.485.409	23.485.409	23.485.409	8.526.476	11.685.212
Estado de Resultados					
	Continental Tire Andina S.A.			Corporación Azende S.A.	
	2014(SE)	2015(CE)	2016(CE)	2011(SE)	2012(CE)
Ingresos	186.809.554	173.441.961	152.238.854	95.233.225	101.386.380
Otros Ingresos	182.763	347.249	475.276	-	-
Costo de Ventas	144.442.887	133.163.681	123.077.756	64.155.013	72.311.000
Gastos	17.092.006	19.086.332	19.981.388	26.946.471	27.317.423
Gastos Financieros	3.399.498	3.538.066	3.110.493	957.607	1.293.717
Participación Trabajadores	-	-	-	-	66.312
Impuestos	5.213.825	4.312.472	2.756.454	-	721.650
Utilidad Neta	16.844.101	13.688.659	3.788.039	3.145.887	-274.479
Razones					
	Continental Tire Andina S.A.			Corporación Azende S.A.	
	2014(SE)	2015(CE)	2016(CE)	2011(SE)	2012(CE)
Liquidez Corriente	2,00	1,79	1,82	1,57	1,23
Prueba Rápida	1,57	1,64	1,67	1,01	0,73
Razón de Endeudamiento	47,30%	46,98%	47,56%	55,11%	63,55%
Margen de Utilidad Neta	9,02%	7,89%	2,49%	3,30%	-0,27%

(SE): Sin emisión. (CE): Con emisión.

Fuente: Bolsa de Valores Quito y Bolsa de Valores Guayaquil

Elaborado por: Darwin Torres

Corporación Azende evidencia un incremento de 14,65% en los Activos frente a un incremento de 32,21% de los Pasivos totales lo que hace que sus ratios se vean afectados, como es el caso de la reducción de la liquidez corriente, prueba rápida y el margen de utilidad neta, cuyos cambios van desde 1,57 a 1,23; de 1,01 a 0,73 y de 3,30% a -0,27% respectivamente; también tenemos el incremento de la razón de endeudamiento de alrededor de 15.31%.

Se podría concluir que Continental Tire Andina utilizó los recursos tanto para la potenciación de los Activos y del Capital de trabajo y también de la reprogramación de los pasivos según se observa los movimientos de los ratios.

Titularización

Definida como: “un mecanismo de financiamiento que permite transformar activos o bienes, actuales o futuros, en valores negociables en el Mercado de Valores, para obtener liquidez en condiciones competitivas de mercado, con la consecuente reducción de costos de financiamiento” (Rodríguez, 2010, p. 68), el cual también es considerado un proceso jurídico para convertir los flujos futuros en documentos, de tal manera que permita a las empresas obtener liquidez rápida por medio de los Activos no Corrientes (que nos son fácilmente convertibles en efectivo).

En la tabla 5 se presentan los valores registrados de una empresa representativa de este tipo de negociaciones.

Esta empresa tiene dos emisiones realizadas consecutivamente, la primera fue realizada en el año 2014 con el propósito de generar capital y la segunda en el 2015 para generar créditos. Para la primera emisión (2014 - 2015) los movimientos en el estado de situación financiera deberían estar concentrados principalmente en los Activos Corrientes, esto es claramente visible en el incremento de los Activos Corrientes en las tres cuentas que se encuentran en la tabla anterior cuya suma es alrededor de 22,5 millones de dólares. Dicha suma supera la emisión del producto (monto igual a 8 millones de dólares, suponiendo que se logró vender la totalidad de la primera titularización) lo que podría explicar la existencia de un incremento en las Obligaciones con Instituciones Financieras pertenecientes a los Pasivos Corrientes.

El segundo segmento de los Pasivos, los no Corrientes, también presenta un crecimiento aproximado de 4 millones de dólares producto de la operación

Tabla 5
Ejemplo del efecto de la utilización de Titularización
Marcimex S.A.

	Estado de Situación Financiera			
	2013(SE)	2014(CE)	2015(CE)	2016(SE)
Activos	125.645.955	145.985.404	153.909.717	154.566.805
<i>A Corrientes</i>	110.968.281	133.417.699	137.208.755	137.001.667
<i>Caja</i>	1.258.165	3.303.998	18.054.049	18.110.965
<i>Cy D x Cobrar</i>	94.251.994	109.946.543	101.746.149	97.620.367
<i>Inventarios</i>	15.113.480	19.045.558	14.694.173	14.900.852
<i>Otras Cuentas</i>	344.642	1.121.599	2.714.384	6.369.483
<i>A. no Corrientes</i>	14.677.674	12.567.705	16.700.962	17.565.137
Pasivo	76.755.906	83.617.770	86.165.269	89.315.526
<i>P Corriente</i>	61.637.197	59.279.330	65.711.931	43.221.014
<i>C y D x Pagar</i>	22.102.897	12.480.337	12.881.207	19.838.529
<i>O. I. Financieras</i>	19.425.838	24.071.244	34.847.192	12.430.652
<i>Otras O. Corrientes</i>	10.170.308	15.631.138	11.323.977	7.380.291
<i>C. x Pagar Diversas</i>	5.536.906	-	2.181.996	-
<i>Otros P. Corrientes</i>	3.788.484	7.096.323	-	-
<i>Otras Cuentas</i>	612.764	288	4.477.559	3.571.542
<i>P. no Corriente</i>	15.118.709	19.222.424	20.453.338	46.094.512
<i>C y D x Pagar</i>	-	-	-	-
<i>O. I. Financieras</i>	9.567.336	12.425.882	3.937.884	27.901.877
<i>Provisiones</i>	3.952.297	1.023.161	2.284.461	2.184.449
<i>Pasivo Diferido</i>	1.599.077	5.116.017	9.211.286	12.404.950
<i>Otras Cuentas</i>	-	657.364	5.019.707	3.603.236
Estado de Resultados				
Ingresos	204.393.929	218.820.085	196.049.308	157.369.112
<i>Otros Ingresos</i>	412.840	17.219.400	14.992.340	14.903.379
<i>Costo de Ventas</i>	143.844.129	162.535.030	141.230.760	112.047.381
Gastos	34.969.712	41.061.084	41.081.174	40.686.054
<i>Gastos Financieros</i>	7.023.494	5.509.096	7.106.888	11.646.678
<i>Participación Trabajadores</i>	2.845.415	4.040.141	3.243.428	1.183.857
<i>Impuestos</i>	3.474.959	5.202.073	4.210.692	1.705.241
<i>Utilidad Neta</i>	12.649.060	17.692.061	14.168.706	5.003.280
Razones				
<i>Liquidez Corriente</i>	1,80	2,25	2,09	3,17
<i>Prueba Rápida</i>	1,56	1,93	1,86	2,83
<i>R. Endeudamiento</i>	61,09%	57,28%	55,98%	57,78%
<i>M. Utilidad Neta</i>	6,19%	8,09%	7,23%	3,18%

(SE): Sin emisión. (CE): Con emisión o año que se emitió el producto.

Fuente: Bolsa de Valores Quito y Bolsa de Valores Guayaquil

Elaborado por: Darwin Torres

dentro de las dos Bolsas de Valores, aunque no con resultados concluyentes pues no se mantuvo acceso a las firmas, pero por examen visual proyectaría dicha conclusión.

El capital de trabajo neto (Ilustración 2) presenta un incremento del 45% pese a que en el año 2015 se genera otra emisión. De otra mano, los indicadores de Liquidez Corriente y de Prueba Rápida incrementan en un promedio de 24,54%. En relación al movimiento de los Gastos Financieros entre los años 2013 y 2014 generan un ahorro aproximado de 1.5 millones de dólares y el Margen de Utilidad Neta en el mismo periodo cambia de 6,19% a 8,09%.

Ilustración 2. Capital de Trabajo (Miles de Dólares)

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Elaborado por: Darwin Torres

En los periodos 2015 (con emisión de valores) y 2016 (sin emisión de valores) la atención se establece en los Pasivos y en el índice de Endeudamiento, en referencia a los primeros (Pasivos Corrientes) muestra una variación de reducción en su valor, esta variabilidad se puede encontrar directamente en las Cuentas y Documentos por pagar, y en, las Obligaciones con Instituciones Financieras. Revisando los cambios en los Pasivos no Corrientes, se observa un fuerte incremento en las Obligaciones con Instituciones Financieras, haciendo que la Razón de Endeudamiento se eleve de 55,98% a 57,78%.

El Margen de Utilidad Neta en esta emisión no tuvo la misma suerte que la anterior, esto se debe primeramente a la reducción de las ventas, al mínimo cambio en los Gastos y al incremento de los Gastos Financieros que puede ser el resultado de la obtención de la nueva cartera, la reducción es de aproximadamente 4 puntos porcentuales.

Obligaciones

La Bolsa de Valores (2016, p. 1) en su publicación llamada *Cómo emitir Obligaciones a largo plazo* define a las obligaciones como: “los valores que son emitidos como un mecanismo que permite captar recursos del público y financiar sus actividades productivas”, pues las obligaciones resultan ser valores de tipo crediticio que genera un porcentaje de interés, bonos, que pueden ser libremente negociados en el mercado mientras este no hayan vencido, este producto tiene la posibilidad de emitirse como obligaciones desmaterializadas, es decir, se puede vender a cualquier valor mientras sea mayor igual al valor nominal y menor igual al total de la emisión.

Adicionalmente este tipo de producto cuenta con la garantía general, como posible prenda a todos los activos que no estén sujetos a una garantía específica, por otro lado, también existe la posibilidad de convertir las obligaciones en acciones de la empresa lo que hace más atractiva para el inversionista a simple vista, pero en las emisiones analizadas en el presente trabajo ninguna de las empresas emisoras decidió usar esta opción haciendo que las emisiones se tengan que pagar al final de su vencimiento.

Si nos referimos al Anexo 2 podremos analizar el listado de las empresas que fueron partícipes de emitir a través de la Bolsa y a su vez están dentro de nuestro estudio, debido a la complejidad y al número de empresas que utilizaron este producto, nos vemos forzados a utilizar una empresa que representará a las demás en cuanto a la importancia e impacto de su manejo y análisis en este tipo de negociaciones.

Equindecá, antes de la emisión ya era capaz de solventar casi 2 veces los Pasivos Corrientes que mantenía en ese año, al realizar la emisión, este índice se incrementa a 2,28 en el 2014. No obstante, los Activos Corrientes tienen una reducción de alrededor 7.02% para el 2014. Los inventarios reflejan un incremento en el 2014 de \$715.000 aproximadamente. En 2015 tiene una caída de \$840.000 y sumando las bajas que hay en las otras cuentas provocan que caiga la Liquidez Corriente a 1,75 (situación peor al año 2013, previo a la emisión de las obligaciones), de acuerdo con

Tabla 6
Ejemplo del efecto de la utilización de Obligaciones

Soluciones Para Hotelería y Gastronomía EQUINDECA Cia. Ltda.

	Estado de Situación Financiera		
	2013	2014 (E)	2015
<i>Activos</i>	9.798.532	9.741.386	8.826.360
<i>Activos Corrientes</i>	8.287.881	7.706.119	6.732.417
<i>C y D x Cobrar</i>	1.662.476	1.765.257	1.778.969
<i>Inventarios</i>	5.050.193	5.765.415	4.921.735
<i>Otras Cuentas</i>	1.575.213	175.446	31.714
<i>Activos no Corrientes</i>	1.510.650	2.035.267	2.093.943
<i>Pasivos</i>	7.096.102	6.747.025	6.009.482
<i>Pasivos Corrientes</i>	4.225.713	3.378.710	3.853.034
<i>C y D x Pagar</i>	935.247	910.245	992.732
<i>O. I. Financieras</i>	1.290.000	680.664	906.547
<i>Otras O. Corrientes</i>	462.467	421.151	218.687
<i>Otros Pasivos Financieros</i>	549.175	632.801	552.798
<i>Anticipos de Clientes</i>	874.784	693.324	629.783
<i>Otras Cuentas</i>	114.040	40.525	552.486
<i>Pasivos no Corrientes</i>	2.870.389	3.368.315	2.156.448
<i>C y D x Pagar</i>	-	-	-
<i>O. I. Financieras</i>	1.052.373	1.142.429	871.366
<i>C x Pagar Diversas</i>	924.967	677.629	401.941
<i>Obligaciones</i>	-	1.191.375	499.708
<i>Otras Cuentas</i>	893.049	356.883	383.433
	Estado de Resultado		
	2013	2014 (E)	2015
<i>Ingresos</i>	15.697.134	13.521.285	10.613.584
<i>Otros Ingresos</i>	-	204.391	70.502
<i>Costo de Ventas</i>	11.195.369	9.673.162	7.581.776
<i>Gastos</i>	2.554.985	2.601.942	2.291.124
<i>Gastos Financieros</i>	637.225	395.461	361.328
<i>Otros Gastos</i>	34.148	121.183	193.917
<i>Participación Trabajadores</i>	191.311	140.089	38.391
<i>Impuestos</i>	282.125	201.305	120.033
<i>Utilidad Neta</i>	801.971	592.534	97.517
	Razones		
	2013	2014 (E)	2015
<i>Liquidez Corriente</i>	1,96	2,28	1,75
<i>Prueba Rápida</i>	0,77	0,57	0,47
<i>Razón de Endeudamiento</i>	72,42%	69,26%	68,09%
<i>Margen de Utilidad Neta</i>	5,11%	4,38%	0,92%

(E): Año que se ejecuta la emisión.

Fuente: Bolsa de Valores Quito y Bolsa de Valores Guayaquil

Elaborado por: Darwin Torres

lo analizado se puede afirmar que los recursos obtenidos a través de la emisión fueron utilizados para el abastecimiento del inventario.

Los Pasivos tienen un comportamiento similar a los Activos, estos también tienen una reducción en sus valores en su componente corriente con reducción de los gastos financieros y cuentas y documentos por pagar. Los Pasivos no Corrientes tienen un crecimiento en el 2014 que no afectó al ratio de razón de endeudamiento, cuyo comportamiento se mantiene a lo largo de los años analizados.

El Margen de Utilidad Neta no cuenta con esta misma suerte, cosa que no tiene ningún tipo de vinculación con la emisión de este producto, más bien, este decaimiento en el Margen de Utilidad Neta se podría originar en la reducción de los ingresos, situación ajena al presente análisis.

CONCLUSIONES

La Bolsa de Valores se considera como una institución que proporciona una fuente adicional para financiamiento, en Ecuador la frecuencia de utilización o de inscripción en el periodo estudiado no es equivalente en sus dos Bolsas de Valores, conquistando el primer puesto la Bolsa de Valores de Quito con un total de 12 emisiones frente a 10 emisiones registradas en la Bolsa de Valores de Guayaquil (las mismas que se encuentran inscritas también en la Bolsa de Valores de Quito) (Tabla 2); tomando como referencia las 12 emisiones frente a las 335 empresas inscritas⁵, un total de 3,58% empresas están inmersas en este estudio. Tomando en cuenta el monto de las emisiones hechas por estas empresas, la Bolsa de Valores de Quito registra un total de 20 publicaciones sumando un monto de \$151'000.000, frente a 19 publicaciones en la Bolsa de Valores de Guayaquil con un total de \$146'000.000. La diferencia se explica debido a que en la Bolsa de Valores de Quito se negociaron Pagarés a la Orden, de tipo REVNI, facilitando a las pequeñas empresas que deseaban probar este mecanismo de financiamiento.

En relación con la frecuencia de uso de los distintos títulos, las obligaciones representan el 46,5% de utilización liderando la lista de productos ofertados por las Bolsas de Valores, tal vez su utilización para la obtención de recursos a largo plazo sea por su facilidad de constituir una garantía general o específica que puede

4 a) Liquidez Corriente; b) Prueba Rápida; c) Razón de Endeudamiento; y d) Margen de utilidad neta.

asentarse con un Activo en prenda a favor del responsable de los obligacionistas. Por otro lado, a pesar de que se tiene la posibilidad de transformar estas obligaciones en acciones de la empresa, dicha opción no fue aplicada por ninguna de las empresas inmersas dentro de este estudio.

La figura de la Titularización con 28%, cuyo propósito es buscar el financiamiento a través de la transformación de activos o bienes, actuales o futuros en valores que se pueden negociar libremente, en otras palabras, es obtener recursos de flujos de efectivo futuros que tenga en elevado grado ocurrencia. Los dos últimos productos (Papel comercial y Pagaré a la Orden) suman un total de 25,5%, cuya característica viene dada por el tiempo de vencimiento como es el caso del Papel Comercial con emisión no mayor a 365 días.

Pese a que la BdV es un componente fundamental dentro del desarrollo empresarial de un país, la utilización de este mecanismo es casi nula en el medio. La **escasa** utilización de los diferentes productos ofertados evidencia la aseveración expuesta. Podemos concluir que las empresas pese a haber realizado emisiones previas, no mantienen flujos o negociaciones permanentes, por el contrario, en el análisis de las cuentas de gastos financieros y deuda bancaria se puede observar cómo **estas** retornan al financiamiento tradicional.

Las cifras revisadas en el presente estudio, representan resultados alentadores en el interior de la estructura financiera de la empresa, a nivel macro evidencian que nos encontramos en un sector que debe ser desarrollado de manera exponencial.

Como corolario indicamos que el desarrollo empresarial ecuatoriano se ve respaldado por la banca, la cual directa o indirectamente decide a qué sector apoyar y en qué sectores no debe crecer la economía.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Barrezueta, H. D. P. Código Orgánico Monetario Y Financiero, Libro II Ley Mercado Valores. *La Asamblea Nacional de la República del Ecuador*, 2, 133 (2014).
- Bichler, S., & Nitzan, J. (2015) Acumulación De Capital: Ficción Y Realidad. *Revista de Economía Institucional*, 17(33), 45–71 (2015).
- Bolsa de Valores de Quito. Cómo emitir Obligaciones a largo plazo, 1–11 (2016).
- Castañeda, F., & Contreras, F. (2017) Los determinantes de la estructura de la madurez de la deuda corporativa. El caso de Chile. *Trimestre Económico*, 84(334), 411–425 (2017).
- De Vicente Lama, M. La financiación empresarial mediante la salida a la bolsa: ventajas e inconvenientes. *Revista de Fomento Social*, 245, 69–92 (2007).
- Jijón, D. (2015) Estructura Y Funcionamiento Del Mercado De Valores. *Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros*, 1, 63 (2015).
- Morales, J. (2012). *Funcionalidad De La Bolsa De Valores Nacional S.A.* Universidad Rafael Landívar (2012). Recuperado a partir de <http://biblio3.url.edu.gt/Tesis/2012/07/01/Morales-Jose.pdf>
- Real, S. Mercados de Valores. Guayaquil: Universidad Ecotec (2012).
- Rodríguez, J. (2010) *Diccionario Bursátil*. (Imprenta Don Bosco, Ed.) (Primera Ed). Quito, Pichincha, Ecuador: Bolsa de Valores de Quito (2010).
- Romero, L. (2009) *Análisis de las exenciones impositivas para el desarrollo del mercado de valores ecuatoriano y propuesta de reformas tributarias según modelos externos*. La Escuela Superior Politécnica del Litoral, ESPOL (2009). Recuperado a partir de <https://www.dspace.espol.edu.ec/bitstream/123456789/1268/1/2459.pdf>
- Santa Fe Casa de Valores S.A. *Como Invertir En Mercado De Valores* (2016). Recuperado a partir de http://www.uasb.edu.ec/UserFiles/381/File/MARIANA_DAMIAN.pdf
- Stooker, R. *Cómo Invertir En El Mercado De Valores Para Principiantes*. (M. Barrancos, Ed.). Babelcube, Inc. (2014).
- Stulz, R. & Johnson, H. (1985) An analysis of secured debt. *Journal of Financial Economics*, 14(4), 501–521 (1985)
- Vallejo, C., & Torres, Ó. (2012) *Manual de la inversión en Bolsa*. (S. L. Cobrhi, Ed.) (Novena Edi). Madrid: INVERSOR EDICIONES, S. L. (2012).
- Zambrano, L. (20 de marzo de 2017). La bolsa de valores un cisne en el mundo pero patito feo en Ecuador. *El Expreso*, pág. 3B.

Anexos

Anexo 1. Exoneraciones Tributarias

Exoneraciones en la Ley de Mercado de Valores (Imp. Renta)	Exoneraciones en la Ley de Régimen Tributario Interno (Imp. Renta)
Las ganancias de capital, utilidades, beneficios o rendimientos financieros distribuidos por los fondos de inversión y fideicomisos de inversión a sus beneficiarios.	Rendimientos de los títulos valores emitidos por Instituciones públicas y las Instituciones de derecho público legalmente autorizadas.
Las ganancias o utilidades, sean cuales fueren las fuentes de que provengan, que distribuyan los fondos de inversión.	Los dividendos y utilidades calculados después del pago del impuesto a la renta.
Las ganancias de capital provenientes de la compra venta de valores y de acciones, participaciones y derechos de sociedades.	Los intereses que generen las cedulas hipotecarias, bonos de garantía y bonos de prenda.

Procesos de titularización: Transferencias de dominio.

Fuente: (Stulz, Johnson, 1985, p. 415)
Elaborado por: Darwin Torres

Anexo 2 Listado de Empresas, producto emitido, monto y fecha de emisión

Nombre	Bolsa de Valores de Guayaquil			Bolsa de Valores de Quito		
	Producto	Monto	Fecha	Producto	Monto	Fecha
Austral Cía. Ltda.	Obligaciones	2.000.000	20-mar-14	Obligaciones	2.000.000	20-mar-14
Continental Tire Andina S.A.	Obligaciones	8.000.000	6-dic-12	Obligaciones	8.000.000	6-dic-12
Continental Tire Andina S.A.	Papel Comercial	20.000.000	28-feb-15	Papel Comercial	20.000.000	28-feb-15
Continental Tire Andina S.A.	Papel Comercial	5.000.000	16-sep-16	Papel Comercial	5.000.000	16-sep-16
Corporación Azende Cía. Ltda.	Papel Comercial	3.000.000	30-mar-12	Papel Comercial	3.000.000	30-mar-12
Corporación Azende Cía. Ltda.	Titularización	6.000.000	18-ene-11	Titularización	6.000.000	18-ene-11
Comercializadora JCEV Cía. Ltda.	Obligaciones	3.000.000	25-sep-12	Obligaciones	3.000.000	25-sep-12
La casa del electrodoméstico Electroexitosa S.A.	Obligaciones	10.000.000	22-mar-13	Obligaciones	10.000.000	22-mar-13
Corporación Jarrin Herrera Cía. Ltda.	Obligaciones	7.000.000	8-ene-16	Obligaciones	7.000.000	8-ene-16
Corporación Jarrin Herrera Cía. Ltda.	Obligaciones	15.000.000	15-sep-17	Obligaciones	15.000.000	15-sep-17
Corporación Jarrin Herrera Cía. Ltda.	Titularización	13.000.000	26-dic-11	Titularización	13.000.000	26-dic-11
Marcimex S.A.	Titularización	8.000.000	15-mar-14	Titularización	8.000.000	15-mar-14
Marcimex S.A.	Titularización	8.000.000	25-may-15	Titularización	8.000.000	25-may-15
Novacredit S.A.	Titularización	4.000.000	26-ene-16	Titularización	4.000.000	26-ene-16
Plásticos Rival Cía. Ltda.	Obligaciones	15.000.000	24-jun-15	Obligaciones	15.000.000	24-jun-15
Plásticos Rival Cía. Ltda.	Papel Comercial	4.000.000	11-sep-17	Papel Comercial	4.000.000	11-sep-17
Soluciones Para Hotelería Y Gastronomía EQUINDECA Cía. Ltda.	Obligaciones	2.000.000	10-feb-14	Obligaciones	2.000.000	10-feb-14
Continental Tire Andina S.A.	Obligaciones	8.000.000	28-oct-11			
Corporación Azende Cía. Ltda.	Obligaciones	5.000.000	9-ene-12			
Importadora Tomebamba S.A.				Titularización	15.000.000	13-ago-15
Heladería Tutto Freddo S.A.				Pagare a la Orden	1.000.000	13-mar-14
Novacredit S.A.				Pagare a la Orden	2.000.000	1-ene-14

Fuente: Bolsa de Valores Quito y Bolsa de Valores de Guayaquil

Elaborado por: Darwin Torres