

**UNIVERSIDAD POLITÉCNICA SALESIANA**  
**SEDE QUITO**

**CARRERA**  
**ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS**

Trabajo de titulación previo a la obtención del título de: INGENIERAS  
COMERCIALES

**TEMA:**

“DISEÑO DE UN MECANISMO DE CATEGORIZACIÓN DE LAS PYMES DEL  
SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN DEL CANTÓN QUITO PARA  
DIRECCIONAR SU ACCESO AL FINANCIAMIENTO EN EL MERCADO DE  
CAPITALES DE ACUERDO A SU CAPACIDAD DE GESTIÓN”

**AUTORAS:**

CORONEL ZAMORA KATHERINE ALEXANDRA

MANTILLA MEDINA ROSA ELINA

TRUJILLO ARICO ANA CAROLINA

**DIRECTOR:**

PEDRO HUMBERTO MONTERO TAMAYO

Quito, diciembre del 2014

## **DECLARATORIA DE RESPONSABILIDAD Y AUTORIZACIÓN DE USO DEL TRABAJO DE TITULACIÓN**

Nosotras autorizamos a la Universidad Politécnica Salesiana la publicación total o parcial de este trabajo de titulación y su reproducción sin fines de lucro.

Además declaramos que los conceptos, análisis desarrollados y las conclusiones del presente trabajo son de exclusiva responsabilidad de las autoras.

Quito, diciembre del año 2014

---

Katherine Alexandra Coronel Zamora  
CI: 1722538087

---

Rosa Elina Mantilla Medina  
CI: 1720508124

---

Ana Carolina Trujillo Arico  
CI: 1720976404

## **DEDICATORIA**

Con todo mi cariño y amor para Dios y mis padres Nellys y Marco, quienes hicieron todo en la vida para que yo pudiera lograr mis sueños, quienes han sido mi apoyo incondicional, mi mayor pilar y fortaleza, quienes han hecho de mí una persona de bien y por haberme dado la oportunidad de tener una excelente educación y sobre todo por creer en mí, por motivarme y darme la mano cuando sentía que el camino se terminaba, a ustedes por siempre mi corazón y mi agradecimiento, los amo.

Katherine Alexandra Coronel Zamora

Dedico este trabajo a Dios a mis padres Rosita y Telmo que me dieron la vida y han forjado mi crecimiento, sobre todo a mi madre por brindarme su apoyo incondicional, por su dedicación, por esfuerzo y abnegación, por regalarme una carrera profesional que asegura mi futuro y por creer en mí, aunque hemos pasado momentos difíciles siempre ha estado apoyándome y brindándome todo su amor.

Con afecto y amor para mi familia, en especial mis queridas hermanas Jeane y Niki, que de una u otra forma me han ayudado a lograr mis sueños, por motivarme, alentarme y extenderme su mano cuando sentía que no podía más en mi camino, pues son mi motivación e impulso para crecer y ser mejor persona cada día, a mi sobrino Mathy y a todas las personas que han estado a mi lado, me han apoyado, han confiado y creído en mí.

Rosa Elina Mantilla Medina

Con todo mi amor para mis hijos: Jaime Andrés y Francisco Nicolás quienes son los pilares de mi vida, mi inspiración día a día. Por quienes sacrifique mi tiempo de estar junto a ellos para conseguir esta meta lograda al finalizar mi carrera.

Para ustedes mis amores con quienes comparto mi alegría y que anhelo un día ustedes compartan sus dichas y logros conmigo.

Por siempre mi corazón con ustedes.

Ana Carolina Trujillo Arico

## **AGRADECIMIENTO**

Agradecemos a la Universidad Politécnica Salesiana, templo del saber, cuna de grandes y exitosos profesionales, que con su personal docente preparado han ido sembrando valiosos conocimientos en nuestras mentes y al a vez nos han formado como profesionales con principios y valores.

Gracias al Ingeniero Pedro Montero, nuestro tutor, docente capacitado y de amplia experiencia que ha guiado la elaboración de nuestro trabajo de titulación, con sus sabios consejos, paciencia, tolerancia y dedicación. Su gran talento y capacidad es un ejemplo profesional a seguir.

Nos agradecemos finalmente la una a la otra, Katy, Ely y Any, porque hemos aportado con esfuerzo, sacrificio y perseverancia para el desarrollo y culminación de este trabajo de titulación, que demandó paciencia, motivación, constancia y dedicación.

Katherine Alexandra Coronel Zamora

Rosa Elina Mantilla Medina

Ana Carolina Trujillo Arico

## ÍNDICE

<b>INTRODUCCIÓN</b> .....	1
<b>CAPÍTULO 1</b> .....	6
<b>MARCO REFERENCIAL</b> .....	6
1.1 Fundamento teórico .....	6
1.1.1 PYMES .....	6
1.1.1.1 Importancia de las PYMES .....	6
1.1.1.2 Forma de operación de las PYMES.....	7
1.1.1.3 Sectores de la actividad económica .....	8
1.1.1.4 Clasificación de las PYMES.....	9
1.1.2 Mercado de capitales .....	11
1.1.3 Financiamiento .....	11
1.2 Marco conceptual .....	12
1.2.1 Glosario .....	12
1.3 Marco legal.....	13
1.3.1 Leyes.....	13
1.4 Marco espacial.....	20
1.5 Marco temporal.....	20
<b>CAPÍTULO 2</b> .....	21
<b>MERCADO DE VALORES, SERVICIOS DE FINANCIAMIENTO Y MECANISMOS DE FUNCIONAMIENTO Y OPERACIÓN</b> .....	21
2.1 El sector de la construcción y las PYMES .....	21
2.1.1 Coyuntura del sector de la construcción.....	21
2.1.2 PIB e importancia económica del sector .....	23
2.1.3 Representatividad de las PYMES en el sector de la construcción de Quito	25
2.1.4 Matriz FODA del sector constructor de Quito .....	27
2.2 Mercado de valores.....	28
2.2.1 Marco legal del mercado de valores .....	31
2.2.2 Bolsa de valores.....	33
2.2.2.1 Bolsa de valores de Quito.....	34
2.2.2.2 Estructura de la bolsa de valores de Quito.....	35

2.3	Opciones de financiamiento que ofrece la bolsa de valores .....	36
2.3.1	Instrumentos .....	36
2.3.1.1	Requerimientos y procedimientos .....	37
2.4	Resultados.....	45
<b>CAPÍTULO 3 .....</b>		<b>47</b>
<b>PYMES DE LA CONSTRUCCIÓN .....</b>		<b>47</b>
3.1	Las PYMES de la construcción en el país.....	47
3.2	Tipo de estudio .....	47
3.2.1	Investigación descriptiva .....	47
3.2.2	Investigación explicativa .....	47
3.2.3	Investigación transversal .....	48
3.3	Fuentes y técnicas de investigación.....	48
3.3.1	Fuentes.....	48
3.3.2	Técnicas .....	48
3.4	Población .....	51
3.5	Tipo de muestreo .....	52
3.6	Determinación de la muestra .....	52
3.7	Diseño de la encuesta .....	54
3.8	Resultados.....	55
3.8.1	Estudio del atractivo del mercado .....	56
3.8.2	Estudio de la posición competitiva.....	58
3.8.3	Posición y acción estratégica.....	69
3.9	Categorización.....	70
3.9.1	Criterios de inclusión y exclusión .....	70
3.9.2	Determinación del valor límite de emisión.....	72
3.9.3	Definición de categorías .....	73
3.9.4	Cuantificación de las categorías y caracterización del riesgo .....	74
3.9.5	Determinación del mecanismo de financiamiento por categoría.....	75
<b>CAPÍTULO 4 .....</b>		<b>77</b>
<b>DISEÑO DE UN MECANISMO DE FINANCIAMIENTO PARA PYMES DE LA CONSTRUCCIÓN.....</b>		<b>77</b>
4.1	Análisis de los mecanismos de financiamiento .....	77

4.2	Aplicación mediante el desarrollo de un caso práctico .....	80
4.2.1	Capacidad de emisión.....	87
4.3	Implementación del modelo de titularización .....	94
4.3.1	Aspecto legal .....	94
4.3.2	Proceso de titularización.....	96
4.3.3	Impacto del mecanismo .....	102
4.3.4	Viabilidad del nuevo mecanismo .....	103
	<b>CONCLUSIONES</b> .....	108
	<b>RECOMENDACIONES</b> .....	110
	<b>LISTA DE REFERENCIAS</b> .....	111

## ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Clasificación Internacional Industrial Uniforme CIU .....	8
Tabla 2. Clasificación de MiPYMES en Ecuador .....	10
Tabla 3. Criterio de categorización de empresas por el tamaño.....	26
Tabla 4. Representatividad del sector PYMES constructor en Quito .....	26
Tabla 5. Matriz FODA del sector constructor en Quito .....	27
Tabla 6. Atractivo del mercado .....	49
Tabla 7. Posición competitiva .....	50
Tabla 8. Empresas de la construcción en Quito .....	51
Tabla 9. Población motivo de estudio .....	52
Tabla 10. Resultados de la prueba piloto .....	54
Tabla 11. Resultados de la prueba piloto .....	54
Tabla 12. Valoración del Atractivo del Mercado .....	57
Tabla 13. Valoración del atractivo del mercado .....	58
Tabla 14. Constitución y estructura societaria .....	58
Tabla 15. Capacidad financiera .....	59
Tabla 16. Caracterización del logro financiero .....	60
Tabla 17. Incremento de ingresos brutos y penetración del sector .....	61
Tabla 18. Caracterización de la penetración del sector .....	62
Tabla 19. Composición porcentual del recurso humano .....	63
Tabla 20. Gestión del recurso humano .....	64
Tabla 21. Cultura organizacional .....	65
Tabla 22. Procesos internos.....	66
Tabla 23. TIC's .....	67
Tabla 24. Experiencia en el mercado .....	68
Tabla 25. Posición Competitiva .....	69
Tabla 26. Cálculos de estandarización y áreas .....	74

Tabla 27. Categorías, riesgo y composición porcentual.....	75
Tabla 28. Posibles mecanismos de financiamiento por categoría.....	76
Tabla 29. Análisis de opciones de emisión por naturaleza y categoría de PYMES...	78
Tabla 30. Balances general empresa ejemplo .....	80
Tabla 31. Evolución de la inversión.....	82
Tabla 32. Evolución del patrimonio .....	82
Tabla 33. Evolución de los resultados.....	82
Tabla 34. Estado de resultados empresa ejemplo.....	83
Tabla 35. Índices o razones financieras .....	84
Tabla 36. Índices o razones financieras de la empresa ejemplo.....	85
Tabla 37. Flujos de efectivo históricos de empresa ejemplo.....	88
Tabla 38. Tabla para el cálculo de la regresión lineal .....	89
Tabla 39. Flujos proyectados (dólares) .....	91
Tabla 40. Valoración de la empresa ejemplo .....	93
Tabla 41. Capacidad de emisión de ejemplo (dólares) .....	94

## ÍNDICE DE FIGURA

Figura 1. Empresas nacionales por tamaño .....	2
Figura 2. Árbol de Problemas del Diseño de un mecanismo de categorización de las PYMES del sector de la construcción del cantón Quito para direccionar su acceso al financiamiento en el mercado de capitales de acuerdo a su capacidad de gestión.....	4
Figura 3. Evolución y representatividad del PIB del sector construcción años 2004 al 2012 .....	24
Figura 4. Evolución y representatividad del PIB del sector construcción al año 2013 .....	24
Figura 5. Composición del sector constructor de Quito al año 2013 .....	25
Figura 6. Sistema financiero e interrelación con los mercados .....	28
Figura 7. Mercado de valores .....	29
Figura 8. Circuito de flujo de recursos en el mercado de valores o capitales .....	30
Figura 9. Estructura de la bolsa de valores de Quito.....	35
Figura 10. Instrumentos de financiamiento accesibles en la BVQ .....	36
Figura 11. Esquema del proceso de emisión de obligaciones .....	38
Figura 12. Esquema del proceso de titularización.....	42
Figura 13. Estructura de la matriz GE.....	49
Figura 14. Referencia de valores de la matriz GE.....	51
Figura 15. Evolución del PIB del sector construcción .....	56
Figura 16. Ubicación GE del sector PYMES constructor de Quito .....	70
Figura 17. Criterio de inclusión y exclusión mediante GE de las PYMES constructoras .....	71
Figura 18. Distribución normal de las PYMES constructoras .....	72
Figura 19. Categorización de las PYMES constructoras en función de la capacidad competitiva .....	73
Figura 20. Cálculos de estandarización y áreas .....	74
Figura 21. Proceso de titularización en base a flujos futuros.....	96
Figura 22. Mecanismo de acceso al financiamiento en el mercado de capitales, por parte de las PYMES del sector de la construcción del cantón Quito. ....	105

## RESUMEN

Los objetivos de esta investigación son determinar cuáles son las alternativas de financiamiento a considerarse en el mercado de capitales de Quito, así como varias variables como son: Costo de financiamiento, plazo de financiamiento, riesgo inherente y estructura de la propiedad cuando se emiten acciones y como objetivos específicos se propone: Establecer la problemática que existe para las PYMES en el sector de la construcción, para el acceso al financiamiento; realizar una revisión bibliográfica relacionada con un mecanismo de categorización de las PYMES del sector de la construcción al mercado de capitales para fundamentar teórica y conceptualmente la propuesta, conocer el entorno de las PYMES en el sector de la construcción, dentro del mercado de valores, realizar un análisis interno del sector “PYMES de la Construcción de Quito” y categorizar a las empresas que lo conforman para establecer los mecanismos de financiamiento en el mercado de capitales, plantear un mecanismo de financiamiento orientado al mercado de capitales para las PYMES de la construcción; estos objetivos se desarrollarán con mayor profundidad al momento de realizar la tesis final.

Se propone para el cumplimiento de los objetivos, la aplicación de una metodología y valores referenciales que establece la matriz “General Electric” para determinar la capacidad competitiva, el riesgo de emisión en función de las características internas de cada empresa. En lo que se refiere a la estructura del documento, este se encuentra compuesto básicamente por seis capítulos, los mismos que han ido aportando secuencial y paulatinamente a la consecución de los objetivos previamente planteados para esta labor investigativa. De la investigación realizada se concluye que existen varias opciones mediante las cuales las PYMES pueden emitir instrumentos y financiarse, sin embargo el mecanismo más adecuado es la titularización ya que es aplicable sin importar la naturaleza de constitución.

**Palabras Claves:** PYMES, sector de la construcción, capacidad de emisión, capacidad competitiva, riesgo, titularización

## **ABSTRACT**

The objectives of this research, are to determine what financing alternatives are considered in the market of Quito, and several variables such as: cost of financing, term financing, inherent risk and ownership structure when shares are issued and specific objectives: to establish the problems that exist for SMEs in the construction sector, for access to finance; perform a literature review related to a mechanism of categorization of SMEs in the construction sector to the stock market to support the proposed theoretical and conceptually, understanding the environment of the SME construction sector within the market, making an internal analysis of the "SME Quito construction" sector and categorize the companies that comprise to establish financing mechanisms in the stock market, raise a funding mechanism oriented market for SMEs in construction; These objectives will be pursued in greater depth at the time of the final thesis.

It is proposed to fulfill the objectives, methodology and application of reference values established by the matrix "General Electric" to determine the competitiveness, the risk of emission depending on the internal characteristics of each company. In regard, to the structure of the document, this is basically composed of six chapters, they have been providing sequential and gradually achieve the objectives previously set for this research work. From the initial research concluded, that there are several options by which SMEs can issue instruments and funded, however the most suitable mechanism is because securitization is applicable regardless of the nature of constitution.

**Keywords:** SMEs in the construction area, emission capacity, competitiveness, risk, securitization

## INTRODUCCIÓN

El problema de investigación

Justificación

Ecuador fue uno de los primeros países de América Latina en establecer una bolsa de valores pero desafortunadamente no supo aprovechar el liderazgo, y con el pasar de las décadas fue retrocediendo en este mercado a tal punto, que en la actualidad es uno de los mercados más incipientes de la región.

Mediante el presente análisis se busca diseñar un mecanismo de financiamiento para que las PYMES del sector de construcción del cantón de Quito puedan acceder fácilmente al mercado de capitales por medio de una estrategia de categorización de las PYMES del sector de la construcción para que puedan acceder a los diferentes servicios del mercado de capitales según su capacidad.

Se asume que en el mercado bursátil se realizan operaciones de compra – venta de valores ya emitidos, bajo normas especiales, que promueven el desarrollo de un mercado libre y organizado. Nos podemos dar cuenta que, en nuestro país, estos requerimientos no se están dando por la falta de atención por parte del gobierno y de sus propios miembros para promocionarla.

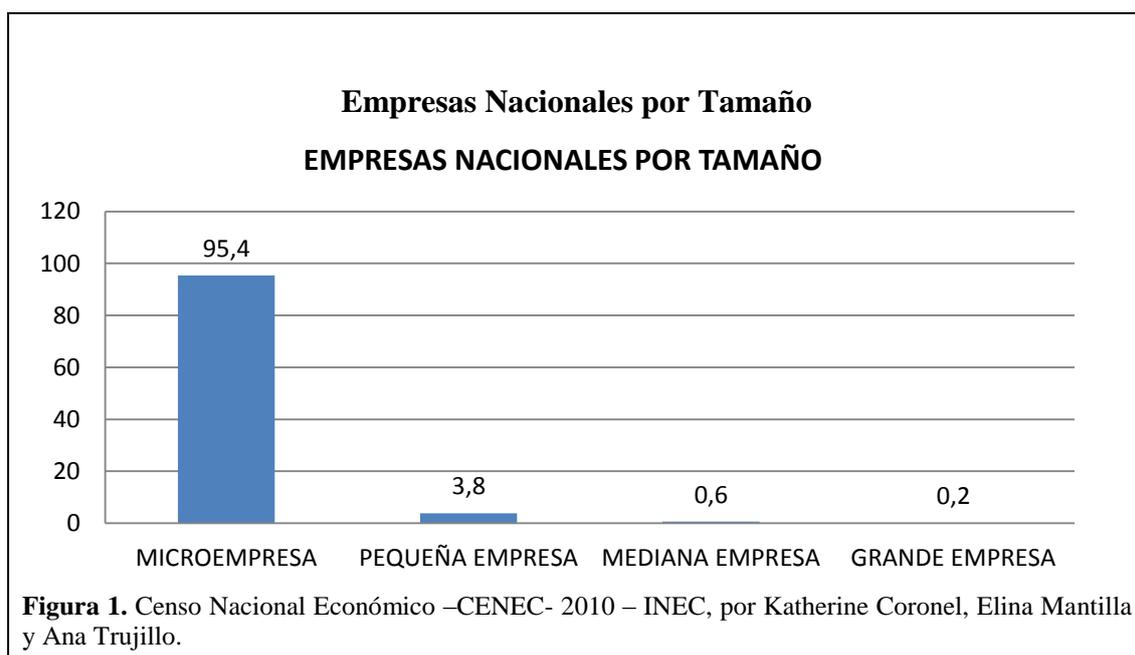
Conforme a lo expuesto esta investigación busca dar a conocer las diferentes fuentes de financiamiento que ofrece el mercado de capitales de Quito, así como las nuevas alternativas que brindan las Organizaciones Auxiliares de Crédito del Sistema Financiero para las pequeñas y medianas empresas (PYMES).

Nuestra investigación va estar basada en el último censo nacional económico realizado durante el año 2011, y así poder categorizarlas según su nivel de capacidad.

## Diagnóstico situacional de las PYMES

Según cálculos reportados en un estudio del BID, en América Latina existen más de 8.4 millones de empresas formales, de las cuales cerca de 93% son microempresas, 6.8% pequeñas y medianas empresas y sólo 0.2% son grandes empresas. Sólo las micro, pequeñas y medianas empresas explican entre 30% y 60% de la producción y entre 60% y 80% del empleo (Observatorio de la Economía Latinoamericana, 2012).

Las micro, pequeñas y medianas empresas –MIPYMES- dentro del tejido empresarial ecuatoriano tienen un aporte significativo; según el último Censo Nacional Económico del 2010, alrededor de 99 de cada 100 establecimientos se encuentran dentro de la categoría de MIPYMES. Esta tendencia se convierte en un dato duro sobre la importancia que tienen las micro, pequeñas y medianas empresas a la hora de contribuir al proceso de consolidación del sistema productivo nacional.



La dificultad de acceso al crédito es mayor para las empresas pequeñas, sector cuya información contable y financiera presenta grandes deficiencias, lo que implica riesgos adicionales para el sector financiero. Todo esto hace que las PYMES en la ciudad de Quito deban acudir de manera recurrente a los recursos propios, al financiamiento de proveedores y a los recursos otorgados por fuentes de financiamiento informal para la normal operación de la empresa.

## Contextualización del problema de investigación

### Problema Central

“Acceso limitado de las PYMES del sector de construcción del cantón Quito al Mercado de Capitales, debido a que no existe una categorización de las mismas para que puedan acceder a los diferentes servicios del mercado de capitales según su capacidad de gestión”

### Principales Causas

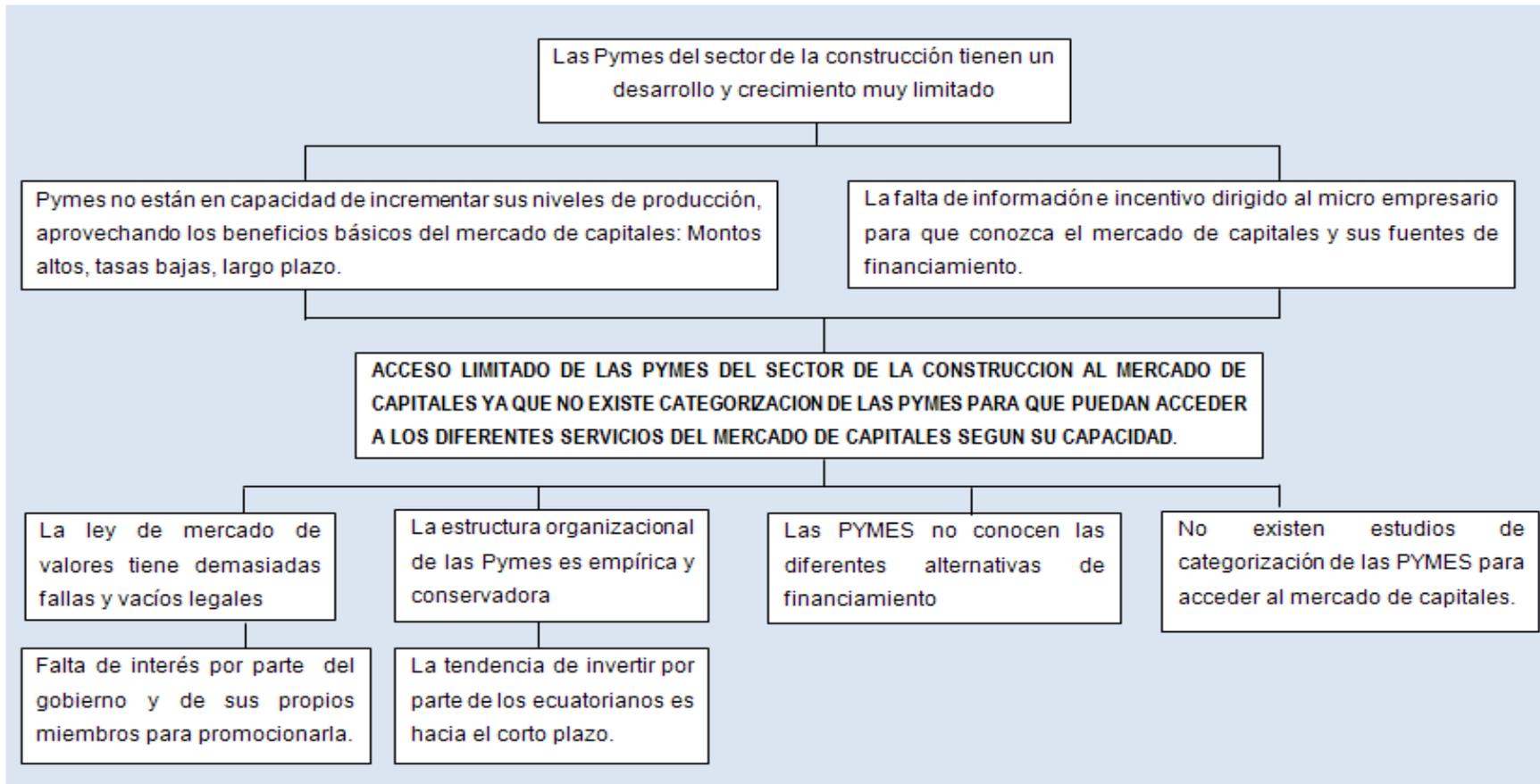
- ✓ La Ley de Mercado de valores tiene demasiadas falencias y vacíos legales.
- ✓ Las PYMES no conocen las diferentes alternativas o alternativas de financiamiento en el mercado.
- ✓ No existen estudios de categorización de las PYMES para acceder al mercado de capitales.
- ✓ La estructura organizacional de las PYMES es empírica y conservadora.
- ✓ Falta de interés por parte del gobierno de sus propios miembros para promocionarla
- ✓ La tendencia de invertir por parte de los ecuatorianos es hacia el corto plazo.

### Principales efectos

- ✓ PYMES no están en capacidad de incrementar sus niveles de producción, ya que no aprovechan los beneficios básicos del mercado de capitales, tales como: Montos altos, tasas bajas, largo plazo.
- ✓ La falta de información e incentivo dirigido al microempresario para que conozca el mercado de capitales y sus fuentes de financiamiento.

Para una mayor comprensión a continuación se presenta el árbol de problemas.

**Árbol de Problemas del Diseño de un mecanismo de categorización de las PYMES del sector de la construcción del cantón Quito para direccionar su acceso al financiamiento en el mercado de capitales de acuerdo a su capacidad de gestión**



**Figura 2.** Estudio de problemas realizado en el sector de la construcción, por Katherine Coronel, Elina Mantilla y Ana Trujillo.

## Objetivos

### Objetivo general

Diseñar un mecanismo de categorización para las PYMES del sector de la construcción del cantón de Quito y con ello direccionar su acceso al financiamiento en el mercado de capitales de acuerdo a su capacidad de gestión.

### Objetivos específicos

- ✓ Establecer la problemática que existe en las PYMES de la construcción respecto al acceso para su financiamiento.
- ✓ Realizar una revisión bibliográfica relacionada con un mecanismo de categorización de las PYMES del sector de la construcción, al mercado de capitales, para fundamentar teórica y conceptualmente la propuesta.
- ✓ Conocer el entorno de las PYMES de la construcción y del mercado de capitales.
- ✓ Realizar un análisis interno de las “PYMES del sector de la Construcción del cantón Quito” y categorizar a las empresas que lo conforman para establecer los mecanismos de financiamiento en el mercado de capitales.
- ✓ Plantear un mecanismo de financiamiento orientado al mercado de capitales para las PYMES de la construcción.

# CAPÍTULO 1

## MARCO REFERENCIAL

### 1.1 Fundamento teórico

#### 1.1.1 PYMES

##### 1.1.1.1 Importancia de las PYMES

Como se mencionó anteriormente las PYMES tiene un nivel de importancia sumamente elevado debido a su capacidad de producción y la generación de empleo en nuestro país, es así que en referencia a la economía del Ecuador la importancia de las PYMES se basa en:

- Aseguran el mercado de trabajo mediante la descentralización de la mano de obra, factor considerado necesario para el correcto funcionamiento del mercado laboral.
- Poseen efectos socioeconómicos importantes ya que permiten la concentración de la renta y la capacidad productiva desde un número reducido de empresas hacia uno mayor.
- Reducen las relaciones sociales, se usan términos personales más estrechos entre el empleador y el empleado, en general, sus orígenes son unidades familiares.
- Presentan mayor adaptabilidad tecnológica y menor costo de infraestructura.

En la casi totalidad de las economías de mercado las empresas pequeñas y medianas, constituyen una parte sustancial de la economía, así como poseen mayor flexibilidad para adaptarse a los cambios del mercado y emprender proyectos innovadores que resultarán fuentes generadoras de empleo. (Naranjo K, 2007, pág. 37).

### 1.1.1.2 Forma de operación de las PYMES

Como se ha venido mencionando anteriormente, las microempresas son las que cuentan con mayor número de establecimientos en el Ecuador y están dedicadas en un mayor porcentaje al sector comercial, mientras que las PYMES se dedican en su mayoría al sector de servicios; en segundo lugar se cuentan con las PYMES en el que prevalece la actividad comercial y quedando en tercer lugar las PYMES dedicadas a la actividad manufactureras con un porcentaje mínimo según la siguiente información:

Cuando analizamos la orientación productiva del tejido empresarial ecuatoriano se puede ver que a nivel de la microempresa, que es el grupo de empresas que más prevalece de acuerdo al número de establecimientos, es el sector comercial el que muestra un mayor predominio –aproximadamente 6 de cada 10 microempresas están dedicadas a actividades relacionadas a la compra y venta de bienes.

Con respecto a la distribución por la actividad productiva que realizan las pequeñas y medias empresas podemos observar que los sectores predominantes son: los servicios – cerca de 7 de cada 10 pequeñas y medianas empresas se dedican a negocios vinculados a la provisión de servicios-, luego aparecen las PYMES vinculadas a la actividad comercial -22% del total de pequeñas y medianas empresas- y en tercera ubicación, en cuanto a la participación productiva, están las PYMES relacionadas con actividades manufactureras. (Araque W, 2012, pág. 7)

Las PYMES no necesariamente se deben centran en realizar actividad económica enfocándose únicamente en las necesidades básicas del ser humano, más bien deben buscar nuevas alternativas de producción que no se encuentren dentro de la matriz de producción nacional para que, de esta manera, puedan innovar o crear nuevos productos o servicios que les satisfaga a los clientes potenciales y así poder incrementar sus ventas y sobre todo el nivel de satisfacción de los consumidores.

Entonces, ante este escenario competitivo, es vital que las empresas de menor tamaño se unan y salgan a competir con mayor fuerza; propuesta que es fácil

decirla pero no tan sencilla a la hora de ser implementada. En la vida práctica nos hemos encontrado con varios obstáculos y, sobre los cuales se debe trabajar sí queremos tener un proceso de asociatividad empresarial exitoso, los obstáculos más importantes son de dos tipos:

- De carácter actitudinal, se refieren a la escasa tendencia de los ecuatorianos a trabajar en equipo, más bien prevalece el trabajo individualista, lo cual afecta directamente a la posibilidad de conseguir grandes resultados como producto de un trabajo sinérgico realizado bajo el direccionamiento de un solo objetivo.
- De carácter productivo, referidos principalmente a la baja estandarización industrial en el uso de materias primas y diseño de productos, situación que, como es lógico, imposibilita la comercialización de grandes cantidades de un mismo producto que podría ser fabricado gracias a la unión de varias empresas. (Araque J., 2012, pág. 13)

#### 1.1.1.3 Sectores de la actividad económica

Los sectores de la actividad económica se clasifican según el capital de las empresas dando como resultado tres principales sectores como son: sector de la industria, comercial y de servicio.

Esta clasificación es bastante genérica y sirve para enfocarse en aspectos macro del mercado.

La otra clasificación de los sectores o actividades económicas es en base a la Clasificación Internacional Industrial Uniforme (CIIU), que detalla la variedad del quehacer económico, facilitando su comparabilidad y estudios micro de la realidad económica, los sectores son los siguientes:

**Tabla 1. Clasificación Internacional Industrial Uniforme CI**

A.	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca
B.	Industrias extractivas

C.	Industria manufacturera
D.	Suministro de energía eléctrica, gas, vapor y aire acondicionado
E.	Suministro de agua, gestión, saneamiento, residuos y descontaminación
F.	Construcción
G.	Comercio al por mayor y al por menor
H.	Transporte y almacenamiento
I.	Hostelería
J.	Información y comunicaciones
K.	Actividades financieras y de seguros
L.	Actividades inmobiliarias
M.	Actividades profesionales, científicas y técnicas
N.	Actividades administrativas y servicios auxiliares
O.	Administración Pública y defensa; Seguridad Social obligatoria
P.	Educación
Q.	Actividades sanitarias y de servicios sociales
R.	Actividades artísticas, recreativas y de entretenimiento
S.	Otros servicios
T.	Actividades de los hogares como empleadores de personal doméstico
U.	Actividades de organizaciones y organismos extraterritoriales

**Nota:** Enciclopedia y Biblioteca Virtual de las Ciencias Sociales, Económicas y Jurídicas (EUMED).

Para realizar esta investigación se enfocará en el sector F, que involucra el sector de la construcción.

#### 1.1.1.4 Clasificación de las PYMES

Existen varios criterios para la clasificación de las PYMES, se considera el criterio de la CAN (Comunidad Andina de Naciones), el cual indica que las PYMES según su tamaño pueden ser micro, pequeñas y medianas, tomando en cuenta tres variables: La primera es el número de empleados efectivos, la segunda es el valor de los activos totales, y la tercera se refiere al valor bruto de las ventas. A continuación se hace referencia al documento anteriormente expuesto:

Se debe considerar que en el Ecuador existe divergencia de criterios para conceptualizar la PYMES, entre los criterios planteados tenemos los siguientes:

Para la Cámara de la Pequeña Industria de Guayas (CAPIG), pequeña empresa es la unidad de producción que tiene entre cinco hasta cincuenta empleados, con un patrimonio máximo de USD \$150.000,00. La mediana empresa en tanto es la que cuenta con cincuenta y uno hasta cien empleados. Por otro lado según la CAN, las empresas por su tamaño pueden ser micro, pequeñas, medianas o grandes; y las variables que las describen a cada una son:

- El número de empleados efectivos,
- El valor bruto de las ventas, y
- El valor de los activos totales.

Para mejor comprensión se presenta la siguiente tabla:

**Tabla 2. Clasificación de MiPYMES en Ecuador**

<b>CLASIFICACIÓN DE LAS MiPYMES SEGÚN SU TAMAÑO</b>			
<b>TIPO DE EMPRESA</b>	<b>CANTIDAD DE EMPLEADOS</b>	<b>VENTAS (USD \$)</b>	<b>ACTIVOS TOTALES (USD \$)</b>
Microempresas	Menor a 10	Menores a \$ 100,000	Menores a \$ 100,000
Pequeña empresa	Entre 11 y 49	Entre \$ 100,001 a \$ 1'000,000	Entre \$ 100,000 y \$ 700,000
Mediana Empresa	Entre 50 y 159	Entre \$ 1'000,001 a \$ 5'000,000	Entre \$ 700,001 a \$ 4'000,000

**Nota:** Ministerio de Industrias y Productividad (MIPRO).

### 1.1.2 Mercado de capitales

De manera general se conoce que el mercado de capitales más que una opción de financiamiento para PYMES o grandes industrias y corporaciones, es una alternativa de inversión, el autor argentino Guillermo Dumrauf, define al mercado de capitales como:

Es el ámbito donde se negocian una serie de instrumentos financieros genéricamente llamados “Títulos Valores” (bonos, acciones, obligaciones negociables y productos derivados). Estos mercados pueden funcionar sin contacto físico, a través de transferencias electrónicas, teléfono o fax. Los participantes de estos mercados, tales como los brokers y los dealers, facilitan las compras y las ventas para las dos partes involucradas.

El objetivo del mercado de capitales es conectar unidades excedentarias en fondos con unidades deficitarias (es decir, unidades que ahorran y desahorran, respectivamente), cobrando una comisión por su intervención y determinando los precios justos de los diferentes activos financieros. (Dumrauf G, 2010, pág. 7)

### 1.1.3 Financiamiento

Financiamiento, es un mecanismo de obtención de recursos para una organización, por medio del cual las empresas pueden establecer su grado de apalancamiento y consecuentemente mantener una economía estable, planear a futuro y expandirse en el mercado. Los autores Raúl Novoa Galán, Gabriela Novoa Muñoz definen al financiamiento como:

Las distintas fuentes de financiamiento tanto para una empresa como para una iniciativa empresarial están dadas fundamentalmente por el endeudamiento con terceros, los aportes y aumentos de capital, la capitalización de utilidades y mecanismos de asociatividad, como es el capital de riesgo (Novoa R y Novoa G, 1995, pág. 41).

## 1.2 Marco conceptual

### 1.2.1 Glosario

La Ley de Mercado de Valores (LMV, 2006) en su Título I, refiere la definición de términos empleados en cuanto a:

Art. 2.- Concepto de valor.- Para efectos de esta Ley, se considera valor al derecho o conjunto de derechos de contenido esencialmente económico, negociables en el mercado de valores, incluyendo, entre otros, acciones, obligaciones, bonos, cédulas, cuotas de fondos de inversión colectivos, contratos de negociación a futuro o a término, permutas financieras, opciones de compra o venta, valores de contenido crediticio de participación y mixto que provengan de procesos de titularización y otros que determine el Consejo Nacional de Valores.

Cualquier limitación a la libre negociación y circulación de valores no establecida por Ley, no surtirá efectos jurídicos y se tendrá por no escrita.

Art. 3.- Del mercado de valores: bursátil, extrabursátil y privado

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

Mercado extrabursátil es el que se desarrolla fuera de las bolsas de valores, con la participación de intermediarios de valores autorizados e inversionistas institucionales, con valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores.

Se entenderá como negociaciones de mercado privado aquellas que se realizan en forma directa entre comprador y vendedor sin la intervención de intermediarios de valores o inversionistas institucionales.

Art. 4.- De la intermediación de valores y de los intermediarios.- La intermediación de valores es el conjunto de actividades, actos y contratos que se los realiza en los mercados bursátil y extrabursátil, con el objeto de vincular las ofertas y las demandas para efectuar la compra o venta de valores.

Son intermediarios de valores únicamente las casas de valores, las que podrán negociar en dichos mercados por cuenta de terceros o por cuenta propia, de acuerdo a las normas que expida el Consejo Nacional de Valores (C.N.V.).

Las instituciones del sistema financiero podrán adquirir, conservar o enajenar, por cuenta propia, los valores de renta fija u otros valores, según los define esta Ley. Se prohíbe a dichas instituciones efectuar operaciones de intermediación de valores por cuenta de terceros en el mercado extrabursátil, pudiendo hacerlo únicamente por intermedio de una casa de valores.

Otros términos involucrados en el desarrollo de esta investigación, definidos por diferentes autores y fuentes.

### 1.3 Marco legal

#### 1.3.1 Leyes

El marco legal intenta facilitar la existencia de un sistema que pueda proveer una mayor agilidad y seguridad a la transferencia de valores con el fin de una evolución en la actividad económica y financiera.

Hay que considerar que además de la Ley de Mercado de Valores (BVQ, 2006) existen leyes y normas complementarias que regulan las actividades, tales como:

- Resolución del Consejo Nacional de Valores CNV y de la Superintendencia de Compañías SIC.
- Reglamentos internos de las entidades participantes en el Mercado de Valores
- Ley de Compañías
- Código de Comercio

- Código Civil

## TÍTULO IV

### De la oferta pública

Art. 11.- Concepto y alcance.- Oferta pública de valores es la propuesta dirigida al público en general, o a sectores específicos de éste, de acuerdo a las normas de carácter general que para el efecto dicte el C.N.V., con el propósito de negociar valores en el mercado. Tal oferta puede ser primaria o secundaria.

Oferta pública primaria de valores, es la que se efectúa con el objeto de negociar, por primera vez, en el mercado, valores emitidos para tal fin.

Oferta pública secundaria de valores, es la que se efectúa con el objeto de negociar en el mercado, aquellos valores emitidos y colocados previamente.

Art. 12.- De los requisitos.- Para poder efectuar una oferta pública de valores, previamente se deberá cumplir con los siguientes requisitos:

1. Tener la calificación de riesgo para aquellos valores representativos de deuda o provenientes de procesos de titularización, de conformidad al criterio de calificación establecido en esta Ley. Únicamente se exceptúa de esta calificación a los valores emitidos, avalados o garantizados por el Banco Central del Ecuador o el Ministerio de Economía y Finanzas, así como las acciones de compañías o sociedades anónimas, salvo que por disposición fundamentada lo disponga el C.N.V. para este último caso;
2. Encontrarse inscrito en el Registro del Mercado de Valores tanto el emisor como los valores a ser emitidos por éste; y,
3. Haber puesto en circulación un prospecto o circular de oferta pública que deberá ser aprobado por la Superintendencia de Compañías.

La Superintendencia de Compañías procederá a la inscripción correspondiente en el Registro del Mercado de Valores, una vez que los emisores le hayan proporcionado, la información completa, veraz y suficiente sobre su situación financiera y jurídica de conformidad con las normas que expida el C.N.V.

## TÍTULO V

### Del registro del mercado de valores

**Art. 18.-** Del alcance y contenido.- Créase dentro de la Superintendencia de Compañías el Registro del Mercado de Valores en el cual se inscribirá la información pública respecto de los emisores, los valores y las demás instituciones reguladas por esta Ley.

La inscripción en el Registro del Mercado de Valores, constituye requisito previo para participar en los mercados bursátil y extrabursátil.

En el Registro del Mercado de Valores deberán inscribirse:

1. Los valores que sean objeto de oferta pública y sus emisores;
2. Las bolsas de valores y sus reglamentos de operación;
3. Las casas de valores y sus reglamentos de operación;
4. Los operadores de las casas de valores;
5. Los operadores que actúen a nombre de los inversionistas institucionales;
6. Los depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores y, su reglamento interno y de operación;
7. Los fondos de inversión, sus reglamentos internos y contratos de incorporación;
8. Las cuotas emitidas por los fondos de inversión colectivos;
9. Los valores producto del proceso de titularización;
10. Las administradoras de fondos de inversión y fideicomisos y sus reglamentos de operación;
11. Los contratos de fideicomiso mercantil y de encargos fiduciarios, de conformidad con las normas de carácter general que para el efecto dicte el C.N.V.;

12. Las calificadoras de riesgo, su comité de calificación, su reglamento interno y, procedimiento técnico de calificación;
13. Las compañías de auditoría externa que participen en el mercado de valores; y,
14. Los demás entes, valores o entidades que determine el C.N.V..

## TÍTULO VII

### Del mercado primario y secundario

Art. 29.- Del alcance.- Mercado primario, es aquel en que los compradores y el emisor participan directamente o a través de intermediarios, en la compraventa de valores de renta fija o variable y determinación de los precios ofrecidos al público por primera vez.

Mercado secundario, comprende las operaciones o negociaciones que se realizan con posterioridad a la primera colocación; por lo tanto, los recursos provenientes de aquellas, los reciben sus vendedores.

Tanto en el mercado primario como en el secundario, las casas de valores serán los únicos intermediarios autorizados para ofrecer al público directamente tales valores, de conformidad con las normas previstas en esta Ley y las resoluciones que expida el C.N.V.

No obstante lo señalado en el inciso anterior, los inversionistas institucionales podrán actuar directamente en el mercado primario de renta fija, en operaciones que no impliquen intermediación de valores.

## TÍTULO XII

### De las casas de valores

Art. 56.- De su naturaleza y requisitos de operación.- Casa de valores es la compañía anónima autorizada y controlada por la Superintendencia de Compañías para ejercer la intermediación de valores, cuyo objeto social

único es la realización de las actividades previstas en esta ley para constituirse deberá tener como mínimo un capital inicial pagado de ciento cinco mil ciento cincuenta y seis (105.156) dólares de los Estados Unidos de América, a la fecha de la apertura de la cuenta de integración de capital, que estará dividido en acciones nominativas.

## TÍTULO XVI

### De la titularización

Art. 138.- De la titularización.- Es el proceso mediante el cual se emiten valores susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil, emitidos con cargo a un patrimonio autónomo.

Los valores que se emitan como consecuencia de procesos de titularización constituyen valores en los términos de la presente ley.

No se podrán promocionar o realizar ofertas públicas de derechos fiduciarios sin haber cumplido previamente los requisitos establecidos por esta Ley para los procesos de titularización.

Art. 139.- Partes esenciales.- Las partes esenciales que deben intervenir en un proceso de titularización son las siguientes:

Originador consiste en una o más personas naturales o jurídicas, de derecho público o privado, públicas, privadas o mixtas, de derecho privado con finalidad social o pública, nacional o extranjera, o entidades dotadas de personalidad jurídica, propietarios de activos o derechos sobre flujos susceptibles de ser titularizados.

Agente de Manejo será una sociedad administradora de fondos y fideicomisos que tenga a su cargo, además de las funciones consagradas en el contrato de fideicomiso mercantil, las siguientes:

a) Obtener las autorizaciones que se requieran para procesos de titularización en los cuales los valores a emitirse vayan a ser colocados mediante oferta pública, conforme con las disposiciones de la presente Ley; b) Recibir del originador y en representación del patrimonio de propósito exclusivo, los activos a ser titularizados; c) Emitir valores respaldados con el patrimonio de propósito exclusivo; d) Colocar los valores emitidos, mediante oferta pública, conforme con las disposiciones de la presente Ley; e) Administrar los activos integrados en el patrimonio de propósito exclusivo, tendiendo a la obtención de los flujos futuros, sea de fondos, sea de derechos de contenido económico; y, f) Distribuir entre los inversionistas los resultados obtenidos.

Las funciones señaladas en los literales a), b) y c) son indelegables. La delegación de las funciones restantes deberá indicarse expresamente en el contrato de fideicomiso mercantil. El agente de manejo será siempre responsable de todas las actuaciones de terceros que desempeñen las funciones así delegadas.

En todo caso, la responsabilidad del agente de manejo alcanza únicamente a la buena administración del proceso de titularización, por lo que no responderá por los resultados obtenidos, a menos que dicho proceso arroje pérdidas causadas por dolo o culpa leve en las actuaciones del agente de manejo, declaradas como tales en sentencia ejecutoriada, en cuyo caso responderá por dolo o hasta por culpa leve.

Patrimonio de propósito exclusivo, que siempre será el emisor, es un patrimonio independiente integrado inicialmente por los activos transferidos por el originador y, posteriormente por los activos, pasivos y contingentes que resulten o se integren como consecuencia del desarrollo del respectivo proceso de titularización. Dicho patrimonio de propósito exclusivo podrá instrumentarse bajo la figura de un fondo colectivo de inversión o de un fideicomiso mercantil, administrado por una sociedad administradora de fondos y fideicomisos.

Inversionistas, son aquellos que adquieren e invierten en valores emitidos como consecuencia de procesos de titularización.

Comité de Vigilancia, estará compuesto por lo menos por tres miembros, elegidos por los tenedores de títulos, no relacionados al agente de manejo. No podrán ser elegidos como miembros del mencionado comité los tenedores de títulos que pertenezcan a empresas vinculadas al agente de manejo.

## TÍTULO XVIII

### De las calificadoras de riesgo

Art. 176.- Del objeto y constitución.- Las calificadoras de riesgo son sociedades anónimas o de responsabilidad limitada autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías, que tienen por objeto principal la calificación del riesgo de los valores y emisores. Estas sociedades podrán efectuar, además, las actividades complementarias con su objeto principal.

Las sociedades calificadoras se constituirán con un capital pagado no inferior a treinta y nueve mil cuatrocientos treinta y tres 50/100 (39.433,50) dólares de los Estados Unidos de América. Estas sociedades deberán cumplir los parámetros, índices, relaciones y demás normas de solvencia, exigencia y controles que determine el C.N.V., de acuerdo a su objeto social, tomando en consideración el desarrollo del mercado de valores y la situación económica del país.

Art. 177.- De las facultades de las calificadoras de riesgo.- Las calificadoras de riesgo tendrán las siguientes facultades:

1. Realizar la calificación de riesgo de los emisores y valores que estén autorizadas a efectuar de acuerdo a lo dispuesto en esta ley y a las normas de carácter general que para el efecto expida el C.N.V.;
2. Explotar su

tecnología; y, 3. Las demás actividades que autorice el C.N.V., en consideración del desarrollo del mercado de valores. (Ley de Mercado de Valores, 2006, pág. 87)

#### 1.4 Marco espacial

Este producto está enfocado a las PYMES del sector de la construcción del Cantón Quito y la investigación será desarrollada en el cantón Quito, mediante la búsqueda de información que será proporcionada por las pequeñas y medianas empresas de la construcción, mediante encuestas que se realizarán en las áreas urbanas del cantón de Quito y de esta manera se obtendrá información, válida y vigente que nos permita analizar y dar a conocer la propuesta respecto a las diferentes fuentes de financiamiento que puede ofrecer el mercado de capitales de Quito.

#### 1.5 Marco temporal

Este producto será desarrollado en un tiempo de 12 meses, a partir de noviembre 2013, el mismo que nos permitirá elaborar, investigar y analizar los objetivos generales y específicos. En este tiempo se elaborará y diseñará un mecanismo de categorización de las PYMES del sector de la construcción del cantón de Quito para direccionar su acceso al financiamiento en el mercado de capitales de acuerdo a su capacidad de gestión, el mismo que será desarrollado mediante la investigación de la problemática que existe en las PYMES de la construcción respecto al acceso al financiamiento, se realizará una revisión bibliográfica relacionada con un mecanismo de categorización de las PYMES del sector de la construcción al mercado de capitales para fundamentar teórica y conceptualmente la propuesta, se conocerá el entorno de las PYMES de la construcción y del mercado de capitales, se realizará un análisis interno del sector “PYMES de la Construcción de Quito” y categorizar a las empresas que lo conforman para establecer los mecanismos de financiamiento en el mercado de capitales y se planteará un mecanismo de financiamiento orientado al mercado de capitales para las PYMES de la construcción.

## CAPÍTULO 2

### MERCADO DE VALORES, SERVICIOS DE FINANCIAMIENTO Y MECANISMOS DE FUNCIONAMIENTO Y OPERACIÓN

#### 2.1 El sector de la construcción y las PYMES

##### 2.1.1 Coyuntura del sector de la construcción

El sector constructor es un motor de desarrollo económico y social en el país, debido a su alto grado de vinculación con otros sectores, entre los que desatacan la fabricación de vidrio y aluminio; de productos de cerámica; de muebles de madera; de cemento, artículos de hormigón y piedra; de ciertas sustancias químicas; de plásticos y de productos metálicos, ya que éstos generan productos e insumos utilizados en las primeras etapas de construcción.

Por cuanto la construcción demanda gran cantidad de mano de obra calificada y no calificada, requiere profesionales con experiencia y entrenamiento especializado (arquitectos e ingenieros para el diseño y monitoreo de la obras), y también personal no especializado para que ejecute las obras; por su efecto multiplicador, este sector influye directamente en el mercado laboral, por cada puesto de trabajo generado en la construcción, se crean alrededor de tres en los sectores con los cuales se encadena como la carpintería, electricidad, plomería, y el transporte, entre otros (MIPRO, 2012); este sector y las industrias conexas generan en conjunto aproximadamente quinientos mil empleos anuales, que representan 8.2% del total nacional (FLACSO, 2012 ).

Sin embargo de su relevancia, el sector no cuenta con un marco que regule todas las relaciones laborales, puesto que la mayoría del personal no calificado tiene relación de dependencia con carácter eventual, la mano de obra posee una gran movilidad y alto grado de informalidad, apenas 27% de las personas empleadas se encuentran en el sector formal (Instituto Nacional de Estadística y Censos, 2013).

En consecuencia de lo anterior, puede manifestarse que el sector de la construcción es un dinamizador de la economía, e indicador de su evolución y crecimiento; cuando la

economía está en recesión, el sector de la construcción es uno de los más afectados y al contrario, en épocas de bonanza en uno de los sectores con más crecimiento y activos.

En el país a partir de la dolarización en el año 2000, el sector constructor ha experimentado crecimientos significativos, que han traído consigo el incremento de la competencia, competitividad y mejoramiento de la calidad de las construcciones; los factores que han impulsado este crecimiento han sido:

- La existencia de una amplia demanda insatisfecha de vivienda en el país (déficit de vivienda), que según la Secretaría Nacional de Planificación y Desarrollo (SENPLADES, 2013) en cuanto a alcantarillado sanitario como productos costeados y considerando un total de 1.739.786 viviendas deficitarias, existen en Sierra 535.169 viviendas deficitarias; en la Amazonía 101.722; Costa y Galápagos 1.102.895.
- La estabilidad económica generada por la dolarización, potenció la inversión en el sector construcción; la desconfianza en el sistema financiero, y remesas de los migrantes canalizadas a la adquisición de vivienda, según lo manifiesta España Exportación e el 6% de las remesas que envían los emigrantes ecuatorianos se destina a la compra y construcción de vivienda; impulsaron las inversiones inmobiliarias y demanda por vivienda inversiones (ICEX, 2013).
- El facilitamiento de créditos y la ampliación de plazos, que dinamizaron la oferta de créditos hipotecarios; el Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social –BIESS- desde el 2008 hasta el 2012, ha entregado préstamos hipotecarios por aproximadamente 3.200 millones de dólares en 80.000 operaciones (BIESS, 2013); siendo el monto y plazo promedio de aproximadamente 40 mil dólares a 18 y 25 años plazo, destacando que el índice de mora es del 0,6%.
- El Estado mediante el desarrollo de proyectos de infraestructura, regulados por el Sistema Nacional de Contratación Pública, ha logrado transparencia en la contratación pública convirtiéndola en un elemento dinamizador de la

producción nacional, y promover la participación de PYMES con ofertas competitivas; ha incrementado el volumen de créditos y el valor de los bonos de vivienda gestionados por el Ministerio de la Vivienda (MIDUVI) que a partir de enero del 2013 según lo manifestó el presidente de la República, Rafael Correa, durante su enlace 238, se incrementaron de 5000 a 6000 dólares.

- El apoyo al sector de la construcción por parte del gobierno, se refleja en el diseño de políticas de vivienda tendientes a reducir el déficit habitacional, que se enmarcan en el Plan Nacional para el Buen Vivir.
- Entre las instituciones relacionadas al sector se encuentran el Ministerio de Desarrollo Urbano y Vivienda (MIDUVI), que tiene a cargo la política habitacional del país y la coordinación con otras instituciones del Estado; el Banco Ecuatoriano de la Vivienda (BEV), institución de derecho privado con finalidad pública, organismo financiero del Estado para esta rama de actividad.

### 2.1.2 PIB e importancia económica del sector

Efecto de la coyuntura de factores señalados anteriormente, y conforme se determina en el Figura 3, el PIB del sector construcción actualizado a valores del 2000, ha crecido constantemente desde el años 2004 al 2012 mostrando un incremento real del 9,35%.

El año 2012 el sector de la construcción, conjuntamente con sus ramas auxiliares (siderurgia, industria no metálica y metálica) representó 10% del PIB, ocupando el cuarto lugar dentro de las industrias que más aportan al PIB, y el informe preliminar del Banco Central del Ecuador señala que el 2013 el comportamiento es similar (2014). Por si sola la actividad de la construcción representa el 8,5% del PIB nacional, y las industrias auxiliares o anexas el 1,5% aproximadamente.

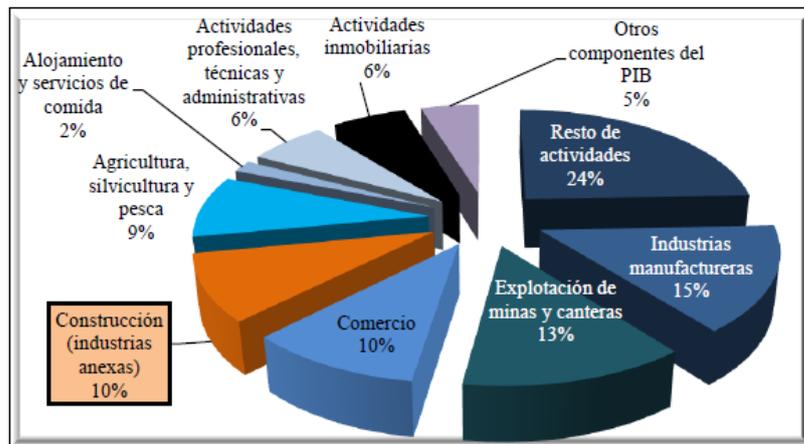
**Evolución y representatividad del PIB del sector construcción años 2004 al 2012**



**Figura 3.** Banco Central del Ecuador, por Katherine Coronel, Elina Mantilla, Ana Trujillo.

Respecto a la generación de impuestos, entre 2006 y 2013 las industrias relacionadas a la construcción aportaron 8,8% en promedio al total del impuesto a la renta causado (Servicio de Rentas Internas, 2014). Lo expuesto corrobora la importancia del sector constructor en la estructura socioeconómica del país.

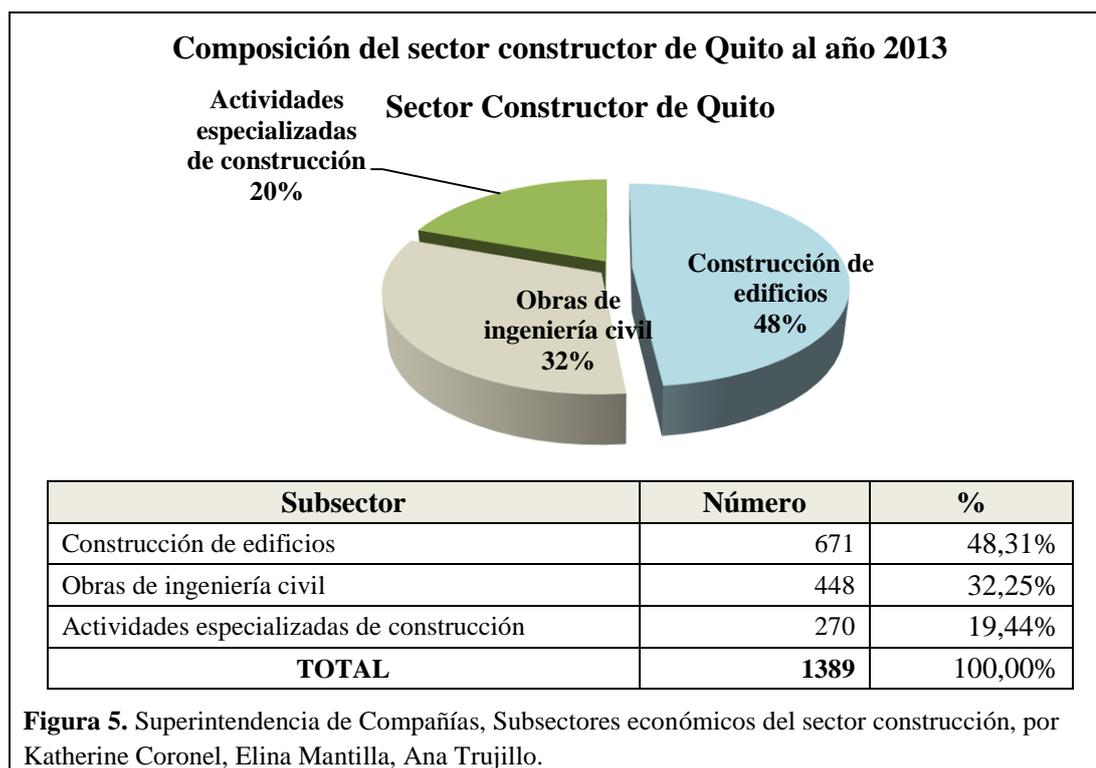
**Evolución y representatividad del PIB del sector construcción al año 2013**



**Figura 4.** Banco Central del Ecuador, por Katherine Coronel, Elina Mantilla, Ana Trujillo.

### 2.1.3 Representatividad de las PYMES en el sector de la construcción de Quito

Conforme datos de la Superintendencia de Compañías, en el sector constructor formal de la ciudad de Quito, operan 1389 empresas cuya actividad se orienta a tres subsectores: 671 a la construcción de edificios, 448 a desarrollar obras de ingeniería civil y 270 realizan actividades especializadas de construcción.



En consecuencia 48,31% de las empresas construye edificios, 32,25% desarrolla obras de ingeniería civil y 19,44% realiza actividades especializadas de construcción. La Superintendencia de Compañías, establece cuatro categorías de empresas en función de su tamaño, las variables consideradas son: número de personas ocupadas, volumen de ventas anuales y monto de la inversión total.

Considerando esta caracterización se observa que el subsector PYMES constructor de Quito está constituido por 82 empresas, lo que en número representa el 5,90% de todas las empresas constructoras de la ciudad de Quito.

**Tabla 3. Criterio de categorización de empresas por el tamaño al año 2010**

<b>VARIABLES</b>	<b>Grandes Empresas</b>	<b>Mediana Empresa</b>	<b>Pequeña Empresa</b>	<b>Micro Empresa</b>
<b>Personal Ocupado</b>	Mayor o igual a 200	Entre 50 y 199	Entre 10 y 49	Entre 1 y 9
<b>Ventas Anuales</b>	Mayor a \$5'000.000	Entre \$1'000.001 y \$5'000.000	Entre \$100.001 y \$1'000.000	Menor de \$100.000
<b>Activos</b>	Mayor a \$4'000.000	Entre \$750.001 y \$3'999.999	Entre \$100.001 y \$750.000	Hasta \$100.000

**Nota:** Superintendencia de Compañías- SC-INPA-UA-G-10-005 RO 335 Diciembre, por Katherine Coronel, Elina Mantilla, Ana Trujillo, 2010.

**Tabla 4. Representatividad del sector PYMES constructor en Quito al año 2012**

<b>Caracterización</b>	<b>Número</b>	<b>%</b>	<b>PYMES 5,90%</b>
Micro	1.289	92,80%	
<b>Pequeñas</b>	<b>68</b>	4,90%	
<b>Medianas</b>	<b>14</b>	1,01%	
Grandes	18	1,30%	
<b>TOTAL</b>	<b>1.389</b>	<b>100,00%</b>	

**Nota:** Superintendencia de Compañías- SC-INPA-UA-G-10-005 RO 335 Diciembre, por Katherine Coronel, Elina Mantilla, Ana Trujillo, 2010.

“Este segmento de empresas generaron entre 2006 y 2013 en promedio 1,25% del total del impuesto a la renta causado en la ciudad de Quito” (Servicio de Rentas Internas, 2014).

“El año 2012, Quito contribuyó con 23,8% al PIB nacional, el sector de la construcción y sus ramas auxiliares representaron el 10% de éste, y las PYMES constructoras el 2%” (Barrera A, 2013, pág. 13).

En consecuencia la contribución del sector PYMES constructor al PIB local es de 2% y al nacional de 0,48%; lo que muestra la importancia de buscar el crecimiento de este subsector, relevante en la estructura socioeconómica de la ciudad.

#### 2.1.4 Matriz FODA del sector constructor de Quito

En base a lo expuesto con anterioridad, se tiene que la matriz FODA del sector constructor de Quito es:

**Tabla 5. Matriz FODA del sector constructor en Quito al año 2013**

FORTALEZAS	DEBILIDADES
El sector de la construcción es uno de los motores de la economía ya que genera varios encadenamientos productivos potenciando a las industrias auxiliares.	Existe informalidad en el mercado laboral de este sector; un porcentaje muy bajo de trabajadores son afiliados a la seguridad social; además existe una alta movilidad y ausentismo.
Es un importante generador de empleo tanto de mano de obra cualificada como no cualificada.	No existe una normativa clara y específica que guíe y promueva el desarrollo de proyectos inmobiliarios.
OPORTUNIDADES	AMENAZAS
Impulso por parte del Gobierno a proyectos inmobiliarios, lo que genera mayor empleo.	Los materiales de construcción son en su mayor parte importados, salvo productos como la cerámica, lo que refleja la alta dependencia de la economía ecuatoriana hacia mercados internacionales.
Incremento y mejoramiento de las condiciones de préstamos otorgados para la construcción por parte de instituciones públicas y privadas.	La construcción es un sector altamente dependiente del ciclo económico y político del país.
El crecimiento de remesas destinadas hacia el sector de la construcción permite un mayor crecimiento.	
Estabilidad de precios generada luego del año 2000 con la dolarización ya que permite una planificación a largo plazo.	
Gran participación de micros y pequeñas empresas en el sector como generadoras de empleo.	

**Nota:** Resumen del estudio realizado, por Katherine Coronel, Elina Mantilla, Ana Trujillo.

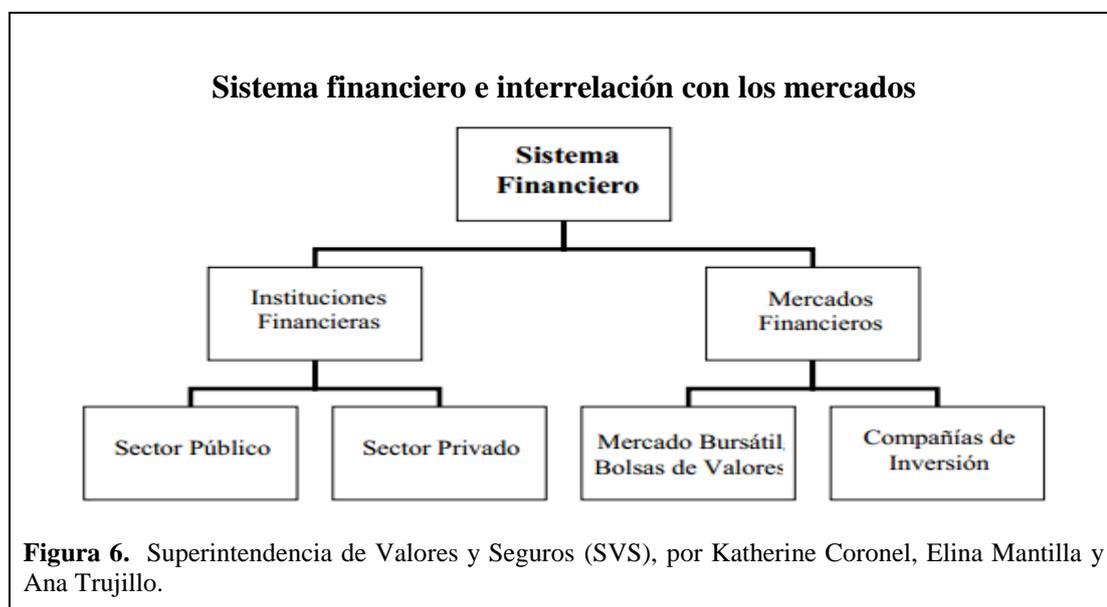
Según se observa en la matriz FODA, el sector de la construcción en Quito y el Ecuador presenta un balance altamente positivo pues son mayores los factores positivos (fortalezas y oportunidades) que los factores negativos (debilidades y amenazas), por lo que el riesgo implícito en la actividad de la construcción puede considerarse bajo.

Además, el Ministerio de Industrias y Productividad, en el análisis de coyuntura industrial del año 2012, señala que la rentabilidad neta promedio del sector construcción el año 2012 fue de 24%; valor que es muy superior a la tasa promedio pasiva más la inflación anual, lo que determina que el sector sea altamente atractivo,

por lo que el sector PYMES constructor debe mejorar su nivel de nivel de competitividad para posicionarse adecuadamente (MIPRO, 2012).

## 2.2 Mercado de valores

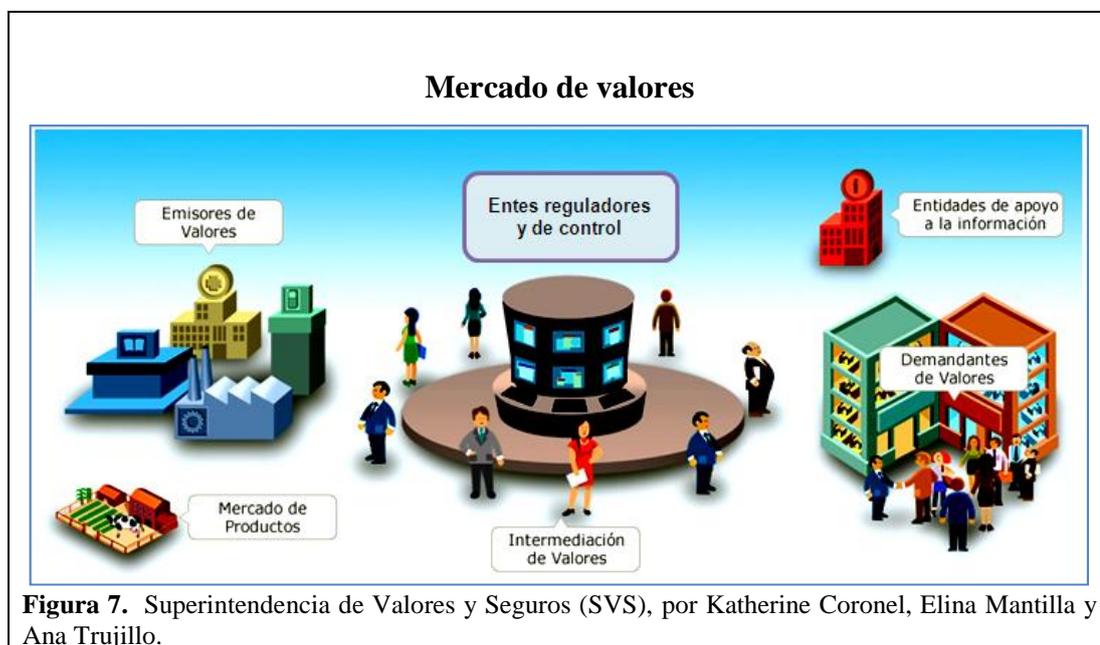
El mercado financiero es el mecanismo que vincula a los oferentes con los demandantes de recursos económicos, movilizándolos a fin de financiar las actividades productivas en el corto, mediano y largo plazo; éste se clasificar en monetario y de capitales; el primero está orientado a financiar necesidades de corto plazo mientras que el de capitales a financiar recursos de largo plazo para el normal desarrollo de las actividades productivas.



El monetario busca trasladar el ahorro a la inversión, vía la intermediación financiera, con lo cual capta recursos del público y otorga financiamiento de corto plazo; el de capital busca captar ahorro y financiar inversión, a través del mercado de valores y mercado de crédito de mediano y largo plazo.

El mercado de valores, no utiliza intermediación financiera (desintermediación financiera), y posibilita el financiamiento a mediano y largo plazo de los sectores productivos a menor costo, a través de títulos valores de renta fija o variable generalmente emitidos por empresas privadas o instituciones públicas que son comprados por inversionistas. El mercado de valores permite a las empresas obtener

recursos económicos óptimos en condiciones y oportunidad, para financiar las actividades relacionadas a su gestión, utilizando el activo, pasivo o patrimonio, constituye una fuente directa de financiamiento y una interesante opción de rentabilidad para los inversionistas.

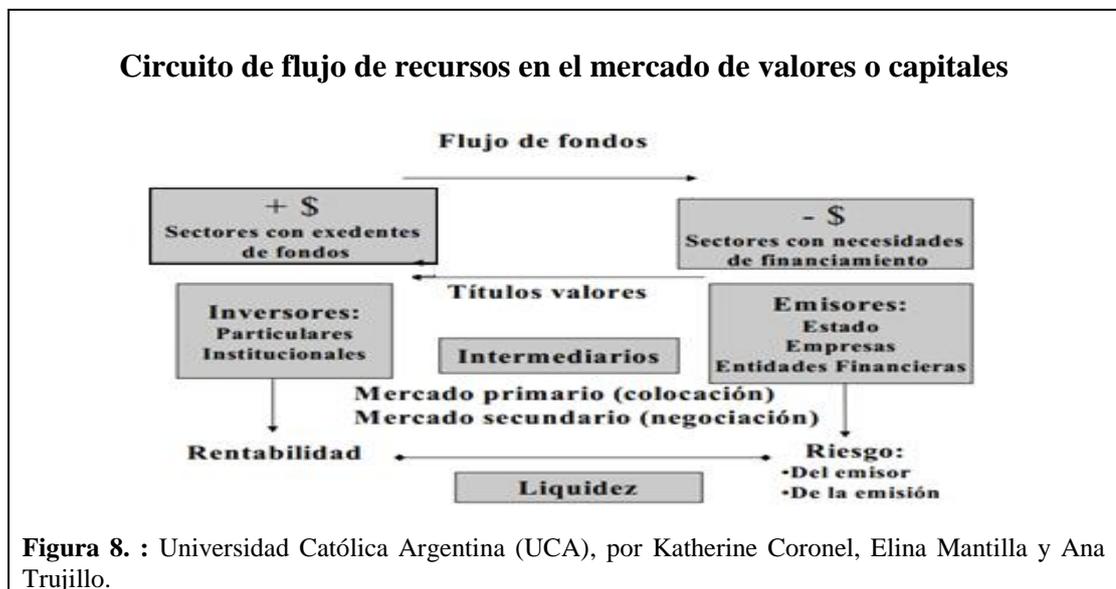


“El mercado de valores tiene tres segmentos: el bursátil, extrabursátil y el privado; en el primero las transacciones se hacen a través de la Bolsa de Valores, en los otros no. Existen otros actores que son los intermediarios y las entidades de apoyo” (Johanson, 2011, pág. 11).

Las Bolsas de Valores, son instituciones que establecen la infraestructura para que sea posible la compra y venta de valores, mediante subastas, requiriéndose sistemas transaccionales informatizados, para operar en línea; las casas de valores, son los intermediarios que viabilizan la transacción, sirven de puente entre las empresas emisoras de valores y el inversionista; la Administradoras de fondos y fideicomisos, que toma recursos del público para administrar fondos de inversión y, también, administran titularizaciones por las cuales se pueden emitir títulos valores.

De acuerdo a Johanson en su obra “Mercado de Valores”:

En el ámbito del mercado de valores, se encuentra el de autorizar el funcionamiento en el mercado de valores de: Depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores. En el Ecuador existe uno privado (DECEVALE) y uno público del Banco Central del Ecuador (BCE). Calificadoras de riesgo, que evalúan el riesgo de la emisión de un título valor y emiten una calificación del título valor que es importante para su venta; auditoras que controlan a los participantes del mercado de valores y emiten un informe anual para ver si éstos han cumplido con las normas contables; Agencia Numeradora, que es la institución que se encarga de entregar un código ISIN para numerar los valores con los cuales son transados a nivel internacional (Johanson, 2011, pág. 14).



La anterior figura muestra como a través de la compra de los títulos valores por parte de los inversores, el flujo de recursos circula en sentido que permite satisfacer las necesidades de financiamiento de las empresas públicas y privadas; el acercamiento entre los emisores e inversores se produce gracias a agentes intermediarios, que operan en dos niveles: el mercado primario que es donde se da el asesoramiento para la emisión y colocación de los títulos, y el secundario donde se negocian estos instrumentos. Los mecanismos que utiliza el mercado de valores, para dinamizar las transacciones son (Banco Mundial, 2010, pág. 12):

- Registro del Mercado de Valores, es el lugar en el que se inscriben los valores, emisores, casas de valores y demás participantes del mercado, y se dispone de información pública suficiente y actualizada referente a los mismos.
- Oferta pública, es la propuesta dirigida al público en general o sectores específicos, con el propósito de negociar valores en el mercado.
- Calificación de riesgo, que realizan las calificadoras de riesgo con el objeto de dar a conocer al mercado y al público su opinión sobre la solvencia y probabilidad de pago que tiene un emisor de valores.
- Rueda de bolsa, que es la reunión o sistema de interconexión de operadores de valores que, en representación de sus respectivas casas de valores, realizan transacciones con valores inscritos en el registro de mercado de valores y en bolsa (BM, 2010).

De acuerdo al Banco Mundial (2010) el Mercado de valores tiene cuatro segmentos de colocación:

- Público, son las negociaciones que se realizan con la intermediación de una casa de valores autorizada.
- Privado, son las negociaciones que se realizan en forma directa entre comprador y vendedor, sin la intervención de una casa de valores.
- Primario, en el cual se realiza la primera venta o colocación de valores que hace el emisor con el fin de obtener directamente los recursos.
- Secundario, comprende las negociaciones posteriores a la primera colocación de valores.

### 2.2.1 Marco legal del mercado de valores

De acuerdo al informe del Banco Mundial denominado Evaluación y observaciones sobre los pagos, remesas y sistemas de compensación y liquidación de valores de

Ecuador, en el cual refiere que en el mercado de valores, la variable crucial es el riesgo y el activo intangible fundamental es la confianza y seguridad del inversionista, este es un factor relacionado con el desarrollo del mismo, por esto es indispensable que exista un marco normativo y entidades que lo regularicen y controlen. En el Ecuador las instituciones que desarrollan la vigilancia y control de los partícipes y actividades en el mercado de valores, en el ámbito de sus respectivas competencias son (Banco Mundial, 2010, pág. 8):

- Consejo Nacional de Valores (CNV), que es el órgano adscrito a la Superintendencia de Compañías, establece la política general del mercado de valores y regula su funcionamiento.
- Superintendencia de Compañías, institución que ejecuta la política general del mercado de valores y controla a los participantes en él.
- Bolsas de Valores, que tienen facultad de autorregulación, y pueden dictar sus reglamentos y demás normas internas de aplicación general para todos sus partícipes, ejercer control de sus miembros e imponer las sanciones dentro del ámbito de su competencia.

El marco normativo del mercado de valores en el Ecuador está compuesto por:

- Constitución de la República del Ecuador publicado en el Registro Oficial No. 449 de 20 de octubre del 2008.
- Ley de Mercado de Valores publicada en el Suplemento del Registro Oficial No. 20, de 7 de septiembre de 1998, y codificada en el Registro Oficial Suplemento No. 215 de 22 de febrero de 2006.
- Reglamento General a la Ley de Mercado de Valores publicada en Registro Oficial No. 87 de 14 de diciembre de 1998.
- Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores publicado en el Registro Oficial Suplemento 1 de 8 de marzo de 2007.
- Autorregulación expedida por las Bolsas de Valores de Quito (Reglamento General de la Bolsa de Valores de Quito – codificación 7 de septiembre del 2007).

La Ley del Mercado de Valores vigente definió un marco institucional caracterizado por una débil regulación, fue elaborada en función de intereses bancarios, adolece de conflicto de intereses, carencia de prácticas de buen gobierno corporativo, inobservancia de la mayoría de estándares internacionales, diseñada con organismos de regulación y supervisión del mercado de valores débiles y expuestos a la captura regulatoria; por la debilidad de la Norma, y con el fin de promover una reforma al mercado de valores, el actual gobierno con cooperación técnica de la CAF, elaboró una primera versión del proyecto de nueva ley de mercado de valores (EKOS, 2009, pág. 34); la revisión del proyecto de ley de mercado de valores, segunda versión, se inició en Octubre de 2009 y concluyó a mediados de Julio de 2010.

Los principales aspectos de la versión del CNV son los siguientes: protección de la fe pública y del inversionista; transparencia e información simétrica, clara, veraz, completa y oportuna; cumplimiento de estándares internacionales de acuerdo a disposiciones emitidas por el órgano regulador; respeto y fortalecimiento de la potestad normativa del regulador; supervisión normativa y de riesgo; libre competencia y tratamiento igualitario a los participantes del mercado.

Es necesario señalar que la reforma integral al mercado de valores no solo requiere de una nueva ley de mercado de valores sino además una nueva ley de sociedades anónimas (emisoras), reforma tributaria (incentivos tributarios), cambios en el marco institucional de regulación y supervisión del mercado de valores así como en el rol y políticas de los inversionistas principalmente institucionales.

### 2.2.2 Bolsa de valores

En el país las bolsas de valores son corporaciones civiles sin fines de lucro, cuya función principal es ofrecer a las casas de valores, instituciones del sector público y servicios, y mecanismos adecuados para la negociación de valores.

Las bolsas de valores son instituciones que establecen la infraestructura para que sea posible la compra y venta de valores, mediante subastas, requiriéndose sistemas transaccionales informatizados, para operar en línea;

constituyen un mercado público, en el que participan intermediarios autorizados para realizar operaciones de compra y venta de valores debidamente inscritos, bajo diversas modalidades de transacción, determinándose los precios mediante la libre concurrencia de la oferta y la demanda, con criterios formados por la existencia de amplia información sobre el emisor y las condiciones del mercado (Johanson, 2011, pág. 23).

#### 2.2.2.1 Bolsa de valores de Quito

Específicamente la Bolsa de Valores de Quito es una corporación civil sin fines de lucro, autorizada y controlada por la Superintendencia de Compañías, que tiene por objeto brindar a las casas de valores, que son sus miembros natos, los servicios y mecanismos requeridos para la negociación de valores, en condiciones de equidad, transparencia, seguridad y precio justo. Las casas de valores son compañías anónimas cuyo objeto es la intermediación de valores. Actualmente, la BVQ tiene 26 casas miembros (Bolsa de Valores de Quito, 2012).

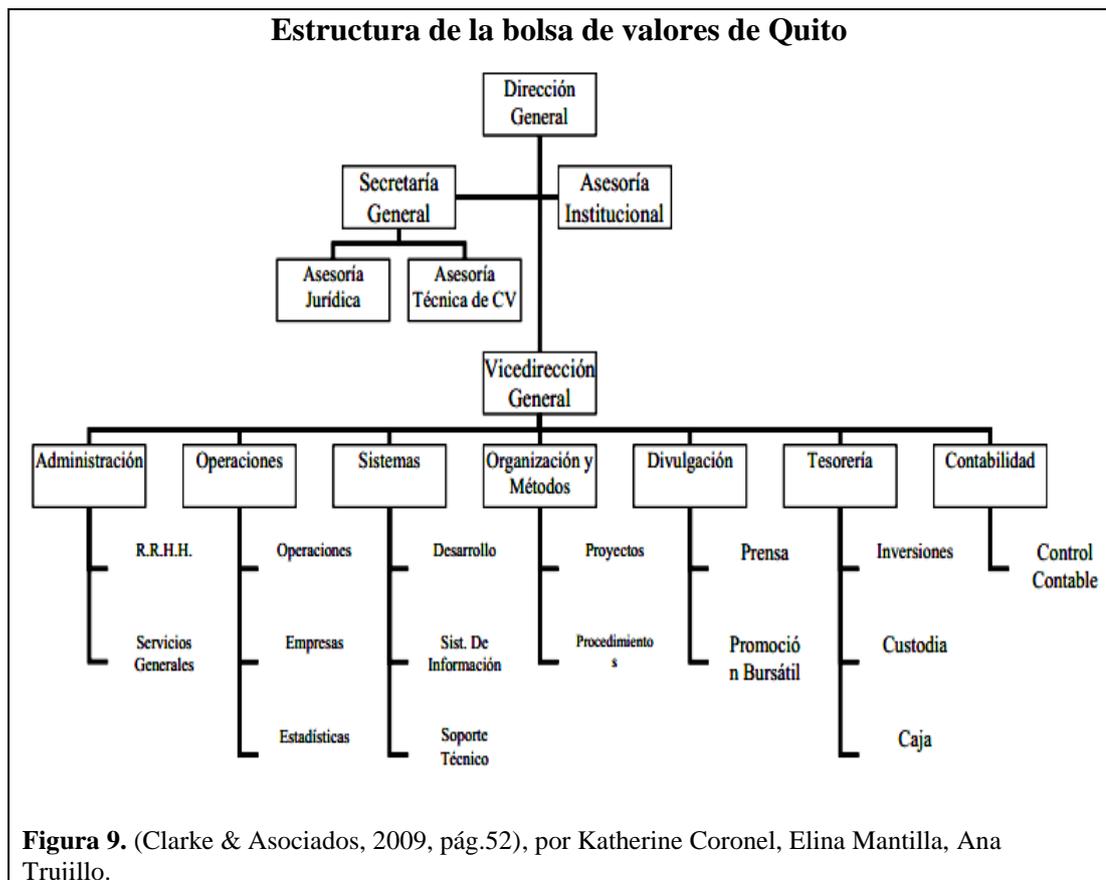
Las principales funciones que cumple la Bolsa de Valores de Quito son:

- Proporcionar los mecanismos y sistemas que aseguren la negociación de valores, en condiciones de transparencia, equidad y competitividad.
- Mantener información sobre los valores cotizados en ella, sus emisores, los intermediarios de valores y sobre las operaciones bursátiles, incluyendo las cotizaciones y los montos negociados, suministrando al público información veraz y confiable
- Controlar a las casas de valores miembros con el fin de dar cumplimiento a las normas reglamentarias y de autorregulación.
- Promover el desarrollo del mercado de valores” (Bolsa de Valores de Quito, 2012).

La mayoría de los países tiene una bolsa de valores, en Ecuador pese a que el mercado de valores es pequeño, existen dos, una en Quito y otra en Guayaquil, debido a que hay dos grandes polos industriales uno de la sierra y otro de la costa. Las ventajas que proporciona la bolsa de valores son:

- Tener un menor costo de financiamiento.
- Lograr un precio justo de compra y de venta.
- Disponer de liquidez permanente.
- Generar confianza en base a condiciones de transparencia y la constante información en las negociaciones.
- Información en línea de todas las transacciones que se realizan en los diferentes mecanismos de negociación.
- Diversificación del riesgo mediante las distintas alternativas de inversión y de financiamiento.
- Toma de decisiones adecuadas basadas en información veraz y oportuna” (Clarke & Asociados, 2009, pág. 38)

#### 2.2.2.2 Estructura de la bolsa de valores de Quito



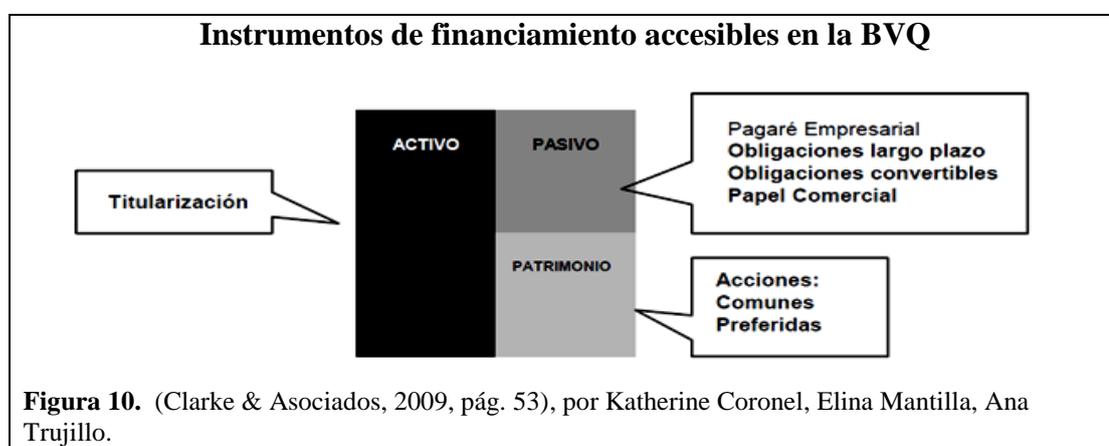
## 2.3 Opciones de financiamiento que ofrece la bolsa de valores

### 2.3.1 Instrumentos

El mercado de valores permite a las empresas obtener recursos económicos para financiar su gestión, utilizando ya sea el activo, pasivo o el patrimonio. Las diferentes alternativas y mecanismos de financiamiento se pueden hacer vía mercado de valores a través de oferta pública de valores, es decir la propuesta dirigida al público en general o a sectores específicos que se realiza para negociar los valores en el mercado.

“Toda oferta pública de valores debe ser autorizada por la Superintendencia de Compañías a través de las Intendencias de Mercado de Valores de Quito o Guayaquil” (Clarke & Asociados, 2009, pág. 53) de acuerdo al siguiente esquema:

- a. En base al activo: Titularización.
- b. En base al pasivo: Emisión y oferta pública de deuda.
  - i. Emisión de obligaciones a largo plazo.
  - ii. Emisión de obligaciones convertibles en acciones
  - iii. Emisión de obligaciones de corto plazo o papel comercial
  - iv. Pagaré empresarial a través del REVNI (Registro de Valores no inscritos)
- c. En base al patrimonio: Emisión y oferta pública de acciones
- d. En base al patrimonio o al pasivo: Valores no inscritos REVNI, que constituyen un caso especial de estudio.



**Figura 10.** (Clarke & Asociados, 2009, pág. 53), por Katherine Coronel, Elina Mantilla, Ana Trujillo.

### 2.3.1.1 Requerimientos y procedimientos

La operacionalización de los diversos instrumentos señalados con anterioridad es (Banco Mundial, 2010, págs. 20-35):

#### a. Oferta pública de acciones

Es el mecanismo que permite fortalecer patrimonialmente a las empresas a través del Mercado de valores, consiste poner a disposición para la venta, cierto número de acciones (comunes o preferidas) a un determinado precio, las mismas que forman parte de su patrimonio; es el método más seguro para efectuar inversiones y captar recursos, basándose en la transparencia e información de las empresas que exige el mercado bursátil. Existen dos clases de acciones que se pueden emitir:

- Acciones Comunes: Otorgan derechos económicos (dividendos cuando los haya), y políticos (participar y votar en las juntas de accionistas).
- Acciones Preferidas: Únicamente otorgan derechos económicos, que se traducen en un dividendo fijo con preferencia sobre los accionistas comunes y también tienen preferencia si la compañía quiebra y se liquida.

Emisores: Pueden efectuar una oferta pública primaria de acciones las sociedades anónimas y de economía mixta que se funden mediante constitución sucesiva o suscripción pública de acciones, o las ya existentes que realicen aumentos de capital por suscripción pública.

Ventajas:

- En una oferta pública primaria de acciones:
  - Presencia en el Mercado de Valores, que ayuda a su imagen corporativa.
  - Precios justos de mercado.
  - Fuentes de recursos frescos a la compañía que no se registran como pasivos.
  - Diversificación del riesgo asociado a la propiedad de la inversión.
- En la oferta pública secundaria de acciones:
  - Liquidez para los accionistas de la compañía

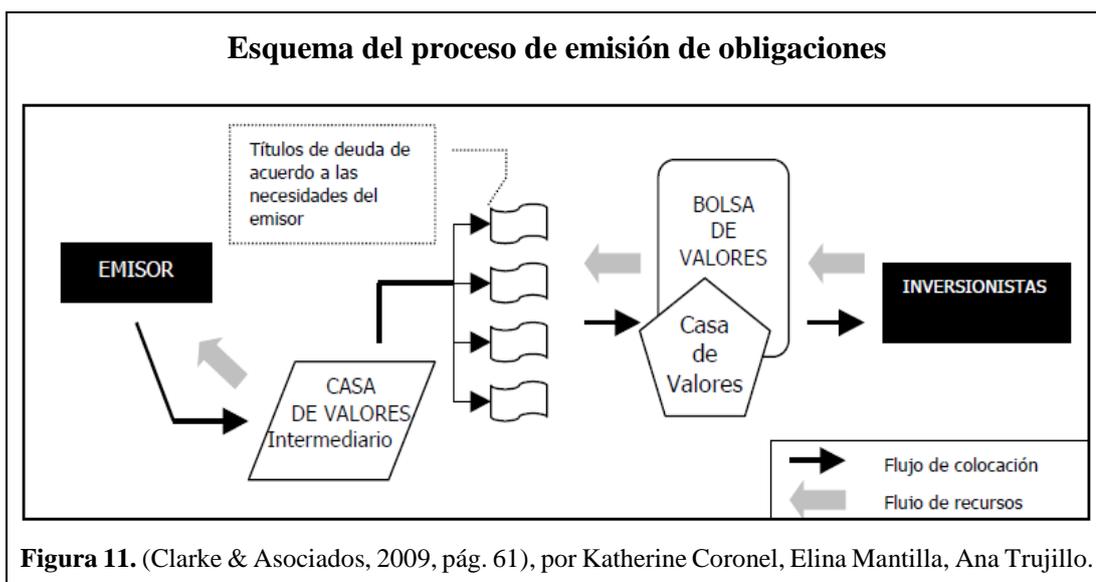
- Precios justos de mercado.

Requisitos: Poner en circulación un prospecto de oferta pública primaria de acciones, aprobado por la Superintendencia de Compañías, conteniendo: información general, características de la emisión, información económico-financiera, y calificación de riesgo si el Consejo Nacional de Valores C.N.V. lo considera necesario.

#### b. Emisión de obligaciones

Mediante este mecanismo una compañía privada u organismo seccional (Municipios, Consejos Provinciales), emite valores representativos de deuda (pasivos), amparados con garantía general y específica (optativa), a un determinado, interés y plazo.

El objetivo es financiar capital de trabajo, reestructurar pasivos, actividades de inversión o gestión de las empresas; a los inversionistas se les reconoce un interés a un plazo que se ajuste a la naturaleza de la empresa y a sus flujos.



Clases de emisiones de obligaciones:

- De largo plazo
- De corto plazo o Papel Comercial
- Convertibles en acciones (OCAS)

Emisores: Compañía privada u organismo seccional (Municipios, Consejos Provinciales).

**Montos de emisión:** Con garantía general, que la constituye el patrimonio o bienes del emisor que no estén afectados por una garantía específica, puede ser hasta por un valor máximo del 80% del total de activos libres de todo gravamen, sin considerar los activos diferidos; si adicionalmente se cuenta con garantía específica el monto máximo de emisión no podrá superar el 80% del avalúo de los bienes que la garanticen. La garantía específica puede ser real, en prenda o hipoteca o personal como fianza; puede asegurar el pago del capital, los intereses o ambos.

**Ventajas:**

- Para el Emisor: Lograr costos financieros menores y plazos mayores de los que se derivan de préstamos bancarios; al reestructurar pasivos obtener una mejor posición financiera, mejorar la liquidez.
- Para el Inversionista: Lograr un retorno mucho mayor al ofrecido por la Banca tradicional, a un precio justo y riesgo aceptable.

**Requisitos**

-Obtener una Calificación de Riesgo.

-Estar inscrito en el Registro del Mercado de Valores tanto el emisor y los títulos valores a ser emitidos.

-Poner en circulación un prospecto o circular de oferta pública que deberá ser aprobado por la Superintendencia de Compañías, con información detallada de las características de la emisión, y un análisis de la situación financiera de la empresa, elaborado de conformidad con lo que señala el Reglamento de Oferta Pública de Valores, Resol. No. CNV -93-001 título II capítulo II Art. 8.

#### b.1. Emisión de obligaciones convertibles en acciones (OCAS)

Este mecanismo permite emitir obligaciones de largo plazo, concediéndoles el derecho a su titular o tenedor de poder transformarlas en acciones de acuerdo al factor de conversión y a los términos estipulados en la escritura pública de emisión al vencimiento de la misma.

**Requisitos:** Son los mismos que los establecidos para la emisión de obligaciones, con las siguientes diferencias:

- Debe señalarse en la Escritura Pública de emisión la fecha o plazo en los cuales se efectuará la conversión.

- El número de acciones de una misma clase que se otorgue por cada obligacionista, se denomina factor de conversión y deberá constar en la escritura de la emisión.
- La resolución sobre la emisión de obligaciones convertibles implica simultáneamente la resolución de aumentar el capital por lo menos hasta cubrir el monto necesario para atender el derecho de conversión.
- Los accionistas tendrán derecho preferente para adquirir las obligaciones convertibles que se emitan.
- El obligacionista que ejerza su opción de conversión será considerado como accionista a partir de comunicarlo por escrito a la sociedad.

#### b.2. Emisión de obligaciones de corto plazo o papel comercial

Es un título de deuda emitido a corto plazo (1 a 359 días), a través de programas de emisión que otorgan al emisor un cupo de emisión que tiene carácter revolvente, es decir se lo va utilizando en la medida en que se lo necesita. El papel comercial posee una autorización general por un plazo de hasta 720 días para redimir, pagar, recomprar, emitir y colocar papel comercial, de acuerdo a sus necesidades de fondos.

Requisitos: Son los mismos que los establecidos para la emisión de obligaciones, así como en el Reglamento de emisión de Obligaciones y Papel Comercial, destacándose lo siguiente:

- El monto máximo para emisiones amparadas con garantía general, no podrá exceder del ochenta por ciento del total de activos libres de todo gravamen.
- Cuando además de garantía general se respalde con garantía específica, esta deberá ser prendas hipotecas, avales, fianzas, cartas de crédito “stand by”, pólizas de seguro, certificados de depósito de mercaderías de fácil realización, fideicomisos mercantiles de garantía o aquellos de administración que constituyan fuente de pago; y deberá mantenerse vigente, durante el plazo de la autorización del programa, debiendo otorgarse a favor del representante de los obligacionistas.
- La entidad extranjera que otorgue un aval, fianza o carta de crédito “stand by”, deberá contar con calificación de riesgo otorgada por una calificadora.

- Para el caso de garantías específicas que sean constituidas sobre valores se debe considerar que: el emisor no esté en concurso preventivo, cesación de pagos o programa de regularización; los valores objeto de la garantía deberán estar inscritos en una Bolsa de Valores y valorados a precios de mercado; las categorías de calificación de riesgos que deben mantener los valores objeto de la garantía son las siguientes: valores emitidos por Instituciones no Financieras “B” y valores emitidos por Instituciones Financieras “BBB”; en caso de emisiones que se garanticen con avales o fianzas otorgadas por instituciones financieras, la calificación será la de la institución que emite tales garantías.

#### Ventajas:

- El plazo de oferta pública será igual al plazo autorizado de la emisión; se pueden estructurar programas de emisión de hasta 720 días.
- Los cupos de emisión aprobados por la Superintendencia de Compañías tienen el carácter revolvente.
- Cuando el programa de emisión cuente con un aval o fianza otorgada por una Institución Financiera, no requerirá calificación de riesgo, por cuanto la calificación será la de la Institución que otorgó la garantía.
- Para los inversionistas los rendimientos de papeles de corto plazo (papel comercial) son considerados una mejor alternativa frente a los rendimientos que ofrecen los depósitos a plazo; además es competitivo frente al financiamiento bancario.
- Permite a las empresas financiar capital de trabajo a través de una fuente alternativa a la deuda bancaria tradicional.
- Los cupos de emisión tiene carácter revolvente, el crédito puede ser dispuesto y cubierto en múltiples ocasiones.

Con base en el Activo, el instrumento que puede utilizarse es la titularización.

#### c. Titularización

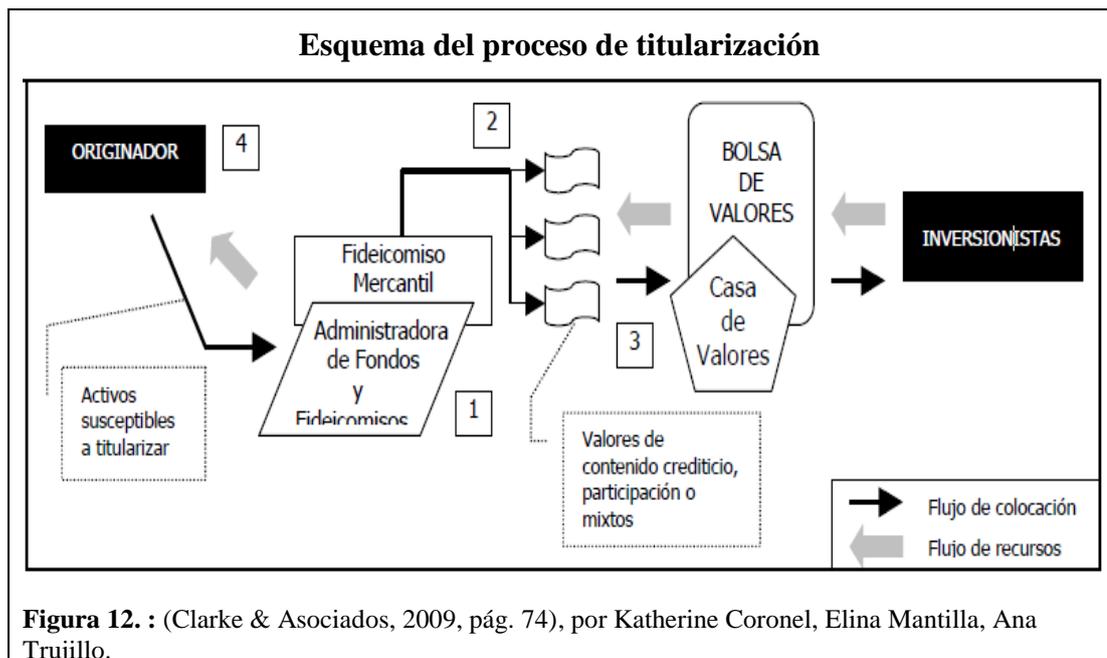
Es el proceso mediante el cual se transforman activos de poca, lenta o nula rotación en liquidez, pudiendo estos activos existir o esperar que existan pero el principio básico

es que puedan generar flujos futuros de fondos; para viabilizarla se utiliza el fideicomiso mercantil y la participación de las administradoras de fondos y fideicomisos para que se permita la emisión de valores con cargo a ese patrimonio autónomo los mismos que serán susceptibles a ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil dentro de un proceso de oferta pública.

Activos susceptibles a titularizar: Valores representativos de deuda pública; valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores; cartera de crédito; y/o activos o proyectos susceptibles de generar flujos futuros.

Aspectos generales:

- Las Administradoras de Fondos y Fideicomisos, así como la Corporación de Desarrollo de Mercado Secundario de Hipotecas CTH S.A. son las únicas compañías autorizadas por la Superintendencia de Compañías para participar en procesos de titularización.
- Los mecanismos que se pueden utilizar, de acuerdo al artículo 140 de la Ley de Mercado de Valores, para estructurar este tipo de procesos son: los fondos colectivos y los fideicomisos mercantiles, cualquiera de las dos opciones deben inscribirse en el Registro de Mercado de Valores de la Superintendencia de Compañías.



**Figura 12.** : (Clarke & Asociados, 2009, pág. 74), por Katherine Coronel, Elina Mantilla, Ana Trujillo.

- El originador transfiere a un patrimonio autónomo utilizando como vehículo el fideicomiso mercantil sus activos que existen o se espera que existan y que sean capaces de generar flujos futuros.
- Con cargo a este patrimonio autónomo la Administradora de Fondos y Fideicomisos emite valores que pueden ser de contenido crediticio, de participación o mixtos a fin de que sean negociados en el mercado de valores.
- Las casas de valores colocan los valores derivados de este proceso a través de las bolsas de valores del país entre los inversionistas.
- Con estos recursos levantados a través de la venta de los valores el fideicomiso mercantil entrega los recursos al originador o los mantiene en su poder según sea el caso.

Aspectos legales: Es importante que el originador sea propietario de los activos o derechos sobre los flujos que se utilizarían para el proceso de emisión de valores; en caso de que el originador sea una institución de derecho público deberá realizar un concurso público para contratar al agente de manejo.

Documentación que se debe presentar:

- Solicitud de autorización, suscrita por el representante legal y con firma de abogado.
- Certificados de veracidad de la información presentada y de la información contenida en el prospecto, suscrita por el representante legal.
- Autorización de la Superintendencia de Bancos y Seguros, en caso de que sea una institución financiera.
- Ficha registral, proporcionada por la Superintendencia de Compañías.
- Cálculo del índice de siniestralidad.
- Detalle de los flujos que generará el activo transferido.
- Calificación de riesgo.
- Certificación de la propiedad del activo.
- Prospecto de oferta pública.
- Escritura de constitución del fondo colectivo o fideicomiso mercantil.
- Reglamento de gestión.
- Facsímil de los valores.

- Para cada tipo de titularización, cartera, flujos, inmuebles o proyectos inmobiliarios, se deberá observar la LMV y el Reglamento de Titularización.

Tiempo para la estructuración y aprobación: Aproximadamente 30 días.

Ventajas:

- Se obtiene liquidez sin crear ni aumentar pasivos.
- Apalancamiento (ampliar la base del negocio).
- Racionalización de costos de financiamiento.
- Aísla riesgos (los activos que salen del balance del originador no forman parte del balance del fiduciario).
- Mejora la estructura del balance.
- Reestructuración de pasivos y equilibrar plazos entre activos y pasivos.
- Calificación de Riesgo del originador diferente a la calificación de la titularización.
- Presencia en el mercado de valores.
- Publicidad y crecimiento de negocios.

#### d. Registro especial de valores no inscritos (REVNI)

Pone a disposición de las empresas un esquema interesante de acercamiento al mercado de valores a fin de acceder a sus beneficios, en este mercado se pueden negociar los valores que no han alcanzado a cumplir con todos los requisitos indispensables requeridos en el primer mercado; es considerado un mercado de aclimatación, las empresas que anotaron sus valores en el REVNI puedan cumplir con las exigencias y decidir inscribir formalmente sus valores.

Valores se pueden anotar en el REVNI:

- Valores de renta fija o variable, emitidos por el sector privado, como el pagaré empresarial.

- Valores de propiedad de entidades y organismos del sector público y de instituciones financieras bajo el control de la Agencia de Garantía de Depósitos AGD.
- Instituciones del sector público: valores de renta variable únicamente para los procesos de desinversión.
- Las casas de valores e instituciones del sector público: certificados de pasivos garantizados, certificados de pasivos no garantizados, cédulas hipotecarias, acreencias no depositarias emitidos por Instituciones bajo el control de la Agencia de Garantía de Depósitos (AGD), misma que puede realizar negociaciones a través del REVNI a nombre propio o de un tercero.
- Acciones de empresas de reciente creación que no están inscritas en el Registro del mercado de valores:

#### Ventajas:

- Permite a sus usuarios una primera aproximación a los beneficios que ofrece el mercado de valores, familiarizándose con los requisitos que este exige.
- Facilita la negociación de valores emitidos por pequeñas y medianas empresas y es una alternativa de financiamiento para el sector privado.
- No tienen calificación de riesgo.
- Los costos son el costo de negociación en las bolsas de valores (0.09%), el costo de Intermediación (libre contratación).

## 2.4 Resultados

En definitiva, luego de la realización del presente capítulo se ha identificado que el mercado de valores es una estructura esencial para el financiamiento alternativo de las empresas; para decidir las alternativas de financiamiento, deben considerarse varias variables como son:

- El costo de financiamiento, es decir la tasa de interés de descuento que exigen los inversionistas; en una emisión de bonos la tasa de colocación del instrumento, y para la emisión de acciones, la relación entre el aporte que realizará el nuevo accionista y las utilidades que se espera se repartirán como

retribución, es decir la relación precio/utilidad; a este costo deben sumarse los costos relacionados a trámites legales, impuestos, emisión, colocación, y demás relacionados.

- El plazo del financiamiento, la emisión de bonos y demás instrumentos de deuda tiene un plazo fijo y el de la emisión de acciones es indefinido.
- El riesgo inherente según tipo de financiamiento es otro punto a considerar, y se refiere a que las empresas que optan por endeudarse deben ser capaces de generar los flujos que permitan pagar los montos en los plazos pactados. Los accionistas perciben ingresos sólo si la empresa tiene utilidades.
- La estructura de la propiedad, cuando se emiten acciones, los actuales accionistas compartirán la participación dentro de la sociedad.

## CAPÍTULO 3

### PYMES DE LA CONSTRUCCIÓN

#### 3.1 Las PYMES de la construcción en el país

El sector de la construcción, es uno de los principales motores para el desarrollo económico y social del país, por su alto grado de vinculación con otros sectores, entre los cuales desatacan la fabricación de: vidrio y aluminio; de productos de cerámica; de muebles de madera; de cemento, artículos de hormigón y piedra; de ciertas sustancias químicas; de plásticos y de productos metálicos, pues estos sectores producen insumos utilizados en las primeras etapas de las construcciones.

Por efecto de la dolarización del año 2000, en el Ecuador el sector experimentó una recuperación y luego crecimientos significativos, además el incremento de la competencia ha mejorado la calidad de las construcciones.

#### 3.2 Tipo de estudio

Puesto que no todas las PYMES del sector construcción del Ecuador disponen de una capacidad competitiva similar, es necesario establecer cuáles están en capacidad de titularizarse y gestionar recursos para incrementar su inversión; en esta tarea se emplearán diversos tipos de investigación.

##### 3.2.1 Investigación descriptiva

Este tipo de investigación se aplicó para describir los factores que componen los ejes de atractivo del mercado y posición competitiva de la industria de la construcción en el país.

##### 3.2.2 Investigación explicativa

Este tipo de investigación se aplicó para explicar la cuantificación otorgada a los diversos factores que componen los ejes de atractivo del mercado y posición competitiva de la industria de la construcción en el país.

### 3.2.3 Investigación transversal

En la muestra seleccionada de PYMES del sector construcción de la ciudad de Quito, se mide en un punto determinado del tiempo, las variables determinantes del atractivo del mercado y posición competitiva, para realizar un diagnóstico conjunto.

## 3.3 Fuentes y técnicas de investigación

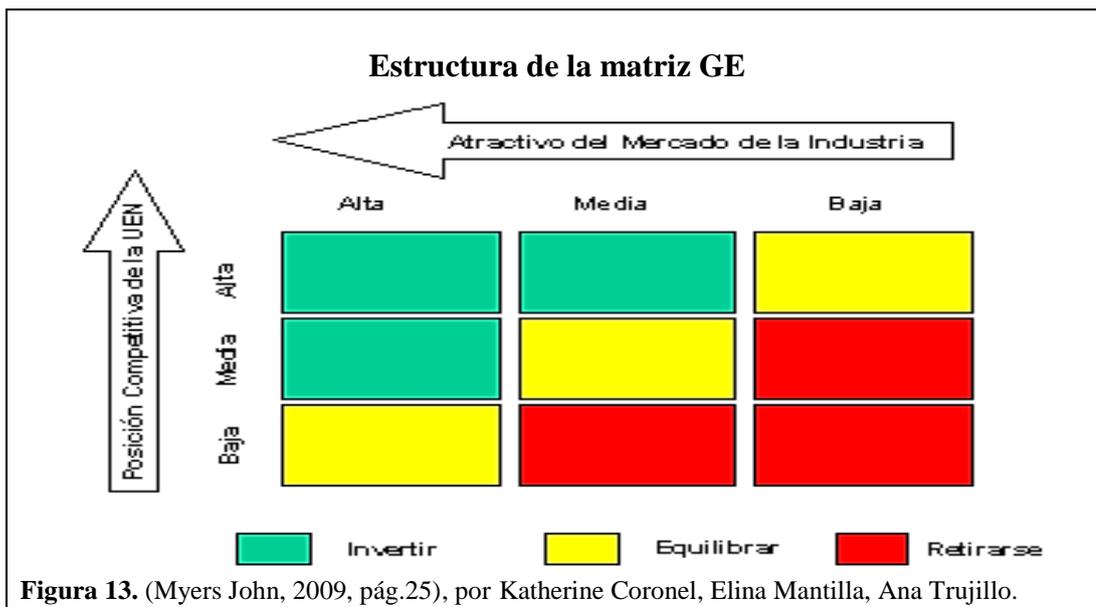
### 3.3.1 Fuentes

Para el desarrollo del presente capítulo se han utilizado diferentes fuentes de información, que son:

- Información de bases de datos y estudios realizados por la Superintendencia de Compañías, la Cámara de la Construcción de Quito, el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC), esta información se ha utilizado para la determinación del atractivo del mercado.
- Información de fuentes primarias, obtenida en base a encuestas, para determinar la capacidad competitiva de las PYMES que operan en el sector de la construcción de Quito.

### 3.3.2 Técnicas

La investigación se desarrolló en base al método científico, y se fundamentó en el diagnóstico situacional, por medio de la matriz General Electric (Matriz GE). Esta es una matriz cuadrada tres por tres, se divide en nueve sectores, tres de color verde, tres amarillo y tres de color rojo; las PYMES que se ubican en los sectores verdes son competitivas y con perspectivas de crecimiento; aquellas que lo hacen sobre los sectores amarillos poseen regular atractivo general y deben mantener su nivel inversión y mejorar su gestión; aquellas que están en la zona roja son poco competitivas y eficientes, y deben abandonar el mercado. (Prime, 2012, pág. 128).



Para el caso de esta investigación, el eje horizontal de esta herramienta, Atractivo del Mercado de la Industria, se ha conformado por los siguientes factores y pesos:

**Tabla 6. Atractivo del mercado**

Factores	Peso	Calificación	Valor
Crecimiento del mercado	0.15		
Competencia	0.15		
Rentabilidad	0.15		
Tamaño del mercado	0.15		
Accesibilidad a contratos públicos	0.15		
Políticas de apoyo al sector	0.15		
Accesibilidad de los clientes al crédito	0.10		
Total	1.00		

**Nota:** Myers John, por Katherine Coronel, Elina Mantilla, Ana Trujillo, 2009

Para recolectar información secundaria se utilizó la investigación documental de los registros, documentos, bases de datos existentes y demás fuentes de información existentes. El eje vertical, posición competitiva, se ha conformado basándose en los factores críticos de éxito del sector PYMES de la construcción, observados desde las siguientes perspectivas:

- Perspectiva financiera.
- Perspectiva del cliente.
- Perspectiva de los procesos internos.

- Perspectiva de crecimiento y aprendizaje, que comprende el recurso humano, la cultura organizacional, y las TIC's.

Estas perspectivas se encadenan en una relación de causa y efecto, es así que si las PYMES del sector construcción de Quito crecen y aprenden, podrán desarrollar procesos internos eficientes, generar bienes y servicios que satisfagan las expectativas de los clientes, y como consecuencia optimizar los resultados financieros. Por lo expuesto la Tabla N° y pesos para valorar la posición competitiva son:

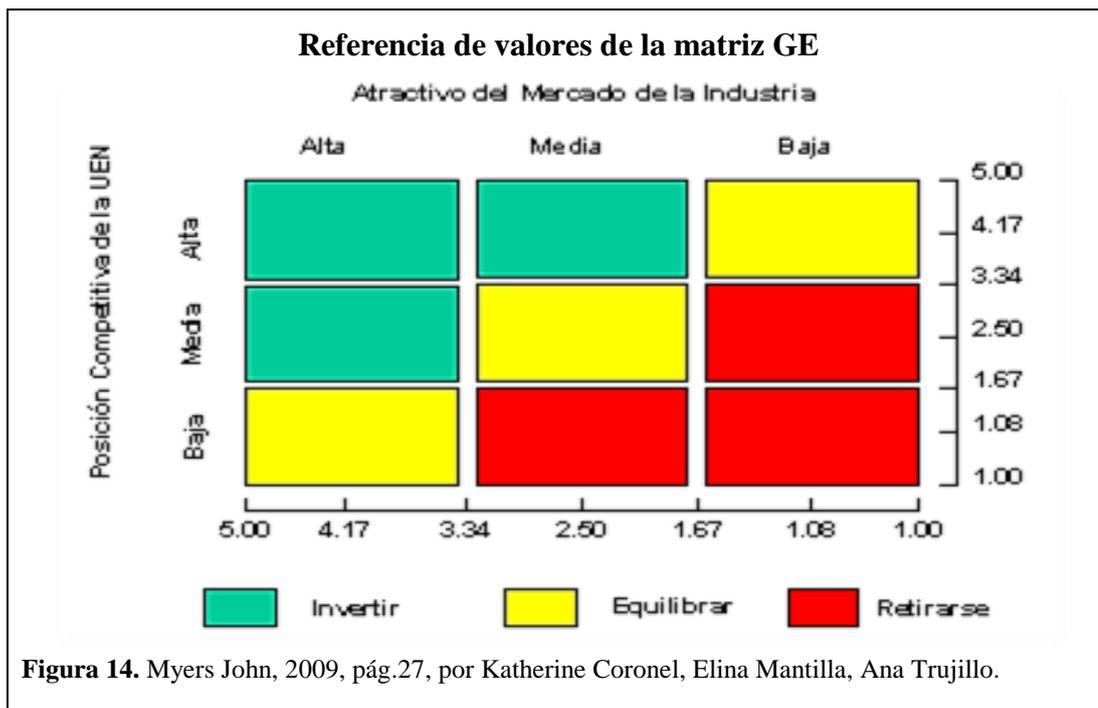
**Tabla 7. Posición competitiva**

<b>Factores</b>	<b>Peso</b>	<b>Calificación</b>	<b>Valor</b>
Capacidad financiera	0.15		
Capacidad de comercialización	0.15		
Talento humano	0.15		
Cultura organizacional	0.15		
Capacidad de los procesos internos	0.15		
TIC's	0.15		
Experiencia en el mercado	0.10		
<b>Total</b>	<b>1.00</b>		

**Nota:** Myers John, por Katherine Coronel, Elina Mantilla, Ana Trujillo, 2009

Para el análisis e interpretación de resultados, y desarrollar el análisis sobre la capacidad competitiva del sector PYMES de la construcción de la ciudad de Quito, se han utilizado técnicas estadísticas para tratamiento de datos y tabulación de encuestas, y a partir de los resultados se valoró y caracterizó los factores determinantes del éxito y fracaso del sector.

“La ubicación de las PYMES sobre la matriz GE, determina si tiene capacidad de emisión o no; y se basó en los valores estándares establecidos en el diseño de esta herramienta” (Prime, 2012, pág. 135).



### 3.4 Población

Conforme los datos de la Superintendencia de Compañías, en el sector construcción de la ciudad de Quito operan 1389 empresas.

**Tabla 8. Empresas de la construcción en Quito**

CONSTRUCCIÓN DE EDIFICIOS	671
OBRAS DE INGENIERÍA CIVIL	448
ACTIVIDADES ESPECIALIZADAS DE LA CONSTRUCCIÓN	270
<b>TOTAL</b>	<b>1389</b>

**Nota:** Superintendencia de Compañías, Subsectores económicos del sector construcción, por Katherine Coronel, Elina Mantilla, Ana Trujillo.

Considerando la caracterización de lo que es las PYMES se determina que la población motivo de estudio está constituida por 82 elementos, como se detalla a continuación.

**Tabla 9. Población motivo de estudio**

<b>CLASIFICACION DE LAS EMPRESAS CONSTRUCTORAS DE QUITO</b>	
MICROEMPRESAS	1289
<b>PEQUEÑAS EMPRESAS</b>	<b>68</b>
<b>MEDIANAS EMPRESAS</b>	<b>14</b>
GRANDES	18
TOTAL	1389

**Nota:** Superintendencia de Compañías, Subsectores económicos del sector construcción, por Katherine Coronel, Elina Mantilla, Ana Trujillo.

### 3.5 Tipo de muestreo

Para la aplicación de las herramienta de recolección de datos, se ha empleado muestreo por selección intencionada, pues se ha elegido por métodos no aleatorios de una muestra cuyas características se busca sean similares a las de la población objetivo.

“En este tipo de muestreo la representatividad la determina el investigador de modo subjetivo sin cuantificarla” (Casal, 2009, págs. 34 - 35); este método se ha aplicado por cuanto la mayoría de los elementos poblacionales tiene características comunes, y se requirió de la colaboración de los elementos a ser investigados, ya que es la única opción para que el estudio fuese viable.

La técnica utilizada para la aplicación de las herramientas diseñadas para la recolección de datos fue la encuesta guiada, en la cual el investigador lee las preguntas del cuestionario a la persona que la empresa se designó para la entrevista, y anotó los resultados en el formato diseñado.

Esta técnica fue muy útil para romper el hielo con empresas que presentan mayor resistencia a colaborar con el estudio.

### 3.6 Determinación de la muestra

“La fórmula seleccionada para calcular el tamaño de la muestra es la de la población finita” (Casal, 2009, pág. 43).

$$n = \frac{N\sigma^2Z^2}{(N - 1)e^2 + \sigma^2Z^2}$$

En donde:

$N$  = tamaño de la población = 82

$Z = 1,96$  al cuadrado (corresponde al 95% de seguridad)

$\sigma^2$  = Desviación estándar =  $p \cdot q$

$p$  = Posibilidad que las empresas titularicen

$q$  = Posibilidad que las empresas no titularicen

$e$  = error muestra (asumida en la investigación = 5%)

$p$  y  $q$  son parámetros que muestran el nivel de heterogeneidad de la población; para establecer estos valores se desarrolló una prueba piloto, que fue aplicada a seis empresas PYMES de la construcción: Vallejo & Vallejo Asociados, Ing. Samuel Ayala, Ática Constructores, Prisma CIA. LTDA., Arq. Bolívar León y Asociados, Proinmobiliaria S.A.

La prueba piloto estuvo constituida por dos preguntas:

Nombre:

1) ¿Qué alternativas de financiamiento le interesa aplicar en su empresa?

Reinversión

Créditos bancarios,

Financiamiento público

Anticipos de clientes

Mercados de valores

2) ¿Está usted interesado en aplicar al mercado de valores como alternativa de financiamiento?

Sí

No

Los resultados de prueba piloto fueron:

**Tabla 10. Resultados de la prueba piloto**

Pregunta	Opciones	Wi	f	f%	Wi*f	p	q
1	Mercado de valores	0,5	4	0,6667	0,3333	0,3333	
	Otros	0,5	2	0,3333	0,1667		0,1667
1	SÍ	0,5	5	0,8333	0,4167	0,4167	
	NO	0,5	1	0,1667	0,0833		0,0833
					1,0000	<b>0,7500</b>	<b>0,2500</b>

**Nota:** Estudio aplicado, por Katherine Coronel, Elina Mantilla, Ana Trujillo.

$$\sigma^2 = 0,1875$$

$$n = \frac{82 * 0,1875 * 1,96^2}{(82 - 1)0,05^2 + 0,1875 * 1,96^2}$$

$$n = 64$$

Se determinó el tamaño de la muestra para esta investigación es de 64 elementos.

### 3.7 Diseño de la encuesta

El diseño de la ficha de encuesta para realizar el acopio de información es el siguiente:

**Tabla 11. Resultados de la prueba piloto**

Datos generales			
Nombre de la empresa			
Persona de contacto			
Teléfono			
Ubicación			
Constitución y estructura societaria	S.A.	Cia. Ltda.	Otra
Experiencia en el Mercado	Alta	Media	Baja
Apreciación de la competitividad del sector	Alta	Media	Baja
<b>Cultura organizacional</b>	SÍ	PARCIAL	NO
Elementos de cultura organizacional (Misión, Visión, Principios y Valores)			

Estructura organizacional formal			
Manual de funciones / orgánico funcional			
Direccionamiento estratégico			
<b>Recurso humano.</b>	SÍ	PARCIAL	NO
Programa de selección del personal			
Programa de desarrollo del personal			
Programa de capacitación del personal			
Número de personas empleadas			
Profesionales			
Técnicos			
No profesionales			
<b>Resultados financieros y comerciales</b>	Valor	Apreciación del logro*	Para calificar la apreciación*
Ingresos anuales promedio (Dólares)			Bueno
Crecimiento de ingresos anuales (%)			Muy bueno
Número de clientes			Regular
Crecimiento de clientes anuales (%)			Malo
<b>Gestión financiera</b>	SÍ	PARCIAL	NO
Gestión financiera contable formal			
Objetivos, políticas y estrategias financieras			
Sistema automatizado contable			
Control financiero			
<b>TIC's</b>	SÍ	PARCIAL	NO
Sistemas de gestión técnica			
Equipos de computación necesarios			
Red para interconexión			
Página Web			
Internet para todo el personal			
<b>Procesos internos</b>	SÍ	PARCIAL	NO
Existen procesos formalmente definidos			
Manual de procesos			
Control de calidad de los procesos			
Control de eficiencia de los procesos			
Control de costos por procesos			
Integración y coordinación entre procesos			

**Nota:** Estudio aplicado, por Katherine Coronel, Elina Mantilla, Ana Trujillo.

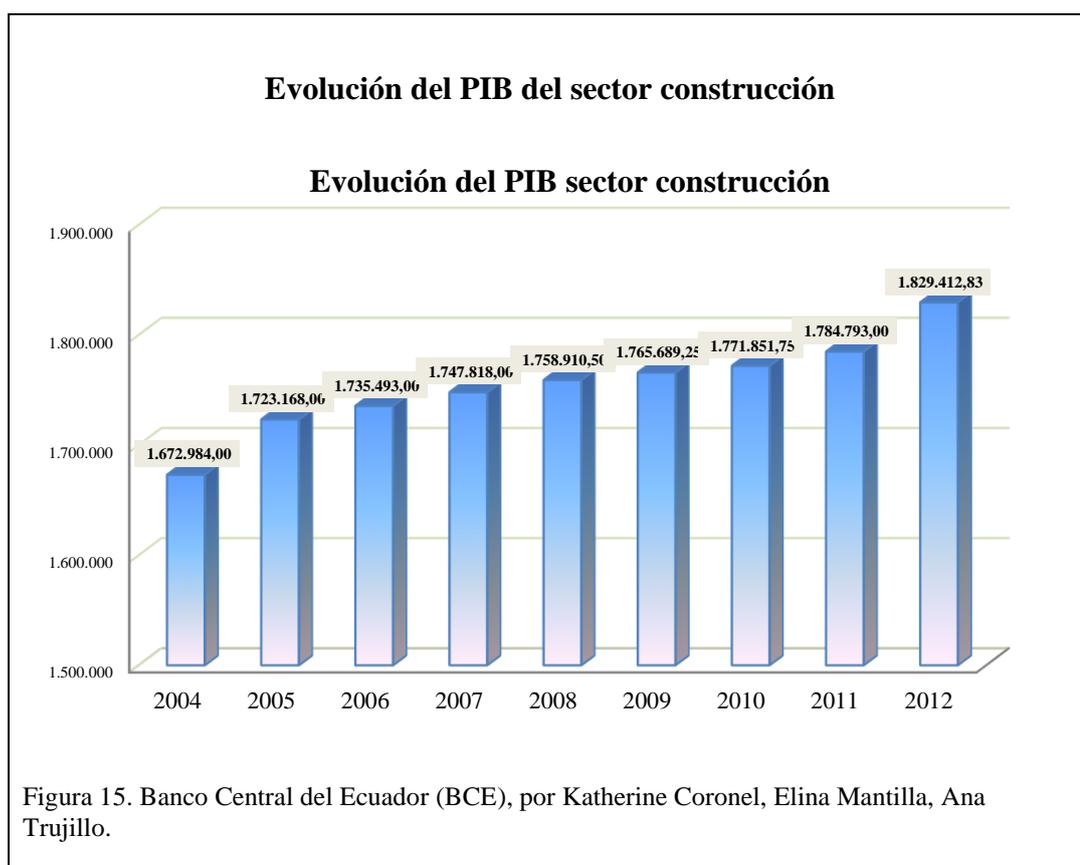
### 3.8 Resultados

Los resultados sistematizados conformes las dos dimensiones que observa la Matriz General Electric, herramienta utilizada para desarrollar este estudio son:

### 3.8.1 Estudio del atractivo del mercado

La valoración otorgada a los diversos factores que componen el atractivo del mercado se justifica en la siguiente información.

- La estabilidad económica generada por la dolarización, potenció la inversión en el sector construcción; la desconfianza en el sistema financiero, y remesas de los migrantes canalizadas a la adquisición de vivienda, impulsaron las inversiones inmobiliarias y demanda por vivienda; a consecuencia de lo anterior el PIB del sector construcción ha crecido constantemente entre los años 2004 y 2012, mostrando un incremento real del 9,35%; el 2012 el sector de la construcción aportó el 9,5% del PIB nacional (Por sí sola la actividad de la construcción representa el 8% del PIB, y las industrias auxiliares 1,5% del PIB aproximadamente).



- El nivel interno de competencia del sector es alto, según se determina del estudio aplicado, que muestra que el 76,56% de los actores del segmento

consideran que existe alta competitividad, y el 23,44% media. Esto genera que su atractivo disminuya pues genera barreras para el posicionamiento de nuevas empresas que quieran acceder a éste.

**Tabla 12. Valoración del Atractivo del Mercado**

Apreciación de la competitividad del sector				
CONCEPTO	Alta	Media	Baja	TOTAL
fi	49	15	-	64
%fi	76,56%	23,44%	0,00%	100,00%

**Nota:** Estudio aplicado, por Katherine Coronel, Elina Mantilla, Ana Trujillo.

El MIPRO en el análisis de coyuntura industrial del año 2012 (Ministerio de Industrias y Productividad, Ministerio de Industrias y Productividad, 2012), señala que la rentabilidad neta promedio del sector construcción el año 2012 fue de 24%; valor que es muy superior a la tasa promedio pasiva más la inflación anual, que suman 12% aproximadamente.

Es decir que, se dinamizó la oferta de créditos hipotecarios, el Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (BIESS) desde el 2008 hasta el 2012, entregó créditos hipotecarios por cerca de 3.200 millones de dólares (BIESS, 2013).

En agosto del 2008 se creó el Sistema Nacional de Contratación Pública que regular los procedimientos de contratación para ejecución de obras y prestación de servicios entre otros campos y aspectos; entre los objetivos de este sistema están entre otros: garantizar la transparencia en la contratación pública, convertirla en un elemento dinamizador de la producción nacional, y promover la participación de PYMES con ofertas competitivas.

Según lo determina la Secretaría Nacional de Planificación y Desarrollo (SENPLADES, 2013) el déficit de vivienda es de 750 mil unidades.

El Estado ha impulsado el crecimiento del sector mediante varios proyectos de infraestructura, incrementado el volumen de créditos, y mediante bonos de vivienda gestionados por el Ministerio de la Vivienda (MIDUVI) que a partir de enero del 2013 según lo manifestó el presidente de la República, Rafael Correa, durante su enlace 238, se incrementa de \$5 000 a \$6000.

Para estructurar la Tabla 12 de valoración de atractivo del mercado, el peso se estableció conforme criterio personal de la importancia del factor considerado, debiendo ser la suma total igual a 1; la calificación puede variar entre 1 y 5, correspondiendo 1 a un factor de poco impacto y 5 a uno de muy alto impacto; si el impacto es negativo como en el caso de la competencia, la calificación del impacto es inversa.

**Tabla 13. Valoración del atractivo del mercado**

Factores	Peso	Calificación	Valor
Crecimiento del mercado	0.15	4	0,60
Competencia	0.15	1	0,15
Rentabilidad	0.15	4	0,60
Tamaño del mercado	0.15	4	0,60
Accesibilidad a contratos públicos	0.15	4	0,60
Políticas de apoyo al sector	0.15	5	0,75
Accesibilidad de los clientes al crédito	0.10	4	0,40
Total	1.00		3,60

**Nota:** Myers John, por Katherine Coronel, Elina Mantilla, Ana Trujillo, 2009.

Puesto que la valoración que alcanza el atractivo del mercado del sector construcción es 3,60 se caracteriza como alto, en base a la escala definida por la Matriz GE herramienta utilizada en esta investigación.

### 3.8.2 Estudio de la posición competitiva

La valoración otorgada a los diversos factores que componen la posición competitiva se justifica mediante los resultados del estudio aplicado.

#### a) Información general

**Tabla 14. Constitución y estructura societaria**

CONCEPTO	S.A.	Cia. Ltda.	Otra	TOTAL
fi	28	36	-	64
%fi	43,75%	56,25%	0,00%	100,00%

**Nota:** Estudio aplicado, por Katherine Coronel, Elina Mantilla, Ana Trujillo.

El 56,25% de las PYMES del sector construcción que operan en la ciudad de Quito están constituidas como sociedades anónimas y el 43,75% como compañías de

responsabilidad limitada. Las sociedades anónimas disponen de una mayor variedad de posibles fuentes fiduciarias para financiar sus operaciones.

b) Capacidad financiera

La capacidad financiera del sector constructor PYMES se ha establecido mediante indicadores referentes a la gestión financiera y la caracterización del logro en el nivel de ingresos.

**Tabla 15. Capacidad financiera**

<b>Gestión financiera</b>	<b>SI</b>	<b>PARCIAL</b>	<b>NO</b>	<b>TOTAL</b>
Gestión financiera contable formal	19	45	-	64
Objetivos, políticas y estrategias financieras	20	41	3	64
Sistema automatizado contable	28	36	-	64
Control financiero	11	50	3	64
<b>Gestión financiera</b>	<b>SI</b>	<b>PARCIAL</b>	<b>NO</b>	<b>TOTAL</b>
Gestión financiera contable formal	29,69%	70,31%	0,00%	100,00%
Objetivos, políticas y estrategias financieras	31,25%	64,06%	4,69%	100,00%
Sistema automatizado contable	43,75%	56,25%	0,00%	100,00%
Control financiero	17,19%	78,13%	4,69%	100,00%

**Nota:** Estudio aplicado, por Katherine Coronel, Elina Mantilla, Ana Trujillo.

- ✓ El 26,69% de las empresas estudiadas dispone de un modelo de gestión financiera contable formal, y 70,31% dispone de él en forma parcial.
- ✓ El 31,25% de las PYMES ha fijado objetivos, políticas y estrategias como guía de toda la gestión financiera; 64,04% lo ha hecho en forma parcial; y 4,09% no lo ha hecho.
- ✓ El 43,75% de las empresas ha implementado un sistema automatizado de gestión financiera contable, y 56,25% lo ha hecho en forma parcial.
- ✓ El 37,77% dispone de información financiera contable amplia y suficiente para apoyar la toma de decisiones; el 60,94% dispone en forma parcial; y el 1,29% no posee información.
- ✓ El 17,19% controla el nivel de logro de los objetivos establecidos; 78,13% lo hace en forma parcial; y el 4,69% no desarrolla ningún tipo de control financiero.

- ✓ En promedio los resultados positivos alcanzan 30,47%, el logro parcial es de 67,19%, y los negativos de 2,34%.

Análisis: Los resultados muestran que en las constructoras PYMES de Quito se desarrolla una gestión financiera poco técnica, por lo que hay déficit de información para la toma de decisiones, con carencia de sistemas de control interno eficientes, por lo que existen riesgos inminentes de afectación patrimonial significativos.

Respecto a la caracterización en el logro de los ingresos, el 3,13% de las constructoras PYMES de Quito lo consideran muy bueno, 20,31% bueno; 67,19% regular, y 9,38% malo. El logro financiero en las constructoras PYMES de Quito es regular.

**Tabla 16. Caracterización del logro financiero**

CONCEPTO	fi	%fi
Muy bueno	2	3,13%
Bueno	13	20,31%
Regular	43	67,19%
Malo	6	9,38%
TOTAL	64	100,00%

**Nota:** Estudio aplicado, por Katherine Coronel, Elina Mantilla, Ana Trujillo.

**Análisis:** en base a los resultados, y aplicando el mismo criterio expuesto para calificar el atractivo del mercado, se ha calificado a la capacidad financiera de la constructoras PYMES de Quito con 2.

#### c) Capacidad de comercialización

La capacidad comercial del sector constructor PYMES de Quito se ha determinado mediante indicadores referentes al incremento de ventas y clientes, y la caracterización del logro referente a clientes.

Los ingresos se muestran por tamaño de empresa, determinado en base al número de personas empleadas, es importante señalar que en las PYMES del sector se identifican únicamente hasta 150 empleados, número que es inferior a 199 que es máximo que establece la Superintendencia de Compañías.

**Tabla 17. Incremento de ingresos brutos y penetración del sector  
(Empresas segmentadas por número de clientes)**

CLASE	10 a 30	31 a 50	51 a 70	71 a 90	91 a 110	111 a 130	131 a 150	TOTAL
MARCA DE CLASE	20	40	60	80	100	120	140	
Frecuencia	8	14	33	5	2	1	1	64
% Frecuencia	12,50%	21,88%	51,56%	7,81%	3,13%	1,56%	1,56%	100,00%

CONCEPTO	10 a 30	31 a 50	51 a 70	71 a 90	91 a 110	111 a 130	131 a 150	TOTAL
Ingresos	950.000,00	2.800.000,00	3.700.000,00	4.000.000,00	4.300.000,00	4.500.000,00	5.000.000,00	
Ponderado	118.750,00	612.500,00	1.907.812,50	312.500,00	134.375,00	70.312,50	78.125,00	3.234.375,00

CONCEPTO	10 a 30	31 a 50	51 a 70	71 a 90	91 a 110	111 a 130	131 a 150	TOTAL
% Crecimiento	8,00%	9,00%	8,00%	8,00%	10,00%	10,00%	10,00%	
Ponderado	1,00%	1,97%	4,13%	0,63%	0,31%	0,16%	0,16%	8,34%

CONCEPTO	10 a 30	31 a 50	51 a 70	71 a 90	91 a 110	111 a 130	131 a 150	TOTAL
Clientes	75,00	90,00	100,00	110,00	115,00	120,00	125,00	
Ponderado	9,38	19,69	51,56	8,59	3,59	1,88	1,95	96,64

CONCEPTO	10 a 30	31 a 50	51 a 70	71 a 90	91 a 110	111 a 130	131 a 150	TOTAL
% Crecimiento	12,00%	10,00%	12,00%	12,00%	12,00%	10,00%	10,00%	
Ponderado	1,50%	2,19%	6,19%	0,94%	0,38%	0,16%	0,16%	11,50%

**Nota:** Estudio aplicado, por Katherine Coronel, Elina Mantilla, Ana Trujillo.

Al describir el nivel de ingreso en función del tamaño de las empresas se observa que aquellas con entre 10 y 30 personas tienen ingresos promedio de 950.000 dólares; de entre 31 y 50 personas de 2.800.000 dólares; de entre 51 y 70 de 3.700.000 dólares; el ingreso sigue creciendo conforme el tamaño de empresa y se observa que en aquellas de entre 131 y 150 personas es de 5.000.000 de dólares.

Al ponderar el porcentaje de frecuencia observada de cada tamaño de empresa por el ingreso promedio de cada grupo, se obtiene que en promedio las constructoras PYMES de Quito tienen un ingreso anual de 3.234.375,00 dólares.

En cuanto al incremento porcentual de los ingresos, igualmente explicado en función del tamaño de las empresas, se observa que el promedio ponderado es de 8,34%.

Análisis: El año 2012 el incremento neto del PIB de la construcción fue del 10% aproximadamente (Agencia Municipal de Desarrollo, 2013), mientras que en las empresas del sector el valor neto una vez descontada la inflación es inferior al 5%.

Al ponderar el porcentaje de frecuencia observada de cada tamaño de empresa por el número de clientes, se determina que las pequeñas empresas PYMES constructoras de Quito tuvieron en promedio 96,64 clientes; aplicando el mismo procedimiento para el incremento porcentual de clientes observado, se determina que el mismo fue de 11,50%

El año 2012 el incremento neto del PIB de la construcción fue del 10% aproximadamente (Agencia Municipal de Desarrollo, 2013), por lo que el incremento en la penetración del sector fue superior.

**Tabla 18. Caracterización de la penetración del sector**

CONCEPTO	fi	%fi	PONDERADO
Muy bueno	1	1,56%	0,06
Bueno	15	23,44%	0,70
Regular	45	70,31%	1,41
Malo	3	4,69%	0,05
TOTAL	64	100,00%	2,22

**Nota:** Estudio aplicado, por Katherine Coronel, Elina Mantilla, Ana Trujillo.

Respecto a la caracterización en el logro comercial, el 1,56% de las constructoras PYMES de Quito lo consideran muy bueno, 23,44% bueno; 70,31% regular, y 4,69% malo. El logro comercial en las constructoras PYMES de Quito es regular.

Análisis: En base a los resultados referentes a la gestión comercial, aplicando el mismo criterio expuesto para calificar el atractivo del mercado, esta se ha calificado con 2.

d) Talento humano

La calificación del talento humano del sector constructor PYMES de Quito se ha determinado mediante indicadores referentes a la composición del personal, y la gestión del recurso humano. Para describir las constructoras PYMES en función del número de personas que trabajan en ellas, se agruparon uniformemente observándose:

**Tabla 19. Composición porcentual del recurso humano**

CONCEPTO	10 a 30	31 a 50	51 a 70	71 a 90	91 a 110	111 a 130	131 a 150	TOTAL
Frecuencia	8	14	33	5	2	1	1	64
% Frecuencia	12,50 %	21,88%	51,56%	7,81%	3,13%	1,56%	1,56%	100,00%
Ponderado	2,50	8,75	30,94	6,25	3,13	1,88	2,19	55,63

CONCEPTO	10 a 30	31 a 50	51 a 70	71 a 90	91 a 110	111 a 130	131 a 150	PROMEDIO
No profesionales	16	35	53	72	89	109	128	
Profesionales	2	2	3	3	4	4	4	
Técnicos	2	3	4	5	7	7	8	
% No profesionales	80,00 %	87,50%	88,33%	90,00%	89,00%	90,83%	91,43%	
% Profesionales	10,00 %	5,00%	5,00%	3,75%	4,00%	3,33%	2,86%	
% Técnicos	10,00 %	7,50%	6,67%	6,25%	7,00%	5,83%	5,71%	
% No profesionales	10,00 %	19,14%	45,55%	7,03%	2,78%	1,42%	1,43%	87,35%
% Profesionales	1,25%	1,09%	2,58%	0,29%	0,13%	0,05%	0,04%	5,44%
% Técnicos	1,25%	1,64%	3,44%	0,49%	0,22%	0,09%	0,09%	7,22%

**Nota:** Estudio aplicado, por Katherine Coronel, Elina Mantilla, Ana Trujillo.

El 12,50% de ellas tiene entre 10 y 30 personas; 21,88% entre 31 y 50; 51,56% entre 51 y 70; 7,81% entre 71 y 90; y las otras clases en conjunto aportan 6,25%. Al ponderar el porcentaje de frecuencia observada por la marca de clase, se obtuvo que las constructoras PYMES de Quito están compuestas por 55,63 personas en promedio.

Es lo referente al personal que las componen, se observa en las empresas compuestas por entre 10 y 30 personas hay 80,00% de personal no profesional, 10% de profesional y 10% de técnico; y que esta composición varía hasta ser 91,43% de personal no profesional, 2,86% de profesional y 5,71% de técnico; es decir que se tiene una mayor participación de personal técnico y profesional en las empresas de menor tamaño, y una menor en las empresas de mayor tamaño. Al ponderar el porcentaje de frecuencia observada de cada tamaño de empresa por el porcentaje de personal no profesional, profesional y técnico, se obtiene que en promedio en las constructoras PYMES 87,35% del personal es no profesional, 5,44% profesional, y 7,22% técnico.

El tamaño de las empresas y su composición, responde perfectamente a que el sector construcción es un demandante intensivo de mano de obra operativa principalmente.

**Tabla 20. Gestión del recurso humano**

<b>Recurso humano</b>	<b>SI</b>	<b>PARCIAL</b>	<b>NO</b>	<b>TOTAL</b>
Programa de selección del personal	28	35	1	64
Programa de desarrollo del personal	17	36	11	64
Programa de capacitación del personal	11	49	4	64

<b>Recurso humano</b>	<b>SI</b>	<b>PARCIAL</b>	<b>NO</b>	<b>TOTAL</b>
Programa de selección del personal	43,75%	54,69%	1,56%	100,00%
Programa de desarrollo del personal	26,56%	56,25%	17,19%	100,00%
Programa de capacitación del personal	17,19%	76,56%	6,25%	100,00%
<b>PROMEDIO</b>	<b>29,17%</b>	<b>62,50%</b>	<b>8,33%</b>	<b>100,00%</b>

**Nota:** Estudio aplicado, por Katherine Coronel, Elina Mantilla, Ana Trujillo.

- ✓ El 43,75% de las empresas estudiadas dispone de un programa para la selección del personal, 54,69% dispone de él en forma parcial, y 1,56% no dispone.
- ✓ El 26,56% de las PYMES tiene un programa de desarrollo del personal; 56,25% tiene en forma parcial; y 17,19% no tiene.

- ✓ El 43,75% de las empresas tiene programa de capacitación para el personal; 76,56 lo tiene en forma parcial, y 6,25% no lo tiene.
- ✓ En promedio los resultados positivos alcanzan 29,17%, el logro parcial es de 62,50%, y los negativos 8,33%.

Análisis: Los resultados muestran que si bien en las constructoras PYMES de Quito mayoritariamente el recurso humano que se emplea es operativo, es necesario garantizar la idoneidad de todo el personal, desarrollarlo y capacitarlo pues este es el gestor de los bienes que genera la industria. En base a los resultados obtenidos se ha calificado la gestión del talento humano con 2.

e) Cultura organizacional

La calificación de la cultura organizacional del sector constructor PYMES de Quito se ha determinado mediante indicadores referentes a los elementos que la conforman.

**Tabla 21. Cultura organizacional**

<b>Cultura organizacional</b>	<b>SI</b>	<b>PARCIAL</b>	<b>NO</b>	<b>TOTAL</b>
Elementos de cultura organizacional	19	44	1	64
Estructura organizacional formal	41	23	-	64
Manual de funciones / orgánico funcional	11	28	25	64
Direccionamiento estratégico	11	49	4	64

<b>Cultura organizacional</b>	<b>SI</b>	<b>PARCIAL</b>	<b>NO</b>	<b>TOTAL</b>
Elementos de cultura organizacional	29,69%	68,75%	1,56%	100,00%
Estructura organizacional formal	64,06%	35,94%	0,00%	100,00%
Manual de funciones / orgánico funcional	17,19%	43,75%	39,06%	100,00%
Direccionamiento estratégico	17,19%	76,56%	6,25%	100,00%
<b>PROMEDIO</b>	<b>32,03%</b>	<b>56,25%</b>	<b>11,72%</b>	<b>100,00%</b>

**Nota:** Estudio aplicado, por Katherine Coronel, Elina Mantilla, Ana Trujillo.

- ✓ El 26,69% de las empresas estudiadas dispone de elementos de cultura organizacional, 68,75% dispone en forma parcial, y 1,56% no dispone.
- ✓ El 64,06% de las PYMES ha definido una estructura organizacional formal; 35,94% no lo ha hecho.
- ✓ El 17,19% de las empresas ha definido un manual de funciones o un orgánico funcional; 43,75% lo ha hecho en forma parcial, y 39,06% no lo ha hecho.

- ✓ El 17,19% tiene direccionamiento estratégico; el 76,56% tiene en forma parcial; y el 6,25% no tiene.
- ✓ En promedio los resultados positivos alcanzan 32,03%, el logro parcial es de 56,25%, y los negativos de 11,72%.

Análisis: Los resultados muestran que las constructoras PYMES de Quito existe parcialmente una cultura organizacional claramente definida, que conforma la guía de su gestión integral, por lo que se le ha asignado una valoración de 3.

f) Capacidad de procesos internos

La calificación de la capacidad de procesos internos del sector constructor PYMES de Quito se ha determinado mediante indicadores referentes a características que éstos deben cumplir para asegurar su eficiencia.

**Tabla 22. Procesos internos**

Procesos internos	SI	PARCIAL	NO	TOTAL
Existen procesos formalmente definidos	35	27	2	64
Manual de procesos	19	43	2	64
Control de calidad de los procesos	29	33	2	64
Control de eficiencia de los procesos	17	45	2	64
Control de costos por procesos	25	37	2	64
Integración y coordinación entre procesos	23	39	2	64

Procesos internos	SI	PARCIAL	NO	TOTAL
Existen procesos formalmente definidos	54,69%	42,19%	3,13%	100,00%
Manual de procesos	29,69%	67,19%	3,13%	100,00%
Control de calidad de los procesos	45,31%	51,56%	3,13%	100,00%
Control de eficiencia de los procesos	26,56%	70,31%	3,13%	100,00%
Control de costos por procesos	39,06%	57,81%	3,13%	100,00%
Integración y coordinación entre procesos	35,94%	60,94%	3,13%	100,00%
<b>PROMEDIO</b>	<b>35,31%</b>	<b>61,56%</b>	<b>3,13%</b>	<b>100,00%</b>

**Nota:** Estudio aplicado, por Katherine Coronel, Elina Mantilla, Ana Trujillo.

- ✓ En el 54,69% de las empresas estudiadas “SI” existen procesos formalmente definidos, en 42,19% lo están en forma parcial, y en 3,13% no existen.
- ✓ En el 29,69% de las empresas si existe un manual de procesos que los estandariza, en 67,19% existe en forma parcial, y en 3,13% no existe.
- ✓ En el 45,31% de las PYMES controla la calidad de los procesos que realiza; 51,56% lo hace parcialmente, y 3,13% no lo hace.
- ✓ En el 26,56% de las PYMES controla la eficiencia de sus procesos; 70,31% lo hace parcialmente, y 3,13% no lo hace.
- ✓ En el 39,06% de las empresas PYMES controla los costos de sus procesos; 57,81% lo hace parcialmente, y 3,13% no lo hace.
- ✓ En el 35,94% de las empresas estudiadas existe coordinación e integración entre los procesos, en el 60,94% es parcial, y en 3,13% no se produce.
- ✓ En promedio los resultados positivos alcanzan 35,31%, el logro parcial es de 61,56%, y los negativos de 3,13%.

Análisis: Los resultados muestran que las constructoras PYMES de Quito la gestión de procesos es medianamente estandarizada, no existen suficientes controles para detectar problemas oportunamente y corregirlos, y se desarrolla parcialmente en forma coordinada e integrada, por lo que se le ha asignado una valoración de 2.

g) Tecnologías de información y comunicación

La calificación de la capacidad de procesos internos del sector constructor PYMES de Quito se ha determinado mediante indicadores referentes a características que éstos deben cumplir para asegurar su eficiencia.

**Tabla 23. TIC´s**

TIC´s	SI	PARCIAL	NO	TOTAL
Sistemas de gestión técnica	49	15	-	64
Equipos de computación necesarios	42	21	1	64
Red para interconexión	49	15	-	64
Página Web	31	-	33	64
Internet para todo el personal	51	11	2	64

TIC's	SI	PARCIAL	NO	TOTAL
Sistemas de gestión técnica	76,56%	23,44%	0,00%	100,00%
Equipos de computación necesarios	65,63%	32,81%	1,56%	100,00%
Red para interconexión	76,56%	23,44%	0,00%	100,00%
Página Web	48,44%	0,00%	51,56%	100,00%
Internet para todo el personal	79,69%	17,19%	3,13%	100,00%
<b>PROMEDIO</b>	<b>69,38%</b>	<b>19,38%</b>	<b>11,25%</b>	<b>100,00%</b>

**Nota:** Estudio aplicado, por Katherine Coronel, Elina Mantilla, Ana Trujillo.

- ✓ El 76,56% de las empresas estudiadas posee sistemas de gestión técnica; y el 23,44% los tiene en forma parcial.
- ✓ El 65,63% de las empresas posee equipos de computación necesarios para su trabajo, el 32,81% en forma parcial, y el 1,56% no los posee.
- ✓ En el 76,56% de las PYMES existe una red que interconecta y permite compartir recursos informáticos; y en el 23,44% existe parcialmente.
- ✓ El 48,44% si posee una página Web y el 51,56% lo la ha desarrollado aún.
- ✓ En el 79,69% de las empresas PYMES el internet está disponible para todo el personal; en el 17,19% para parte del personal, y en el 3,13% no está disponible.
- ✓ En promedio los resultados positivos alcanzan 69,38%, el logro parcial es de 19,38%, y los negativos de 11,28% que se general principalmente por la falta de páginas web, pese a que constituye un canal de comunicación y marketing económico y permanente.

Análisis: Los resultados muestran que las constructoras PYMES de Quito las tecnologías de información y comunicación son elementos bien aprovechados para apalancar su gestión, por lo que se le ha asignado una valoración de 3.

#### h) Experiencia en el mercado

**Tabla 24. Experiencia en el mercado**

CONCEPTO	Alta	Media	Baja	TOTAL
Fi	49	13	2	64
%fi	76,56%	20,31%	3,13%	100,00%

**Nota:** Estudio aplicado, por Katherine Coronel, Elina Mantilla, Ana Trujillo.

- ✓ El 76,56% de las constructoras PYMES de Quito manifiestan tener una experiencia alta en el mercado, el 20,31% media, y el 3,13% baja.

Análisis: El resultado muestra que las constructoras PYMES de Quito tienen una amplia experiencia en el sector, lo que les entrega mayor capacidad de gestión empírica y de permanencia, por lo que a este factor se le ha asignado una valoración de 4.

Aplicando los resultados obtenidos, la valoración que alcanza la posición competitiva del mercado de PYMES del sector construcción en Quito es:

**Tabla 25. Posición Competitiva**

Factores	Peso	Calificación	Valor
Capacidad financiera	0.15	2	0,30
Capacidad de comercialización	0.15	2	0,30
Talento humano	0.15	2	0,30
Cultura organizacional	0.15	3	0,45
Capacidad de los procesos internos	0.15	2	0,30
TIC's	0.15	3	0,45
Experiencia en el mercado	0.10	4	0,60
Total	1.00		2,70

**Nota:** Estudio aplicado, por Katherine Coronel, Elina Mantilla, Ana Trujillo.

Puesto que la valoración que alcanza la posición competitiva del segmento de empresas constructoras PYMES de Quito es 2,70 se caracteriza como medio, en base a la escala definida por la Matriz GE herramienta utilizada en esta investigación.

### 3.8.3 Posición y acción estratégica

Al unir las coordenadas de las dos dimensiones analizadas se tiene que la ubicación del sector PYMES constructor de Quito es:

$$\text{Atractivo del mercado} = X = 3,60$$

$$\text{Posición competitiva} = Y = 2,70$$

### Ubicación GE del sector PYMES constructor de Quito

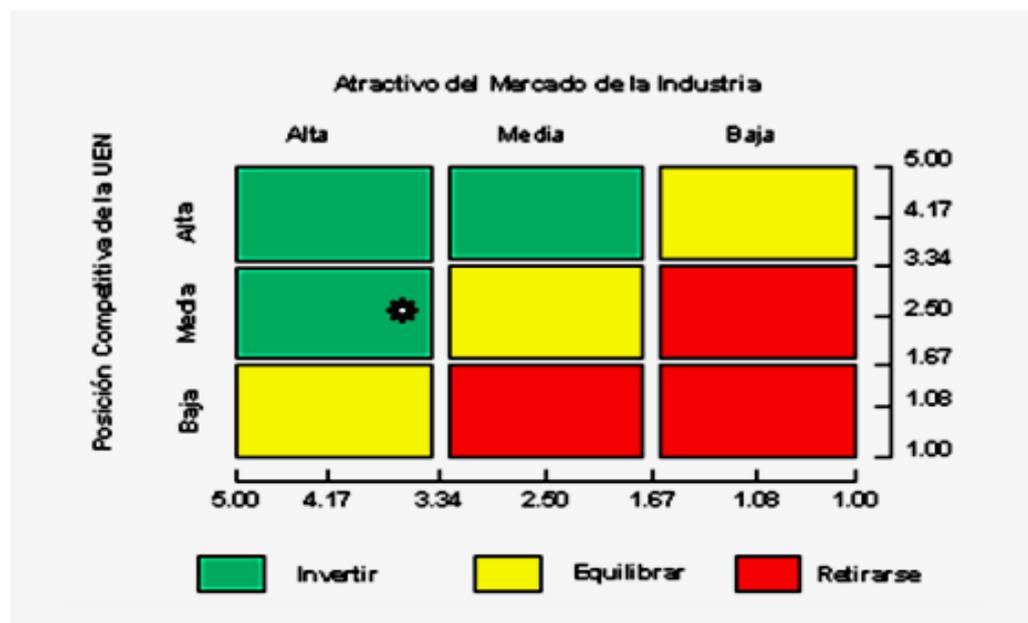


Figura 16. : Estudio aplicado, por Katherine Coronel, Elina Mantilla, Ana Trujillo.

Por la ubicación se determina que el segmento PYMES de la construcción está conformado por empresas mayoritariamente competitivas y con perspectivas de crecimiento, por lo que su estrategia debe ser la inversión.

### 3.9 Categorización

La categorización de las PYMES de la construcción se ha desarrollado en base a los resultados del estudio de la posición competitiva y como herramienta la matriz General Electric (Matriz GE)

#### 3.9.1 Criterios de inclusión y exclusión

El tipo de constitución de las PYMES constructoras no forma parte del criterio de inclusión y exclusión, sin embargo el 56,25% de las PYMES que están constituidas como sociedades anónimas disponen de una mayor variedad de posibles fuentes fiduciarias para financiar sus operaciones, que el 43,75% correspondiente a compañías de responsabilidad limitada.

## Criterio de inclusión y exclusión mediante GE de las PYMES constructoras

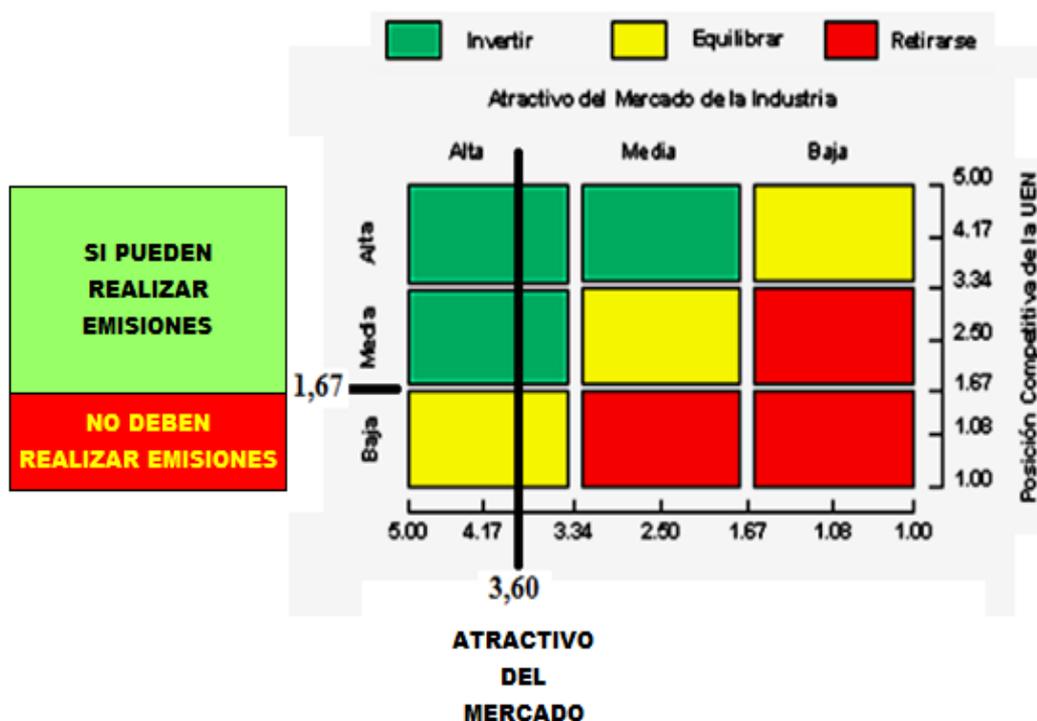


Figura 17. : Estudio aplicado, por Katherine Coronel, Elina Mantilla, Ana Trujillo.

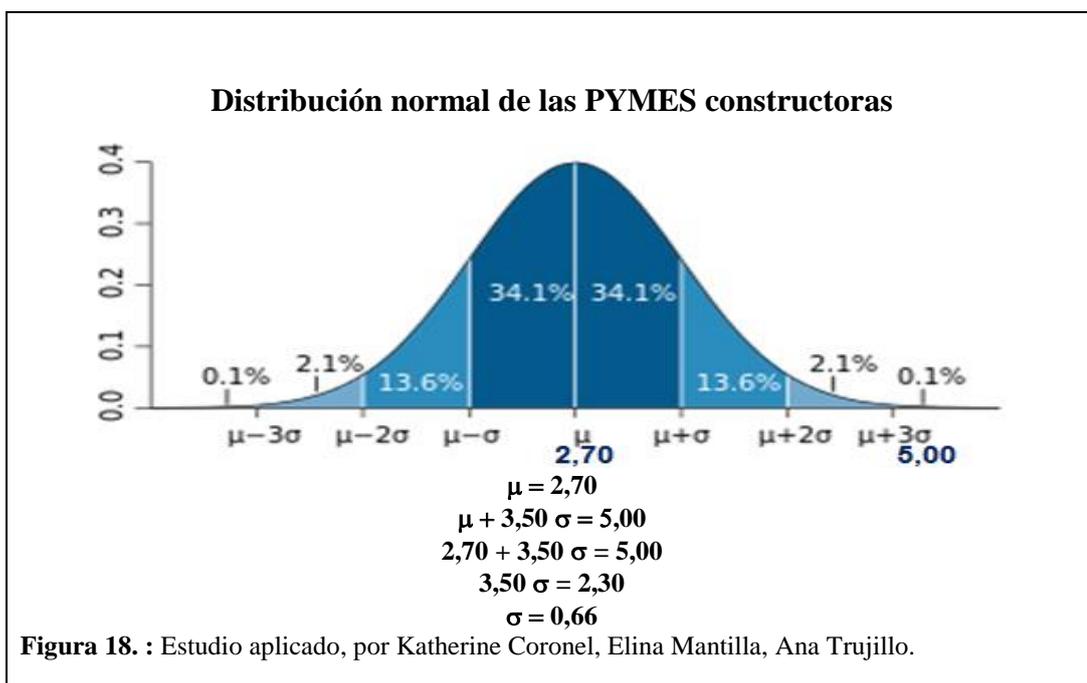
El atractivo del mercado de la industria es alto e igual a 3,60; por esto el criterio de inclusión y exclusión se establece en base al criterio que aplica la matriz general Electric, que manifiesta:

Las PYMES que se ubican en los sectores verdes son competitivas y con perspectivas de crecimiento; aquellas que lo hacen sobre los sectores amarillos poseen regular atractivo general y deben mantener su nivel inversión y mejorar su gestión; aquellas que están en la zona roja son poco competitivas y eficientes, y deben abandonar el mercado. (Prime, 2012, pág. 128).

Análisis: En base a este criterio es posible señalar que aquellas PYMES con capacidad competitiva superior a 1,67 son las que pueden realizar emisiones en la Bolsa de Valores, y que la posición competitiva promedio de las PYMES constructoras de Quito es 2,70.

### 3.9.2 Determinación del valor límite de emisión

Para desarrollarla se ha considerado que las PYMES constructoras de Quito conforman una población normal, y que por tanto se ajusta a una distribución normal. Puesto que la matriz General Electric establece una capacidad competitiva máxima de 4, y conforme el estudio desarrollado se ha determinado que la capacidad competitiva promedio de las PYMES constructoras de Quito es 2,70, la distribución normal tiene los siguientes parámetros:



Ya que aquellas PYMES con capacidad competitiva superior a 1,67 son las que pueden realizar emisiones en la Bolsa de Valores, estandarizando se tiene:

$$Z = \frac{x - \mu}{\sigma}$$

$$Z = \frac{1,67 - 2,70}{0,66}$$

$$Z = (0,68)$$

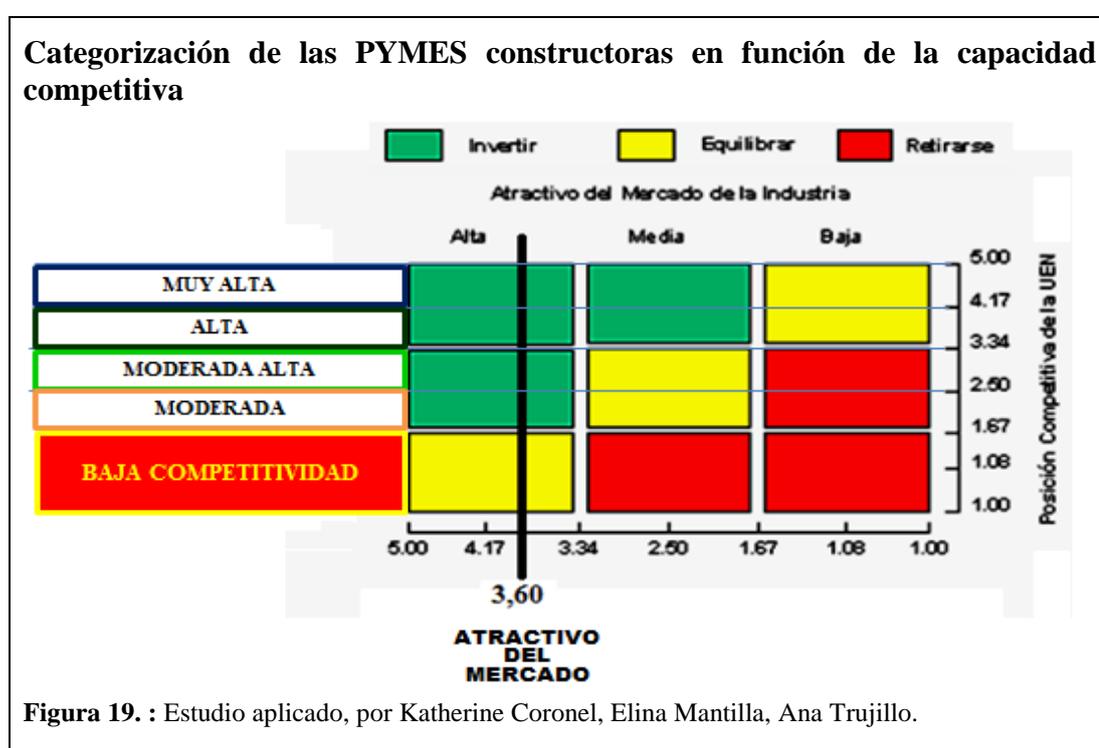
Calculando la probabilidad en la Tabla N° de la Distribución Normal Estándar, se tiene:

$$P(\text{Sí emisión}) = 50\% + P(0,68)$$
$$P(\text{Sí emisión}) = 50\% + 25,17\% = 75,17\%$$

En base a este criterio es posible señalar que aquellas PYMES con capacidad competitiva superior a 1,67 y que por tanto tienen capacidad de emisión, equivalen al 75,17% de todas las PYMES constructoras de Quito, y el 24,83% no dispone de capacidad de emisión.

### 3.9.3 Definición de categorías

Para definir las categorías en las que se encuadran las PYMES de la construcción de Quito, se consideran los valores referenciales que entrega la matriz General Electric, respecto a la posición o capacidad competitiva, determinándose lo siguiente:



Se han definido cinco categorías para encuadrar las PYMES de la construcción de Quito, en función de la capacidad competitiva valorada conforme los parámetros establecidos para la matriz General Electric:

Con capacidad de emisión:

- Muy alta competitividad desde 4,17 y hasta 5,00 de capacidad competitiva.
- Alta competitividad desde 3,34 y hasta menos de 4,17.
- Moderada alta competitividad desde 2,50 y hasta menos de 3,34.
- Moderada competitividad desde 1,67 y hasta menos de 2,50.

Sin capacidad de emisión:

- Baja competitividad menos de 1,67.

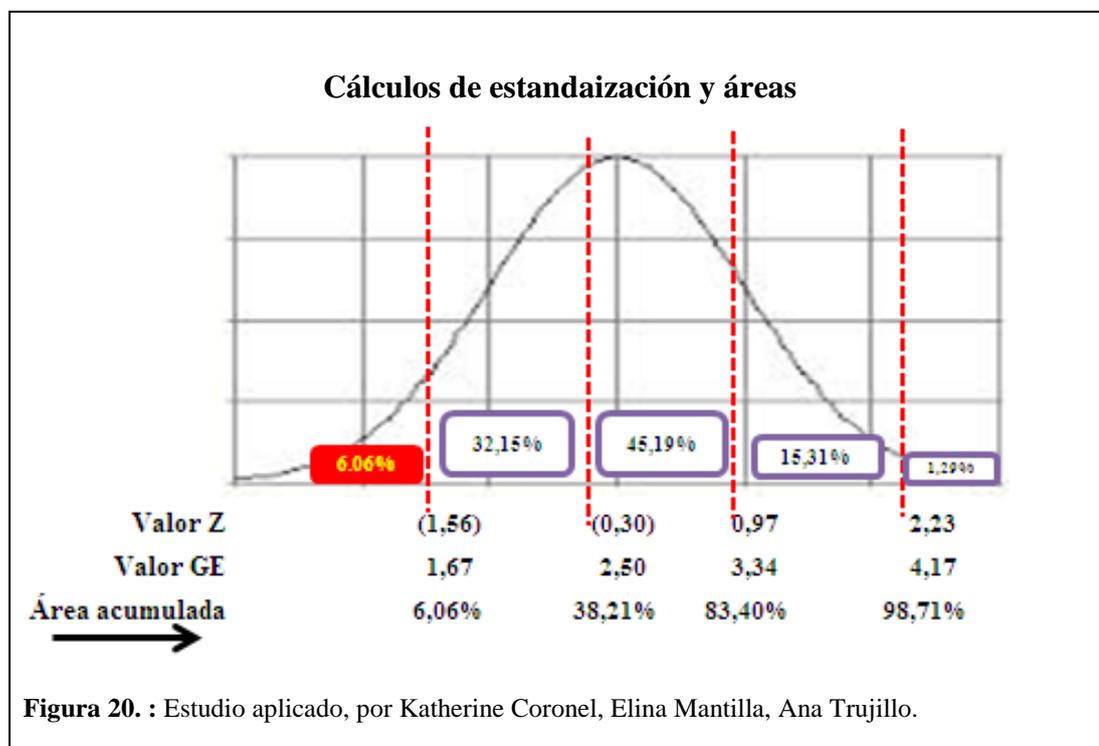
### 3.9.4 Cuantificación de las categorías y caracterización del riesgo

Para establecer el porcentaje de PYMES constructoras que compone cada una de las categorías se han estandarizado los límites de los intervalos definidos, y calculando la probabilidad, mediante la Tabla N° de la Distribución Normal Estándar. Los parámetros de cálculos son:  $\mu = 2,70$  y  $\sigma = 0,66$

**Tabla 26. Cálculos de estandarización y áreas**

Valor referencial	Valor estandarizado (Z)	P(Z) en Tabla N° estandarizada	% entre límites
1,67	(1,56)	24,83%	
2,50	(0,30)	61,79%	36,96%
3,34	0,97	83,40%	21,61%
4,17	2,23	98,71%	15,31%
5,00	3,48	100,00%	1,29%

**Nota:** Estudio aplicado, Tabla N° Z estándar, por Katherine Coronel, Elina Mantilla, Ana Trujillo.



Con lo que el porcentaje de composición de cada una de las categorías es:

**Tabla 27. Categorías, riesgo y composición porcentual**

<b>CAPACIDAD COMPETITIVA</b>	<b>% DE EMPRESAS</b>	<b>RIEGO EN LA EMISIÓN</b>
<b>Muy alta</b>	<b>1,29%</b>	<b>Muy bajo</b>
<b>Alta</b>	<b>15,31%</b>	<b>Bajo</b>
<b>Moderada alta</b>	<b>45,19%</b>	<b>Moderado bajo</b>
<b>Moderada</b>	<b>32,15%</b>	<b>Moderado</b>
<b>Baja</b>	<b>6,06%</b>	<b>Alto (No procede)</b>

**Nota:** Estudio aplicado, por Katherine Coronel, Elina Mantilla, Ana Trujillo.

Mediante este análisis se establece que:

- 1,19% de las PYMES constructoras de Quito tiene una capacidad competitiva muy alta, por lo que el riesgo de emisión es muy bajo.
- 15,31% tiene una capacidad competitiva alta y un riesgo de emisión bajo.
- 45,19% una capacidad competitiva moderada alta y un riesgo de emisión moderado bajo.
- 32,15% una capacidad competitiva moderada y un riesgo de emisión moderado.
- 6,06% una capacidad competitiva baja, y carece de capacidad de emisión.

### 3.9.5 Determinación del mecanismo de financiamiento por categoría

En el siguiente cuadro se resumen los mecanismos de financiamiento por categoría. Se determina que las empresas constituidas como sociedades anónimas, por aspectos legales y de gobierno corporativo, disponen de una mayor variedad de opciones de emisión, y que las mismas son válidas para todas las categorías con capacidad de emisión, variando entre ellas el riesgo, lo que seguramente se reflejará en la denominación que las Calificadoras de Riesgo asignen a los títulos valores emitidos.

**Tabla 28. Posibles mecanismos de financiamiento por categoría**

Capacidad competitiva	Riego en la emisión	Instrumentos Sociedades Anónimas	Instrumentos Compañías Limitadas
<b>Muy alta</b>	<b>Muy bajo</b>	En base al activo: Titularización En base al pasivo: Emisión y oferta pública de deuda; obligaciones a largo plazo, obligaciones convertibles en acciones OCA; obligaciones de corto plazo o papel comercial; pagaré empresarial a través del REVNI. En base al patrimonio: Emisión y oferta pública de acciones.	En base al activo: Titularización En base al pasivo: Emisión y oferta pública de deuda; obligaciones a largo plazo, obligaciones de corto plazo o papel comercial; pagaré empresarial a través del REVNI.
<b>Alta</b>	<b>Bajo</b>	En base al activo: Titularización En base al pasivo: Emisión y oferta pública de deuda; obligaciones a largo plazo, obligaciones convertibles en acciones OCA; obligaciones de corto plazo o papel comercial; pagaré empresarial a través del REVNI. En base al patrimonio: Emisión y oferta pública de acciones.	En base al activo: Titularización En base al pasivo: Emisión y oferta pública de deuda; obligaciones a largo plazo, obligaciones de corto plazo o papel comercial; pagaré empresarial a través del REVNI.
<b>Moderada alta</b>	<b>Moderado bajo</b>	En base al activo: Titularización En base al pasivo: Emisión y oferta pública de deuda; obligaciones a largo plazo, obligaciones convertibles en acciones OCA; obligaciones de corto plazo o papel comercial; pagaré empresarial a través del REVNI. En base al patrimonio: Emisión y oferta pública de acciones.	En base al activo: Titularización En base al pasivo: Emisión y oferta pública de deuda; obligaciones a largo plazo, obligaciones de corto plazo o papel comercial; pagaré empresarial a través del REVNI.
<b>Moderada</b>	<b>Moderado</b>	En base al activo: Titularización En base al pasivo: Emisión y oferta pública de deuda; obligaciones a largo plazo, obligaciones convertibles en acciones OCA; obligaciones de corto plazo o papel comercial; pagaré empresarial a través del REVNI. En base al patrimonio: Emisión y oferta pública de acciones.	En base al activo: Titularización En base al pasivo: Emisión y oferta pública de deuda; obligaciones a largo plazo, obligaciones de corto plazo o papel comercial; pagaré empresarial a través del REVNI.
<b>Baja</b>	<b>Alto</b>	<b>No procede la emisión</b>	<b>No procede la emisión</b>

**Nota:** Estudio aplicado, por Katherine Coronel, Elina Mantilla, Ana Trujillo.

## **CAPÍTULO 4**

### **DISEÑO DE UN MECANISMO DE FINANCIAMIENTO PARA PYMES DE LA CONSTRUCCIÓN**

#### 4.1 Análisis de los mecanismos de financiamiento

Todas las Bolsas de Valores, entre ellas las de Quito y Guayaquil, establecen como factores que condicionan la emisión de acciones, instrumentos de deuda o titularización, el riesgo y la capacidad de emisión de la empresa, pues estos dos factores determinan la calidad de emisión.

“El riesgo es la probabilidad de que se produzcan hechos o actúen factores que dificulten el logro de los objetivos que se ha planteado la empresa; en los proyectos de construcción pueden generarse riesgos por las siguientes causas” (García & Rodríguez, 2011, págs. 11-14).

Es decir, productividad y calidad de trabajo; disponibilidad de materiales, trabajo y equipo; seguridad, materiales defectuosos; inflación; actitud del contratista; insolvencia financiera; cambios en negociaciones; indemnizaciones; eventos naturales y de fuerza mayor; retrasos por terceros; daños a terceros; existen además otros riesgos en cada una de las PYMES constructoras de Quito, ya que cada una dispone de capacidades diferentes.

Sin embargo de los riesgos existentes en el sector PYMES constructor, conforme lo establecido en el capítulo 4, el atractivo del mercado es alto. En el capítulo 5 se ha determinado que 75,17% de las empresas disponen de capacidad de emisión, 42,28% corresponden a compañías de responsabilidad limitada y 32,89% a sociedades anónimas.

Puesto que existen diversos instrumentos que las PYMES que se dedican a la construcción podrían utilizar para financiarse, se analizan estas opciones para establecer un mecanismo que sea aplicable a todas aquellas con capacidad de emisión.

**Tabla 29. Análisis de opciones de emisión por naturaleza y categoría de PYMES**

<b>CAPACIDAD COMPETITIVA</b>	<b>CALIFICACIÓN DE EMISIÓN</b>	<b>Instrumentos Sociedades Anónimas</b>	<b>Instrumentos Compañías Limitadas</b>
<b>Muy alta</b>	<b>AA</b>	<p>Titularización = Aplicable y de bajo costo.</p> <p>Emisión y oferta pública de deuda = aplicable y de bajo costo; no se recomienda REVNI porque tiene un costo mayor, y la empresa dispone de una muy alta capacidad competitiva.</p> <p>Emisión y oferta pública de acciones = aplicable y de bajo costo.</p>	<p>Titularización = Aplicable y de bajo costo.</p> <p>Emisión y oferta pública de deuda = aplicable y de bajo costo; no se recomienda REVNI porque tiene un costo mayor, y la empresa dispone de una muy alta capacidad competitiva.</p> <p>Emisión y oferta pública de acciones = No procede</p>
<b>Alta</b>	<b>A</b>	<p>Titularización = Aplicable y de bajo costo.</p> <p>Emisión y oferta pública de deuda = aplicable y de bajo costo; no se recomienda REVNI porque tiene un costo mayor, y la empresa dispone de alta capacidad competitiva.</p> <p>Emisión y oferta pública de acciones = aplicable y de bajo costo.</p>	<p>Titularización = Aplicable y de bajo costo.</p> <p>Emisión y oferta pública de deuda = aplicable y de bajo costo; no se recomienda REVNI porque tiene un costo mayor, y la empresa dispone de alta capacidad competitiva.</p> <p>Emisión y oferta pública de acciones = No procede</p>
<b>Moderada alta</b>	<b>BB</b>	<p>Titularización = Aplicable y de bajo costo.</p> <p>Emisión y oferta pública de deuda = aplicable y de bajo costo.</p> <p>Emisión y oferta pública de acciones = aplicable y de bajo costo.</p>	<p>Titularización = Aplicable y de bajo costo.</p> <p>Emisión y oferta pública de deuda = aplicable y de bajo costo.</p> <p>Emisión y oferta pública de acciones = No procede</p>
<b>Moderada</b>	<b>B</b>	<p>Titularización = Aplicable y de bajo costo.</p> <p>Emisión y oferta pública de deuda = aplicable y de bajo costo.</p> <p>Emisión y oferta pública de acciones = aplicable y de bajo costo.</p>	<p>Titularización = Aplicable y de bajo costo.</p> <p>Emisión y oferta pública de deuda = aplicable y de bajo costo.</p> <p>Emisión y oferta pública de acciones = No procede</p>

**Nota:** Capítulo IV, por Katherine Coronel, Elina Mantilla, Ana Trujillo.

Este procedimiento de caracterizar el riesgo se llama calificación del riesgo, y como consecuencia del mismo se otorga a la empresa una nominación de calidad de los instrumentos que titularice, lo que tiene que ver con el valor de la prima de riesgo, ya que ésta varía conforme la calificación de los instrumentos.

La denominación e interpretación de los títulos valores es (Investor Services, 2013):

- AA instrumentos con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía. Prima de riesgo sobre la tasa pasiva de inversiones fijas a plazos superiores a 361 días de 2% a 3%.
- A valores con una muy buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía. Prima de riesgo sobre la tasa pasiva de inversiones fijas a plazos superiores a 361 días de 3% al 4%.
- BB instrumentos con capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retrasos en el pago de intereses y del capital. Prima de riesgo sobre la tasa pasiva de inversiones fijas a plazos superiores a 361 días de 4% a 5%.
- B instrumentos con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retrasos en el pago de intereses y del capital. Prima de riesgo sobre la tasa pasiva de inversiones fijas a plazos superiores a 361 días de 5% a 7%.

En la Tabla 28 se evidencia que existen varias opciones que las PYMES constructoras pueden escoger para emitir instrumentos y financiarse, sin embargo ya que el objetivo de esta tesis es Diseñar de un mecanismo de financiamiento para las PYMES de la

construcción, se propone como mecanismo la titularización ya que es aplicable y viable en todas las empresas con capacidad de titularización, sin importar su naturaleza de constitución.

#### 4.2 Aplicación mediante el desarrollo de un caso práctico

Para este fin se plantea información de una empresa Ejemplo S.A., y en base a ella se ilustra el modelo propuesto para desarrollar el proceso de titularización.

Diagnóstico de la situación financiera de Ejemplo S.A.- Para lo cual se ha analizado y comparado información de los estados financieros históricos de los años 2007 a 2012, y se han determinado sus principales indicadores financieros.

**Tabla 30. Balances general empresa ejemplo**

EJEMPLO S.A.						
EVOLUCIÓN BALANCE GENERAL						
CONCEPTO	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>CORRIENTE</b>	<b>667.382,04</b>	<b>729.076,99</b>	<b>879.204,80</b>	<b>1.232.654,84</b>	<b>1.196.865,34</b>	<b>1.395.300,22</b>
Efectivo y equivalente	29.279,72	26.378,13	17.823,06	18.761,12	21.564,50	25.370,00
Exigible clientes	179.645,92	173.121,18	247.315,97	297.522,97	310.942,60	339.495,00
Proyectos en ejecución	395.221,03	460.502,34	538.654,18	818.188,17	764.918,80	920.031,45
Materiales y acabados	63.235,37	69.075,35	75.411,59	98.182,58	99.439,44	110.403,77
<b>NO CORRIENTE</b>	<b>507.985,61</b>	<b>531.436,99</b>	<b>553.482,68</b>	<b>572.060,13</b>	<b>584.239,83</b>	<b>594.122,00</b>
Exigible empleados y trabajadores	22.455,74	21.640,15	30.914,50	37.190,37	38.867,83	42.436,88
Exigible accionistas	46.177,59	59.265,35	68.335,31	69.465,77	70.715,63	71.460,00
Herramientas	30.470,27	44.421,16	50.258,25	54.772,18	56.769,45	54.292,43
Equipos de construcción	351.025,72	369.500,76	388.948,17	409.419,13	430.967,50	453.650,00
Equipos de computación	2.680,00	2.680,00	2.680,00	7.160,00	9.260,00	11.010,00
Equipos de oficina	2.243,00	2.243,00	2.243,00	5.015,00	6.982,00	9.780,00
Muebles y enseres	1.834,00	1.834,00	1.834,00	2.567,60	6.419,00	9.660,00
Vehículos	51.557,02	54.270,55	57.126,90	60.133,58	63.298,50	66.630,00
Depreciación acumulada	(457,73)	(24.417,98)	(48.857,44)	(73.663,49)	(99.040,07)	(124.797,31)
<b>OTROS ACTIVOS</b>	<b>1.488,00</b>	<b>1.336,00</b>	<b>1.184,00</b>	-	-	-
Softwre	1.080,00	1.080,00	1.080,00	n/a	n/a	n/a
Gastos de constitución	760,00	760,00	760,00	n/a	n/a	n/a
Amortizaciones	(352,00)	(504,00)	(656,00)	n/a	n/a	n/a
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>1.176.855,65</b>	<b>1.261.849,98</b>	<b>1.433.871,48</b>	<b>1.804.714,97</b>	<b>1.781.105,17</b>	<b>1.989.422,22</b>

EJEMPLO S.A.						
EVOLUCIÓN BALANCE GENERAL						
CONCEPTO	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>PASIVO</b>	<b><u>669.327,47</u></b>	<b><u>675.336,84</u></b>	<b><u>713.187,66</u></b>	<b><u>906.097,12</u></b>	<b><u>874.739,51</u></b>	<b><u>895.240,00</u></b>
<b>CORTO PLAZO</b>	<b><u>626.177,47</u></b>	<b><u>625.776,84</u></b>	<b><u>671.061,66</u></b>	<b><u>708.897,12</u></b>	<b><u>716.239,51</u></b>	<b><u>804.000,00</u></b>
Crédito Banco Internacional	-	-	-	34.000,00	34.000,00	34.000,00
Anticipo clientes	400.102,28	384.713,73	392.565,03	413.226,35	409.135,00	435.250,00
Proveedores	111.376,46	109.192,60	111.421,02	90.586,20	117.644,41	136.795,83
Impuestos	67.237,19	77.303,40	97.940,87	100.290,96	89.587,17	112.011,69
Participaciones	47.461,55	54.567,10	69.134,73	70.793,62	65.872,92	85.942,48
<b>LARGO PLAZO</b>	<b><u>43.150,00</u></b>	<b><u>49.560,00</u></b>	<b><u>42.126,00</u></b>	<b><u>197.200,00</u></b>	<b><u>158.500,00</u></b>	<b><u>91.240,00</u></b>
Crédito Banco Internacional	-	-	-	136.000,00	102.000,00	68.000,00
Préstamos de accionistas	43.150,00	49.560,00	42.126,00	61.200,00	56.500,00	23.240,00
<b>PATRIMONIO</b>	<b><u>507.528,18</u></b>	<b><u>586.513,14</u></b>	<b><u>720.683,82</u></b>	<b><u>898.617,85</u></b>	<b><u>906.365,66</u></b>	<b><u>1.094.182,22</u></b>
Capital aportado	1.000,00	1.000,00	1.000,00	1.000,00	1.000,00	1.000,00
Reservas	12.450,00	14.500,00	16.550,00	18.600,00	20.650,00	22.700,00
Ajuste patrimonial NIIF	-	-	-	173.051,63	190.166,63	198.090,24
Aportes futuras capitalizaciones	110.826,21	130.383,77	144.870,86	149.351,40	169.717,50	178.650,00
Utilidades no distribuidas	181.540,41	208.719,18	264.440,35	255.741,94	241.138,81	318.746,32
Resultados ejercicio	201.711,57	231.910,19	293.822,61	300.872,87	283.692,72	374.995,67
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b><u>1.176.855,65</u></b>	<b><u>1.261.849,98</u></b>	<b><u>1.433.871,48</u></b>	<b><u>1.804.714,97</u></b>	<b><u>1.781.105,17</u></b>	<b><u>1.989.422,22</u></b>

**Nota:** Caso propuesto, por Katherine Coronel, Elina Mantilla, Ana Trujillo.

La comparación de los Balances Generales, muestra:

La inversión de la empresa se ha incrementado en 69,05% desde el año 2007 hasta el año 2012, existiendo importantes incrementos los años 2009 y el año 2012.

**Tabla 31. Evolución de la inversión**

CONCEPTO	2007	2008	2009	2010	2011	2012
VALOR	1.176.855,65	1.261.849,98	1.433.871,48	1.804.714,97	1.781.105,17	1.989.422,22
VARIACIÓN		7,22%	21,84%	53,35%	51,34%	69,05%

**Nota:** Caso propuesto, por Katherine Coronel, Elina Mantilla, Ana Trujillo.

El patrimonio se ha incrementado en 115,59% desde el 2007 y 2012, ya que los accionistas tienen confianza en la empresa he invertido en ella para consolidarla:

**Tabla 32. Evolución del patrimonio**

CONCEPTO	2007	2008	2009	2010	2011	2012
VALOR	507.528,18	586.513,14	720.683,82	898.617,85	906.365,66	1.094.182,22
VARIACIÓN		15,56%	42,00%	77,06%	78,58%	115,59%

**Nota:** Caso propuesto, por Katherine Coronel, Elina Mantilla, Ana Trujillo.

En el período 2007 - 2012 las utilidades han crecido en 85,91%, y las ventas en 112,67% (Tabla N° 34), la empresa ha debido reducir su margen de utilidad para hacer más atractiva su oferta de valor y posicionarse mejor en el mercado.

**Tabla 33. Evolución de los resultados**

CONCEPTO	2007	2008	2009	2010	2011	2012
VALOR	201.711,57	231.910,19	293.822,61	300.872,87	283.692,72	374.995,67
VARIACIÓN		14,97%	45,66%	49,16%	40,64%	85,91%

**Nota:** Caso propuesto, por Katherine Coronel, Elina Mantilla, Ana Trujillo.

Respecto al Estado de Resultados se tiene:

**Tabla 34. Estado de resultados empresa ejemplo**

EJEMPLO S.A.						
EVOLUCIÓN ESTADO DE RESULTADOS						
CONCEPTO	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Ventas	1.302.100,00	1.490.904,50	1.938.175,85	2.112.611,68	2.450.629,54	2.769.211,39
(-) Costo de construcción	(820.323,00)	(936.288,03)	(1.230.741,66)	(1.357.353,00)	(1.580.656,06)	(1.802.756,61)
Utilidad bruta	481.777,00	554.616,47	707.434,19	755.258,67	869.973,49	966.454,77
(-) Gastos operativos	(145.835,20)	(163.999,50)	(220.952,05)	(253.513,40)	(404.353,87)	(362.766,69)
Utilidad en operaciones	335.941,80	390.616,98	486.482,14	501.745,27	465.619,61	603.688,08
(-) Gastos financieros	(19.531,50)	(26.836,28)	(25.583,92)	(29.787,82)	(26.466,80)	(30.738,25)
Utilidad sin imptos. y particip.	316.410,30	363.780,70	460.898,22	471.957,45	439.152,81	572.949,84
(-) 15% participación empleados	(47.461,55)	(54.567,10)	(69.134,73)	(70.793,62)	(65.872,92)	(85.942,48)
Utilidad antes de impuestos	268.948,76	309.213,59	391.763,48	401.163,83	373.279,89	487.007,36
(-)Impuestos	(67.237,19)	(77.303,40)	(97.940,87)	(100.290,96)	(89.587,17)	(112.011,69)
<b>Utilidad neta</b>	<b>201.711,57</b>	<b>231.910,19</b>	<b>293.822,61</b>	<b>300.872,87</b>	<b>283.692,72</b>	<b>374.995,67</b>

**Nota:** Caso propuesto, por Katherine Coronel, Elina Mantilla, Ana Trujillo.

Al comparar los Estados de Resultados, se observa que desde el año 2007 al 2012:

Las ventas se han incrementado en 112,67%, lo que significa que en promedio la empresa ha crecido 18,78% anual, si se descuenta la inflación del 5% promedio anual, el crecimiento real anual de la empresa ha sido del 13,78% que es superior al observado en el sector, lo que determina que la empresa es competitiva.

Los costos y gastos de la empresa se han incrementado en 122,81% valor 10,14% superior al experimentado por los ingresos, y muestra que ante la competitividad del sector la empresa ha debido reducir los precios de los inmuebles; y que debe incrementar el número de viviendas para compensar esta diferencia mediante economías de escala. El aporte tributario al Estado que ha tenido la empresa ha sido importante, estos valores se han incrementado en 66,59%, de esta forma la empresa aporta al desarrollo del país.

Análisis financiero en base a indicadores:

El análisis financiero se hace en base a razones que permiten medir el estado y rendimiento de las diferentes cuentas y estructuras de una empresa.

**Tabla 35. Índices o razones financieras**

<b>RAZÓN</b>	<b>FÓRMULA</b>	<b>MIDE</b>
<b>RAZONES DE LIQUIDEZ</b>		
Razón circulante	$\frac{\text{Activo circulante}}{\text{Pasivo circulante}}$	El grado en que una empresa puede cumplir con sus obligaciones a corto plazo.
Razón rápida o prueba ácida	$\frac{\text{Activo circulante menos inventario}}{\text{Pasivo circulante}}$	El grado en que una empresa puede cumplir con sus obligaciones a corto plazo sin recurrir a la venta de sus inventarios.
<b>RAZONES DE APALANCAMIENTO</b>		
Nivel de apalancamiento	$\frac{\text{Pasivo total}}{\text{Activo total}}$	El porcentaje del total de fondos proporcionados por acreedores.
Razón de pasivo a patrimonio	$\frac{\text{Pasivo total}}{\text{Total de patrimonio}}$	El porcentaje del total de fondos proporcionados por acreedores y propietarios.
Calidad de endeudamiento	$\frac{\text{Pasivo a corto plazo}}{\text{Total de pasivo}}$	Mide la cantidad de deuda que se encuentra comprometida en el corto plazo.
<b>RAZONES DE ACTIVIDAD</b>		
Rotación de activo fijo	$\frac{\text{Ventas}}{\text{Activo fijo}}$	La productividad de las ventas y el aprovechamiento de la planta y equipo.
Rotación de activos	$\frac{\text{Ventas}}{\text{Activo total}}$	El hecho de que la empresa esté generando un volumen suficiente de negocios para la cantidad de activos invertidos.
Rotación de de cuentas por cobrar	$\frac{\text{Ventas anuales a crédito}}{\text{Cuentas por cobrar}}$	El número de veces que la empresa recupera las ventas a crédito.
Plazo promedio de cobranza	$\frac{365 \text{ días}}{\text{Rotación de cuentas por cobrar}}$	El tiempo promedio que necesita la empresa para cobrar las ventas a crédito.
<b>RAZONES DE RENTABILIDAD</b>		
Margen neto de rentabilidad	$\frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Ventas}}$	Utilidades después de impuestos por dólar de ventas.
Rendimiento sobre activo total (ROI)	$\frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Activo total}}$	Utilidad después de impuestos por dólar de activo; esta razón también se llama rendimiento sobre la inversión (ROI)
Rendimiento sobre patrimonio (ROE)	$\frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Patrimonio total}}$	Utilidad después de impuestos por dólar invertido por los accionistas en la empresa.

**Nota:** Gidman, por Katherine Coronel, Elina Mantilla, Ana Trujillo, 2009.

La aplicación de los indicadores propuestos a la base de la información financiera contable de la empresa ejemplo se observa en el siguiente cuadro:

**Tabla 36. Índices / razones financieras de la empresa ejemplo**

EJEMPLO S.A.							
CONCEPTO	2007	2008	2009	2010	2011	2012	PROMEDIO
Razón circulante	1,07	1,17	1,31	1,74	1,67	1,74	1,45
Capital de trabajo	41.204,57	103.300,16	208.143,14	523.757,72	480.625,83	591.300,23	324.721,94
Prueba ácida	0,96	1,05	1,20	1,60	1,53	1,60	1,32
Nivel de apalancamiento	0,57	0,54	0,50	0,50	0,49	0,45	0,51
Razón de pasivo a patrimonio	1,32	1,15	0,99	1,01	0,97	0,82	1,04
Calidad de endeudamiento	0,94	0,93	0,94	0,78	0,82	0,90	0,88
Rotación del activo fijo	2,96	3,31	4,27	4,54	5,16	5,77	4,33
Rotación del activo	1,11	1,18	1,35	1,17	1,38	1,39	1,26
Rotación de cuentas por cobrar	3,99	4,74	4,31	3,91	4,33	4,49	4,29
Plazo promedio de cobranza	91,56	77,06	84,68	93,46	84,20	81,36	85,39
Margen neto de rentabilidad	15,49%	15,56%	15,16%	14,24%	11,58%	13,54%	14,26%
Rendimiento sobre el activo total ROI	17,14%	18,38%	20,49%	16,67%	15,93%	18,85%	17,91%
Rendimiento sobre el patrimonio ROE	39,74%	39,54%	40,77%	33,48%	31,30%	34,27%	36,52%

**Nota:** Caso propuesto, por Katherine Coronel, Elina Mantilla, Ana Trujillo.

Los indicadores financieros de la empresa ejemplo de los años 2007 al 2012 muestran:

- Conforme los establecen autores como Gidman (2010), el valor óptimo de la razón circulante es  $1,5 < RC < 2,0$ , si bien el promedio es 1,45 levemente inferior al óptimo, en los años 2010, 2011 y 2012 la razón es óptima, es decir que la empresa tiene total capacidad para atender sus obligaciones corrientes; como consecuencia el capital de trabajo es positivo, valor óptimo, e implica la empresa dispone de los recursos que requiere para operar adecuadamente.

- El valor óptimo de la prueba ácida es cercano a 1, en promedio es 1,32 que es óptimo y en los años 2010, 2011 y 2012 muy superior al óptimo, es decir que la empresa tiene total capacidad para atender sus obligaciones corrientes.
- Cada dólar de la inversión total, se encuentra financiado por 0,51 dólares de deuda y 0,49 dólares de aporte de los accionistas, existe un riesgo compartido equitativamente entre accionistas y acreedores; esto se confirma con la razón de pasivo a patrimonio que en promedio es de 1,04 es decir que por cada 1,04 dólares de deuda los accionistas aportan un dólar.
- El indicador de calidad de deuda es óptimo cuando las obligaciones a largo plazo son superiores a las de corto plazo, esto no se observa pues el promedio el 88% del total de la deuda es a corto plazo, lo que manifiesta que el riesgo operativo es alto al igual que la dependencia operativa, pues si algún momento la empresa no logra realizar su inventario de inmuebles o se atrasa en la ejecución, podría no disponer de fondos para operar normalmente; problema que se acentúa más el año 2012 en el cual el 90% del total de la deuda es a corto plazo.
- La rotación del activo fijo es en promedio 4,33 con tendencia ascendente, el año 2011 es 5,16 y el 2012 5,77; lo que muestra que la gestión comercial es eficiente, y aparentemente la empresa no tendría problemas para vender nuevas unidades de vivienda que construya.
- La rotación del activo total es en promedio 1,26; la tendencia es irregular pues disminuye entre el 2009 y 2010, para luego subir el 2011 y el 2012; lo que muestra que la empresa continuamente requiere adicionar activos, y que la gestión comercial que realiza la empresa es eficiente.
- El índice de rotación de cuentas por cobrar promedio es 4,29 lo que implica que tarda 85,39 días para recuperar la cartera comercial pendiente, como la empresa maneja una política de pago de máximo 60 días, se observa un desfase de al menos 25,39 días, lo que corrobora que la estructura del pasivo de ejemplo no es adecuada y que tiene un riesgo operativo alto.

- El margen neto de rentabilidad es 14,26%, inferior al 24% promedio que el MIPRO señala es el del sector construcción (Ministerio de Industrias y Productividad, 2012), lo que manifiesta que es necesario que la empresa venda mayor número de viviendas para hacer un mejor uso de los costos fijos, e incrementar su rentabilidad mediante economías de escala.
- En promedio el ROI es 17,91%; valor que es superior a la inflación de período 5% más el costo de oportunidad de inversiones a largo plazo 6,5%, por lo que aparentemente es adecuado; similar conclusión se tiene sobre el ROE.

En el caso de la empresa ejemplo se observa que el riesgo interno es bajo pues su situación financiera no presenta problemas, por lo que seguramente una calificadora de riesgo otorgaría a los instrumentos de deuda, una calificación A “Valores con una muy buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía. Prima de riesgo sobre la tasa pasiva de inversiones fijas a plazos superiores a 361 días de 6% al 8%” (Investor Services, 2013).

#### 4.2.1 Capacidad de emisión

Para determinar la capacidad de emisión de la PYMES constructora, es necesario valorar la empresa, para este fin se propone aplicar el siguiente procedimiento:

- a) Determinar los flujos de efectivo de los años históricos que se posee información (al menos cinco), aplicando el método indirecto, en el cual el Flujo de efectivo = Utilidad neta + Depreciaciones.
- b) Determinar la ecuación para proyectar los flujos, por medio del método de mínimos cuadrados ya que esto permite generar el menor grado de error posible.
- c) Aplicar la ecuación de regresión para calcular los flujos futuros de los siguientes once años.

- d) Calcular la tasa de actualización de los flujos, que es igual a: Tasa pasiva referencial + prima de riesgo + costos de emisión y comercialización de los papeles fiduciarios.
- e) Calcular el valor del valor residual de la empresa bajo el criterio de empresa en operación, para esto se utiliza el flujo estimado para el onceavo año ya que es el primer período posterior al horizonte de valoración, para aplicar una perpetuidad después considerando el incremento promedio en los flujos.
- f) Actualizar el valor de los flujos de efectivo proyectados y el valor residual, aplicando la fórmula de valor presente, y determinar el valor de la empresa, restando del valor presente acumulado de los flujos y el valor residual, el pasivo vigente a la fecha.
- g) Calcular el valor de la emisión, dividiendo el valor de la empresa obtenido para el factor de seguridad respectivo.

La aplicación práctica de este procedimiento, se desarrolló a continuación paso a paso:

- a) Cálculo de los flujos de efectivo históricos, por medio del método indirecto

Los flujos de efectivo históricos por medio del método indirecto, se observan en el siguiente cuadro:

**Tabla 37. Flujos de efectivo históricos de empresa ejemplo**

AÑO	UTILIDAD NETA (U)	DEPRECIACIÓN (D)	FLUJO DE EFECTIVO (U+D)
2007	201.711,57	23.150,00	<b>224.861,57</b>
2008	231.910,19	23.960,25	<b>255.870,44</b>
2009	293.822,61	24.439,46	<b>318.262,07</b>
2010	300.872,87	24.806,05	<b>325.678,92</b>
2011	283.692,72	25.376,59	<b>309.069,30</b>
2012	374.995,67	25.757,23	<b>400.752,90</b>

**Nota:** Caso propuesto, por Katherine Coronel, Elina Mantilla, Ana Trujillo.

- b) Cálculo de la ecuación de regresión

La ecuación de mínimos cuadrados a aplicar es:  $Y = a + bX$

Las ecuaciones auxiliares para determinarlas son:

$$\Sigma Y = an + b\Sigma X$$

$$\Sigma XY = a\Sigma X + b\Sigma X^2$$

$\Sigma$ : Sumatoria, es decir la suma acumulada de todos los valores semejantes

Y: Valores de los flujos de efectivo.

X: Año al que corresponde el flujo de efectivo; para facilitar el cálculo se ha temporalizado, reemplazando el año por un equivalente de un solo dígito, de tal forma que su sumatoria de X sea igual a cero.

n: Número de años utilizados para la estimación, en este caso  $n = 6$

Para obtener los valores de la fórmula se ha desarrollado la siguiente Tabla N°:

**Tabla 38. Tabla N° para el cálculo de la regresión lineal**

AÑO	X	Y	XY	X <sup>2</sup>	Y <sup>2</sup>
2007	-5	224.861,57	(1.124.307,83)	25	50.562.723.976,40
2008	-3	255.870,44	(767.611,33)	9	65.469.684.611,70
2009	-1	318.262,07	(318.262,07)	1	101.290.744.195,22
2010	1	325.678,92	325.678,92	1	106.066.759.103,63
2011	3	309.069,30	927.207,91	9	95.523.834.684,70
2012	5	400.752,90	2.003.764,51	25	160.602.888.571,67
<b><math>\Sigma</math></b>	<b>-</b>	<b>1.834.495,21</b>	<b>1.046.470,11</b>	<b>70,00</b>	<b>579.516.635.143,33</b>
<b>MEDIAS</b>	<b>-</b>	<b>305.749,20</b>	<b>174.411,68</b>	<b>11,67</b>	<b>96.586.105.857,22</b>

**Nota:** Caso propuesto, por Katherine Coronel, Elina Mantilla, Ana Trujillo.

Aplicando los valores en las fórmulas de las ecuaciones auxiliares se tiene:

$$\text{Ecuación: } Y = a + bX$$

$$\Sigma Y = an + b\Sigma X$$

$$\Sigma XY = a\Sigma X + b\Sigma X^2$$

$$\Sigma Y = an + b\Sigma X$$

$$a = 305.749,20$$

$$\Sigma XY = a\Sigma X + b\Sigma X^2$$

$$b = 14.949,57$$

$$Y = 305.749,20 + 14.949,57 X$$

Por medio coeficiente de correlación lineal (r) se verifica la calidad de proyección que genera la ecuación:

$$r = \frac{S_{xy}}{S_x * S_y}$$

El significado de las diferentes variables de la fórmula es:

$S_x =$  Desviación estándar de la serie de años temporalizados

$S_y =$  Desviación estándar de los flujos de efectivo históricos

$S_{xy} =$  Desviación estándar de la serie del producto de los años temporalizados por los flujos correspondientes

Las fórmulas para calcular las diferentes variables son:

$$S_x = \text{Raíz} ( X^2_{\text{MEDIA}} - (X_{\text{MEDIA}})^2 )$$

$$S_y = \text{Raíz} ( Y^2_{\text{MEDIA}} - (Y_{\text{MEDIA}})^2 )$$

$$S_{xy} = XY_{\text{MEDIA}} - ( X_{\text{MEDIA}} * Y_{\text{MEDIA}} )$$

$$\text{MEDIA} = \text{Promedio de la serie}$$

Aplicando las formulas y valores se tiene que el valor del coeficiente de correlación lineal r es:

$$r = \frac{S_{xy}}{S_x * S_y}$$

$$S_{xy} = XY_{\text{MEDIA}} - (X_{\text{MEDIA}} * Y_{\text{MEDIA}})$$

$$S_{xy} = 174.411,68$$

$$S_x = \text{Raiz}(X^2_{\text{MEDIA}} - (X_{\text{MEDIA}})^2)$$

$$S_x = 3,42$$

$$S_y = \text{Raiz}(Y^2_{\text{MEDIA}} - (Y_{\text{MEDIA}})^2)$$

$$S_{xy} = 55.709,35$$

$$r = \frac{174.411,68}{190.283,66}$$

$$r = 0,9166$$

Como el valor de r es muy cercano a 1 se concluye que la ecuación de regresión generará proyecciones válidas de los flujos futuros de efectivo de la empresa ejemplo.

#### c) Estimación de los flujos de efectivo futuros

Por efecto de la temporalización de los años, para estimar los flujos futuros de efectivo, en la ecuación de regresión se ha reemplazado X con 7, 9, 11, 13, 15, 17, 19, 21, 23, 25 y 27, y se tiene:

**Tabla 39. Flujos proyectados (dólares)**

AÑO	X'	a	b	Y'
2013	7	305.749,201	14.949,573	410.396,212
2014	9	305.749,201	14.949,573	440.295,358
2015	11	305.749,201	14.949,573	470.194,504
2016	13	305.749,201	14.949,573	500.093,650
2017	15	305.749,201	14.949,573	529.992,796
2018	17	305.749,201	14.949,573	559.891,942
2019	19	305.749,201	14.949,573	589.791,088
2020	21	305.749,201	14.949,573	619.690,234
2021	23	305.749,201	14.949,573	649.589,379
2022	25	305.749,201	14.949,573	679.488,525
2023	27	305.749,201	14.949,573	709.387,671

**Nota:** Caso propuesto, por Katherine Coronel, Elina Mantilla, Ana Trujillo.

#### d) Estimación de la tasa de actualización

Para calcular la tasa de actualización de los flujos y el valor residual, se ha considerado que es igual al rendimiento que la empresa reconocerá por los instrumentos, más una prima de riesgo que compense la emisión.

Tasa de descuento= Tasa pasiva referencial + prima de riesgo + costos de emisión y comercialización de los papeles fiduciarios.

Tasa de descuento= 4% + 4% + 5,5% = 13,50% (Fondos Pichincha, 2012)

e) Cálculo del valor residual de la empresa

Para el cálculo se ha utilizado el método de la empresa en operación, ya que los flujos de efectivo tienen un crecimiento promedio del 5%, y la tasa de descuento es del 13,50%, con esta consideración el valor residual de EJEMPLO S.A. a fines del año 2022 es:

$$\begin{aligned} \text{Valor Residual a fin del año 2022} &= \frac{\text{Flujo año 2023}}{\text{Tasa de descuento - \% Incremento de flujos}} \\ \text{Valor Residual a fin del año 2022} &= \frac{709.387,67}{13,50\% * (1- 0,05)} \\ \text{Valor Residual a fin del año 2022} &= 6.264.461,95 \end{aligned}$$

f) Valoración de la empresa

La valoración de la empresa es la que se muestra en la Tabla 40 y la información fue tomada de:

- Año Tabla 39
- Flujo proyectado (F) Tabla 39
- Valor residual Literal e)
- Flujo acumulado Tabla 39
- Tasa de descuento (i) Literal d)
- Períodos a actualizar (n) Año ordinal
- Factor de actualización (fa) Aplicando  $1/(1+i)^n$
- Flujo actualizado  $F*fa$

**Tabla 40. Valoración de la empresa ejemplo**

<b>AÑO</b>	<b>FLUJO PROYECTADO</b>	<b>VALOR RESIDUAL</b>	<b>FLUJO ACUMULADO</b>	<b>TASA DE DESCUENTO (i)</b>	<b>PERÍODOS A ACTUALIZAR (n)</b>	<b>FACTOR DE ACTUALIZACIÓN <math>1/(1+i)^n</math></b>	<b>FLUJO ACTUALIZADO</b>
2013	410.396,21	-	410.396,21	13,50%	1,00	0,88	361.582,57
2014	440.295,36	-	440.295,36	13,50%	2,00	0,78	341.784,52
2015	470.194,50	-	470.194,50	13,50%	3,00	0,68	321.580,69
2016	500.093,65	-	500.093,65	13,50%	4,00	0,60	301.347,71
2017	529.992,80	-	529.992,80	13,50%	5,00	0,53	281.378,34
2018	559.891,94	-	559.891,94	13,50%	6,00	0,47	261.896,11
2019	589.791,09	-	589.791,09	13,50%	7,00	0,41	243.067,66
2020	619.690,23	-	619.690,23	13,50%	8,00	0,36	225.013,08
2021	649.589,38	-	649.589,38	13,50%	9,00	0,32	207.814,65
2022	679.488,53	6.264.461,95	6.943.950,48	13,50%	10,00	0,28	1.957.257,65
<b>VALOR DE LA EMPRESA EJEMPLO AL 2013</b>							<b>4.502.722,96</b>
<b>(-) PASIVO DE LA EMPRESA</b>							<b>(1.074.288,00)</b>
<b>CAPACIDAD DE ENDEUDAMIENTO</b>							<b>3.428.434,97</b>

**Nota:** Caso propuesto, por Katherine Coronel, Elina Mantilla, Ana Trujillo.

#### g) Determinación de la capacidad de emisión

Si bien la capacidad de endeudamiento de la empresa es 3'607.482,96 dólares, es necesario garantizar a los inversores con un margen de seguridad del 50%; por esto el valor de la empresa EJEMPLO S.A. se divide para 1,50; con lo cual se determina que la capacidad de emisión es de 2'285.623,31.

El valor que la empresa EJEMPLO S.A. podrá titularizar mediante valores negociables en las Bolsas de Quito o Guayaquil es:

**Tabla 41. Capacidad de emisión de ejemplo (dólares)**

CONCEPTO	VALOR
Valor de la empresa	3.428.434,97
(/) Factor de seguridad	1,50
<b>CAPACIDAD DE EMISIÓN ( USD.)</b>	<b>2.285.623,31</b>
<b>RECURSOS A OBTENER</b>	<b>2.239.910,85</b>

**Nota:** Caso propuesto, por Katherine Coronel, Elina Mantilla, Ana Trujillo.

Como la titularización en montos de alrededor de 2 millones de dólares tiene un costo del 2%, al utilizar toda la capacidad de emisión EJEMPLO S.A. obtendría hasta 2'239.910,85 dólares que equivale al 98% de la capacidad de emisión, para desarrollar proyectos inmobiliarios (Fondos Pichincha, 2012). Evidentemente cada una de las empresas deberá calificar su riesgo y determinar la nominación de los títulos valores a emitir.

### 4.3 Implementación del modelo de titularización

#### 4.3.1 Aspecto legal

Para implementar el modelo de titularización se propone la figura legal del fideicomiso mercantil, que es un encargo para administrar un conjunto de recursos, con el fin de recibir beneficios. La base legal que respalda su estructuración es el artículo 109 de la Ley del Mercado de Valores vigente en el Ecuador, que define esta figura y los elementos que la componen.

El fideicomiso mercantil es un instrumento mediante el cual una o más personas llamadas constituyentes, transfieren temporal e irrevocablemente la propiedad de bienes muebles o inmuebles, corporales o incorporales, que existen o se espera que existan, a un patrimonio autónomo que tiene personalidad jurídica, para que la sociedad administradora de fondos y fideicomisos cumpla los objetivos especificados en el contrato de constitución, en favor del constituyente u otro beneficiario.

Cada uno tendrá una denominación específica señalada por el constituyente en el contrato, con el fin de distinguirlo de otros que mantenga el fiduciario con ocasión de su actividad; y está dotado de personalidad jurídica, siendo el fiduciario su representante legal, quien ejercerá tales funciones de conformidad con las instrucciones señaladas por el constituyente en el correspondiente contrato. Éste es una ficción jurídica capaz de ejercer derechos y contraer obligaciones a través del Fiduciario, en atención a las instrucciones señaladas en el contrato. (Asamblea Constituyente, 2006).

En el fideicomiso existen tres elementos fundamentales: a) el fideicomitente, que es la persona jurídica o privada que solicita el fideicomiso; b) un fideicomisario, entidad o persona encargada de administrarlo; y c) el beneficiario, quien recibe los réditos por el fideicomiso y que puede ser el mismo fideicomitente.

La fiduciaria debe cumplir con todo lo establecido con el fideicomitente; dado el caso que ello no se cumpla, las sanciones son demandas civiles por daños y perjuicios.

En el Ecuador la figura de fideicomisario puede ser cumplida por la Corporación Financiera Nacional, que es controlada por la Superintendencia de Bancos, o por sociedades administradoras de fondos, que son controladas por la Superintendencia de Compañías.

En resumen:

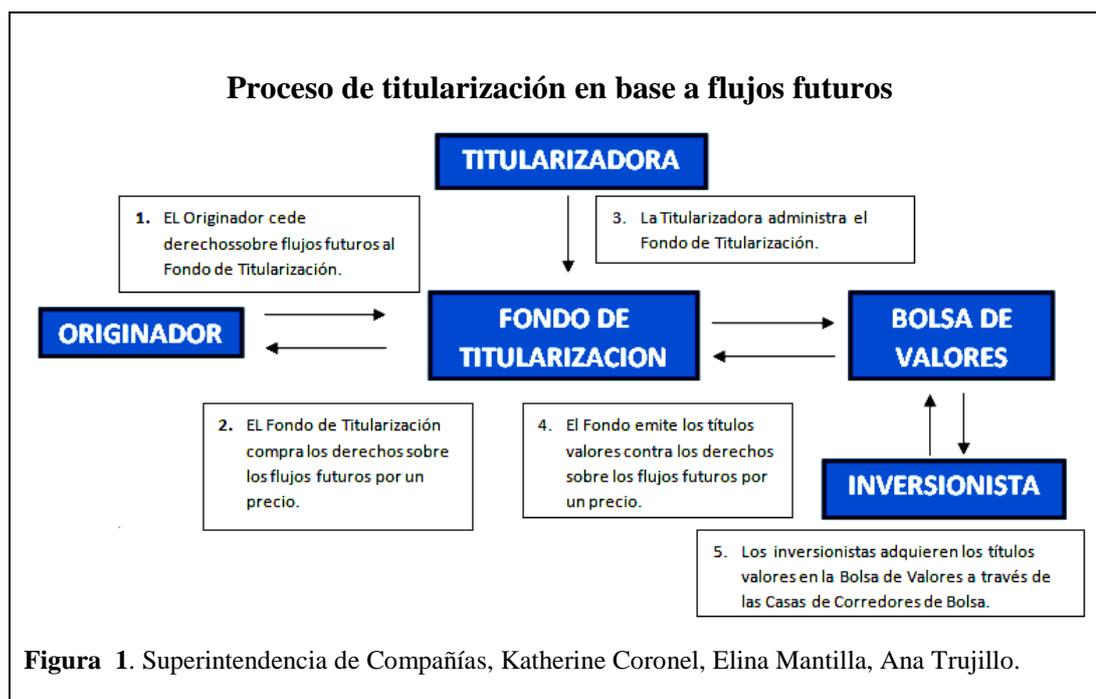
Fideicomitente: Solicita Fideicomiso

Fideicomisario: Administrador

Beneficiario: Recibe los réditos <sup>III</sup> Fideicomitente

### 4.3.2 Proceso de titularización

Para desarrollar el proceso de titularización, la emisión de títulos valores a través de un patrimonio independiente, en la cual la fuente de pago serán los flujos futuros de las PYMES del sector de la construcción con capacidad para titularizar, se observará el siguiente esquema.



1.- El originador transfiere a un patrimonio autónomo (fondo de titularización) utilizando como vehículo el fideicomiso mercantil sus activos que existen o se espera que existan y que sean capaces de generar flujos futuros.

Por el contrato de Fideicomiso Mercantil una o más personas llamadas constituyentes o fideicomitentes transfieren, de manera temporal e irrevocable, la propiedad de bienes muebles o inmuebles corporales o incorporeales, que existen o se espera que existan, a un patrimonio autónomo, dotado de personalidad jurídica, para que la Sociedad Administradora de Fondos y Fideicomisos, que es su fiduciaria y en tal calidad su representante legal, cumpla con las finalidades específicas establecidas en el contrato de constitución, bien a favor del propio constituyente o de un tercero llamado beneficiario.

El patrimonio autónomo es el conjunto de derechos y obligaciones destinados a una finalidad y que se constituye como efecto jurídico del contrato, también se denomina Fideicomiso Mercantil; así, cada Fideicomiso Mercantil tendrá una denominación peculiar señalada por el constituyente a efectos de distinguirlo de otros que mantenga el fiduciario con ocasión de su actividad.

Cada patrimonio autónomo está dotado de personalidad jurídica, siendo el fiduciario su representante legal.

Es importante que el originador sea propietario de los activos o derechos sobre los flujos que se utilizarán para el proceso de emisión de valores.

En este caso de la empresa ejemplo, transferiría a un patrimonio autónomo los derechos sobre sus acciones, pignoración de acciones.

Las Administradoras de Fondos y Fideicomisos son compañías o sociedades anónimas, autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías, cuyo objeto social está limitado a:

- Administrar Fondos de Inversión
- Administrar Negocios Fiduciarios, Fideicomisos
- Mercantiles y Encargos Fiduciarios
- Actuar como emisores de procesos de Titularización
- Representar Fondos Internacionales de Inversión

Cada fondo y negocio fiduciario se considera un patrimonio independiente de su Administradora, la que deberá llevar una contabilidad separada de otros fondos y negocios fiduciarios. La sociedad Administradora de Fondos y Fideicomisos se considera un negocio completamente independiente del grupo financiero al que pertenece. Las sociedades administradoras de fondos y fideicomisos que cuentan con autorización para participar en estos procesos son en Quito:

- Fondos Pichincha S.A.
- Produfondos S.A.

- Fodevasa S.A.
- Enlace Negocios Fiduciarios S.A.
- Interfondos S.A.
- Fiducia S.A.
- Fideval S.A.
- Corporación Financiera Nacional
- Stanford Trust Company
- Analytic Afunds Management C.A.
- CTH.

2.- Con cargo a este patrimonio autónomo la Administradora de Fondos y Fideicomisos emite valores que pueden ser de contenido crediticio, de participación o mixtos a fin de que sean negociados en el mercado de valores.

Las Administradoras de Fondos y Fideicomisos, así como la Corporación de Desarrollo de Mercado Secundario de Hipotecas CTH S.A. son las únicas compañías autorizadas por la Superintendencia de Compañías para participar en procesos de titularización.

Los mecanismos que se pueden utilizar, de acuerdo al artículo 140 de la Ley de mercado de valores, para estructurar este tipo de procesos son: los fondos colectivos y los fideicomisos mercantiles; esta última figura es la que se aplicará en este procesos de titularización, el mismo que se inscribirá en el registro de mercado de valores de la Superintendencia de Compañías.

La documentación que se debe presentar es:

- Solicitud de autorización, suscrita por el representante legal y con firma de abogado.
- Certificados de veracidad de la información presentada y de la información contenida en el prospecto, suscrita por el representante legal.
- Autorización de la Superintendencia de Bancos y Seguros, en caso de que sea una institución financiera.

- Ficha registral, proporcionada por la Superintendencia de Compañías.
- Cálculo del índice de siniestralidad.
- Detalle de los flujos que generará el activo transferido.
- Calificación de riesgo.
- Certificación de la propiedad del activo.
- Prospecto de oferta pública.
- Escritura de constitución del fondo colectivo o fideicomiso mercantil.
- Reglamento de Gestión.
- Facsímil de los Valores.

Para cada tipo de titularización, cartera, flujos, inmuebles o proyectos inmobiliarios, se deberá observar la Ley del Mercado de Valores y el Reglamento de Titularización. Es importante señalar que la Superintendencia de Compañías tiene un plazo máximo de 15 días hábiles para aprobar todos los procesos de emisión de valores, siempre y cuando la documentación que se presente esté enmarcada en las disposiciones de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

Todo proceso de titularización debe constituir al menos uno de los siguientes mecanismos de garantía: subordinación de la emisión; sobre colateralización; exceso de flujos de fondos, sustitución de activos; contratos de apertura de créditos, garantía o aval, fideicomiso de garantía; en el caso de este fideicomiso la garantía que se entregará será la totalidad del paquete accionario de la empresa, el mismo que quedará pignorado es decir prendado, y será restablecido conforme se cancele el principal y los intereses.

En esta titularización, los valores emitidos serán de contenido crediticio, por los cuales los inversionistas adquieren el derecho a percibir la restitución del capital invertido más el rendimiento financiero correspondiente, con los recursos provenientes del fideicomiso mercantil y según los términos y condiciones de los valores emitidos.

En el caso de la empresa ejemplo, la calidad de estos títulos sería A porque la capacidad competitiva de la empresa es adecuada, puesto que el valor nominal de los títulos los establece el emisor, en este caso el valor nominal de cada título emitido se establece será de USD. 500, y el rendimiento del inversor serían del 10% anual.

3. Las casas de valores colocan los valores derivados de este proceso a través de las bolsas de valores del país entre los inversionistas.

Las casas de valores son compañías anónimas controladas por la Superintendencia de Compañías, son los únicos intermediarios autorizados para operar en la bolsa de valores y prestar asesoría en materia de inversión, su finalidad es promover la movilización de capitales. Por realizar la intermediación y negociación financiera cobran una comisión.

Para operar en el mercado de valores estas compañías deben cumplir los siguientes requisitos:

- Constituirse con un capital inicial pagado mínimo de USD \$ 105,156.00.
- Adquirir una Cuota Patrimonial de alguna Bolsa de Valores.
- Inscribirse en el Registro del Mercado de Valores.
- Contar con la autorización de funcionamiento, expedida por la Superintendencia de Compañías.
- Aportar al fondo de garantía de la Bolsa de Valores.
- La intermediación de valores tiene por objeto vincular las ofertas y las demandas, para efectuar la compra o venta de valores.
- Entendiéndose por valor al derecho, o conjunto de derechos de contenido esencialmente económico, negociables en el mercado de valores, incluyendo: acciones, obligaciones, bonos, cédulas, entre otros.

Las facultades de las casas de valores son:

- Comprar y vender valores de acuerdo con las instrucciones de sus comitentes (clientes) en el mercado de valores.
- Adquirir o enajenar valores por cuenta propia.
- Realizar operaciones de Underwriting.
- Dar asesoría e información en materia de intermediación, finanzas, estructuración de portafolios, adquisiciones, fusiones, escisiones y otras operaciones en el mercado de valores.

- Promover fuentes de financiamiento para personas naturales o jurídicas y entidades del sector público.
- Explotar su tecnología, servicios de información y procedimientos de datos y otros, relacionados con su actividad.
- Anticipar fondos de sus recursos a clientes, para ejecutar órdenes de compra.
- Efectuar actividades de estabilización de precios, únicamente durante la oferta pública primaria de valores.
- Realizar operaciones de Reporto bursátil” (Bolsa de Valores de Quito, 2013)

Las casas de valores miembros de la Bolsa de Valores de Quito:

- Acciones Y Valores Casa de Valores S.A. ACCIVAL
- Advfin S.A. Casa de Valores
- Albion Casa de Valores S.A.
- Analytica Securities C.A. Casa De Valores.
- Banrío Casa de Valores S.A.
- Cititrading S.A. Casa de Valores
- Casa de Valores Cofivalores S.A.
- Combursatil Casa de Valores S.A.
- Ecofsa Casa de Valores S.A.
- Fiduvalor Casa de Valores S.A.
- Ibcorp Casa de Valores S.A.
- Inmovalor Casa de Valores S.A.
- Merchant Valores Casa de Valores S.A.
- Metrovalores Casa de Valores S.A.
- Moreano Borja Casa de Valores S.A.
- Casa de Valores Multivalores BG S.A.
- Pichincha Casa de Valores Picaval S.A.
- Plusvalores Casa de Valores S.A.
- Portafolio Casa de Valores S.A. Portavalor
- Probrowsers S.A. Casa de Valores
- Casa de Valores Produvalores S.A.

- R&H Asociados Casa de Valores R&Hval S.A.
- Santa Fe Casa de Valores S.A. Santafevalores
- Stratega Casa de Valores S.A.
- Su Casa de Valores Sucaval S.A.
- Casa de Valores Apolo S.A. Valorapolo
- Casa de Valores del Pacifico Valpacifico S.A.
- Casa de Valores Value S.A.
- Ventura Casa de Valores Vencasa S.A.
- Amazonas Capital Markets, Casa de Valores S.A., AMACAP

4. Con los recursos generados por la venta de los valores, el fideicomiso mercantil entrega los recursos al originador o los mantiene en su poder según sea el caso.

En esta titularización, los valores serían entregados a la empresa Ejemplo S.A., y del valor de emisión deberán descontarse los siguientes costos:

- Remuneración fiduciaria por la administración del proceso
- Estructuración del proceso
- Inscripción del fideicomiso mercantil en el Registro del Mercado de Valores de la Superintendencia de Compañías
- Intermediario de Valores
- Bolsa de Valores, inscripción y mantenimiento
- Auditoría externa
- Calificación de Riesgo
- Agente Pagador
- Emisión de los títulos

#### 4.3.3 Impacto del mecanismo

El principal impacto de este mecanismo es dinamizar la circulación de capitales en las PYMES constructoras que tengan capacidad de titularización, lo que permite el acceso en la calidad de inversores de personas naturales, empresas y agentes extranjeros.

Otros beneficios que genera el fideicomiso de garantía son:

- a. Sirve de cobertura adecuada para las instituciones financieras.
- b. Las garantías se controlan hasta que se cumpla el objeto del contrato o se inicie la ejecución de la garantía.
- c. Aísla patrimonialmente los bienes del deudor en caso de quiebra o de medidas cautelares dictadas en contra.
- d. Permite sindicar nuevos acreedores con las mismas garantías; y facilita la rotación de acreedores una vez que se ha cancelado las obligaciones. de otros.
- e. Permite al acreedor agilizar la recuperación del capital y en consecuencia optimizar la rentabilidad del negocio de crédito.
- f. Es rápida, podría tomar entre dos a cuatro meses dependiendo de los plazos estipulados en el procedimiento convencional de ejecución.
- g. Es confiable pues no está sometida a procedimientos en los cuales intervienen jueces que podría estar en contra de la ejecución del crédito.
- h. Es segura ya que los bienes y derechos de propiedad de un fideicomiso mercantil, no son susceptibles de ser embargados o prohibidos de enajenar por deudas del propio constituyente o del deudor.

#### 4.3.4 Viabilidad del nuevo mecanismo

La viabilidad del mecanismo se justifica por cuanto:

- ✓ Existen empresas PYMES del sector constructor, que por su adecuada gestión son idóneas para titularizar.
- ✓ La figura del fideicomiso mercantil, está respaldada por el artículo 109 de la Ley del Mercado de Valores vigente en el Ecuador.
- ✓ La titularización genera beneficios financieros para las empresas que pueden hacerla, tal como se muestra en la siguiente simulación:

##### a. Costo de deuda

El nivel de apalancamiento de la empresa es del 45,00%, y el porcentaje de deuda a corto plazo de 90,00%, parámetros que según el Informe Basilea II, que es observado por las entidades del sistema financiero para el otorgamiento de créditos, determinan que la empresa tiene un riesgo moderadamente alto de no poder atender mayores

obligaciones a las que ya posee, esto determinaría que la institución financiera que preste los recursos, penalice con una mayor prima de riesgo el crédito que concedería a la empresa Ejemplo S.A.; además en este tipo de transacción y monto de alrededor de dos millones de dólares, la institución que financia el crédito incide en costos de aseguramiento y de gestión, que los transfiere al cliente.

Bajo estas consideraciones, y en base a datos promedios del Sistema Financiero y la Superintendencia de Bancos y Seguros, se tiene:

Costo financiero nominal = 13,5%

Prima de riesgo = 3%

Costo del préstamo = 16,5% anual

Costos de gestión y control del crédito = 1% del total concedido

Costo total = 17,5%

#### b. Costo de la titularización

Como se ha determinado con anterioridad, los valores emitidos por la empresa Ejemplo S.A. serán obligaciones para con los inversionistas, que adquirirán el derecho a percibir la restitución del capital invertido más el rendimiento financiero correspondiente, el rendimiento que se reconocería sobre los mismos es del 10%.

Del análisis efectuado a los procesos de titularización aprobados por la Superintendencia de Compañías durante el año 2012, se ha observado que para montos de alrededor de 2 millones de dólares, el costo promedio no financiero del proceso es de 2% del monto de la emisión, porcentaje que está en función de la negociación que se efectúe entre el originador y los distintos participantes en el proceso de titularización, de acuerdo al artículo 221 de la Ley de Mercado de Valores.

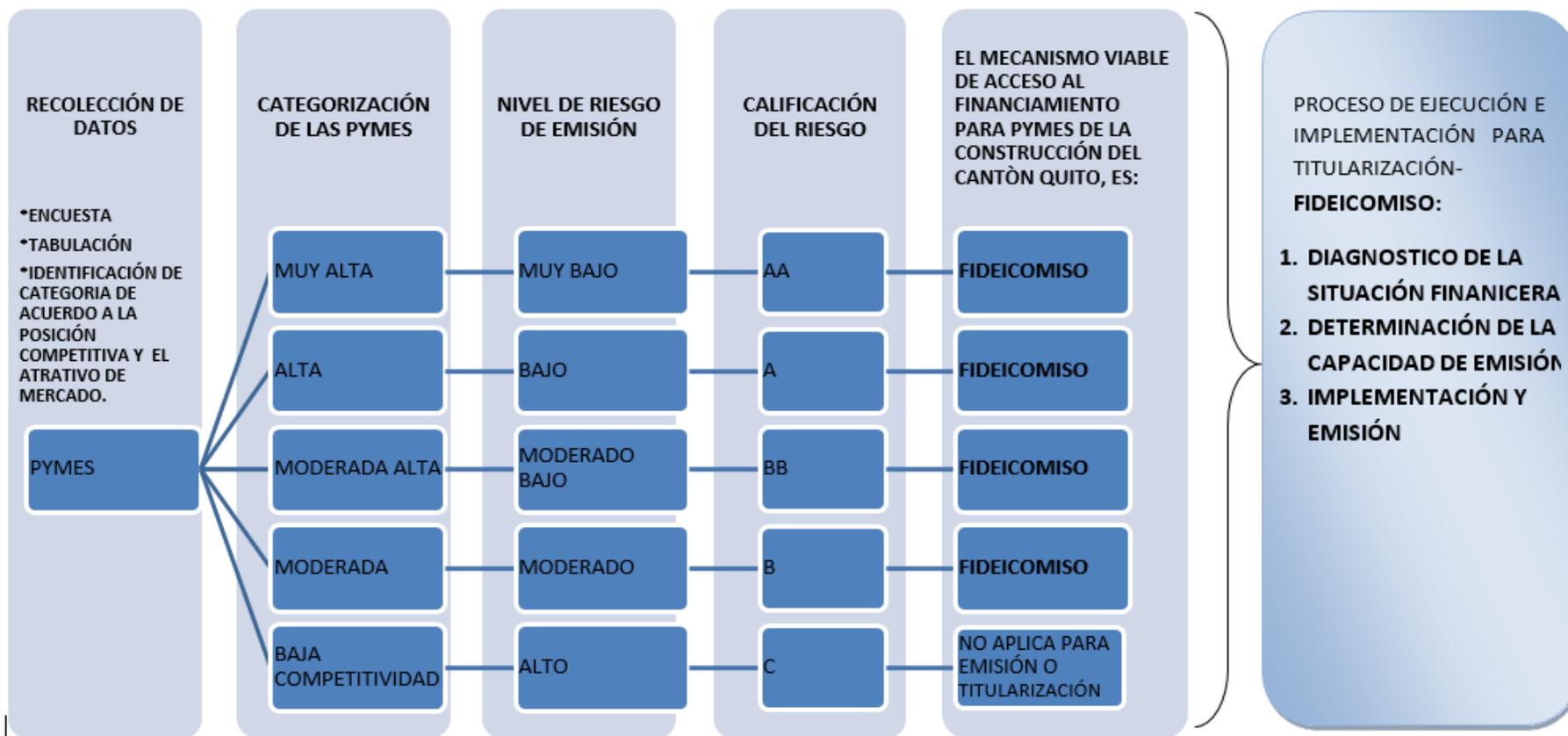
Costo financiero anual = 8%

Costos de emisión y comercialización = 2% del total emitido

Costo total = 10%

Según se observa del análisis comparado, para la empresa Ejemplo S.A. la titularización es la opción con menor costo financiero.

**Mecanismo de acceso al financiamiento en el mercado de capitales, por parte de las PYMES del sector de la construcción del cantón Quito.**



**Figura 2.** Estudio aplicado, Katherine Coronel, Elina Mantilla, Ana Trujillo.

Para determinar un mecanismo de categorización de las PYMES del sector de la construcción del cantón Quito para direccionar su acceso al financiamiento en el mercado de capitales de acuerdo a su capacidad de gestión, se determinaron cinco etapas, mismas que son:

1. Recolección de datos.- con la implementación de una encuesta que tiene por objetivo diagnosticar la situación de las empresas en todos sus ámbitos y posterior tabulación, se procede a identificar su posición mediante la matriz General Electric (Matriz GE) en función de la posición competitiva y al atractivo de mercado.
2. Categorización de las pymes.- una vez identificada la posición de las empresas en la matriz General Electric se definieron cinco categorías que son: Muy alta competitividad, alta competitividad, moderada alta competitividad, moderada competitividad, baja competitividad.

En consecuencia se determinó que de acuerdo a la posición competitiva y atractivo de mercado las PYMES de la Construcción del Cantón Quito, se ubican en la categoría moderada alta, por tanto se determina que el segmento PYMES de la construcción está conformado por empresas mayoritariamente competitivas y con perspectivas de crecimiento, implementando estrategias de inversión.

3. Nivel de riesgo de emisión.- Tomando como premisa que las empresas constituidas como sociedades anónimas disponen de una mayor variedad de opciones de emisión, y son válidas para todas las categorías identificadas en la etapa anterior, su nivel de riesgo es determinado en base a la posición competitiva como son: muy bajo, bajo, moderado bajo, moderado y alto, respectivamente.
4. Calificación del riesgo.- El procedimiento de caracterizar el riesgo se llama calificación del riesgo, y como consecuencia del mismo se otorgan a las empresas una nominación de calidad de los instrumentos que puede titularizar, lo que tiene que ver con el valor de la prima de riesgo, ya que ésta varía conforme la calificación de los instrumentos, tales como: AA, A, BB, B, C.
5. Determinación del mecanismo viable de acceso al financiamiento para PYMES de la construcción del cantón Quito.- Se evidenció que existen varias opciones

que las PYMES constructoras pueden escoger para emitir instrumentos y financiarse, sin embargo ya que el objetivo de esta tesis es diseñar un mecanismo de categorización de las PYMES del sector de la Construcción del Cantón Quito para direccionar su acceso al financiamiento en el Mercado de Capitales de acuerdo a su capacidad de gestión, se propone como mecanismo la titularización, ya que es aplicable y viable en todas las empresas con capacidad de emisión, sin importar su naturaleza de constitución.

Para determinar la capacidad de emisión de la PYMES constructora, es necesario valorar la empresa, para este fin se propone aplicar el siguiente procedimiento:

1. Diagnóstico de la situación financiera
2. Determinación de la capacidad de emisión
3. Implementación y emisión

Se puede determinar que este es el diseño o modelo propuesto en la presente investigación como producto.

## CONCLUSIONES

- El mercado de valores es una estructura esencial para el financiamiento alternativo de las empresas; para decidir las alternativas de financiamiento, deben considerarse varias variables como son: costo de financiamiento, plazo de financiamiento, riesgo inherente y estructura de la propiedad cuando se emiten acciones. En Ecuador dicho mercado es poco desarrollado y para incentivarlo se aprobó recientemente la nueva Ley del Valores.
- El mercado de valores es importante para el financiamiento alternativo de mediano y largo plazo a los sectores productivos, juega un rol importante en el crecimiento económico. Para romper el estancamiento del mercado de valores se necesita superar sus problemas estructurales y el apoyo gubernamental para canalizar el ahorro nacional hacia la inversión productiva privada y pública a través del mercado de valores reestructurado.
- Las empresas constituidas como sociedades anónimas, por aspectos legales y de gobierno corporativo, disponen de una mayor variedad de opciones para financiarse: existe un segmento del sector (24,83%) con serias limitantes, y que carecen de capacidad de emisión.
- Aplicando la metodología y valores referenciales que establece la matriz General Electric es posible establecer que: 1,19% de las PYMES constructoras de Quito tiene una capacidad competitiva muy alta, por lo que el riesgo de emisión es muy bajo; 15,31% tiene una capacidad competitiva alta y un riesgo de emisión bajo; 21,61% una capacidad competitiva moderada alta y un riesgo de emisión moderado bajo; 39,96% una capacidad competitiva moderada y un riesgo de emisión moderado; 24,83% una capacidad competitiva baja, y carece de capacidad de emisión.
- Existen varias opciones mediante las cuales las PYMES constructoras pueden emitir instrumentos y financiarse, sin embargo ya que el objetivo de esta tesis es “Diseñar de un mecanismo de financiamiento para las PYMES de la

construcción”, se establece que el mecanismo más adecuado es la titularización ya que es aplicable y viable en todas las empresas con capacidad de titularización, sin importar su naturaleza de constitución.

- Los métodos dinámicos de valoración de empresas, es decir aquellos basados en los flujos efectivo que estas generan, antes que en los rubros contables, nos permiten obtener una valoración más real de las mismas. Para determinar el valor de titularización en las PYMES constructoras de la ciudad de Quito se ha desarrollado un procedimiento formal y técnico, en el cual se han considerado los costos no financieros del proceso, la tasa de descuento a aplicar y la cobertura de riesgo; lo que ha determinado que la titularización propuesta es totalmente factible.
- El desarrollo de las PYMES del sector de la construcción en el Ecuador no ha alcanzado los niveles deseados en materia de economía, crecimiento laboral y acceso a los recursos que abastezcan su operación, debido a que contamos con un acceso limitado de las PYMES del sector de la construcción al mercado de capitales, ya que no existe categorización de las PYMES que asesore, direcciona, facilite e incentive su acceso a los diferentes servicios del mercado de capitales según su capacidad de gestión
- Conforme a la investigación y estudio realizado se diseñó un mecanismo de categorización para PYMES del sector de la construcción del cantón de Quito, mediante el diagnóstico situacional de las empresas, basado en la matriz General Electric (Matriz GE), mecanismo que permite direccionar su acceso al financiamiento en el mercado de capitales de acuerdo a su capacidad de gestión.
- Mediante la aplicación de la categorización propuesta para PYMES del sector de la construcción del cantón de Quito, se determinó que el mecanismo más adecuado para acceder al financiamiento en el mercado de capitales de acuerdo a su capacidad de gestión es la titularización ya que es aplicable y viable en todas las empresas aptas para incursionar en este ámbito.

## RECOMENDACIONES

- Se propone que a través de facilitar el financiamiento a largo plazo y a menor costo y establecimiento de una adecuada regulación y supervisión independiente de los regulados. Estas son las condiciones necesarias mínimas para incentivar la eficiencia, confianza y seguridad en el mercado de valores.
- Los actuales entornos de mercado son altamente competitivos, por lo que las PYMES constructoras del DMQ requieren mejorar su gestión integral, para incrementar su capacidad competitiva, disminuir el riesgo asociado a la emisión y hacer más atractiva la oferta de títulos valores que emitan.
- Se recomienda comunicar los resultados de esta investigación a los directivos de las PYMES constructoras de Quito, para que puedan hacer uso práctico de la misma. Dado que la titularización es una herramienta de financiamiento que no permite que el margen de endeudamiento aumente y optimiza el uso de los activos ilíquidos para que presenten liquidez de acuerdo a las expectativas financieras.
- Cuando existe un costo inferior al endeudamiento financiero, es recomendable que las PYMES constructoras de Quito con capacidad de emisión, utilicen esta figura para generar recursos operativos a bajo costo y sin incrementar su riesgo. Dado que los métodos dinámicos de valoración de empresas son los más eficientes, se debe aprender a utilizarlos con solvencia para aplicarlos en nuestra vida profesional.
- Difundir en el sector empresarial, la viabilidad económica y financiera de acceder al financiamiento que oferta el mercado de capitales, mediante sus diversos mecanismos de acceso, e incentivar su acceso para ser beneficiario de sus múltiples ventajas, entre las cuales destacan: los montos altos, tasas bajas y largos plazos.

## LISTA DE REFERENCIAS

- Agencia Municipal de Desarrollo, C. (01 de 03 de 2013). *Invierta en Quito*. Recuperado el 01 de 11 de 2013, de [http://www.inviertaenquito.com/index.php?option=com\\_content&view=article&id=36&Itemid=91&lang=es](http://www.inviertaenquito.com/index.php?option=com_content&view=article&id=36&Itemid=91&lang=es)
- Araque W. (enero de 2012). *Caracterización de PYMES comercial del cantón Machala 2012 Observatorio PYMES Universidad andina Simón Bolívar, sede Ecuador*. Obtenido de [http://www.uasb.edu.ec/UserFiles/381/File/Las\\_PYMES\\_y\\_su.pdf](http://www.uasb.edu.ec/UserFiles/381/File/Las_PYMES_y_su.pdf)
- Asamblea Constituyente, C. d. (2006). *Ley del Mercado de Valores, Título XV "Del Fideicomiso Mercantil y Encargo Fiduciario"*. Quito: Asamblea Constituyente.
- Banco Central del Ecuador, B. (02 de 01 de 2014). *Banco Central del Ecuador, Estadísticas Anuales*. Recuperado el 25 de 02 de 2014, de <http://www.bce.fin.ec/docs.php?path=../documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/Anuario/Anuario29>
- Banco Mundial, B. (2010). *Assessment and observations on the payments, remittances and securities clearance and settlement systems of Ecuador*. Quito: Banco Mundial.
- Barrera A. (2013). *Informe de Gestión Alcalde, enero a junio 2013*. Quito: Disponible en [http://www.quito.gob.ec/lotaip2013/m/INFORME\\_DE\\_GESTION\\_2013\\_AUGUSTO\\_BARRERA.pdf](http://www.quito.gob.ec/lotaip2013/m/INFORME_DE_GESTION_2013_AUGUSTO_BARRERA.pdf).
- BIESS. (01 de 12 de 2013). *Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social*. Recuperado el 20 de 11 de 2013, de [www.tienda.biess.fin.ec](http://www.tienda.biess.fin.ec)
- Bolsa de Valores de Quito, B. (05 de 11 de 2012). *Bolsa de Valores de Quito, naturaleza y funciones*. Recuperado el 20 de 02 de 2014, de <http://www.bolsadequito.info/inicio/quienes-somos/naturaleza-y-funciones/>
- Bolsa de Valores de Quito, B. (01 de 01 de 2013). *Bolsa de Valores de Quito*. Recuperado el 02 de 12 de 2013, de <http://www.bolsadequito.info/inicio/conozca-el-mercado/las-casas-de-valores/>

- BVQ. (24 de enero de 2006). Obtenido de [http://www.bolsadequito.info/uploads/normativa/mercado-de-valores/ley-de-mercado-de-valores/110128030015-8e07b1fda10c4caa96ea3c6fc39fc35e\\_mervalores.pdf](http://www.bolsadequito.info/uploads/normativa/mercado-de-valores/ley-de-mercado-de-valores/110128030015-8e07b1fda10c4caa96ea3c6fc39fc35e_mervalores.pdf)
- BVQ. (2006). *Ley de Mercado de Valores* .
- BVQ. (24 de enero de 2006). *Mercado de Valores*. Obtenido de [http://www.bolsadequito.info/uploads/normativa/mercado-de-valores/ley-de-mercado-de-valores/110128030015-8e07b1fda10c4caa96ea3c6fc39fc35e\\_mervalores.pdf](http://www.bolsadequito.info/uploads/normativa/mercado-de-valores/ley-de-mercado-de-valores/110128030015-8e07b1fda10c4caa96ea3c6fc39fc35e_mervalores.pdf)
- Casal, J. (2009). *Muestreo estadístico, 3ra. Edición*. Valencia: Altas Cumbres.
- Clarke & Asociados, B.-C. (2009). *Informe de cooperación técnica: Fortalecimiento y Desarrollo del mercado de capitales en el Ecuador*. Quito: BCE-CAF.
- Dumrauf G. (2010). *Finanzas Corporativas*,. México: 2da Edición. Alfaomega.
- EKOS. (2009). El mercado de valores en el Ecuador. *Revista EKOS, Edición Especial No. 184*, 48.
- FLACSO. (2012 ). *Sector de la construcción* . Quito: Boletín de análisis sectorial.
- Fondos Pichincha, E. (01 de 01 de 2012). *Fondos Pichincha*. Recuperado el 15 de 07 de 2013, de [http://www.fondospichincha.com/paginas/tipos\\_fideicom.html](http://www.fondospichincha.com/paginas/tipos_fideicom.html)
- García & Rodríguez, J. F. (2011). *Gestión de riesgos en proyectos de construcción* . Madrid: Universidad Complutense.
- ICEX. (2013). *España Exportaciones e importaciones*, . Obtenido de <http://www.icex.es/icex/es/navegacion-principal/todos-nuestros-servicios/informacion-de-mercados/paises/navegacion-principal/noticias/4685563.html?idPais=EC>
- Instituto Nacional de Estadística y Censos, I. (2013). *Encuesta Nacional de Empleo 2012*. Quito: INEC.
- Investor Services, B. (01 de 07 de 2013). *Sociedad Calificadora de Riesgos Investor Services, BRC*. Recuperado el 02 de 12 de 2013, de [http://brc.com.co/inicio.php?Id\\_Categoria=198](http://brc.com.co/inicio.php?Id_Categoria=198)
- Johanson, L. (2011). *Mercado de Valores*. México D.F.: Prentice Hall - RTAC II.
- LMV. (2006). *Ley de Mercado de Valores codificación*, . Quito: H. Congreso Nacional.
- Ministerio de Industrias y Productividad, M. (01 de 01 de 2012). *Ministerio de Industrias y Productividad*. Recuperado el 20 de 11 de 2013, de

- <http://www.industrias.gob.ec/>
- Ministerio de Industrias y Productividad, M. (01 de 01 de 2012). *Ministerio de Industrias y Productividad*. Recuperado el 20 de 11 de 2013, de <http://www.industrias.gob.ec/>
- Ministerio de Industrias y Productividad, M. (01 de 01 de 2012). *Ministerio de Industrias y Productividad*. Recuperado el 20 de 11 de 2013, de <http://www.industrias.gob.ec/>
- MIPRO. (01 de 01 de 2012). *Ministerio de Industrias y Productividad*. Recuperado el 20 de 11 de 2013, de <http://www.industrias.gob.ec/>
- Naranjo K. (2007). *Importancia de las PYMES*,. Obtenido de <http://www.dspace.espol.edu.ec/handle/123456789/5633>
- Novoa R y Novoa G. (1995). *Derecho del mercado de capitales* . Santiago de Chile: Editorial Jurídica de Chile,.
- Observatorio de la Economía Latinoamericana. (2012). *Caracterización de PYMES comercial del Cantón Machala, Número 169*, . Obtenido de <http://www.eumed.net/cursecon/ecolat/ec/2012/>
- Prime, E. (2012). *Gestión Estratégica Integral, 2da. Edición*. México D.F.: Prentice Hall.
- SENPLADES. (2013). *Costos para salir del subdesarrollo*. Obtenido de <http://www.planificacion.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2012/10/Costos-para-salir-del-subdesarrollo-febrero-2012.pdf>
- Servicio de Rentas Internas, S. (2014). *Informe comparativo de recaudación tributaria, 2013*. Quito: SRI.