



**UNIVERSIDAD DE ESPECIALIDADES ESPÍRITU SANTO**

**FACULTAD DE ECONOMÍA Y CIENCIAS ADMINISTRATIVAS**

**TÍTULO: COSTOS Y BENEFICIOS DE LA EMISIÓN DE  
OBLIGACIONES Y EL APALANCAMIENTO FINANCIERO ANTE  
IMPUESTOS CORPORATIVOS**

**TRABAJO DE TITULACIÓN QUE SE PRESENTA COMO REQUISITO  
PREVIO A OPTAR EL GRADO DE CONTADOR PÚBLICO  
AUTORIZADO**

**NOMBRE DEL ESTUDIANTE:  
MARÍA CECILIA VIEJÓ PARREÑO**

**NOMBRE DEL TUTOR:  
ING. CHRISTIAN MORÁN**

**SAMBORONDÓN, NOVIEMBRE 2014**

# **COSTOS Y BENEFICIOS DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES Y EL APALANCAMIENTO FINANCIERO ANTE IMPUESTOS**

**Autora: María Viejó Parreño**

## **Resumen Ejecutivo**

La creciente participación de empresas en el mercado de valores pone de manifiesto que la forma de financiarse a través de la emisión de obligaciones ha tenido éxito en el país; en consecuencia, el presente estudio tiene como finalidad analizar la importancia de este mecanismo; para ello, fue necesario evaluar los costos que se deben incurrir en este proceso. Se consideraron los intermediarios como el estructurador, casa de valores, calificadora de riesgo, agente pagador quienes son los que generan parte de los costos. Adicionalmente, se analizó el apalancamiento financiero en los impuestos corporativos. Los métodos de investigación utilizados fueron de tipo bibliográfico y análisis de casos, este último permitió realizar proyecciones que proporcionaron respuestas al problema planteado. Según el análisis realizado, los resultados del financiamiento por medio de obligaciones estarán en función del tipo de tasa que se ofrezca y de los costos de la emisión, así como del tiempo y del monto requerido.

Palabras clave: finanzas, emisión de obligaciones, bolsa de valores, apalancamiento financiero, impuestos corporativos.

# **COSTOS Y BENEFICIOS DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES Y EL APALANCAMIENTO FINANCIERO ANTE IMPUESTOS**

**Autora: María Cecilia Viejó Parreño**

## **Abstract**

The growing participation of companies in the stock market shows that this form of financing has been successful in the country; therefore, the present study is to analyze the importance for a company to issue debentures; for it is necessary to evaluate the costs it must incur. Intermediaries such as structuring, brokerage, risk rating, paying agent who are generating some of the costs were considered. In addition, financial leverage on corporate tax was analyzed. The research methods used were literature review and case analysis, the latter allowed for projections provided responses to the problem. According to the analysis, the results of financing through bonds will depend on the type of rate that is offered and the costs of issuance and the time and the amount required.

Keywords: finance, bond issues, stock exchange, financial leverage, corporate tax.

## **INTRODUCCIÓN**

En el Mercado de Valores intervienen oferentes y demandantes en pro de realizar transacciones que favorezcan el intercambio de títulos o papeles denominados como valores, aquí se hace factible la canalización de recursos económicos hacia actividades productivas, primordialmente de mediano y largo plazos.

En una economía, el papel que desempeña el mercado de valores es importante debido a que genera el aumento de transferencias de recursos entre los participantes de un sistema económico; lo que a su vez, aumenta la productividad y acumulación de riquezas dentro de un país, aumentando la producción. Es por ello que (Tosoni, 2008) indica que este ciclo de inversión contribuye al desarrollo de una economía.

La ventaja que representa el mercado de valores para las empresas y los inversionistas es que las transacciones de títulos de valor u obligaciones se realizan de forma distinta al del sistema financiero; es decir, que la empresa recibe directamente los recursos de los inversionistas, quienes a su vez obtienen una rentabilidad que la empresa emisora les da. De esta manera el sistema financiero, que representa un alto costo para las organizaciones que requieren financiamiento y un bajo beneficio para los inversionistas, queda fuera de la movilización de recursos que se genera en el mercado bursátil, lo que hace más atractivo este medio de financiamiento. Según (Tosoni, 2008) las tasas que se fijan a los instrumentos usados en el mercado de valores, suelen ser mayores que una tasa pasiva y menores que una tasa activa, el plazo también es más amplio que el ofrecido por el sistema financiero tradicional.

La emisión de obligaciones es un mecanismo financiero alternativo que ha mostrado constante desarrollo y que ha sido utilizado por más de cien compañías durante el año 2013 en el Ecuador, según datos que muestra la (Superintendencia de Compañías: dirección de estudios, 2013) así, el objeto de esta investigación es analizar y determinar los costos, beneficios y la forma de conseguir apalancamiento por medio de los impuestos que implica la emisión de obligaciones para las empresas. En este estudio se explicará la forma en que las organizaciones que participan en el mercado bursátil se benefician del financiamiento por medio de la emisión de obligaciones. Con la finalidad de tener una perspectiva íntegra, se analizarán el costo y el beneficio de la emisión de obligaciones, así como también el apalancamiento financiero ante impuestos corporativos.

## **FUNDAMENTACIÓN TEÓRICA**

### *Mercado de valores*

Según información de la (Ley de Mercado de Valores, 2006, pág. art. 3) el mercado de valores es una herramienta o medio de financiamiento que usan las empresas para obtener recursos que contribuyan al crecimiento de la organización, canalizando aquellos recursos financieros negociables hacia las actividades productivas, por medio de la negociación de obligaciones. Esta conforma una fuente de financiamiento directa donde no existe el intermediario, que en este caso serían las instituciones financieras (Bancos, Cooperativas y entidades afines), lo que lo vuelve más atractivo para los inversionistas y para los que buscan financiamiento, porque las tasas de rentabilidad y la tasa de interés son más

beneficiosas, tanto para el que requiere de financiamiento, como para el que invierte.

(Superintendencia de Compañías, 2012) El Mercado de Valores, en la última década (2000-2010) ha tenido un mayor impacto en la sociedad ecuatoriana y esto se debe a las nuevas alternativas (fuentes) de inversión y financiamiento que se han establecido por un fenómeno socio-económico y por la globalización; lo cual genera un intercambio de ideologías, culturas y políticas entre países vecinos, creando escenarios más atractivos para el desarrollo de nuevas inversiones.

El mercado bursátil se encuentra compuesto por cuatro segmentos, los cuales comprenden el público, el privado, el primario y el secundario, los mismos que se explican a continuación (H. Congreso Nacional, 2006, pág. título VII):

- Público: donde se realizan las negociaciones de los títulos de valor por medio de una casa de valores.
- Privado: cuando no interviene una casa de valor en la negociación.
- Primario: es la primera colocación que realiza una empresa cuando incursiona en el mercado de valores, donde el emisor espera obtener los recursos.
- Secundario: hace referencia a las transacciones o colocaciones posteriores a la primera que realice una empresa.

Así como en el mercado de bienes existen entes reguladores gubernamentales y no gubernamentales, en el mercado bursátil también existen los organismos de control que actúan con la finalidad de regular el mercado para que las transacciones que se realicen sean en los términos más justos posibles.

### *Participantes del Mercado de Valores*

Según (Brealey, Myers, & Allen, 2006) son varias las entidades que intervienen en la regularización y monitoreo del buen funcionamiento del mercado de valores para que las negociaciones se realicen de forma transparente, esto dependerá de la legislación de cada país.

Para la (Ley de Mercado de Valores, 2006, págs. títulos II, III y X ), la definición legal es la siguiente:

- Las bolsas de valores participan en la regularización del mercado de valores por medio de las políticas y normativas que se establecen para realizar sus actividades.
- La Superintendencia de Compañías es la entidad que se encarga de hacer cumplir la política general del mercado de valores y de controlar la participación de los elementos por medio de la Intendencia de Mercado de Valores.
- El Consejo Nacional de Valores es el que dicta la normativa que regula dicho mercado.
- Las casas de valores son compañías que tienen como finalidad ser intermediarias entre la oferta y demanda de los valores negociables en una Bolsa de Valores, son controladas por la Superintendencia de compañías.

Se evidencia entonces que estas son las entidades que intervienen en el proceso de comercialización de títulos de valor u obligaciones que se generan en el mercado bursátil. En consecuencia, también es importante mencionar aquellas

organizaciones que se encuentran aptas para participar como emisoras en el mercado de valores.

#### *Aptos para emitir obligaciones*

En el mercado de valores ecuatoriano, aquellos que se encuentran en la capacidad de emitir obligaciones según la (Bolsa de Valores de Quito, 2014) son:

- Sociedades anónimas: empresas constituidas bajo esta personería y que son reguladas por la Superintendencia de Compañías.
- Compañías limitadas: las cuales son empresas reguladas por la Superintendencia de Compañías.
- Las divisiones de empresas extranjeras: solo aquellas que se encuentren operando en territorio nacional.
- Organismos gubernamentales: los cuales deben emitir obligaciones por medio de una emisora de títulos de valor, estos pueden ser Municipios, Consejos Provinciales e Intendencias, entre otros. Además, de apegarse a lo establecido en el Reglamento para la participación del sector público en el registro del mercado de valores.

Todas estas organizaciones tienen a su disposición varias alternativas para participar en este mercado, lo que les permite obtener recursos dentro del mercado de valores. El mecanismo o instrumento más utilizado es la obligación, según el informe de la (Superintendencia de Compañías: dirección de estudios, 2013) como dato comprobatorio es que el 30% de los valores de autorizaciones en la oferta pública pertenecieron a la emisión de obligaciones.

#### *Bonos u Obligaciones*



Según (Espinoza, 2007) esta es una herramienta empleada por las empresas para financiar sus proyectos a un menor costo, se caracterizan por ser valores mobiliarios de renta fija que forman parte de un empréstito, la renta es fija, queda limitada y bien definida por cláusulas. La modalidad de este producto financiero consiste en elaborar un contrato de préstamo en el que el derecho del prestamista al reembolso queda incorporado a un título de valor, que en este caso serían los bonos, donde también quedan establecidos el pago de los intereses correspondientes y su forma de pago.

#### *Características de los Bonos*

La variedad de títulos de valor negociables que se emiten en una Bolsa de Valores, son los que se estipulan en la Ley de Mercados de Valores entre los cuales se encuentran los bonos que poseen las siguientes características.

1. Representan un préstamo por parte de los acreedores.
2. El tenedor no tiene ningún derecho en la administración, debido a que es un préstamo.
3. En el caso que la empresa cierre, estas obligaciones se pagan antes que el pago a los accionistas.
4. El que adquiere los bonos tiene el derecho a cobrar intereses y el capital invertido en ellos.

#### *Clasificación de los Bonos*

Acorde a lo expuesto por (Meoño & Escoto, 2006) los bonos se clasifican según los siguientes aspectos:

- Según la pertenencia, son nominativos y al portador, aquellos que pertenecen a la forma del tenedor. Son mixtos, los que se emiten al nominal pero los cupones al portador.
- Según la forma de emisión, se clasifican en prima que significa bajo la par o con descuento sobre el valor nominal, esta figura se da cuando no hay oferta sobre dichos bonos en el mercado de valores; otra forma es sin prima, es decir a la par.
- Según el tipo de cupones, podrían ser con cupón vencido; esto quiere decir, que se pagan al término del periodo. Con cupón anticipado; esto quiere decir, que se cobra antes del primer periodo establecido en el contrato. Finalmente, existen bonos con cupón cero, esto significa que los intereses se acumulan hasta la fecha de amortización.

#### *Beneficios en la emisión de bonos*

Como se mencionó anteriormente, la emisión de obligaciones o título de valor es una herramienta que beneficia tanto al inversionista como al acreedor; es así que (Marks, 2012) indica que este tipo de inversión o financiamiento posee varios beneficios, los mismos que se mencionan a continuación.

#### *Menor costo de financiamiento*

- Las tasas de interés son más bajas que las de los bancos.
- Facilidades en la extinción de la deuda sin costos adicionales.

#### *Flexibilidad en las operaciones*

- No es necesaria la entrega de garantías específicas al momento de emitir la deuda.

- Se puede adecuar la estructura de la deuda a los flujos generados por la empresa.

*Facilidades en la extinción de la deuda*

- Sin costos adicionales.
- Libre disponibilidad de los recursos.

*Beneficios de la dirección de la empresa*

- Reducción del apalancamiento bancario.
- Deja de depender de las políticas crediticias del país.
- Genera una estructura óptima de financiamiento.

*Prestigio e imagen*

- Si el precio de la acción de la empresa sube, la publicidad es a favor.
- Si el precio de la acción baja, la publicidad es en contra.

*Consolidación comercial*

- Permite que clientes, proveedores e inversionistas puedan estar involucrados directamente con la empresa.

Cabe señalar que según la (Gitman & Joehnk, 2005) existen varios tipos de obligaciones:

*Bonos corporativos*

Son títulos de valor que pueden ser emitidos por empresas o corporaciones, como su mismo nombre lo indica con la finalidad de obtener liquidez para realizar sus actividades productivas, estos títulos representan obligaciones de deuda contraída por una corporación, las mismas que deberán ser

pagadas a la tasa de interés que la empresa establezca y que sea beneficiosa, tanto para los que adquieren los bonos como para el emisor.

Es por ello que (Sablich, 2012) indica; de forma general, que se puede decir que el pago de esos intereses se realiza semestralmente y que el capital es devuelto en la fecha de vencimiento que la empresa haya propuesto al inversionista.

### *Acciones*

Son las partes por las que está conformado un capital social, siempre de manera equitativa, los acreedores de cada una de las partes son denominados accionistas; siendo así, pueden tomar decisiones con respecto a la empresa o su funcionamiento, dependiendo del número de acciones que posea.

(Galindo Lucas, 2008) Indica que esta constituye la intervención de un socio o capitalista dentro de la empresa a la que pertenece. Las empresas comercializan acciones por medio del mercado de valores para obtener dinero.

Información de la (Superintendencia de Compañías: dirección de estudios, 2013) indica que las acciones y los bonos corporativos son los más usados en el mercado bursátil. Las emisiones de estos títulos de valor se realizan de acuerdo a los que participen en esta acción y considerando la legislación vigente emitida por el Consejo de Valores.

### *Tipos de Oferta*

Según (Gitman & Joehnk, 2005) existen dos tipos de oferta que se dan en el mercado de valores, la pública y la privada:

- La pública, es una oferta directa que se da en el mercado y se asume el riesgo de la tasa de interés durante el plazo de colocación, dependiendo de la empresa estos se colocarán con mayor rapidez o viceversa.
- La privada, se la realiza entre los mismos socios de la compañía o invitados especiales y el número de obligaciones tendrá un límite.

Dependiendo de lo que la empresa requiera, se elegirá una forma de ofertar las obligaciones en el mercado de valores para obtener los beneficios que verdaderamente contribuyan al desarrollo de la organización.

#### *Relación de Teorías*

Una empresa que tome la decisión de emitir bonos corporativos u obligaciones tiene que evaluar cuán eficiente es tomar esta medida como una fuente de financiamiento para la compañía. A lo largo de los años se han venido descubriendo los beneficios y las desventajas para esta alternativa financiera. Entre algunas ventajas primordiales para la empresa emisora destacan, según(Brealey, Myers, & Allen, 2006):

- El valor después de impuestos, porque el Gobierno adquiere una comisión proveniente de la deuda.
- Es un medio de financiamiento a largo plazo.
- Variabilidad de la deuda.
- Los bienes y acciones de los inversionistas llegan de manera directa a la empresa, sin necesidad de la participación de terceras personas.

Por otro lado se encuentran aquellas desventajas que hacen dudar a la compañía en entrar al mercado de valores, algunas de ellas acorde a lo mencionado por(Villareal, 2008) son:

- Incremento del riesgo financiero de la empresa.
- Reducción de la flexibilidad del emisor para obtener financiamiento.
- Condiciones en el mercado de obligaciones, tasas de interés altas.

Como todo sistema, este también presenta sus ventajas y desventajas; sin embargo, hay que mencionar que la emisión de títulos de valor en el mercado bursátil se los realiza con la intención de optimizar el funcionamiento de una empresa; es decir, aumentar su rendimiento. Es así que por medio de la participación en este mercado es posible conseguir lo que se conoce como apalancamiento, el cual puede ser operativo o financiero (Brull, 2007).

#### *Apalancamiento Financiero*

Hace referencia a la obtención de recursos por parte de una empresa mediante la contracción de deuda, apalancamiento financiero es el nombre de esta acción. Aquí interviene un tercero, es decir un agente particular a la empresa que es quien realiza una inversión en la misma, contribuyendo a que esta sea capaz de generar sus recursos financieros y pueda recompensar la inversión realizada (Briseño, 2006).

#### *Apalancamiento Operativo*

Este, a diferencia del apalancamiento financiero, se enfoca en la parte operativa de una empresa; es decir, se busca mejorar y optimizar la productividad mediante el manejo adecuado y reducción de los costos y gastos, pero

manteniendo la misma capacidad de producción, esto se genera más cuando una organización se maneja por economía de escala. Este apalancamiento es aplicado a los gastos de operación, administrativos, comercialización, los de emisión de obligaciones y formalización de deuda (Briseño, 2006).

Para poder realizar este tipo de apalancamiento es necesario conocer cuál es el costo en el que una empresa incurre al momento de emitir obligaciones, cuáles son esos elementos que lo conforman.

#### *Elementos que forman parte de los costos en la emisión de obligaciones*

Siendo más beneficioso para una empresa el emitir obligaciones, es también necesario saber el costo que esto representa para la misma. A simple vista se puede considerar que el costo de emisión de obligaciones es solamente la tasa de rentabilidad que ofrece la empresa a sus inversionistas; no obstante, son varios los elementos que intervienen para que se lleve a cabo esta acción, por lo que es necesario tomarlos en cuenta como parte de los costos que representa la emisión de obligaciones, tales como (Dirección de estudios de mercado de valores, 2006):

- La conformación de la emisión: hace referencia a la asesoría que contrata la empresa a una casa de valores para que realice la estructuración más factible de los valores u obligaciones a emitir en el mercado de valores según(H. Congreso Nacional, 2006, pág. art. 161), la cual fue reformada en el año 2014 por la Asamblea Nacional.
- Valoración del riesgo: es el proceso donde califican a la empresa en base a su solvencia financiera, la capacidad que tiene para

cumplir con el pago de las deudas que propone emitir y las correspondientes al giro del negocio, entre otros aspectos que serán considerados según la Ley lo establezca y la normativa interna de las Calificadoras de Riesgo debidamente registradas y aptas para este efecto.

La calificación de riesgo es un requisito para que la empresa pueda registrarse como emisora, según el artículo 20 de la Ley de Mercado de Valores.

Otro punto importante es que en el artículo 161 de la misma ley, se exige que durante el plazo de vigencia de la obligación emitida, se mantenga actualizada la calificación de riesgo.

- Convenio de representación: según dictamina la Ley de Mercado de Valores en su artículo 165, la empresa que emite las obligaciones debe celebrar un contrato con una representante de los obligacionistas, que no es más que una persona jurídica que se encargará de velar porque se cumpla el pago que ofrece la emisora con aquellas personas que adquieran los títulos de valor mientras dure el plazo de vigencia, protegiendo los derechos e intereses de los obligacionistas.
- Agente pagador (optativo): la empresa debe registrar un ente que se encargue de realizar los pagos pertinentes a los intereses y capitales a los obligacionistas. Este agente puede ser la organización que emite las obligaciones, también se puede realizar un convenio con una institución financiera.



- Proceso de oferta pública: hace referencia a dar a conocer la oferta al público en general o sector específico donde se negociarán las obligaciones, para lo cual es necesario emitir un documento con determinadas características exigidas por la Ley, el mismo que deberá ser aprobado por la Superintendencia de Compañías.
- Registro en el Mercado de Valores: presentar la solicitud a la Superintendencia de Compañías con la escritura pública de emisión y los demás documentos necesarios. Para la inscripción es necesario pagar el valor que el Consejo Nacional de Valores determine en la tabla de contribución que expide cada año.
- Los gastos de publicidad por la emisión de las obligaciones: estos gastos deben ser notariales y certificados.
- Costo por la tasa de interés que se ofrece: las mismas que pueden ser fija o reajutable.
- Costo por impuestos que deben pagar: en este caso, el único impuesto que interviene es el impuesto a la renta, que es el que afecta a la utilidad de la compañía o a la ganancia del inversionista, pero existen tratamientos fiscales especiales para los ingresos generados por la emisión de obligaciones, que más adelante se mencionará. Así también, la tasa de participación de utilidades a trabajadores es considerada un impuesto corporativo, esta afecta a la utilidad y se calcula antes del impuesto a la renta, comprende el valor de las utilidades correspondiente a ese año que debe ser repartido entre los trabajadores de la empresa.

Como parte de los costos se mencionó la tasa de interés que la empresa ofrece y que puede adoptar dos modalidades:

*Tasa de interés fija*

Es la tasa que se fija cuando se emiten las obligaciones y no cambiará hasta el vencimiento de su plazo, se basa en la tasa que se encuentre vigente en el momento de la emisión de la obligación (Gonzalo, 2007).

*Tasa de interés reajutable*

Estará sujeta a los cambios que se den en la tasa pasiva referencial que el Banco Central del Ecuador (BCE) anuncie cada determinado tiempo; es decir, los pagos que se realicen de esas obligaciones, estarán sujetos a la tasa referencial que se encuentre en vigencia en ese momento (Jordán & Ferrand, 2004).

*Método para valoración de las inversiones*

Es importante señalar que anteriormente en el mercado de valores ecuatoriano no existía un proceso estandarizado para la determinación de la tasa de rendimiento o el valor de la inversión en los títulos de valores y; con el pasar del tiempo, al tomar más importancia este mercado, se estableció un procedimiento que homogenice las medidas de valoración de una inversión, mediante resolución CNV003-2005 expedida y publicada el 10 de abril del 2005, se estableció el Manual operativo para la valoración a precios de mercado de valores de contenido crediticio y de participación y procedimientos de aplicación.

Con este manual, existe un reporte llamado vector de precios en donde se registran los montos y las tasas efectivas de descuento de los títulos de valor emitidos en la bolsa de valores, ya sean obligaciones, titularizaciones, etc. que cumplen con las normativas técnicas estipuladas en el manual en mención y en el

cual las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil se encuentran obligadas a emitirlo diariamente conforme al procedimiento que se indique (Consejo Nacional de Valores, 2009).

Según este manual, existen dos comités que se encargan de evaluar el proceso de valoración de las inversiones, Comité de apelaciones que es al que se puede recurrir al momento de que exista alguna inconformidad con las operaciones tomadas en cuenta para la valoración de las inversiones (Consejo Nacional de Valores, 2009); y, el Comité consultivo interinstitucional que es el que se encarga de evaluar las impugnaciones que se realizaren y del cambio del método de valoración de las inversiones (Consejo Nacional de Valores, 2009).

Los pasos que conforman el proceso de valoración son (Consejo Nacional de Valores, 2009):

- Muestra: en el número de transacciones que son usadas para el análisis y el posterior establecimiento de la valoración de las inversiones, está conformada por las transacciones efectuadas al contado y que se encuentren en los últimos 60 días laborables, con un plazo de cumplimiento de  $t+3$ , es decir la fecha en que se hace la negociación ( $t$ ) hasta tres días máximo en donde esta se haga efectiva.
- Filtrar la muestra: quiere decir escoger de la muestra las emisiones que se realizaron y que cumplen con estos parámetros generales, un monto mínimo de US\$ 10.000 (si es menor a este valor, no se tomará en cuenta la transacción) y una tasa de variación máxima

del 10% de rendimiento (si es mayor a esta, no se tomará en cuenta para el procedimiento).

- Categorización: en este paso, se procede a clasificar las transacciones según ciertas características como:
  - Clase: se distingue la clase de título (obligaciones, bonos, titularizaciones, etc.) y el sector al que pertenece el emisor (sector público, sector privado, financiero, no financiero).
  - Calificación de riesgo: es la calificación que realiza la calificadora de riesgos (A, AA, AAA, AAA+, AAA-, etc.)
  - Tasa: es la clase de tasa que rinden los títulos de valor analizados (libor, activa, pasiva, prime, fija).
  - Moneda: se refiere a la moneda en que se realizó la denominación del título (dólares, euros).
  - Días de plazo: es el vencimiento de los títulos, se clasifican por rangos de días.
- Establecimiento de precios, tasas y márgenes: existen dos formas de establecer estos elementos.
  - La tasa promedio de la muestra escogida.
  - La tasa estimada, que se conforma del margen de rendimiento y la tasa referencial de los títulos.
- Revisión: será realizada por la Bolsa de Valores, comparará los precios de una publicación anterior con la que le precede o se encuentran a punto de publicar, si la variación de alguno de los

elementos de estudio es mayor al 10%, se analizará el caso ante el Comité consultivo interinstitucional.

- **Publicación:** se da a conocer la valoración del título o conjunto de títulos.
- **Apelación (si la hubiere):** como se mencionó anteriormente, la apelación hace referencia a la denuncia de alguna inconsistencia en el proceso de valoración.

## **METODOLOGÍA**

La metodología a utilizar para el análisis de este trabajo es cuantitativa, en donde se expondrán los datos numéricos obtenidos y su análisis, con lo cual se podrá realizar proyecciones o plantear escenarios que proporcionen respuestas al problema planteado, buscando conocer los costos en los que una empresa incurre por emitir obligaciones en el mercado de valores ecuatoriano y la forma en que puede conseguir apalancamiento usando este medio (Malhotra, Martínez, & Rosales, 2004).

### *Diseño de la investigación*

La presente investigación está direccionada a mostrar los costos en los que una empresa incurre al emitir obligaciones y la forma en que esta se apalanca financieramente en lo que respecta a los impuestos que se encuentra obligada a pagar.

El análisis y la investigación permitirán establecer los costos y beneficios de la emisión de obligaciones y de qué forma se puede obtener un apalancamiento financiero en base a los impuestos corporativos que esta actividad conlleva para una empresa.

Mediante el planteamiento de un esquema de investigación se delinearé la información que se presentará (Namakforoosh, 2005).

- La investigación exploratoria es necesaria para conocer el problema y su situación actual.
- Con la investigación descriptiva se establecerán las variables que se deben tomar en cuenta en la obtención de los datos de fuentes bibliográficas para su posterior análisis.
- Finalmente, se relacionarán las variables para realizar el análisis pertinente y responder a la problemática planteada, por medio de investigación causal.

La finalidad es llegar a la respuesta del problema desde lo general a lo particular, logrando realizar un análisis más detallado y de fácil entendimiento para el lector.

#### *Fuentes y técnicas para la recolección de datos*

Para la realización de la presente investigación, se hace uso de libros, publicaciones, revistas científicas, manuales y leyes que contengan la información requerida para dar a conocer los costos, beneficios y cómo conseguir apalancamiento mediante los impuestos corporativos que implica la emisión de obligaciones para una empresa en el mercado bursátil de Ecuador; es decir, que la fuente de información que se usa es secundaria. Siendo un estudio netamente bibliográfico (Mercado, 2007), es necesario hacer uso de información confiable que lo ubique en un contexto y proporcione datos históricos que permitan desarrollar nuevas ideas en base a lo que ya se conoce y plantear, de la mejor forma, el objetivo de la investigación (Rodríguez, 2008).

Los sujetos de estudios son las empresas que participan en la emisión de obligaciones en el mercado de valores ecuatoriano, a partir de lo cual se planteará un escenario donde sea posible visualizar y detallar los beneficios, los costos y el apalancamiento financiero que se puede conseguir por medio de la emisión de obligaciones.

#### *Tratamiento de la información*

Para realizar la recolección de datos y para su posterior análisis, entre las variables que se considerarán y que son indispensables para el estudio se encuentran: los costos de emisión de obligaciones, una de las más importantes al momento de realizar las conclusiones; de igual manera, está el número de obligaciones emitidas; el nombre de las empresas emisoras; y, la calificación de riesgo debido a su gran relevancia para los inversores. Por otra parte, se hará uso de cuadros y gráficos para explicar de forma fácil lo que produce en una empresa la emisión de obligaciones.

### **RESULTADOS**

Según lo mencionado en el marco teórico, los costos en los que incurre una empresa al emitir obligaciones son varios, comprenden las contrataciones de otras empresas que realicen estudios económicos y que sean representantes de los que adquieren las emisiones, entre otros convenios que debe de realizar. A continuación, se detalla cada costo en los que incurre una empresa al realizar una emisión de obligaciones y su participación en los gastos totales.

DATOS DE LA EMISIÓN			COSTOS DE EMISIÓN						
Empresa	Monto de emisión	Plazo (días)	Estructuración Fin y Leg	Calificador de riesgo	Representante de obligacionistas	Institución Pagadora	Inscripción RMV*	Otros	Total costos de emisión
QUIMIPAC S.A.	2.500.000	1.800	12.500 29,76%	18.750 44,64%	8.000 19,05%	250 0,60%	1.250 2,98%	1.250 2,98%	<b>42.000</b>
PETROLRIOS	3.000.000	1.800	26.000 54,11%	7.000 14,57%	3.500 7,28%	3.000 6,24%	2.000 4,16%	6.550 13,63%	<b>48.050</b>
MANGROVEINN	1.500.000	1.800	15.000 34,72%	17.750 41,09%	8.800 20,37%	150 0,35%	750 1,74%	750 1,74%	<b>43.200</b>
SUNCHODESA	1.000.000	1.440	10.000 31,25%	14.500 45,31%	6.400 20,00%	100 0,31%	500 1,56%	500 1,56%	<b>32.000</b>
INDUSUR	5.000.000	1.800	50.000 54,05%	25.000 27,03%	12.000 12,97%	500 0,54%	2.500 2,70%	2.500 2,70%	<b>92.500</b>

Tabla #1: Estructura de los costos de emisión de obligaciones (año 2014)

Nota. \*Registro de Mercado de Valores (RMV). De “*Prospectos de oferta pública, emisión de obligaciones*”, por Superintendencia de Compañías. (2014). Guayaquil-Quito, Ecuador: Bolsa de Valores de Guayaquil-Bolsa de Valores de Quito.

Como se observa en la tabla #1, dentro de los costos en los que una empresa incurre para la emisión de obligaciones, el que representa una mayor participación dentro de esta estructura es el desembolso que se realiza al obtener una calificación de riesgo, con un promedio de 34,53%; por otro lado, el menor costo en el que se incurre es el agente pagador, con un promedio de 1,61%, esto sucede debido a que todas las empresas analizadas también constan como la institución responsable de realizar el pago; en consecuencia, solo se toma en cuenta el gasto de la gestión de pago que le representa a la empresa.



DATOS DE LA EMISIÓN			COSTOS DE COLOCACIÓN				
Empresa	Monto de emisión	Plazo (días)	Agente colocador	Bolsa de valores	Inscrip. y mant. BV	V. de interés a pagarse	Total costos de colocación
QUIMPAC S.A.	2.500.000	1.800	37.500 15,40%	2.250 0,92%	3.761 1,54%	200.000 82,13%	<b>243.511</b>
PETROLRIOS	3.000.000	1.800	4.500 1,71%	2.700 1,03%	900 0,34%	255.000 96,92%	<b>263.100</b>
MANGROVEINN	1.500.000	1.800	30.000 19,24%	1.350 0,87%	4.535 2,91%	120.000 76,98%	<b>155.885</b>
SUNCHODESA	1.000.000	1.440	20.000 19,62%	900 0,88%	1.016 1,00%	80.000 78,50%	<b>101.916</b>
INDUSUR	5.000.000	1.800	50.000 10,92%	4.500 0,98%	3.310 0,72%	400.000 87,37%	<b>457.810</b>

Tabla #2: Estructura de los costos de colocación de obligaciones (año 2014)

Nota. De “*Prospectos de oferta pública, emisión de obligaciones*”, por Superintendencia de Compañías. (2014). Guayaquil-Quito, Ecuador: Bolsa de Valores de Guayaquil-Bolsa de Valores de Quito.

En la estructura de costos de colocación de las emisiones, se determina que el valor por intereses que se debe pagar por las emisiones ofertadas es el costo más representativo, con un promedio de 84,38%, mientras que el menor costo lo conforma la comisión que se debe pagar a la bolsa de valores, con un promedio de 0,94%. Los costos de colocación son más altos porque se ha tomado en cuenta los intereses que se ofrece pagar por las emisiones, es importante mencionar que la tasa de interés que ofrecían las empresas analizadas es de 8%.

DATOS DE LA EMISIÓN			Total costos de emisión	Total costos de colocación	Costos totales
Empresa	Monto de emisión	Plazo (días)			
QUIMIPAC S.A.	2.500.000	1.800	42.000 14,71%	243.511 85,29%	<b>285.511</b>
PETROLRIOS	3.000.000	1.800	48.050 15,44%	263.100 84,56%	<b>311.150</b>
MANGROVEINN	1.500.000	1.800	43.200 21,70%	155.885 78,30%	<b>199.085</b>
SUNCHODESA	1.000.000	1.440	32.000 23,90%	101.916 76,10%	<b>133.916</b>
INDUSUR	5.000.000	1.800	92.500 16,81%	457.810 83,19%	<b>550.310</b>

Tabla #3: Estructura de los costos de emisión y colocación de obligaciones (año 2014)

Nota. De “*Prospectos de oferta pública, emisión de obligaciones*”, por Superintendencia de Compañías. (2014). Guayaquil-Quito, Ecuador: Bolsa de Valores de Guayaquil-Bolsa de Valores de Quito.

Realizando una comparación de los costos de emisión y de colocación en el mercado de valores de las obligaciones, se tiene que los que representan un mayor gasto son los de colocación, como se mencionó anteriormente, esto se debe a que se ha tomado en consideración el monto que se debería pagar sobre el valor emitido, según la tasa de interés que cada empresa ha propuesto.

DATOS DE LA EMISIÓN			Costos totales	CT/ME
Empresa	Monto de emisión	Plazo (días)		
QUIMIPAC S.A.	2.500.000	1.800	285.511	<b>11,42%</b>
PETROLRIOS	3.000.000	1.800	311.150	<b>10,37%</b>
MANGROVEINN	1.500.000	1.800	199.085	<b>13,27%</b>
SUNCHODESA	1.000.000	1.440	133.916	<b>13,39%</b>
INDUSUR	5.000.000	1.800	550.310	<b>11,01%</b>

Tabla #4: Costos totales de emisión y colocación de obligaciones sobre el monto emitido (año 2014)

Nota. De “*Prospectos de oferta pública, emisión de obligaciones*”, por Superintendencia de Compañías. (2014). Guayaquil-Quito, Ecuador: Bolsa de Valores de Guayaquil-Bolsa de Valores de Quito.

Los costos totales por las emisiones realizadas representan una tasa promedio de 11,89% sobre el monto emitido. Otro factor que se puede observar es que el monto más pequeño que se emite es de US\$ 1'000.000 y su costo representa el 13,39%, siendo esta la tasa más alta que se muestran en la tabla #4; mientras que una emisión de US\$ 5'000.000, posee un costo representado por una tasa de 11,01%, una de las más bajas que se muestran.

Los datos importantes que hay que mencionar para establecer el escenario en donde se observarán los beneficios de la emisión de obligaciones y el apalancamiento que se puede lograr son los siguientes:

- Se hará uso de un caso real, el cual hace referencia a FECORSA, empresa que realiza la emisión de obligaciones. La información que se presenta a continuación es tomada del prospecto que esta empresa presentó en el año 2014 (ver anexo).
- Como se mencionó en el marco teórico, los impuestos corporativos que afectarán a la empresa son:

Impuesto a la renta: 22%

Participación de trabajadores: 15%

- Según los datos obtenidos, la tasa de interés que es usada más frecuentemente se encuentra en el 8% y es de renta fija, pagadera cada 3 meses.
- Es importante aclarar que se hará uso de una empresa real que ha emitido obligaciones en el mercado de valores ecuatoriano.

## DISCUSIÓN

La empresa elegida es FERCOSA INDUSTRIAL Y COMERCIAL S.A. perteneciente al grupo Febres-Cordero con RUC 0991466436001, fue constituida en el año 1998, posee 2 sucursales en Quito y Machala, su matriz se encuentra en el km 3 ½ vía Durán-Bolicho. Su capital suscrito es de US\$ 1'810.000 y posee la misma cantidad de acciones con un precio de US\$ 1 cada una. La industria donde esta empresa desarrolla sus actividades es la metalmecánica, también comercializa motores industriales, generadores eléctricos, bombas de agua, maquinarias de construcción, montacargas, torres de iluminación y los correspondientes repuestos. Los sectores a los que se dirigen sus servicios y productos son el agrícola, industrial, petrolero y el de minas.

Los gastos en que se incurrieron al realizar la emisión de obligaciones se detallan a continuación:

Comisión de colocación (casa de valores)	\$ 100.000
Estructura financiera y legal	\$ 25.000
Calificación de riesgo	\$ 23.500
Representación de los obligacionistas	\$ 10.000
Inscripción en la Superintendencia de Compañías	\$ 2.500
Comisión de piso (BVG)	\$ 4.500
Agente de cobro y desmaterialización	\$ 3.000
Publicidad	\$ 500
Gastos notariales	\$ 3.500
<b>Gastos totales:</b>	<b>\$ 172.500</b>

Tabla #5: Gastos de emisión y colocación de obligaciones (año 2014)

Nota. De “*Emisión de obligaciones de FECORSA industrial y comercial*”, por Superintendencia de Compañías. (2014). Guayaquil-Quito, Ecuador: Bolsa de Valores de Guayaquil.

Los datos que se presentan a continuación pertenecen al balance general y el estado de resultados que la empresa presentó en su prospecto, sobre los cuales

se realizarán las demás proyecciones convenientes para explicar los movimientos que genera el emitir obligaciones y realizar un préstamo.

<b>FECORSA industrial y comercial S.A.</b>	
<b>Estado de situación financiera</b>	
<b>Al 28 de febrero del 2014</b>	
<b>Expresado en dólares completos</b>	
<b>Durán-Ecuador</b>	
<b>ACTIVOS</b>	<b>19.366.133</b>
<b>CORRIENTES</b>	<b>3.550.346</b>
Caja y bancos	149.942
Activos financieros	
Otros activos corrientes	3.400.404
<b>NO CORRIENTES</b>	<b>15.815.787</b>
Propiedad, planta y equipo	13.742.272
Inversiones	2.073.515
Otros activos no corrientes	-
<b>PASIVOS</b>	<b>10.535.733</b>
<b>CORRIENTES</b>	<b>7.323.292</b>
Préstamos bancarios, comerciales y sobregiros bancarios	1.918.791
Cuentas y documentos por pagar	5.232.624
Obligaciones a corto plazo	171.877
<b>NO CORRIENTES</b>	<b>3.212.441</b>
Provisión de jubilación patronal y desahucio	278.312
Obligaciones emitidas y otras por pagar	2.934.129
<b>PATRIMONIO</b>	<b>8.830.400</b>
Capital social	1.810.000
Aportes para futuras capitalizaciones	1.793.258
Superávit por revaloriz. Propiedad, planta y equipos	4.426.653
Resultados acumulados	462.345
Resultado presente ejercicio	338.144
<b>TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIOS</b>	<b>19.366.133</b>

Tabla #6: Balance general FECORSA (año 2014)

Nota. De “*Emisión de obligaciones de FECORSA industrial y comercial*”, por Superintendencia de Compañías. (2014). Guayaquil-Quito, Ecuador: Bolsa de Valores de Guayaquil.

**FECORSA industrial y comercial S.A.**  
Estado de situación financiera

	28-feb	01-mar	Variación
<b>ACTIVOS</b>	<b>19.366.133</b>	<b>24.366.133</b>	<b>26%</b>
<b>CORRIENTES</b>	<b>3.550.346</b>	<b>8.550.346</b>	<b>141%</b>
Caja y bancos	149.942	149.942	
Activos financieros		5.000.000	
Otros activos corrientes	3.400.404	3.400.404	
<b>NO CORRIENTES</b>	<b>15.815.787</b>	<b>15.815.787</b>	
Propiedad, planta y equipo	13.742.272	13.742.272	
Inversiones	2.073.515	2.073.515	
Otros activos no corrientes	-	-	
<b>PASIVOS</b>	<b>10.535.733</b>	<b>15.535.733</b>	<b>47%</b>
<b>CORRIENTES</b>	<b>7.323.292</b>	<b>8.175.574</b>	<b>12%</b>
Préstamos bancarios, comerciales y sobregiros bancarios	1.918.791	1.918.791	
Cuentas y documentos por pagar	5.232.624	5.232.624	
Obligaciones a corto plazo	171.877	171.877	
Porción corriente de emisiones		852.282	
<b>NO CORRIENTES</b>	<b>3.212.441</b>	<b>7.360.159</b>	<b>129%</b>
Provisión de jubilación patronal y de sahucio	278.312	278.312	
Obligaciones emitidas y otras por pagar	2.934.129	2.934.129	
Obligaciones por emisiones		4.147.718	
<b>PATRIMONIO</b>	<b>8.830.400</b>	<b>8.830.400</b>	
Capital social	1.810.000	1.810.000	
Aportes para futuras capitalizaciones	1.793.258	1.793.258	
Superávit por revaloriz.	4.426.653	4.426.653	
Propiedad, planta y equipos	462.345	462.345	
Resultados acumulados	338.144	338.144	
Resultado presente ejercicio	-	-	
<b>TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIOS</b>	<b>19.366.133</b>	<b>24.366.133</b>	<b>26%</b>

Tabla #7: Comparación de Balance general FECORSA, registro de emisiones.

Nota. De “Emisión de obligaciones de FECORSA industrial y comercial”, por Superintendencia de Compañías. (2014). Guayaquil-Quito, Ecuador: Bolsa de Valores de Guayaquil.

Como se puede notar en la tabla #7, al registrar la emisión de obligaciones existen algunas cuentas que cambian su valor y otras que se deben crear, como lo es el caso de los activos financieros que figura en el balance de marzo con US\$ 5'000.000 correspondiente al monto de las emisiones que se realizan; la porción corriente de las emisiones de US\$ 852.282 que corresponde al pago de

capital de las emisiones que se deben realizar en el primer año, recordando que es una tasa de 8% anual, que se paga trimestralmente; y, las obligaciones a largo plazo, que es la porción de las obligaciones emitidas que se debe pagar a los que adquirieron las emisiones en los años 2, 3, 4 y 5. Las demás cuentas permanecen de igual forma.

Así, se evidencia que los pasivos no corrientes presentan un alto crecimiento (129%) y en la cuenta corriente, se incrementa a 141% generando liquidez a la compañía.

El supuesto es que después del primer año, el balance general presenta movimientos en sus cuentas, dado que la emisión de obligaciones realizada en marzo del 2014 ha sido empleada en mejorar algunos aspectos de la empresa, por lo que se destina el 50% al capital de trabajo y el otro 50% para pagar los pasivos de corto plazo. Por lo que se podrá observar que los préstamos bancarios, comerciales y sobregiros bancarios y; las cuentas y documentos por pagar disminuyen en un 65 y 24% respectivamente. Esto también afecta al estado de resultados, por los gastos que se generan en la emisión de obligaciones.

**FECORSA industrial y comercial S.A.**  
**Estado de situación financiera**

	28-feb	31-dic	Variación
<b>ACTIVOS</b>	<b>19.366.133</b>	<b>22.283.232</b>	15%
<b>CORRIENTES</b>	<b>3.550.346</b>	<b>6.467.445</b>	82%
Caja y bancos	149.942	3.067.041	1945%
Otros activos corrientes	3.400.404	3.400.404	
<b>NO CORRIENTES</b>	<b>15.815.787</b>	<b>15.815.787</b>	
Propiedad, planta y equipo	13.742.272	13.742.272	
Inversiones	2.073.515	2.073.515	
Otros activos no corrientes	-	-	
<b>PASIVOS</b>	<b>10.535.733</b>	<b>12.611.232</b>	20%
<b>CORRIENTES</b>	<b>7.323.292</b>	<b>6.171.539</b>	-16%
Préstamos bancarios, comerciales y sobregiros bancarios	1.918.791	668.791	-65%
Cuentas y documentos por pagar	5.232.624	3.982.624	-24%
Obligaciones a corto plazo	171.877	599.659	249%
Porción corriente de emisiones		920.465	
<b>NO CORRIENTES</b>	<b>3.212.441</b>	<b>6.439.694</b>	100%
Provisión de jubilación patronal y desahucio	278.312	278.312	
Obligaciones emitidas y otras por pagar	2.934.129	2.934.129	
Obligaciones por emisiones		3.227.253	
<b>PATRIMONIO</b>	<b>8.830.400</b>	<b>9.672.000</b>	10%
Capital social	1.810.000	1.810.000	
Aportes para futuras capitalizaciones	1.793.258	1.793.258	
Superávit por revaloriz.			
Propiedad, planta y equipos	4.426.653	4.426.653	
Resultados acumulados	462.345	462.345	
Resultado presente ejercicio	338.144	1.179.744	249%
<b>TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIOS</b>	<b>19.366.133</b>	<b>22.283.232</b>	15%

Tabla #8: Comparación de Balance general FECORSA, registro de pago emisiones, primer año.

Nota. De “*Emisión de obligaciones de FECORSA industrial y comercial*”, por Superintendencia de Compañías. (2014). Guayaquil-Quito, Ecuador: Bolsa de Valores de Guayaquil.

Como se observa, la cuenta caja incrementa considerablemente su saldo, dado que una parte de los fondos obtenidos de las obligaciones emitidas fueron empleados en la obtención de mercadería para aumentar las ventas y esto se ve



reflejado en el costo de ventas en el estado de resultados, permitiendo que esto afecte, también la cuenta de patrimonio, incrementando la cuenta de resultado del ejercicio en 249%.

<b>FECORSA industrial y comercial S.A.</b>				
<b>Estado de situación financiera</b>				
	<b>28-feb</b>		<b>31-dic</b>	
<b>INGRESOS</b>	<b>3.047.511</b>		<b>7.353.486</b>	
Ingresos ordinarios	3.047.511	100%	7.353.486	100%
<b>COSTOS</b>	<b>1.769.350</b>		<b>4.269.350</b>	
Costos ordinarios asociados	1.769.350	58%	4.269.350	58%
<b>MARGEN DE CONTRIBUCIÓN</b>	<b>1.278.161</b>	<b>42%</b>	<b>3.084.136</b>	<b>42%</b>
<b>GASTOS</b>	<b>768.140</b>	<b>25%</b>	<b>1.304.734</b>	<b>18%</b>
Ventas	308.590	10%	308.590	4%
Administrativos	459.550	15%	459.550	6%
Financieros: Costos emisión			172.500	
Financieros: Intereses			364.094	
<b>UTILIDAD ANTES DE PARTICIPACIÓN DE TRABAJADORES</b>	<b>510.021</b>	<b>17%</b>	<b>1.779.403</b>	<b>24%</b>
Participación de trabajadores en las utilidades (15%)	76.503	3%	266.910	4%
<b>UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO A LA RENTA</b>	<b>433.518</b>	<b>14%</b>	<b>1.512.492</b>	<b>21%</b>
Impuesto sobre la renta (22%)	95.374	3%	332.748	5%
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>338.144</b>	<b>11%</b>	<b>1.179.744</b>	<b>16%</b>

Tabla #9: Comparación de Estado de resultados FECORSA, registro de pago emisiones, primer año, análisis vertical.

Nota. De “Emisión de obligaciones de FECORSA industrial y comercial”, por Superintendencia de Compañías. (2014). Guayaquil-Quito, Ecuador: Bolsa de Valores de Guayaquil.

Las ventas han incrementado, como es posible observar, esto se debe al capital de trabajo invertido para aumentar este rubro. Por otro lado, las cuentas como los gastos disminuyeron su participación en comparación a los ingresos, pasando de un 25 a un 18%, a pesar de que en este rubro se incrementan dos

cuentas más, que son el gasto generado por emitir las obligaciones y el gasto por el pago de intereses de las emisiones; el aumento de liquidez, es la razón por la que los gastos disminuyen su participación. Sin embargo, otras obligaciones como el impuesto a la renta y la participación de trabajadores aumentan su participación, debiéndose a que estos rubros se calculan a partir de la utilidad que también es afectada por el incremento de los ingresos.

Una vez analizado el escenario en donde la empresa realiza emisión de obligaciones, se procede a plantear el supuesto donde la empresa realiza un préstamo por el mismo monto, US\$ 5'000.000, a una tasa efectiva anual de 10,21%; en este caso, no existe mayor gasto que el de los intereses pagados y el plazo que se tiene para su pago es el mismo de las emisiones, 5 años.

Al igual que las obligaciones, también provocan movimientos en algunas de las cuentas del balance general, como la de caja, que aumenta por el préstamo, la de los pasivos corrientes, en donde se registra la porción corriente del préstamo realizado que es lo que se debe pagar en el primer año; y, la porción no corriente del mismo que es el valor que queda por pagar. El detalle del préstamo se encuentra en el anexo 3.

El balance muestra los siguientes cambios:

**FECORSA industrial y comercial S.A.**  
**Estado de situación financiera**

	28-feb	31-dic	Variación
<b>ACTIVOS</b>	<b>19.366.133</b>	<b>22.393.983</b>	14%
<b>CORRIENTE S</b>	<b>3.550.346</b>	<b>6.578.196</b>	46%
Caja y bancos	149.942	3.177.792	95%
Otros activos corrientes	3.400.404	3.400.404	
<b>NO CORRIENTES</b>	<b>15.815.787</b>	<b>15.815.787</b>	
Propiedad, planta y equipo	13.742.272	13.742.272	
Inversiones	2.073.515	2.073.515	
Otros activos no corrientes	-	-	
<b>PASIVOS</b>	<b>10.535.733</b>	<b>12.672.895</b>	17%
<b>CORRIENTE S</b>	<b>7.323.292</b>	<b>6.174.866</b>	-19%
Préstamos bancarios, comerciales y sobregiros bancarios	1.918.791	668.791	-187%
Cuentas y documentos por pagar	5.232.624	3.982.624	-31%
Obligaciones a corto plazo	171.877	624.610	72%
Porción corriente préstamo L/P		898.841	100%
<b>NO CORRIENTES</b>	<b>3.212.441</b>	<b>6.498.029</b>	51%
Provisión de jubilación patronal y desahucio	278.312	278.312	
Obligaciones emitidas y otras por pagar	2.934.129	2.934.129	
Préstamo bancario L/P		3.285.588	100%
<b>PATRIMONIO</b>	<b>8.830.400</b>	<b>9.721.088</b>	9%
Capital social	1.810.000	1.810.000	
Aportes para futuras capitalizaciones	1.793.258	1.793.258	
Superávit por revaloriz.			
Propiedad, planta y equipos	4.426.653	4.426.653	
Resultados acumulados	462.345	462.345	
Resultado presente ejercicio	338.144	1.228.832	72%
<b>TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIOS</b>	<b>19.366.133</b>	<b>22.393.983</b>	14%

Tabla #10: Comparación de balance general FECORSA, registro de pago de préstamo, primer año, análisis horizontal.

Nota. De “Emisión de obligaciones de FECORSA industrial y comercial”, por Superintendencia de Compañías. (2014). Guayaquil-Quito, Ecuador: Bolsa de Valores de Guayaquil.

Es posible observar que la liquidez de la empresa es mayor, permitiendo que los activos corrientes crezcan en un 46%. Los pasivos corrientes disminuyen porque del dinero obtenido por el préstamo se destina el 50% para el pago de la deuda de corto plazo, generando un decrecimiento en el pasivo corriente; en

cambio, los pasivos no corrientes sí incrementan a un 51% debido al largo plazo del financiamiento contratado.

El otro 50% del préstamo, se usa como capital de trabajo para aumentar las ventas, lo que, también afecta cuentas del estado de resultados.

**FECORSA industrial y comercial S.A.**  
**Estado de situación financiera**

	<b>Sin Emisión de Obligaciones</b>		<b>Con Emisión de Obligaciones</b>	
<b>INGRESOS</b>	<b>3.047.511</b>		<b>7.353.486</b>	
Ingresos ordinarios	3.047.511	100%	7.353.486	100%
<b>COSTOS</b>	<b>1.769.350</b>		<b>4.269.350</b>	
Costos ordinarios asociados	1.769.350	58%	4.269.350	58%
<b>MARGEN DE CONTRIBUCIÓN</b>	<b>1.278.161</b>	42%	<b>3.084.136</b>	42%
<b>GASTOS</b>	<b>768.140</b>	25%	<b>1.230.695</b>	17%
Ventas	308.590	10%	308.590	4%
Administrativos	459.550	15%	459.550	6%
Financieros: Intereses			462.555	6%
<b>UTILIDAD ANTES DE PARTICIPACIÓN DE TRABAJADORES</b>	<b>510.021</b>	17%	<b>1.853.442</b>	25%
Participación de trabajadores en las utilidades (15%)	76.503	3%	278.016	4%
<b>UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO A LA RENTA</b>	<b>433.518</b>	14%	<b>1.575.425</b>	21%
Impuesto sobre la renta (22%)	95.374	3%	346.594	5%
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>338.144</b>	11%	<b>1.228.832</b>	17%

Tabla #11: Comparación de Estado de resultados FECORSA, registro de pago emisiones, primer año, análisis vertical.

Nota. De “*Emisión de obligaciones de FECORSA industrial y comercial*”, por Superintendencia de Compañías. (2014). Guayaquil-Quito, Ecuador: Bolsa de Valores de Guayaquil.

En los gastos del estado de resultados, su participación disminuye aún más que en la emisión de obligaciones, siendo los intereses el único rubro que se aumenta en los gastos. La utilidad, también aumenta su participación en los ingresos totales, así como el impuesto a la renta y la participación de trabajadores.

	OBLIGACIONES	PRÉSTAMO
<b>RENTABILIDAD</b>		
ROE (Utilidad neta/Patrimonio)	0,122	0,126
ROA (Utilidad neta/Activo)	0,052	0,054
MARGEN NETO (Utilidad neta/Ventas)	0,160	0,167
<b>ENDEUDAMIENTO</b>		
ENDEUDAMIENTO TOTAL (Pasivos/Activos)	56,60%	56,59%
COMPOSICIÓN DE DEUDA (Pasivos no corrientes/Pasivos corrientes)	104,35%	105,23%
INDEPENDENCIA FINANCIERA (Patrimonio/Pasivos)	76,69%	76,71%

Tabla #12: Análisis de ratios financieros para evaluación de los dos escenarios de FECORSA.

Nota. De “*Emisión de obligaciones de FECORSA industrial y comercial*”, por Superintendencia de Compañías. (2014). Guayaquil-Quito, Ecuador: Bolsa de Valores de Guayaquil.

Como es posible observar en la tabla #12, los ratios que se escogieron para realizar la evaluación de los escenarios propuestos no cambian de manera significativa; sin embargo, se puede observar un mejor estado de la empresa cuando realiza el préstamo a una entidad bancaria. Básicamente, esto se genera porque en las emisiones de obligaciones existe un gasto por ofertarlas en el mercado, sumándosele a esto, la tasa de interés propuesta, lo que genera que la utilidad se reduzca y el impuesto a pagar sea menor.

En cuanto a la rentabilidad, tanto en el escenario de la emisión de obligaciones como en el préstamo, cada dólar de patrimonio que se tiene produce 12 centavos (ROE) de utilidad neta; en cambio, por cada dólar invertido en activos, se logra ganar 5 centavos (ROA) de utilidad; finalmente, en el margen neto se hace referencia a la ganancia que en términos de utilidad neta se obtiene por cada dólar vendido, siendo esta de 16 centavos.

En cuanto al endeudamiento; en el escenario de la emisión de obligaciones, el 56,60% de los activos se encuentran financiados por pasivos o deuda; en el escenario del préstamo bancario, el 56,59% está financiado por

pasivos. En lo referente a la composición de la deuda; en la emisión de obligaciones, la deuda de largo plazo es un poco mayor que la de corto plazo, lo contrario sucede con el préstamo bancario. Por último, en el caso de la independencia financiera, el patrimonio de la empresa respalda un 76% de la deuda contraída; es decir, más del 50%, siendo esto una buena condición para la empresa.

Como se puede observar, la diferencia en los ratios de estos dos tipos de financiamiento no es significativa; sin embargo, en lo que se refiere a la composición de la deuda, que es el ratio que indica con qué tipo de deuda se encuentra mayormente financiada la empresa sí se nota la diferencia, dado que en el escenario de emisión de obligaciones, mayor es la deuda de largo plazo que en el escenario con el préstamo bancario, donde mayor es el pasivo corriente, siendo este último una mejor condición dado que la empresa puede pagar más rápido sus deudas y reducir sus obligaciones.

## **CONCLUSIONES**

Observando los ratios y los estados financieros de los dos escenarios propuestos, se concluye que bajo las condiciones determinadas en este estudio, la mejor opción es realizar un préstamo bancario, dado que resulta más conveniente para la empresa en términos de rentabilidad, endeudamiento, liquidez.

El apalancamiento en cuanto al pago de los impuestos corporativos se produce cuando el impuesto a la renta y la participación de trabajadores que se deben pagar se reducen por la adquisición de otras deudas. Tanto el Impuesto a la Renta (IR) como las utilidades a trabajadores se reducen más cuando se realiza la emisión de obligaciones, ya que el gasto por la emisión y colocación de esos

títulos de valor disminuye la utilidad de la empresa, generando que los impuestos corporativos sean menores en el primer año.

El análisis de la emisión de obligaciones versus un préstamo bancario se realizó con una tasa de renta fija y, aunque el resultado de obtener un financiamiento a través de un préstamo bancario resultó mejor, al momento de usar una tasa de renta variable el escenario puede variar, dependiendo de algunas condiciones que se den en la economía ecuatoriana. Por lo cual, se aclara que los escenarios presentados no dan un resultado determinante en donde mejor sea financiar una empresa por medio de un préstamo bancario, sino que dependerá de cómo una organización se maneje en este mercado, de la actividad y de su capacidad para endeudarse, entre otros factores.

Las limitaciones que se dieron en esta investigación fueron la falta de información que tenía la bolsa de valores de Quito y Guayaquil acerca de las condiciones del mercado de valores.

## BIBLIOGRAFÍA

1. Autoriza: Superintendencia de Compañías. (2014). *Prospectos de oferta pública, emisión de obligaciones*. Guayaquil-Quito, Ecuador: Bolsa de Valores de Guayaquil-Bolsa de Valores de Quito.
2. Bolsa de Valores de Quito. (2014). *Cómo emitir obligaciones de largo plazo*. Quito: BVQ.
3. Brealey, R., Myers, S., & Allen, F. (2006). *Principios de finanzas corporativas*. España: MCGraw-Hill.
4. Brealey, R., Myers, S., & Allen, F. (2006). *Principios de finanzas corporativas* (Novena ed.). España, España: McGraw-Hill Interamericana de España, SL.
5. Briseño, H. (2006). *Indicadores Financieros* (1 era ed.). Jalisco, México: Ediciones Umbral.
6. Brull, H. (2007). *El mercado de capitales globalizado: al alcance de todos: instituciones y personas físicas que lo conforman, sus leyes reglamentos y un poco de historia* (1 era ed.). Argentina: Dunken.
7. CABRERO, J. D. (2001). *Manual de banca: finanzas y seguros*.
8. Consejo Nacional de Valores. (2009). Capítulo 5: proceso de valoración. En *Resolución No. CNV-003-2005* (Reforma del 9 de julio del 2009 ed.). Ecuador: Registro Oficial No.630.
9. Consejo Nacional de Valores. (2009). Comité consultivo interinstitucional. En *Resolución No. CNV-003-2005* (Reforma del 9 de julio del 2009 ed.). Ecuador: Registro Oficial No.630.
10. Consejo Nacional de Valores. (2009). Comité de apelaciones. En *Resolución No. CNV-003-2005* (Reforma del 9 de julio del 2009 ed.). Ecuador: Registro Oficial No.630.
11. Consejo Nacional de Valores. (2009). Vector de precios. En *Resolución No. CNV-003-2005* (Reforma del 9 de julio del 2009 ed.). Ecuador: Registro Oficial No.630.
12. Dirección de estudios de mercado de valores. (2006). *Estudio de costo de emisión de obligaciones papel comercial y procesos de titularización* (Única ed.). Guayaquil: Intendencia de mercado de valores.
13. Dirección de inteligencia comercial e inversiones. (2012). *Análisis sector artesanas* (Primera edición ed.). (P. d. exportaciones, Ed.) Ecuador: Instituto de promoción de exportaciones e inversiones - PRO ECUADOR.



14. Espinoza, S. F. (2007). *Los proyectos de inversión: evaluación financiera* (Primera ed.). Costa Rica: Editorial Tecnológica de Costa Rica.
15. Galindo Lucas, A. (2008). Fundamentos de valoración de empresas. *Contribuciones a la Economía*, 47-56.
16. Gitman, L., & Joehnk, M. (2005). *Fundamentos de inversiones*. Madrid: Pearson Educación.
17. Gonzalo, B. (2007). *Operaciones Bancarias en Venezuela: Teoría y práctica* (2 da ed.). Venezuela: Universidad Católica Andrés.
18. H. Congreso Nacional. (1993). *Ley de Mercado de Valores* (Reforma del 2014 ed.). Quito, Ecuador.
19. H. Congreso Nacional. (2006). *Ley de Mercado de Valores* (Codificación 1 ed.). Quito, Ecuador: Registro oficial suplemento 215.
20. Jordán , F., & Ferrand, J. (2004). *La situación, tendencias y posibilidades de las microfinanzas* (Única ed.). Ecuador: Abya Yala.
21. Malhotra, N. K., Martínez, J. F., & Rosales, M. E. (2004). *Investigación de mercados* (4 ta ed.). México: Pearson Educación.
22. Marks, H. (2012). *Lo más importante para invertir con sentido común* (Primera ed.). (C. B. School, Ed.) Nueva York, Estados Unidos: Profit Editorial.
23. Meoño, M., & Escoto, R. (2006). *Operaciones Bursátiles* (Primera ed.). Costa Rica, Costa Rica: Universidad Estatal a Distancia San José.
24. Mercado, A. G. (2007). *Manual de técnicas de investigación para estudiantes de ciencias sociales y humanidades* (7 ma ed.). México: El Colegio de México AC.
25. Namakforoosh, M. N. (2005). *Metodología de la investigación* (2 da ed.). México: Limusa.
26. Ochoa Setzar, G. (2002). *ADMINISTRACIÓN FINANCIERA*. México.
27. Rafael Prieto Ramiro. (2004). “*Modelo de Vida: Consumo, Consumismo y Caridad*” (Vol. 109). Madrid, España: Cáritas Española.
28. Rodríguez, A. M. (2008). *La investigación en la era de la información: Guía para realizar la bibliografía y fichas de trabajo* (1 era ed.). México: UNAM.
29. Sablich, C. (2012). *Derecho financiero, una visión actual en el Perú*. Lima, Perú: Ica: Fundación Universitaria Andaluza Inca Garcilaso.

30. Saúl Fernández, E. (2007). *Los proyectos de inversión: evaluación financiera* (Primera ed.). Costa Rica: Editorial Tecnológica de CR.
31. Superintendencia de Compañías. (2012). *Análisis bursátil*. Guayaquil: Supercias.
32. Superintendencia de Compañías: dirección de estudios. (2013). *Resumen ejecutivo estadístico del mercado de valores*. Quito: Intendencia de mercado de valores de Quito.
33. Tosoni, G. (2008). *Precios de equilibrio y episodios especulativos en los mercados de valores latinoamericanos*. México: Revista análisis económico.
34. Valores, B. d. (2002). *Emisión de Obligaciones*. Guayaquil.
35. Valores, B. d. (2002). *Emisión de Obligaciones*. Guayaquil.
36. Valores, D. d. (2006). *Estudio de costos de emisión de obligaciones, papel comercia y proceso de titularización*.
37. Villareal, J. (2008). *Administración Financiera II* (1 era ed.). Eumed.
38. Vries, J. D. (2009). “*Consumo y economía doméstica*” (3 ed.). (J. N. Galleris, Ed.) Francia: Libros de Historia.
39. Weiss, J. W. (2006). *Ética en Los Negocios* (Primera ed.). (THOMSON, Ed.) México: Cengage Learning Editores.