



ESPE

UNIVERSIDAD DE LAS FUERZAS ARMADAS
INNOVACIÓN PARA LA EXCELENCIA

**DEPARTAMENTO DE CIENCIAS ECONÓMICAS,
ADMINISTRATIVAS Y DE COMERCIO**

CARRERA DE INGENIERÍA EN FINANZAS Y AUDITORÍA

**TRABAJO DE TITULACIÓN, PREVIO A LA OBTENCIÓN DEL TÍTULO
DE INGENIERA EN FINANZAS Y AUDITORÍA**

**TEMA: “MODELO DE EMISIÓN DE OBLIGACIONES PARA EL
FINANCIAMIENTO DE LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS EN
EL REGISTRO ESPECIAL BURSÁTIL DEL SECTOR COMERCIAL”**

AUTOR: PASPUEL GUEVARA, KATIA GISSEL

DIRECTOR: ECO. ACOSTA PALOMEQUE, GALO RAMIRO

SANGOLQUÍ

2020



**DEPARTAMENTO DE CIENCIAS ECONÓMICAS,
ADMINISTRATIVAS Y DE COMERCIO**

CARRERA DE INGENIERÍA EN FINANZAS Y AUDITORÍA

CERTIFICACIÓN

Certifico que el trabajo de titulación, “**MODELO DE EMISIÓN DE OBLIGACIONES PARA EL FINANCIAMIENTO DE LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS EN EL REGISTRO ESPECIAL BURSÁTIL DEL SECTOR COMERCIAL**” fue realizado por la señorita **Paspuel Guevara, Katia Gissel**, el mismo que ha sido revisado en su totalidad, analizado por la herramienta de verificación de similitud de contenido; por lo tanto cumple con los requisitos teóricos, científicos, técnicos, metodológicos y legales establecidos por la Universidad de Fuerzas Armadas ESPE, razón por la cual me permito acreditar y autorizar para que lo sustente públicamente.

Sangolquí, 8 de enero de 2020

Firma:

Eco. Acosta Palomeque, Galo Ramiro

CC: 1001717188



**DEPARTAMENTO DE CIENCIAS ECONÓMICAS,
ADMINISTRATIVAS Y DE COMERCIO**

CARRERA DE INGENIERÍA EN FINANZAS Y AUDITORÍA

AUTORÍA DE RESPONSABILIDAD

Yo, Paspuel Guevara, Katia Gissel, declaro que el contenido, ideas y criterios del trabajo de titulación: **“MODELO DE EMISIÓN DE OBLIGACIONES PARA EL FINANCIAMIENTO DE LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS EN EL REGISTRO ESPECIAL BURSÁTIL DEL SECTOR COMERCIAL”** es de mi autoría y responsabilidad, cumpliendo con los requisitos teóricos, científicos, técnicos, metodológicos y legales establecidos por la Universidad de Fuerzas Armadas ESPE, respetando los derechos intelectuales de terceros y referenciando las citas bibliográficas. Consecuentemente el contenido de la investigación mencionada es veraz.

Sangolquí, 8 de enero de 2020

Firma:

Paspuel Guevara, Katia Gissel

CC: 0401871298



**DEPARTAMENTO DE CIENCIAS ECONÓMICAS,
ADMINISTRATIVAS Y DE COMERCIO**

CARRERA DE INGENIERÍA EN FINANZAS Y AUDITORÍA

AUTORIZACIÓN

Yo, Paspuel Guevara, Katia Gissel autorizo a la Universidad de las Fuerzas Armadas ESPE publicar el trabajo de titulación: "MODELO DE EMISIÓN DE OBLIGACIONES PARA EL FINANCIAMIENTO DE LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS EN EL REGISTRO ESPECIAL BURSÁTIL DEL SECTOR COMERCIAL" en el Repositorio Institucional, cuyo contenido, ideas y criterios son de mi responsabilidad.

Sangolquí, 8 de enero de 2020

Firma:

Paspuel Guevara, Katia Gissel

CC: 0401871298

DEDICATORIA

A mis padres por estar siempre apoyándome y dándome coraje para alcanzar mis metas.

AGRADECIMIENTOS

Agradezco infinitamente a mis padres por darme la vida y la oportunidad de lograr este sueño, sin ellos esto no hubiera sido posible. Han estado presentes en cada paso dándome esperanza y amor, lo que he alcanzado hoy no representa todo el sacrificio que han hecho, pero quiero decirles que cada gota de sudor y cada esfuerzo que han realizado ha valido la pena, este logro es suyo.

A mis hermanos, Marco, por ser el ejemplo de que se pueden lograr cosas grandes, Paula y Alexander por cada abrazo y sonrisa cuando llegaba después de una dura semana, sin duda eso me motivó y me alegró el corazón.

A mi novio Santiago, por ser mi ángel, mi compañero, mi amigo, por cuidarme siempre y amarme, esto no habría sido lo mismo sin él.

A mis grandes amigos, Marcos, Victoria, Martin, Daniela y mi primo Stiven, con ustedes esta etapa fue sin duda, una de las mejores.

A mi abuelita y mis tías, fueron un sustento vital de amor, gracias por su constante preocupación.

ÍNDICE DE CONTENIDO

ÍNDICE DE CONTENIDO	vii
ÍNDICE DE TABLAS.....	xi
ÍNDICE DE FIGURAS.....	xiv
RESUMEN.....	xvii
ABSTRACT	xviii
CAPÍTULO I INTRODUCCIÓN	1
1.1 Planteamiento del Problema	1
1.2 Justificación	2
1.3 Objetivos.....	3
1.3.1 Objetivo General.....	3
1.3.2 Objetivos Específicos	3
1.4 Determinación de variables.....	4
1.4.1 Clasificación de las Variables	4
1.5 Preposición	4
CAPÍTULO II FUNDAMENTACIÓN TEÓRICA.....	5
2.1 El Mercado de Valores en Ecuador.....	5
2.2 Pequeñas y Medianas Empresas (Pymes)	7
2.3 Registro de Valores no Inscritos (Revni).....	10
2.4 Registro Especial Bursátil (REB).....	11
2.5 Requisitos que deben cumplir las pymes para negociar valores en el REB.....	12
2.6 Valores que se pueden negociar en el Registro Especial Bursátil	15
2.7 Diferencias entre Revni y Reb	15
2.8 Emisión de Obligaciones	16
2.9 Oferta Pública de Emisión de Obligaciones en el Registro Especial Bursátil	18

2.10	Proceso de emisión de obligaciones	22
2.11	Teoría de la Jerarquía Financiera	23
	CAPÍTULO III MARCO METODOLÓGICO	25
3.2	Diseño de la Investigación	25
3.3	Enfoque de la investigación	26
3.4	Técnicas de recolección de datos	26
3.5	Técnicas de procesamiento de datos	30
3.6	Herramientas de procesamiento de datos	35
	CAPÍTULO IV DIAGNÓSTICO SITUACIONAL	36
4.1	Macroambiente	36
4.1.1	PIB	36
4.1.2	Inflación	39
4.1.3	Riesgo País	42
4.1.4	Balanza Comercial	44
4.1.5	Tasas de interés	48
4.1.6	Situación Política	50
4.2	Microambiente	51
4.2.1	Descripción del sector	51
4.2.2	Principales estrategias	54
4.2.3	Clientes	54
4.2.4	Principales líneas de productos y servicios	55
4.2.5	Principales competidores	55
4.2.6	Proveedores	56
4.3	Ambiente Interno	56
4.3.1	Información general de la empresa	57
4.3.2	Plazo de duración de la empresa	57
4.3.3	Objeto Social	57
4.3.4	Misión	57
4.3.5	Valores Institucionales	57

4.3.6	Empleados	58
4.3.7	Organigrama de la compañía	59
4.3.8	Resumen de las políticas de inversión y financiamiento del último año	60
4.4	FODA (Fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas)	62
4.4.1	Fortalezas	62
4.4.2	Oportunidades	62
4.4.3	Debilidades	63
4.4.4	Amenazas	63
	CAPÍTULO V DIAGNÓSTICO FINANCIERO	64
5.1	Estados Financieros	64
5.2	Análisis Vertical	66
5.2.1	Análisis Vertical del Balance General	67
5.2.2	Análisis Vertical de Estado de Resultados	80
5.3	Análisis Horizontal	84
5.3.1	Análisis horizontal del Balance General	84
5.3.2	Análisis horizontal del Estado de Resultados	98
5.4	Indicadores Financieros	104
5.4.1	Indicadores de Liquidez	104
5.4.2	Indicadores de Solvencia	106
5.4.3	Indicadores de Actividad	108
5.4.4	Indicadores de Rentabilidad	110
5.4.5	Sistema Du Pont	111
5.4.6	Comparación con los indicadores de la industria	115
5.5	Fortalezas y debilidades financieras	118
5.5.1	Fortalezas financieras	119
5.5.2	Debilidades financieras	119
5.6	Estados proyectados	120
5.6.1	Balance General Proyectado	120
5.6.2	Estado de Resultados Proyectado	122
5.6.3	Flujo de Caja Proyectado	124

CAPÍTULO VI MOTIVO Y CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN DE

OBLIGACIONES EN EL REB 126

6.1 Motivo de la emisión 126

6.2 Características de la emisión..... 127

6.2.1 Tipo de Garantía..... 127

6.2.2 Monto máximo a emitir 127

6.2.3 Tasa de interés 130

6.2.4 Tabla de amortización 130

6.3 Experiencia de otras pymes en el REB 133

CAPÍTULO VII CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES 135

7.1 Conclusiones 135

7.2 Recomendaciones..... 136

ANEXO 1 CALIFICACIÓN DE RIESGOS..... 138

8.1 Características macroeconómicas..... 138

8.2 Características microeconómicas..... 139

8.3 Características del emisor..... 140

8.4 Características financieras 140

8.5 Potenciales riesgos 141

8.5.1 Riesgo Económico 141

8.5.2 Riesgo Crediticio..... 142

8.5.3 Riesgo de Liquidez..... 142

8.5.4 Riesgo Operacional..... 142

8.5.5 Riesgo Legal 143

8.5.6 Riesgo de Competencia 143

8.6 Matriz de riesgos..... 143

8.7 Definición de la calificación de riesgos 149

Bibliografía 152

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1 Segmentación de empresas por su tamaño de acuerdo al Registro Especial Bursátil.....	9
Tabla 2 Número de empresas y porcentaje de acuerdo al tamaño	9
Tabla 3 Diferencias entre REVNI y REB	15
Tabla 4 Características de los entrevistados.....	30
Tabla 5 Fórmulas del análisis horizontal y vertical.....	31
Tabla 6 Fórmulas y usos de los indicadores financieros	31
Tabla 7. Riesgo País de los principales países de la región al final del I semestre de 2019	43
Tabla 8 Segmentación de crédito y sus tasas de interés	49
Tabla 9 Número de empleados de la empresa Qfarma al 2018.....	58
Tabla 10 Balance General de la empresa Qfarma 2014-2018.....	64
Tabla 11 Estado de Resultados de la empresa Qfarma 2014-2018.	66
Tabla 12 Análisis Vertical del Balance General de la empresa Qfarma 2014-2018.	67
Tabla 13 Análisis Vertical del Estado de Resultados de la empresa Qfarma 2014-2018.	80
Tabla 14 Análisis Horizontal Relativo del Balance General de la empresa Qfarma 2014-2018.	85
Tabla 15 Análisis Horizontal de los Activos Totales 2014-2018.....	86
Tabla 16 Análisis Horizontal del Efectivo y Equivalente al Efectivo 2014-2018.	87
Tabla 17 Análisis horizontal de Clientes y Otras Cuentas por Cobrar 2014-2018	88
Tabla 18 Análisis horizontal de Inventarios 2014-2018.	89
Tabla 19 Análisis horizontal Propiedad Planta y Equipo 2014-2018.	90
Tabla 20 Análisis horizontal Pasivos Totales 2014-2018	92
Tabla 21 Análisis horizontal Proveedores y otras cuentas por pagar 2014-2018.	93
Tabla 22 Análisis horizontal de Obligaciones Bancarias CP 2014-2018.....	94

Tabla 23	Análisis horizontal de Obligaciones Bancarias LP 2014-2018.....	95
Tabla 24	Análisis horizontal de Aporte Futuras Capitalizaciones 2014-2018.....	96
Tabla 25	Análisis horizontal Utilidades Retenidas 2014-2018.....	97
Tabla 26	Análisis Horizontal Relativo de la empresa Qfarma 2014-2018.....	98
Tabla 27	Análisis horizontal de Ingresos 2014-2018.....	99
Tabla 28	Análisis horizontal de Costos de venta 2014-2018.....	100
Tabla 29	Análisis horizontal de Gastos Totales 2014-2018.....	101
Tabla 30	Análisis horizontal Gastos de Administración 2014-2018.....	102
Tabla 31	Análisis horizontal Gastos de Venta 2014-2018.....	102
Tabla 32	Análisis horizontal Gastos Financieros 2014-2018.....	103
Tabla 33	Análisis horizontal de Pérdida/Utilidad 2014-2018.....	103
Tabla 34	Indicadores de Liquidez 2014-2018.....	105
Tabla 35	Indicadores de Solvencia 2014-2018.....	107
Tabla 36	Indicadores de Actividad 2014-2018.....	108
Tabla 37	Indicadores de Rentabilidad 2014-2018.....	110
Tabla 38	Comparación de Indicadores de Liquidez entre la industria y la empresa Qfarma.....	115
Tabla 39	Comparación de Indicadores de Solvencia entre la industria y la empresa Qfarma..	116
Tabla 40	Comparación de Indicadores de Actividad entre la industria y la empresa Qfarma..	117
Tabla 41	Comparación de Indicadores de Rentabilidad entre industria y la empresa Qfarma..	118
Tabla 42	Balance General Proyectado.....	121
Tabla 43	Estado de Resultados Proyectado.....	123
Tabla 44	Flujo de Caja Proyectado.....	125
Tabla 45	Detalle de los activos libres de gravamen 2018.....	128

Tabla 46	Cálculo del monto máximo a emitir 2018.....	129
Tabla 47.	Variables para el cálculo de las tablas de amortización.....	130
Tabla 48.	Tabla de amortización de la emisión de obligaciones por el método francés.....	131
Tabla 49	Procesamiento de datos de entrevista 2.....	133
Tabla 50	Resumen de las variables macroeconómicas de la empresa Qfarma.....	138
Tabla 51	Resumen de las variables microeconómicas de la empresa Qfarma.....	139
Tabla 52	Resumen de las variables del ambiente interno de la empresa Qfarma.....	140
Tabla 53	Resumen de las variables financieras de la empresa Qfarma.....	140
Tabla 54	Impactos que tendría la empresa si los riesgos identificados llegaran a ocurrir.....	144
Tabla 55	Nivel de impacto y su descripción.....	144
Tabla 56	Nivel de Probabilidad y su descripción.....	145
Tabla 57	Asignación del nivel de impacto y probabilidad de los riesgos potenciales.....	146
Tabla 58	Cálculo del impacto de cada riesgo.....	146
Tabla 59	Cálculo de la probabilidad de cada riesgo.....	147
Tabla 60	Cálculo del riesgo.....	147
Tabla 61	Categorías de Calificación de Riesgos y sus definiciones.....	149

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1. Requisitos para inscripción en el Registro Especial Bursátil.....	13
Figura 2. Inversionistas institucionales denominados por el Registro Especial Bursátil	14
Figura 3. Información que debe constar en la portada de la Oferta Pública	19
Figura 4. Información que debe constar en la primera parte de la Oferta Pública	19
Figura 5. Información que debe constar en la segunda parte de la Oferta Pública.	20
Figura 6. Información que debe constar en la tercera parte de la Oferta Pública.....	20
Figura 7. Información que debe constar en la cuarta parte de la Oferta Pública.....	21
Figura 8. Información que debe constar en la de la Oferta Pública.	21
Figura 9. Proceso de emisión de obligaciones.	22
Figura 10. Teoría de la Jerarquía Financiera.....	23
Figura 11. Sistema Du Pont y su forma de calcularlo.	33
Figura 12. PIB anual en millones de dólares de 2007 y sus tasas de variación 2014-2018.	37
Figura 13. PIB trimestral de 2019 en millones usd de 2007 y sus tasas de variación.	38
Figura 14. Inflación anual 2014-2018.	39
Figura 15. Inflación anual 2019.	41
Figura 16. Riesgo País a cierre de año 2014-2018.....	42
Figura 17. Riesgo país a cierre de mes 2019.....	43
Figura 18. Exportaciones e importaciones en millones de USD 2014-2018.....	45
Figura 19. Balanza comercial en millones USD 2014-2018.....	46
Figura 20. Exportaciones e importaciones en millones de USD de los dos primeros trimestres de 2019.	47
Figura 21. Balanza comercial de los dos primeros trimestres de 2019.	47

Figura 22. Tasa activa y pasiva referenciales 2014-2019 II.	48
Figura 23. Composición del PIB por sector 2018.	52
Figura 24. Evolución del Sector Comercio respecto a su contribución al PIB.	53
Figura 25. Evolución Sector Enseñanza y Servicios Sociales y Salud respecto a su contribución al PIB.	54
Figura 26. Organigrama de la empresa Qfarma al 2018.	59
Figura 27. Composición de Inventarios frente a los Activos 2014-2018.	60
Figura 28. Composición de Propiedad Planta y Equipo frente al Activo. 2015-2018.	61
Figura 29. Financiamiento por medio de terceros de la empresa Qfarma 2014-2018.	61
Figura 30. Conformación del activo 2014-2018.	68
Figura 31. Conformación promedio del Activo Total 2014-2018.	69
Figura 32. Cuentas sobresalientes del Activo Corriente 2014-2018.	70
Figura 33. Conformación promedio del Activo Corriente 2014-2018.	71
Figura 34. Conformación promedio del Activo No Corriente 2014-2018.	72
Figura 35. Propiedad Planta y Equipo 2015-2018.	73
Figura 36. Composición promedio de Pasivos y Patrimonio 2014-2018.	74
Figura 37. Conformación del Pasivo Total 2014-2018.	74
Figura 38. Cuentas sobresalientes del Pasivo Corriente 2014-2018.	76
Figura 39. Conformación promedio del Pasivo Corriente 2014-2018.	77
Figura 40. Obligaciones Bancarias 2014-2018.	77
Figura 41. Conformación del financiamiento 2014-2018.	78
Figura 42. Conformación promedio del Patrimonio 2014-2018.	79
Figura 43. Pérdida/Utilidad en el ejercicio 2014-2018.	79
Figura 44. Participación promedio de las principales cuentas del Estado de	81

Figura 45. Costo de ventas 2014-2018.....	82
Figura 46. Margen Bruto 2014-2018.....	82
Figura 47. Gastos 2014-2018.	83
Figura 48. Evolución histórica de Activos Totales 2014-2018.	86
Figura 49. Evolución histórica del Efectivo y Equivalentes al Efectivo 2014-2018.....	88
Figura 50. Evolución histórica de Clientes y Otras Cuentas por Cobrar 2014-2018.	89
Figura 51. Evolución histórica de Inventarios 2014-2018.	90
Figura 52. Evolución histórica Propiedad Planta y Equipo 2014-2018.	91
Figura 53. Evolución histórica de las subcuentas de PPE 2015-2018.....	91
Figura 54. Evolución histórica en USD de los Pasivos Totales 2014-2018.....	92
Figura 55. Evolución histórica en USD de Proveedores y Otras Cuentas por	94
Figura 56. Evolución de las obligaciones bancarias a corto y largo plazo.....	95
Figura 57. Evolución histórica de Utilidades Retenidas 2014-2018.	97
Figura 58. Evolución histórica de los ingresos 2014-2018.	99
Figura 59. Evolución de los Gastos Totales 2014-2018.....	101
Figura 60. Fórmula-Diagrama del Sistema Du Pont con datos de la empresa del año 2018.	114
Figura 61. Matriz de riesgos de la empresa Qfarma.....	148

RESUMEN

Las formas de financiamiento al que recurren las pequeñas y medianas empresas siempre han sido objeto de estudio en el mundo financiero. En Ecuador, en 2014 se incorporó al mercado de valores un segmento denominado Registro Especial Bursátil para que las pequeñas y medianas empresas puedan cotizar sus valores y financiarse a través de ellos. El presente trabajo ha buscado realizar un modelo de emisión de obligaciones de una empresa del sector comercial para la colocación de la Oferta Pública en el mercado de valores a través del Registro Especial Bursátil rigiéndose bajo la debida normativa, para lo cual se realizó un diagnóstico situacional y financiero, proyecciones de estados financieros, además se determinaron las características de la emisión de obligaciones y el motivo de la misma, y su respectiva calificación de riesgos. Para los diferentes análisis y proyecciones se realizaron entrevistas a los directivos y empleados de la empresa analizada, así como también se realizaron entrevistas a empresas que ya han colocado sus valores en el mercado para realizar un seguimiento. Se logró determinar que el financiamiento por medio del mercado de valores significa costos menores y finanzas más saludables, siempre y cuando existan inversionistas.

PALABRAS CLAVE:

- **OFERTA PÚBLICA**
- **EMISIÓN DE OBLIGACIONES**
- **PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS**
- **REGISTRO ESPECIAL BURSÁTIL**
- **MERCADO DE VALORES**

ABSTRACT

The financing ways that companies appeal to have always been studied in financial world. In Ecuador, in 2014 a segment known as a Special Stock Market for small and medium-sized enterprises has recently been added to the stock market in order to they can place their values and finance themselves throught it. The present work has sought to make a debt issue model of a commercial company for their placement of public offer in the Special Stock Market ruled by the appropriated regulations. In order of that financial analyzes, situational diagnoses, financial statements projections have been done. Moreover the characteristics of the debt issue and the reason for it were determined. In addition, the respective risk rating was carried out. For the different analyzes and projections, interviews with executives and employees of the company analyzed were done. Futhermore, interviews with companies that have already placed their values in the market to follow up were made too. Finally, it was determined that financing through the stock market means lower costs and healthier finances. This, as long as there are investors destined to buy them.

KEY WORDS:

- **PUBLIC OFFER**
- **DEBT ISSUE**
- **SMALL AND MEDIUM-SIZED ENTERPRISES**
- **SPECIAL STOCK MARKET FOR SMALL AND MEDIUM-SIZED ENTERPRISES**
- **STOCK MARKET**

CAPÍTULO I

INTRODUCCIÓN

1.1 Planteamiento del Problema

En el último informe presentado por el Directorio de Empresas (2017), del universo de empresas existentes en el Ecuador, el 99,5% está conformado por micro, pequeñas y medianas empresas, quedando un porcentaje mínimo que corresponde a las grandes empresas.

Las micro, pequeñas y medianas empresas en Ecuador representan una de las principales fuerzas en el desarrollo económico y abarcan gran parte del mercado, por lo que llegan a ocupar un puesto trascendental en la generación de empleo a miles de personas, diversifican la actividad económica, son un semillero para la actividad emprendedora y la innovación, sin embargo, muchas de éstas se ven estancadas desde hace varios años, siendo el mayor de sus problemas, el difícil acceso al financiamiento y el desconocimiento de las diferentes vías para obtenerlo.

En Ecuador, la mayor parte de las empresas que necesitan financiamiento para el desarrollo de sus actividades recurren al Sistema Financiero, el cual pone bastantes limitantes al momento de acceder a un crédito, como tasas de interés altas y montos limitados, sin embargo, también existe otra alternativa de financiamiento: el mercado de valores para las grandes empresas y el Registro Especial Bursátil para las pequeñas y medianas empresas.

En 2018, el mercado de valores ecuatorianos cerró con 27.129 negociaciones y 243 emisores, lo cual representa un porcentaje menor al 0,5% del universo de empresas del país. Hasta Diciembre de 2019, en el Registro Especial Bursátil existe la alarmante cifra de 5 empresas que

han inscrito sus valores mediante circular de Oferta Pública, todas ellas Pymes, a excepción de una compañía correspondiente al sector de la Economía Popular y Solidaria (Bolsa de Valores Quito, 2019).

A pesar de existir un mercado bursátil con alto potencial de desarrollo, pocas son las empresas que prefieren esta forma de financiamiento a la tradicional, los motivos de esta decisión suelen ser el desconocimiento de las ventajas del mercado de valores, sus procesos, requerimientos, la resistencia al cambio y la negativa a revelar información (Gómez, García, & Mariño, 2015).

Las pequeñas y medianas empresas son el motor de la economía del país, sin embargo, su lento crecimiento se da por la falta de recursos necesarios para su operación, por lo que se ha visto factible realizar un modelo de emisión de obligaciones para el Registro Especial Bursátil que sirva como ejemplo para las demás empresas que buscan incurrir en esta forma de financiamiento; para ello, se ha tomado información de la empresa perteneciente al sector comercial de la provincia de Pichincha: Qfarma Cía Ltda.

1.2 Justificación

El motivo que hizo posible este trabajo fue la escasa participación de las pequeñas y medianas empresas en el Registro Especial Bursátil, pues, a pesar de que dicho segmento bursátil ha estado en funcionamiento al menos 3 años, tan solo 5 empresas han decidido inscribir sus valores en este mercado alternativo que ofrece una salida para aquellas pequeñas y medianas empresas y organizaciones de la economía popular y solidaria que busquen una alternativa de financiamiento diferente a la inyección de capital propio o endeudamiento con instituciones del sistema financiero con altos costos.

Uno de los principales factores para la poca acogida de esta fuente de financiamiento por parte de las pequeñas y medianas empresas es la falta de conocimiento de la existencia del Registro Especial Bursátil y su funcionamiento, por lo que en el presente trabajo se abordaron temas concernientes a todo el proceso de emisión de valores, requisitos, documentación, oferta pública y demás información que resultará útil para aquellas empresas que busquen ingresar al mercado de valores ecuatoriano.

Este trabajo, no solo tiene un impacto positivo en las pequeñas y medianas empresas al crear un modelo de emisión de obligaciones que les ayude a sopesar una nueva forma de financiamiento y cómo llevarlo a cabo, sino también tiene un impacto positivo en el mercado de valores ecuatoriano en sí, pues se busca incentivar a que más empresas ingresen al mundo bursátil y lo vuelvan más dinámico.

1.3 Objetivos

1.3.1 Objetivo General

Realizar un modelo de emisión de obligaciones debidamente estructurado que sirva como ejemplo para aquellas pequeñas y medianas empresas del sector comercial de la Provincia de Pichincha que buscan financiarse en el mercado de valores a través del Registro Especial Bursátil.

1.3.2 Objetivos Específicos

- Describir el funcionamiento, requisitos y procesos del Registro Especial Bursátil.
- Determinar la situación interna y externa de la empresa.
- Aplicar y analizar ratios e indicadores financieros.
- Realizar el modelo de oferta pública de emisión de obligaciones.

- Establecer conclusiones y recomendaciones.

1.4 Determinación de variables

Las variables con base en las cuales va a ser desarrollado el presente trabajo son:

- Emisión de obligaciones
- Registro Especial Bursátil y,
- Financiamiento.

1.4.1 Clasificación de las Variables

Variable independiente:

- Registro Especial Bursátil.

Variable dependiente:

- Emisión de obligaciones
- Financiamiento.

1.5 Preposición

“Las pequeñas y medianas empresas del sector comercial pueden obtener financiamiento por medio de la emisión de obligaciones en el Mercado de Valores ecuatoriano a través del Registro Especial Bursátil”

CAPÍTULO II

FUNDAMENTACIÓN TEÓRICA

2.1 El Mercado de Valores en Ecuador

El mercado de valores ecuatoriano tuvo sus inicios en 1906 cuando la Bolsa de Comercio propuso disposiciones necesarias para la creación del mismo, sin embargo, tuvieron que pasar al menos 3 décadas para que en 1935 se estableciera en Guayaquil la “Bolsa de Valores y Productos del Ecuador”, la cual tan solo estuvo funcionando por el escaso tiempo de un año (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2017).

La Bolsa de Valores y Productos del Ecuador tuvo una existencia efímera a causa de varios factores, los más importantes de ellos fueron la falta de conocimiento de esta institución lo que derivaba en una escasa emisión de títulos valores, la baja capacidad de ahorro de la población en esa época, la inestabilidad política y el bajo desarrollo industrial (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2017).

Posteriormente, en 1965 se crea la Comisión de Valores-Corporación Financiera Nacional, la cual tenía entre uno de sus objetivos la creación de las bolsas de valores. Cuatro años después la Comisión Legislativa Permanente faculta y ratifica el establecimiento de las bolsas de valores como compañías anónimas, con lo que se crea una en Quito y otra en Guayaquil, las cuales empiezan a operar en 1970 bajo la normativa de la Ley de Compañías y bajo el control de la Superintendencia de Compañías (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2017).

En 1993 se publica la primera Ley de Mercado de Valores con el objetivo de constituir las casas de valores y transformar las bolsas de valores de compañías anónimas a corporaciones civiles

sin fines de lucro, tal y como hoy las conocemos (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2017).

El actual mercado de valores “... canaliza los recursos financieros hacia las actividades productivas a través de la negociación de valores. Constituye una fuente directa de financiamiento y una interesante opción de rentabilidad para los inversionistas” (Bolsa de Valores Quito, s.f.). Este financiamiento puede ser a mediano y largo plazo, el cual representa una alternativa al crédito bancario a menor costo.

Existen tres segmentos en el mercado de valores: bursátil, extrabursátil y privado. El que corresponde estudiar en el presente trabajo es el segmento bursátil, el cual según la Ley de Mercado de Valores (2017), “...está conformado por ofertas, demandas y negociaciones de valores inscritos en el Catastro Público del Mercado de Valores, en las bolsas de valores y en el Registro Especial Bursátil (REB), realizadas por los intermediarios de valores autorizados ...”(art. 3).

En Ecuador, actualmente, existen dos Bolsas de Valores, una en Quito y otra en Guayaquil, las cuales prestan servicios y proporcionan mecanismos para que exista la intermediación de valores, esta intermediación solo podrán realizarla las casas de valores por cuenta propia o de terceros (Ley de Mercado de Valores, 2017).

La Bolsa de Valores Quito en su página web oficial cita las ventajas que tiene el mercado de valores, entre las cuales destacan:

- “Es un mercado organizado, integrado, eficaz y transparente, en el que la intermediación de valores es competitiva, ordenada, equitativa y continua, como resultado de una información veraz, completa y oportuna” (Bolsa de Valores Quito, s.f.).

- “Estimula la generación de ahorro, que deriva en inversión” (Bolsa de Valores Quito, s.f.)
- “Genera un flujo importante y permanente de recursos para el financiamiento en el mediano y largo plazo” (Bolsa de Valores Quito, s.f.).

En el Ecuador a pesar de existir un mercado de valores bien estructurado, pocas empresas participan en este; la resistencia al cambio de los propietarios y gerentes, que no son capaces de adaptarse y superar el proceso que implica la decisión de cotizar en el mercado de valores es una de las principales causas por las cuales el mercado de valores ecuatoriano no se ha desarrollado. Además, se debe tomar en cuenta que la mayoría de empresas establecidas en Ecuador son familiares, lo que genera que exista una negativa a la idea de divulgar información, un estudio realizado por la Universidad Espíritu Santo (2017) en coordinación con el Banco del Pacífico y la Superintendencia de Compañías reveló que el 90.89% de las empresas en el Ecuador es considerada como Empresa Familiar.

Más allá de la negativa al cambio y a revelar información, existen otros factores determinantes que es el poco conocimiento que se tiene de esta vía de financiamiento y la desconfianza que este desconocimiento genera.

2.2 Pequeñas y Medianas Empresas (Pymes)

El concepto de pequeñas y medianas empresas se empieza a utilizar a mediados del siglo XX, tiempo en el que se comienza a segmentar a las empresas por características. Gracias al desarrollo del sector agroexportador e industrial en el país, en los años 50 y 60 se establecen las pequeñas y medianas empresas con estructura cerrada y de origen familiar, centrándose

especialmente en las actividades textil, imprenta, minerales, cuero y calzado (Ministerio de Industrias y Productividad, 2002).

En los años 80 el desarrollo de las PYMES se ve interrumpido por los problemas políticos y económicos en los que se encontraba el país con una balanza de pagos negativa, déficit presupuestario y el incumplimiento de pago de la deuda externa acompañado de una caída de los precios del petróleo, con lo que la economía ecuatoriana deja de crecer y se retrae (Sánchez, 1991).

Finalmente, con la adaptación del dólar americano en Ecuador y los Programas de Ajuste Estructural se dio un cambio en el modelo de desarrollo y se promovió el protagonismo del sector empresarial con la finalidad de que el rol del Estado se disminuya (Uquillas, 2008), dando como resultado que los empresarios se preocupen por mejorar la productividad y sus ganancias, hechos que ayudaron a que las pequeñas y medianas empresas surjan en el mercado ecuatoriano.

Aunque no existe una definición global de lo que son las PYMES, éstas deben cumplir con varios estándares económicos tales como el número de trabajadores, volumen de ventas, años en el mercado, niveles de producción, activos, pasivos, entre otras, estos estándares cambian de acuerdo al país donde se encuentran ubicadas. En Ecuador, las pequeñas y medianas empresas son todas las personas naturales o jurídicas que, como unidad productiva ejercen una actividad de producción, comercio o servicios y que cumplen con ciertas características para su categorización (COPCI, 2013).

Mediante la resolución No. 512-2019-V del 3 de abril de 2019, la Junta de Política de Regulación Monetaria y Financiera determina que, las pymes son consideradas aquellas empresas que cumplen con las características que se detallan en la tabla 1.

Tabla 1*Segmentación de empresas por su tamaño de acuerdo al Registro Especial Bursátil.*

Tamaño	# Trabajadores	Ventas anuales
Pequeña	10 – 49	300.001 – 1.000.000
Mediana	50 – 199	1.000.001 – 5.000.000

Fuente: (Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, 2019)

El Código de la Producción, Comercio e Inversiones señala que en caso de existir inconformidad entre las variables, para efectos de determinar el tamaño de una empresa, el valor bruto en ventas anuales prevalecerá sobre el número de trabajadores (COPCI, 2013).

De acuerdo al Directorio de Empresas (2017), en Ecuador existen 884.236 empresas, las cuales operan en diversos sectores de la economía, de las cuales, el 0,5% representa a las grandes empresas, mientras que el 99,5% se encuentra dividido entre micro, pequeñas y medianas empresas tal y como lo indica la tabla 2.

Tabla 2*Número de empresas y porcentaje de acuerdo al tamaño*

Tamaño Empresa	Nº Empresas	Porcentaje
Microempresa	802.696	90,78%
Pequeña	63.814	7,22%
Mediana A	8.225	0,93%
Mediana B	5.468	0,62%
Grande	4.033	0,46%
TOTAL	884.236	100,00%

Fuente: (Directorio de Empresas, 2017)

Claramente la economía ecuatoriana se debe a las pequeñas y medianas empresas (PYMES), razón por la cual, el gobierno ecuatoriano, ha visto necesario tomar medidas que ayuden al crecimiento de las mismas, incurriendo en varias reformas a la Ley del Mercado de Valores para hacer este mercado más dinámico e inclusivo.

En 1999 la Ley del Mercado de Valores da paso a la creación del Registro de Valores No Inscritos (REVNI), con la finalidad de ayudar a las empresas no inscritas en el mercado de valores a cotizar en el mismo.

2.3 Registro de Valores no Inscritos (Revni)

En el artículo 34 de la Ley de Mercado de Valores publicada en 1999, se menciona que las Bolsas de Valores tienen la facultad de negociar valores no inscritos en el mercado de valores ni en bolsa, ya sea de forma ocasional o periódica (Ley de Mercado de Valores, 1999).

El Registro de Valores No Inscritos (REVNI) era un mecanismo que empleaban y regulaban las Bolsas de Valores con el objetivo de que las empresas no inscritas puedan cotizar sus valores con requisitos menos rigurosos, de esta manera, los pequeños y medianos emisores podían ser parte del mercado de valores y experimentar la obtención de recursos por ese medio.

El 20 de mayo de 2014 se realizaron varias reformas a la Ley del Mercado de Valores, se derogó el artículo 34 en el que se mencionaba al REVNI, y se crea la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil, la cual permitiría que, posteriormente en el 2016 las pymes puedan cotizar en bolsa, en un mercado alternativo denominado Registro Especial Bursátil (REB).

2.4 Registro Especial Bursátil (REB)

El capítulo II de la Ley del Mercado de Valores (2017) menciona la creación de un segmento permanente del mercado bursátil denominado Registro Especial Bursátil (REB), con el objeto de desarrollar el mercado de valores mediante la ampliación del número de emisores y emisiones.

El Registro Especial Bursátil tal y como lo define la Junta de Regulación Monetaria y Financiera (2016) en la resolución No. 210-2016-V, “es un segmento permanente del mercado bursátil creado exclusivamente para la negociación de valores emitidos por las pequeñas y/o medianas empresas -Pymes- y las organizaciones de la economía popular y solidaria...” (art. 1).

La Resolución No. 210-2016-V (2016) establece que, la finalidad del Registro Especial Bursátil es impulsar el ingreso de las Pymes y organizaciones de la Economía Popular y Solidaria a este mercado de valores alternativo para que tengan oportunidad de financiamiento a través del mercado bursátil y de esta manera lograr cubrir sus necesidades de recurso de corto y largo plazo.

Se han realizado varias investigaciones acerca del impacto que tiene la creación de un mercado alternativo bursátil para pymes; Larsen, Vigier, Guercio, & Briozzo (2014) concuerdan en que “el acceso a una amplia cartera de inversores permite a las empresas liberarse de la dependencia de los bancos y del contexto económico en general, estructurando las emisiones en función de sus propios flujos de fondos y necesidades” (pág. 140).

Tomando a Gómez, García y Garrido (2015) podemos aseverar que entre los factores que provocan la salida a bolsa de las empresas, el crecimiento de las ventas es una de las razones más relevantes. Cotizar en bolsa significa hacer a la empresa más visible ante los ojos del mundo, lo

que deriva en un incremento de ventas a futuro. De la misma manera, Palacín y Jara (2012) explican que las empresas que incurren en un mercado alternativo bursátil buscan conseguir visibilidad, notoriedad e imagen de marca.

Estudios realizados en otros países cuyo mercado de valores cuenta con un mercado alternativo para pymes aseveran que “...participar en este mercado bursátil alternativo implica un impacto positivo en la estructura financiera, en la estructura societaria (entran nuevos socios), en el gobierno corporativo, en la forma de gerencia, en los niveles de transparencia y en la marca.” (Pérez, Ramírez, Quintero, & Borrero , 2014, pág. 103).

2.5 Requisitos que deben cumplir las pymes para negociar valores en el Registro Especial Bursátil

Las pymes que se inscriban en el Registro Especial Bursátil deben cumplir con requisitos y procedimientos menos rigurosos para la emisión y negociación de los valores que los establecidos para otros segmentos del mercado bursátil; tal y como señala la BVQ (Bolsa de Valores Quito, s.f.), para inscribirse en el Registro Especial Bursátil las pymes están exentas del pago de derecho y tarifas de inscripción en el Catastro Público y su mantenimiento en el mismo, el listarse en bolsa es gratuito, la comisión del piso de bolsa puede tener descuentos de acuerdo a la Bolsa de Valores en la que se negocie el título, además, la calificación de riesgos cuando se ha optado por realizar una oferta pública es voluntaria.

En el artículo 3 de la resolución No. 210-2016-V (2016) se menciona que, previo a la negociación de los valores en el REB, los emisores deberán inscribirse en el Catastro Público de Mercado de Valores y solicitar la inscripción en una de las bolsas de valores del país; si los valores

se negociarán por medio de oferta pública se necesitará la autorización por parte de la Superintendencia de Compañías Valores y Seguros.

Los requisitos que deben cumplir los emisores para inscribirse en el REB son los que constan en la figura 1:



Figura 1. Requisitos para inscripción en el Registro Especial Bursátil.

Fuente: Resolución No. 210-2016-V.

Para el mantenimiento de la inscripción se deberá presentar:

1. Ficha registral actualizada.
2. Estados financieros semestrales, anuales y auditados.
3. Certificación anual expedida por el representante legal del emisor actualizada.

En la Resolución No. 210-2016-V (2016) se establece que los valores que se negocien en el REB únicamente pueden ser adquiridos por inversionistas institucionales e inversionistas calificados, entiéndase como:

INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES: todos aquellos que se presentan en la figura 2.

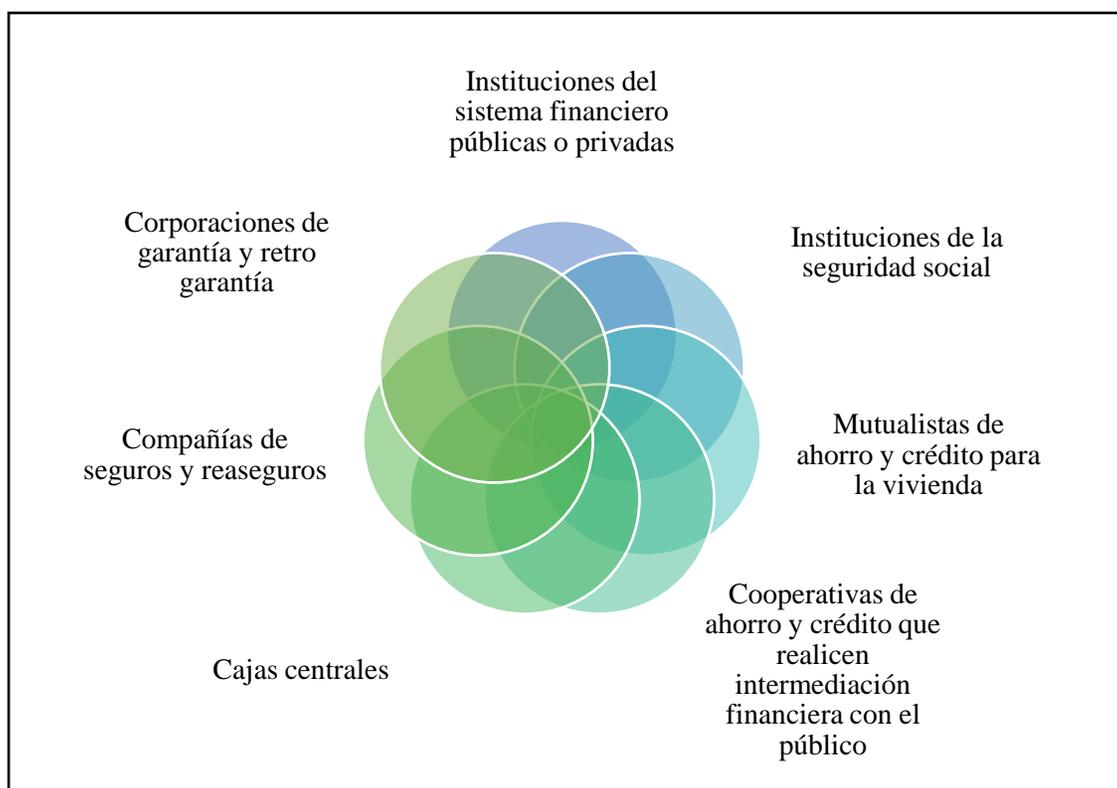


Figura 2. Inversionistas institucionales denominados por el Registro Especial Bursátil

Fuente: Resolución No. 210-2016-V.

Además, aquellas que autorice la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera siempre y cuando “...su giro principal sea la realización de inversiones en valores u otros bienes y que el volumen de las transacciones anuales o su portafolio supere la suma de 20’000.000 USD” (Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, 2016).

INVERSIONISTAS CALIFICADOS: “Quienes cuenten con experiencia y/o conocimientos necesarios para comprender, evaluar y administrar de forma adecuada los riesgos que conlleva cualquier decisión de inversión en Mercado de Valores” (Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, 2016) (art. 9). Para ser calificados como inversionistas, la casa de valores deberá

determinar el perfil de riesgo, adicionalmente, el cliente al momento de firmar el contrato de comisión mercantil suscribirá una declaración en la que afirme que ha sido informado sobre todo lo concerniente a la emisión (Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, 2016).

2.6 Valores que se pueden negociar en el Registro Especial Bursátil

La resolución del Registro Especial Bursátil No. 210-2016-V (2016) señala que las pymes y las organizaciones de la Economía Popular y Solidaria que participen en el REB podrán realizar las siguientes actividades bursátiles:

- Emitir obligaciones de largo plazo
- Emitir acciones por primera vez
- Emitir convertibles en acciones y,
- Emitir papel comercial.

2.7 Diferencias entre Revni y Reb

Existen varias diferencias entre el Registro de Valores no Inscritos y el Registro Especial Bursátil, las cuales se observan en tabla 3.

Tabla 3
Diferencias entre REVNI y REB

Detalle	REVNI	REB
Concepto	Mecanismo implementado por las Bolsas de Valores para que se negocien valores no inscritos.	Segmento permanente del mercado bursátil para la negociación de valores de las PYMES e instituciones de la EPyS.
Emisores	Todas las empresas	PYMES e instituciones de la Economía Popular y Solidaria.

Tipos de renta	Renta fija y variable	Renta fija y variable.
Tipos de valores	Letras de cambios, pagarés a la orden, acciones	Obligaciones de largo plazo, acciones primarias, convertibles en acciones, papel comercial.
Inscripción	Inscripción de valores en la bolsa, no en el mercado de valores	Las empresas deben estar inscritas en el mercado de valores.
Calificación de riesgos	No requerida	Opcional.
Pagos de derechos y tarifas de inscripción	Exonerados	Exonerados.
Garantías	Garantía general	Garantía general o específica.
Oferta	Memorándum de inversión	Oferta Pública.
Detalle de oferta	Portada, información general, características de la emisión, información económica y financiera,	Portada, información general, descripción del negocio del emisor, características de la emisión, información económica y financiera, declaración juramentada del representante legal respecto a la integridad de la información.

Fuente: (Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, 2016)

2.8 Emisión de Obligaciones

El artículo 160 de la Ley del Mercado de Valores (2017) define a la Emisión de Obligaciones como valores de contenido crediticio representativos de deuda a cargo del emisor las cuales podrán ser de corto o largo plazo.

En otras palabras, la emisión de obligaciones son valores emitidos por una empresa que se convierten en una deuda a cargo de la empresa emisora a un interés y plazo, y los vende en el mercado de valores mediante oferta pública.

Cabe señalar que la aprobación del contenido del prospecto de oferta pública de la emisión de obligaciones será atribución exclusiva de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, así como también será atribución del mismo ente y de la Superintendencia de Bancos la aprobación de la emisión de obligaciones de las entidades sujetas a su respectivo control (Ley de Mercado de Valores, 2017).

La Ley de Mercado de Valores (2017) señala que la emisión de obligaciones “...deberá efectuarse mediante escritura pública. El contrato de emisión de obligaciones deberá contener tanto las características de la emisión como los derechos y obligaciones del emisor, de los obligacionistas y de la representante de estos últimos” (art. 164).

La emisión de obligaciones tiene como finalidad principal financiar actividades productivas de la empresa emisora, tales como: capital de trabajo, reestructuración de pasivos y proyectos de inversión de activos o expansión. (Espinoza , Zurita, Ileana, Salazar, & Pine, 2017).

El capital de trabajo es la cantidad de dinero que necesita la empresa para mantener el giro habitual de su negocio, es decir las operaciones que normalmente se realizan en la empresa (Riozzo, 2007). La reestructuración de pasivos es un proceso de cambio por el que las empresas optan por varios motivos: bajo nivel operativo, siniestralidad o causa de fuerza mayor o elevado costo financiero, esta reestructuración se realiza con el objetivo de corregir problemas estructurales al interior de la empresa, incrementar su valor o prepararse frente a retos que impone el entorno económico (Álvarez & Grisales, 2015). Por su parte la inversión en activos es una inyección de dinero que generalmente se realiza a propiedad, planta y equipo o mercadería.

Entre las principales ventajas de la emisión de obligaciones encontramos que se pueden obtener fondos a tasas inferiores y a mayores plazos comparado con otras fuentes externas, lo que además implica una mejora en los ratios financieros de la empresa ya que la mayor extensión de los plazos, permite transformar pasivos corrientes en no corrientes.

2.9 Oferta Pública de Emisión de Obligaciones en el Registro Especial Bursátil

La Ley del Mercado de Valores (2017) define a la Oferta Pública como “la propuesta dirigida al público en general, o a sectores específicos de éste, ... con el propósito de negociar valores en el mercado” (art. 11). Esta oferta puede ser primaria o secundaria, sin embargo, para el caso de las empresas que participen en el REB sólo podrán realizar ofertas públicas primarias como lo determina el artículo 15 de la resolución No. 210-2016-V (2016).

La circular de oferta pública para la emisión de Obligaciones de Largo Plazo según el artículo 19 de la resolución de la Junta de Política y Regulación Financiera (2016), deberá contener como mínimo la información que se indica en las figuras 3, 4, 5, 6, 7 y 8.

La oferta pública consta de la portada y cinco partes en las que se detalla la información general del emisor, la descripción del negocio del emisor, características de la emisión, información económica y financiera y una declaración juramentada del representante legal en la que conste la veracidad de la información compartida.

1. Portada

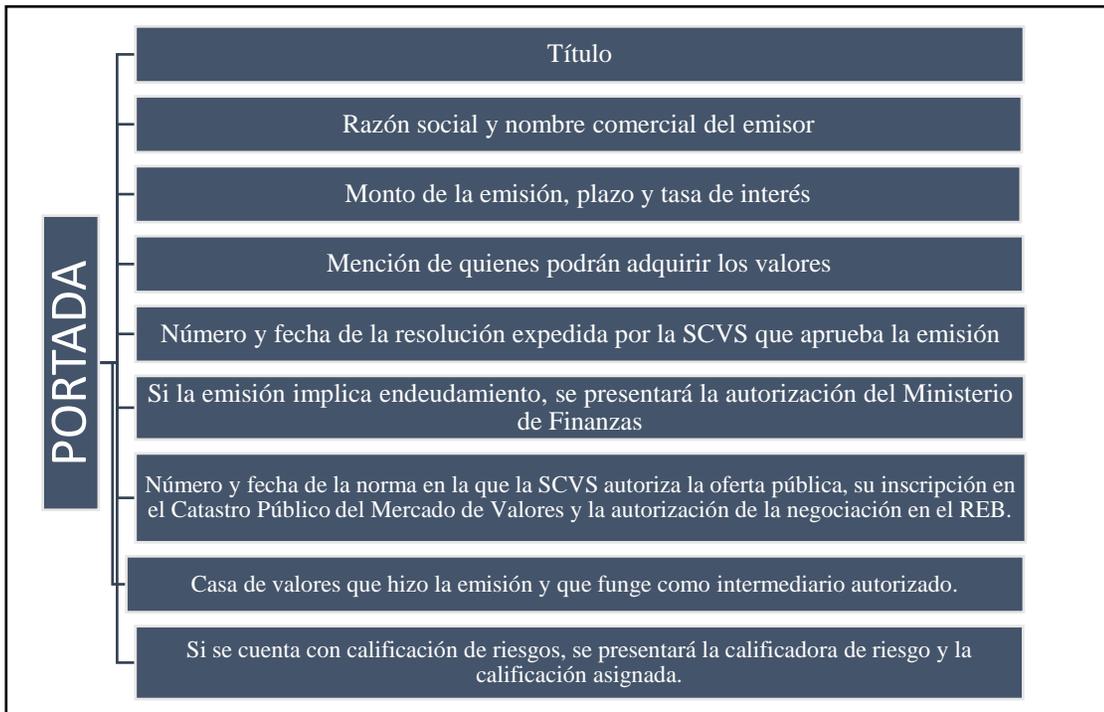


Figura 3. Información que debe constar en la portada de la Oferta Pública

Fuente: Resolución No. 210-2016-V.

2. Primera Parte:

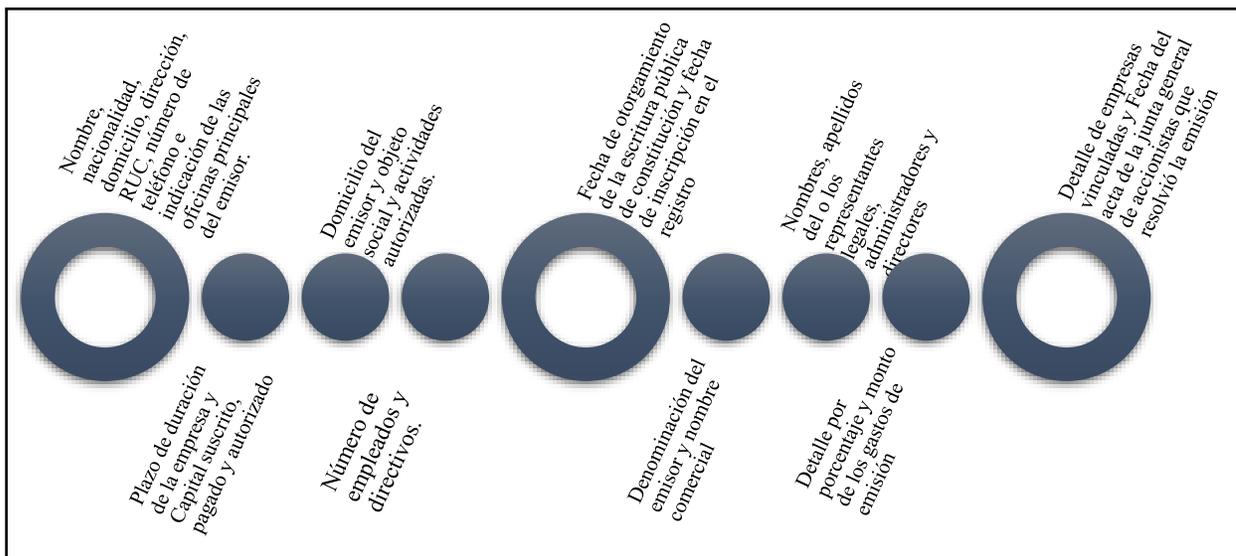


Figura 4. Información que debe constar en la primera parte de la Oferta Pública

Fuente: Resolución No. 210-2016-V.

3. Segunda Parte: descripción del negocio del emisor

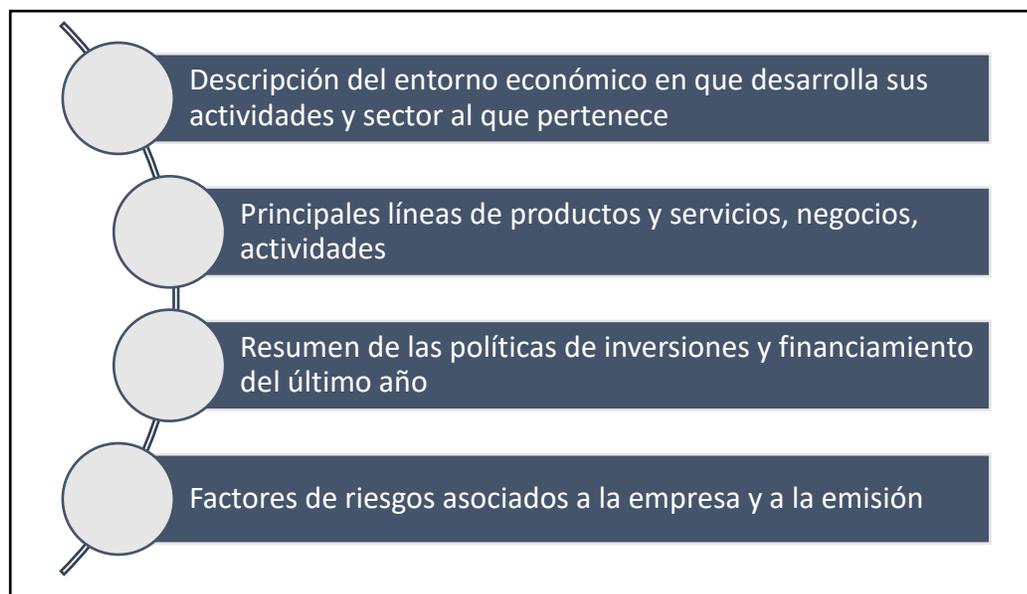


Figura 5. Información que debe constar en la segunda parte de la Oferta Pública.
Fuente: Resolución No. 210-2016-V.

4. Tercera parte: Características de la emisión

Fecha del acta de la junta general que resolvió la emisión	Monto y plazo de la emisión y Unidad monetaria	Número y valor nominal mínimo de las obligaciones y clases	Tasa de interés y forma de reajuste de ser el caso
Forma de cálculo, amortización y plazos para el pago del capital y de intereses	Detalle de los activos libres de gravamen y Resguardos	Garantía general y específica de existir	Identificación del agente pagador y lugar donde se efectuará el pago y su modalidad
Certificado del Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores	Procedimientos de rescates anticipados de existir	Destino detallado de los recursos a captar	Si se cuenta con calificación de riesgos, adjuntar el informe de calificación de riesgo

Figura 6. Información que debe constar en la tercera parte de la Oferta Pública.
Fuente: Resolución No. 210-2016-V.

5. Cuarta parte: información económica y financiera

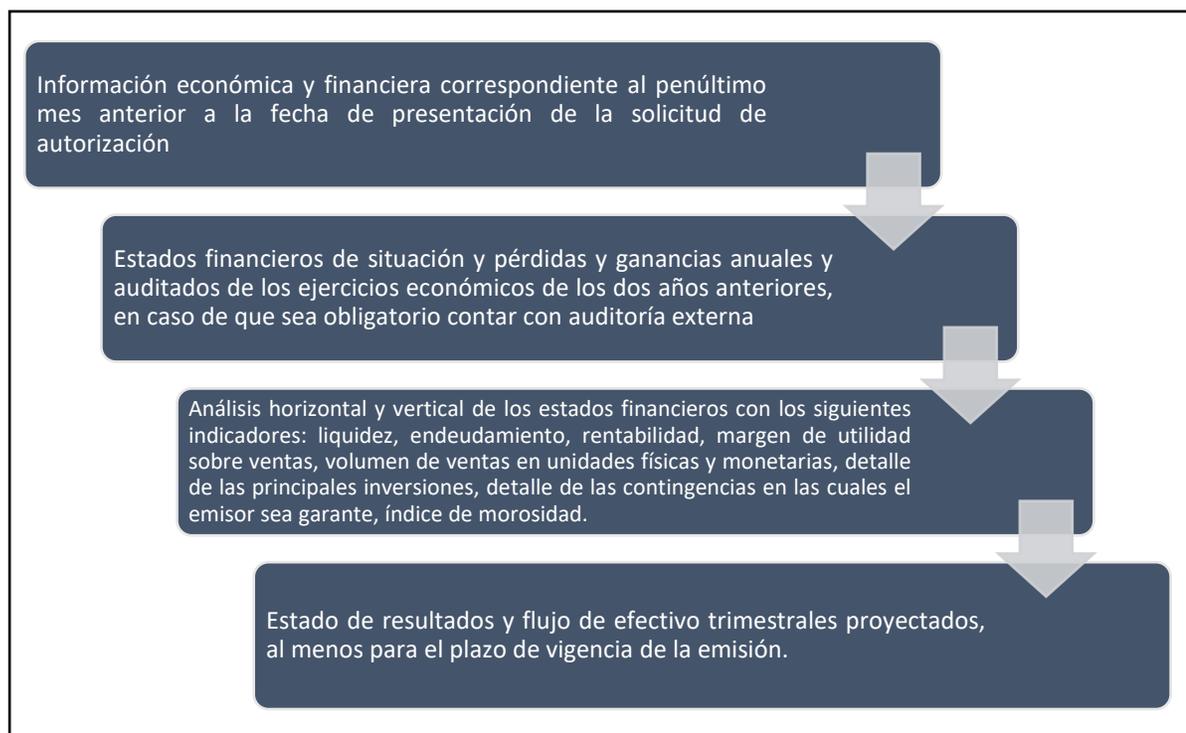


Figura 7. Información que debe constar en la cuarta parte de la Oferta Pública.
Fuente: Resolución No. 210-2016-V.

6. Quinta parte:

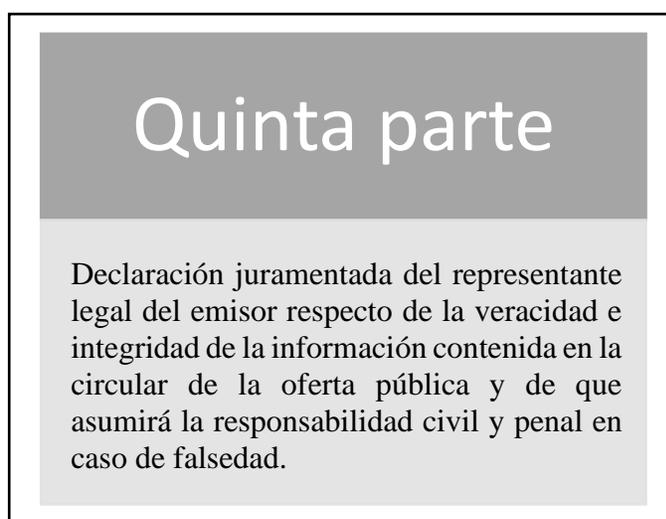


Figura 8. Información que debe constar en la de la Oferta Pública.

2.10 Proceso de emisión de obligaciones

La Bolsa de Valores Quito (2018), en su página web oficial emitió un instructivo de cómo emitir obligaciones de largo plazo, dentro del cual se encuentra el proceso que se debe seguir para la emisión, mismo que se encuentra reflejado en la figura 9.

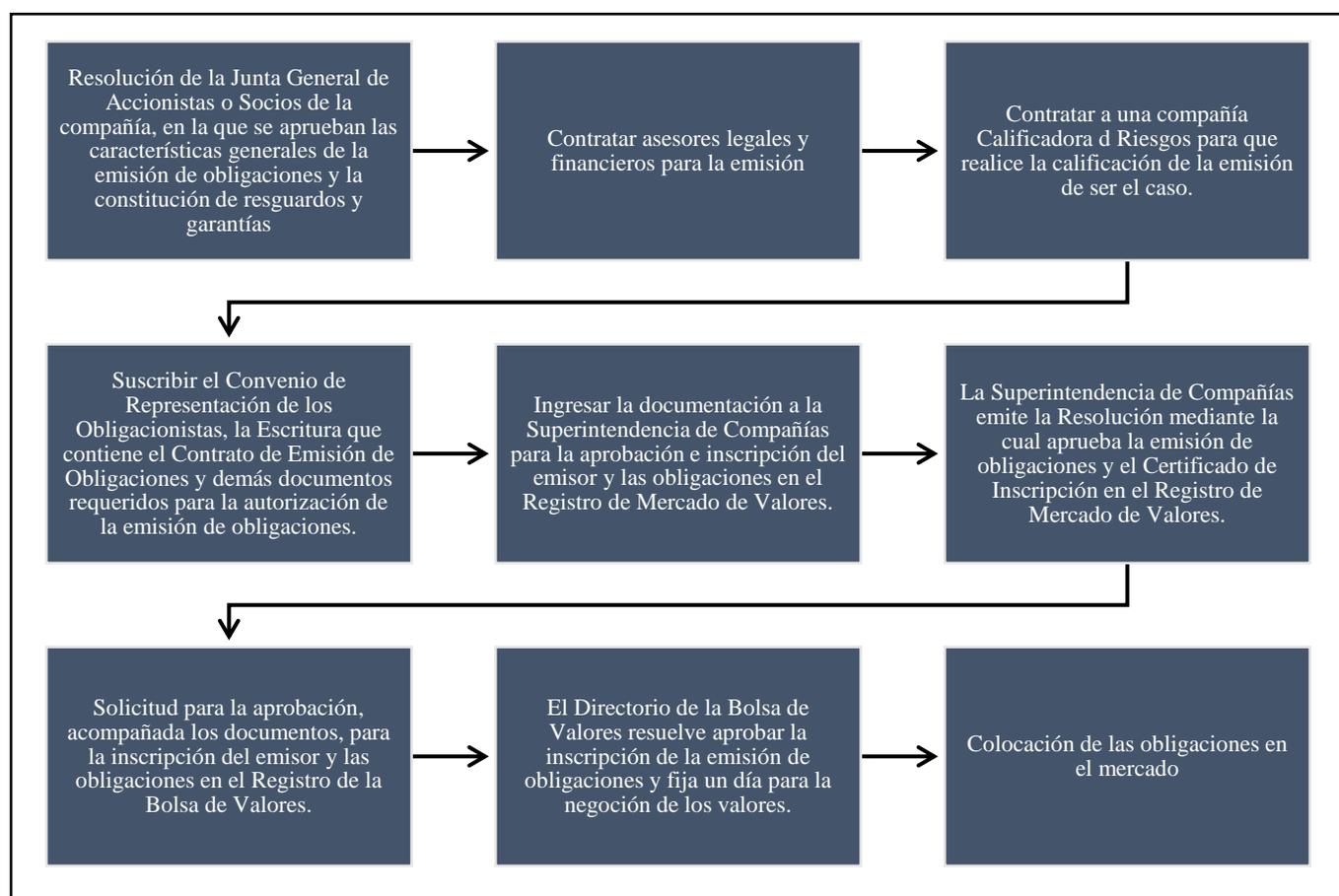


Figura 9. Proceso de emisión de obligaciones.

Fuente: Bolsa de valores Quito. Recuperado de <https://www.bolsadequito.com/index.php/manuales-de-inscripcion/203-obligaciones>

2.11 Teoría de la Jerarquía Financiera

De acuerdo con Myers y Majluf (1984), y su teoría de la Jerarquía Financiera, “La financiación proviene de tres fuentes, fondos internos, deuda y nuevo capital. Las compañías priorizan sus fuentes de financiamiento, primero prefiriendo financiación interna, y luego deuda, finalmente levantando capital como último recurso”. En la figura 10 se observa una pirámide para representar la teoría financiera.

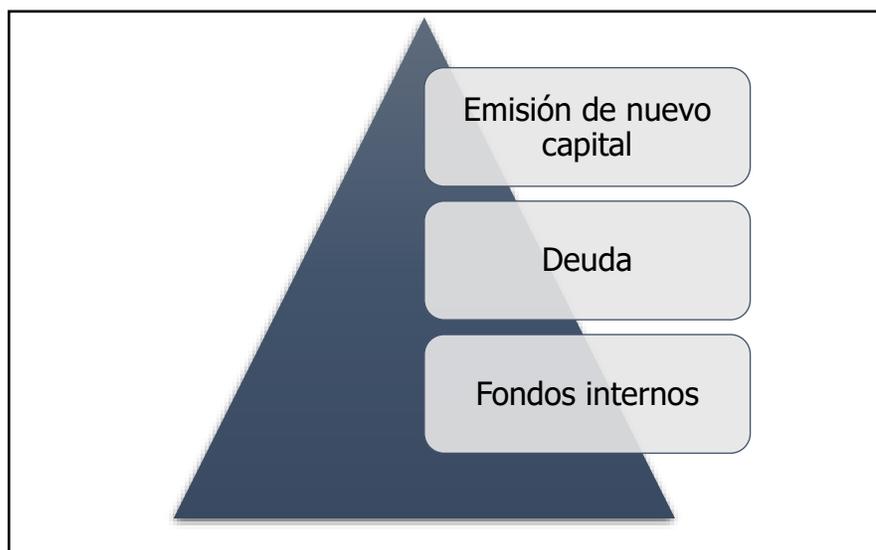


Figura 10. Teoría de la Jerarquía Financiera.

La teoría del Pecking Order o teoría de la Jerarquía Financiera es una de las teorías de mayor referencia dentro del apalancamiento de las empresas; Alarcón (2017) manifiesta que las empresas prefieren una “financiación interna antes que una externa y que cuando se opta por la deuda externa se busca aquella que comprometa en un menor riesgo a la firma, principalmente en la calidad de la deuda y los costos de financiamiento” (pág. 142).

Es por esto que la mayoría de empresas, principalmente las pequeñas y medianas, al momento de decidir su fuente de financiamiento priorizan el financiamiento interno con fondos

propios, principalmente reinvertiendo las utilidades, ingresando capital familiar, o financiándose a través de proveedores, cuando este recurso se ha agotado, optan por un crédito con la banca, quedando prácticamente relegada la financiación a través del mercado bursátil por la dificultad que este representa y las responsabilidades que se derivan de ingresar en este mercado.

En cuanto al mercado de capitales Briozzo y Vigier (2009) señalan que se prioriza la emisión de deuda antes que la emisión de acciones ya que los propietarios presentan cierta resistencia a la apertura de capital y a la participación de socios no pertenecientes al entorno cercano en las decisiones de la firma.

CAPÍTULO III

MARCO METODOLÓGICO

Balestrini (2006), asevera que el marco metodológico es una serie de pasos a seguir con el fin de alcanzar los objetivos de la investigación de forma válida y con alta precisión. En otras palabras, son todos los métodos e instrumentos que se emplean en la investigación, dando al lector información detallada de cómo se realizará el trabajo.

3.2 Diseño de la Investigación

Dado que el objetivo de la presente tesis es realizar un modelo de emisión de obligaciones, se recurrió a un diseño de investigación no experimental que se aplicó de manera longitudinal. Por su parte, el tipo de investigación que se adoptó fue la exploratoria.

De acuerdo a Gómez (2006) una investigación no experimental es aquella en la que no se manipulan las variables deliberadamente, sino “...se observan fenómenos tal y como se dan en su contexto natural, para después analizarlos” (pág. 102); y, a su vez hablamos de longitudinal porque “la investigación se centra en estudiar cómo evolucionan una o más variables o las relaciones entre ellas” (pág. 102).

Una investigación exploratoria, según Hernández, Fernández y Baptista (2010) generalmente “...son la base de investigaciones correlacionales, las cuales a su vez proporcionan información para llevar a cabo estudios explicativos que generan un sentido de entendimiento y son altamente estructurados” (pág. 76).

3.3 Enfoque de la investigación

La presente investigación se diseñó bajo el enfoque mixto de investigación, debido a que es el que mejor se adapta a las características y necesidades de la información.

El enfoque mixto, es el que se conforma por el enfoque cualitativo y cuantitativo. El enfoque cualitativo es aquel que reúne información por medio de descripciones detalladas, mientras que el enfoque cuantitativo usa la recolección de datos (Hernández, Fernández, & Baptista, 2010).

Del enfoque cualitativo se usó la técnica de entrevistas con preguntas abiertas, ya que una parte de la recolección de información se realizó por medio de preguntas orales a los jefes departamentales para ir construyendo el panorama empresarial, además se realizaron entrevistas a empresas que ya han incursionado en el Registro Especial Bursátil para realizar un seguimiento; por su parte el enfoque cuantitativo se ve reflejado en el estudio de los estados financieros para construir el panorama financiero de la empresa.

3.4 Técnicas de recolección de datos

Sabino (1992), menciona que una vez se haya recolectado la información pertinente, el investigador deberá procesar datos a partir de los cuales podrá sacar conclusiones que esclarezcan el problema formulado a inicios de la investigación.

En la parte cualitativa se realizaron entrevistas a los funcionarios de la empresa en estudio y a directivos y se solicitó la información financiera de la empresa, así como también se realizaron entrevistas a empresas que ya habían cotizado en el Registro Especial Bursátil con la finalidad de obtener información de cómo había sido el proceso para emitir, sus dificultades, beneficios, entre otros. A continuación, se presentan los formatos de las entrevistas realizadas.



ENTREVISTA 1 A INFORMANTES CALIFICADOS DE LA EMPRESA EN ESTUDIO

Datos generales de la empresa

Razón Social:..... Fecha:

Nombres del entrevistado: Firma:

Cargo: Profesión:

Análisis Situacional y Financiero. Información para proyecciones

¿Cuáles son las perspectivas de crecimiento de la empresa?

¿En qué porcentaje espera crecer en las ventas, costos y gastos en los próximos cinco años?

¿Cuáles son las políticas de cobro y pago en la empresa?

¿Cuántos empleados se encuentran actualmente adheridos a la empresa y cuáles son sus funciones?

¿El ambiente laboral es adecuado para desempeñar las funciones de cada empleado?

¿Considera que existen la cantidad de empleados necesaria para realizar las funciones?

¿Cómo se encuentra definido su nicho de mercado?

¿Cuál es la política de inversión que maneja la empresa?

¿Cuál es la política de financiamiento que maneja la empresa?

¿Cuál es la política para el manejo de inventarios?

¿Tiene planeado realizar cambios en las políticas de cobro, pago o inventarios? Si, ¿Cuáles?

¿Qué aspectos considera conveniente cambiar en la empresa?

¿Cuántos préstamos mantiene actualmente la empresa y el monto?

¿Cuáles son los principales proveedores?

¿Cuáles son los principales competidores de mercado?

¿Cómo visualiza a la empresa en relación a la competencia?

¿Cuáles son los productos que más se venden?

¿Cómo es el ciclo de operación del negocio?

¿Prefiere realizar una emisión de acciones u obligaciones?

¿Por qué monto cree conveniente realizar la emisión de obligaciones?

¿A qué tiempo prefiere realizar la emisión de obligaciones?

Elaborado por: Gissel Paspuel.



ESPE
 UNIVERSIDAD DE LAS FUERZAS ARMADAS
 INNOVACIÓN PARA LA EXCELENCIA

ENTREVISTA 2 A INFORMANTES CALIFICADOS DE EMPRESAS QUE YA EMITIERON EN EL REB

Datos generales de la empresa

Razón Social:..... Fecha:

Nombres del entrevistado: Firma:

Cargo: Profesión:

Financiamiento de las pymes en el Mercado de Capitales Ecuatoriano (REB)

¿Cuál era la principal fuente de financiamiento hasta antes de la emisión de obligaciones?

¿La empresa cómo ha financiado los requerimientos de capital de trabajo y adquisición de propiedad, planta y equipo antes de acudir al mercado de capitales?

¿Cuál era su nivel de conocimiento del Mercado de Valores antes de ingresar?

¿El Departamento Financiero siempre estuvo estructurado de la misma manera?

¿Por qué eligieron a la emisión de Obligaciones como una fuente de financiamiento?

¿Qué dificultades se les presentaron en el proceso de emisión de obligaciones?

¿Las obligaciones emitidas por la empresa fueron, principalmente, adquiridas por Inversionistas Institucionales o por inversionistas calificados?

¿Las obligaciones fueron compradas en su totalidad?

¿Qué beneficios ha obtenido la empresa al participar en el mercado de valores?

¿Con qué periodicidad y qué tipo de información relacionada con el mercado de valores, la empresa debe reportar a la Superintendencia de Compañías?

¿Qué recomienda para que mejore el proceso de emisión de obligaciones en el Mercado de Valores?

¿Qué recomienda para que una mayor cantidad de pymes utilicen el mercado de valores como una fuente de financiamiento?

Elaborado por: Galo Acosta y Gissel Paspuel.

Las entrevistas fueron grabadas y procesadas con la finalidad de obtener toda la información en su forma original.

3.5 Técnicas de procesamiento de datos

Para la entrevista 1, se entrevistó principalmente al gerente general de la empresa, quien tenía todo el conocimiento necesario para dar respuesta a las preguntas cualquiera haya sido su complejidad. Para la entrevista 2, hubo un acercamiento a dos empresas que ya han emitido en el Registro Especial Bursátil.

A continuación, en la tabla 4 se presentan las características de los entrevistados.

Tabla 4

Características de los entrevistados.

Nombre	Edad	Cargo	Profesión
Ing. Patricio Beltrán	61	Gerente General Qfarma	Ing. Administración de empresas
Ing. Carla Cisneros	32	Contador General Sinpet	Ing. Contabilidad
Ing. Cristian Pozo	39	Gerente Financiero Coonecta	Ing. Contabilidad y Auditoría

En lo que concierne a lo cuantitativo, se utilizaron varias fórmulas y procedimientos para el estudio y análisis de los estados financieros de la empresa, los cuales ayudaron a tener una idea detallada de la situación en la que se encuentra actualmente la organización.

En el capítulo cuatro, “Diagnóstico Financiero” se procedió a formar una base de datos de los estados financieros, a continuación, se realizó un estudio de los estados financieros por medio del análisis vertical, horizontal tanto en el Balance General como en el Estado de Resultados con las fórmulas que se presentan en la tabla 5.

Tabla 5
Fórmulas del análisis horizontal y vertical

Análisis	Balance General	Estado de Resultados
Análisis Vertical	$\frac{\text{Cuentas del Balance General}}{\text{Activo Total}}$	$\frac{\text{Cuentas del Estado de Resultados}}{\text{Ventas Totales}}$
Análisis Horizontal Relativo	$\left(\frac{\text{Año anterior}}{\text{Año actual}} - 1\right) * 100$	$\left(\frac{\text{Año anterior}}{\text{Año actual}} - 1\right) * 100$
Análisis Horizontal Absoluto	<i>Año actual – año anterior</i>	<i>Año actual – año anterior</i>

Además, se aplicaron los diferentes indicadores de liquidez, solvencia, actividad y rentabilidad, en la tabla 6 se presentan las fórmulas de los indicadores utilizadas.

Tabla 6
Fórmulas y usos de los indicadores financieros

Indicador	Fórmula	Uso
Razón Corriente	$\frac{\text{Activo Corriente}}{\text{Pasivo Corriente}}$	Mide las veces que la empresa puede pagar su deuda a corto plazo, utilizando su activo circulante.
Prueba ácida	$\frac{\text{Activo Corriente} - \text{Inventario}}{\text{Pasivo Circulante}}$	Da una medida con más exactitud sobre la capacidad de pago de una organización.
Ciclo de Caja de Efectivo	Días Inv + Días CxC – Días CxP	Refleja el número de días que transcurre durante todo el ciclo operativo de la empresa.
Capital de trabajo Neto	<i>Ac. Corriente – Pas. Corriente</i>	Cantidad de recursos que una empresa posee una vez que ha pagado todas sus obligaciones a corto plazo.



Endeudamiento	$\frac{\text{Pasivo Total}}{\text{Activo Total}}$	Mide el % de bienes comprados con obligaciones a corto como a largo plazo.
Deuda y Patrimonio	$\frac{\text{Pasivo Total}}{\text{Patrimonio Total}}$	Mide el % de las aportaciones de los socios que están comprometidas para el pago de las obligaciones.
Multiplicador de Patrimonio	$\frac{\text{Activo Total}}{\text{Patrimonio Total}}$	Mide las veces que las aportaciones de los socios están representados por bienes de la organización.
Rotación de Inventarios	$\frac{\text{Costo de Ventas}}{\text{Inventario}}$	Mide las veces que el inventario se vende en el año.
Días de Inventarios	$\frac{365}{\text{Rotación de Inventario}}$	Indica los días que el inventario se encuentra en bodega hasta que se vende.
Rotación Cuentas por Cobrar	$\frac{\text{Ventas}}{\text{Cuentas x Cobrar}}$	Son las veces que cobran las cuentas por cobrar en el año.
Días de Cuentas por Cobrar	$\frac{365}{\text{Rotación Cuentas x Cobrar}}$	Son los días que se les da de crédito a los clientes.
Rotación de Cuentas por Pagar	$\frac{\text{Ventas}}{\text{Cuentas x Pagar}}$	Son las veces que se pagan las cuentas por pagar en el año.
Días de Cuentas por Pagar	$\frac{365}{\text{Rotación Cuentas x Pagar}}$	Representa los días que se tiene de crédito con los proveedores.
Rotación de Activos	$\frac{\text{Ventas}}{\text{Activos Totales}}$	Por cada dólar invertido en Activos Totales genera tantos centavos de ventas.
Margen de Utilidad Bruta	$\frac{\text{Utilidad Bruta}}{\text{Ventas}}$	Refleja la efectividad al producir y vender sus productos por encima del costo.
Margen de Utilidad Neta	$\frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Ventas}}$	Presenta el porcentaje de las utilidades que generaron las ventas.
Rendimiento sobre Activos	$\frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Activos Totales}}$	Es el porcentaje de utilidad que generaron los bienes de la Compañía.

Rendimiento sobre Patrimonio	$\frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Patrimonio}}$	Es el porcentaje de utilidad que generaron las aportaciones de los accionistas.
------------------------------	--	---

Fuente: Elaboración propia, información tomada de: Universidad Interamericana de Desarrollo (s.f) https://moodle2.unid.edu.mx/dts_cursos_md/ADI/AF/AF/AF01/AF01Lectura.pdf

Para complementar el diagnóstico financiero se realizó el análisis del sistema Du Pont de los tres últimos años utilizando la fórmula de la figura 11.

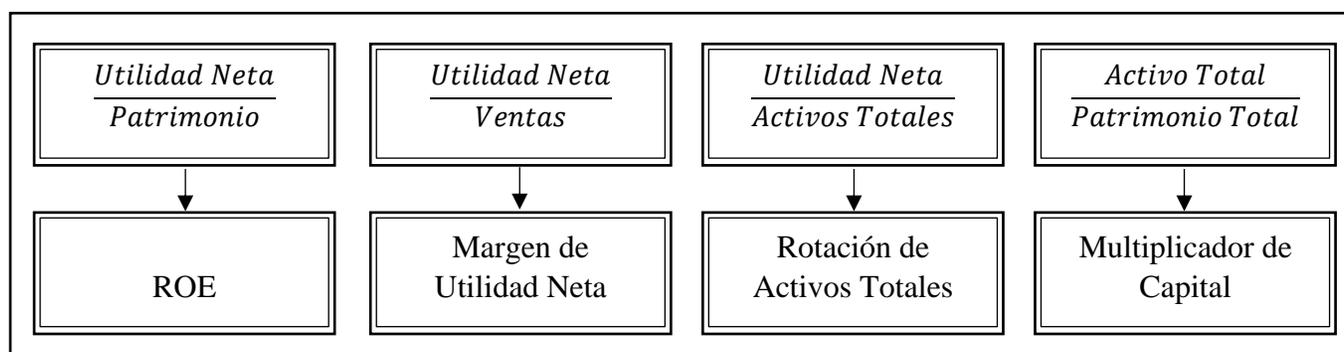


Figura 11. Sistema Du Pont y su forma de calcularlo.

Fuente: Elaboración propia, información tomada de: Van Horne y Wachowicz (2010), Fundamentos de administración financiera. <https://catedrafinancierags.files.wordpress.com/2014/09/fundamentos-de-administracion-financiera-13-van-horne.pdf>

Una vez que se obtuvieron los indicadores de la empresa, se procedió a sacar la mediana de los indicadores del sector, para lo cual se eligieron nueve empresas con el mismo objeto social que la empresa en estudio, con la finalidad de realizar una comparación de indicadores para conocer más a profundidad la situación financiera en la que se encuentra la empresa.

Finalmente, se realizó la proyección de cinco años de forma trimestral del cada estado financiero tomando en cuenta el comportamiento histórico de las cuentas y las perspectivas de crecimiento que presentaron los entrevistados, en este caso el gerente general y empleados.

En el capítulo 5 se abordó el diagnóstico situacional de la empresa, en el cual se realizó un estudio del macroambiente, microambiente y ambiente interno. En el macroambiente se analizaron

variables externas que afectan a la organización referentes a la situación del país tales como PIB, inflación, riesgo país, balanza comercial, tasas de interés y situación política. Por su parte, en el microambiente se hizo referencia a la actualidad del sector al que pertenece la empresa, las principales estrategias, clientes, proveedores, competidores, líneas de negocio y productos. Finalmente, en el ambiente interno se estudiaron particularidades de la empresa como misión, objeto social, valores, empleados, organigrama y principales políticas.

En el capítulo 6 se detallan el motivo y las características de la emisión, la finalidad de la emisión, la tasa de interés, el tipo de garantía, monto máximo a emitir, tiempo, tabla de amortización. Para determinar la tasa de interés, primero se realizó la calificación de riesgos, luego se procedió a buscar empresas que tengan la misma calificación de riesgos o similar y en base a esos parámetros se decidió la tasa de interés. Para definir la garantía se realizó el cálculo del monto máximo a emitir utilizando los activos libres de gravamen tal y como consta en la resolución N°. 210-2016-V de la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera (2016). Para el cálculo de la tabla de amortización se empleó el método francés de cuotas iguales.

En la sección anexos se encuentra la calificación de riesgos, realizada tomando en cuenta varios aspectos de la metodología que usa la Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating para instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, acciones preferentes y emisores. También se calculó el riesgo inherente de la empresa expresado en porcentaje y se creó una matriz de riesgos para determinar la probabilidad y el impacto de los riesgos encontrados.

3.6 Herramientas de procesamiento de datos

Para llevar a cabo el procesamiento de datos de los estados financieros de la empresa analizada, se usó el programa Microsoft Office Excel en el que se encuentran todos los cálculos plasmados en el presente trabajo.

CAPÍTULO IV

DIAGNÓSTICO SITUACIONAL

En el presente capítulo se realizó un análisis profundo del medio en el que se desenvuelve la empresa tanto externa como internamente, el cual influye de manera directa en la organización y la toma de decisiones, motivo por el que se realizó un estudio del macroambiente, microambiente y ambiente interno de la empresa.

4.1 Macroambiente

El macroambiente según Moreno y Godoy (2008) está conformado por “...factores económicos, tecnológicos, sociales, políticos, culturales, demográficos, entre otros, los cuales provocan acciones y reacciones que traen como consecuencia situaciones que afectan a las organizaciones, creando condiciones más o menos favorables” (pág. 8). Los elementos que se miden en el macroambiente no pueden ser controlados por la organización.

4.1.1 PIB

La figura 12 refleja el Producto Interno Bruto anual desde el 2014 al 2018 y su respectivo crecimiento. En el 2014 el PIB tuvo el mayor crecimiento registrado en los 5 años analizados con un 3,8%, es decir 3,5 veces más que el crecimiento promedio de América Latina (Banco Central del Ecuador, 2015). Según el boletín estadístico anual que presentó el Banco Central del Ecuador en 2015, el PIB del 2014 creció por un incremento en el gasto de consumo final de los hogares, las exportaciones y la inversión, así como también por el desempeño de la economía no petrolera, entre las más importantes: construcción, manufactura y comercio.

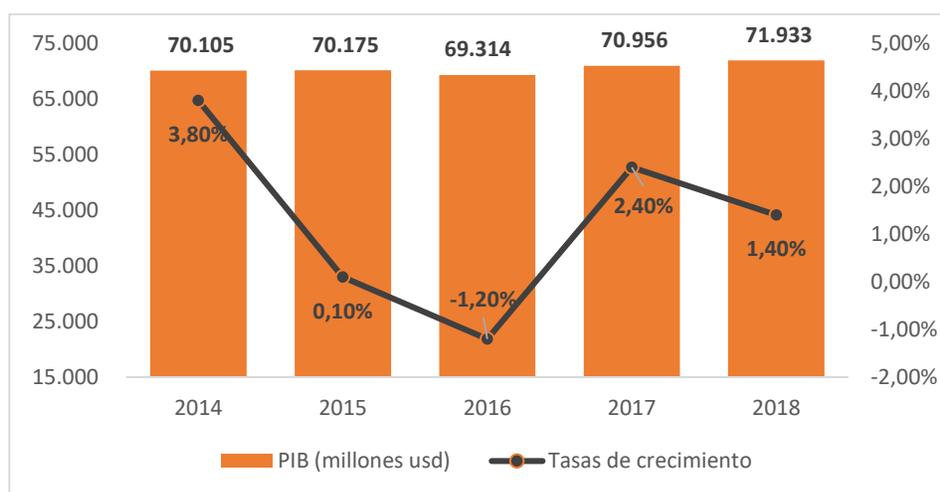


Figura 12. PIB anual en millones de dólares de 2007 y sus tasas de variación 2014-2018.

Fuente: Banco Central del Ecuador, extraído de <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica>

En el 2015 la economía ecuatoriana seguía mejorando, el PIB creció un 0,10%, lo que representa \$70.175 millones debido a un incremento en el gasto de consumo final del gobierno general, por otra parte, las actividades que representaron una contribución positiva para el incremento del PIB fueron Servicios Sociales y de Salud con 0,44%; Enseñanza con 0,35%, Agricultura, silvicultura y pesca con 0,33% (Banco Central del Ecuador, 2016).

El 2016 fue el único año en el que se presencié un decrecimiento en el PIB, con un porcentaje del -1,20%, que en valores monetarios representa \$69.314 millones, siendo el año con el PIB más bajo del último lustro, según el Banco Central del Ecuador (2017), en un boletín estadístico menciona que entre las principales causas de este decrecimiento fue la caída del precio del petróleo y una disminución en su producción, así como también una disminución de las exportaciones y el terremoto que afectó al Ecuador el 16 de abril de ese año.

En el 2017 la economía ecuatoriana tuvo una recuperación y el PIB creció 2,40% con respecto al año pasado, lo que representa \$70.956 millones, esto se debe a que aumentó el gasto

del consumo final de los hogares y del gobierno general, las exportaciones e importaciones, así como también incrementó el Valor Agregado Bruto (VAB) no petrolero debido a la recuperación de la mayoría de las actividades económicas después del terremoto, de hecho, uno de los sectores que mayor incremento del VAB presentó fue el sector Salud con un crecimiento anual del 12,5% para el sector pública y 1.0% para la sector privado (Banco Central del Ecuador, 2018).

Con \$71.933 millones, como se observa en la figura 12, el 2018 fue el año en el que se obtuvo mayor monto en el PIB, creciendo 1,40% respecto al año anterior. El Banco Central del Ecuador (2019), en su boletín electrónico explica que esto se dio por un incremento en el consumo final del gobierno en lo que tiene que ver en servicios colectivos e individuales como el sector social y la salud, también incrementó la inversión, exportaciones e importaciones.

Por su parte, en el 2019 se observa en la figura 13 valores positivos para la economía del país. En el primer trimestre del 2019, el PIB creció 0,60% respecto a su similar del 2018, según el Banco Central del Ecuador (2019), este crecimiento se explica por un incremento en las exportaciones, gasto de consumo final de los hogares y del gobierno general, además de un incremento del 0,7% en las importaciones en relación al año pasado.

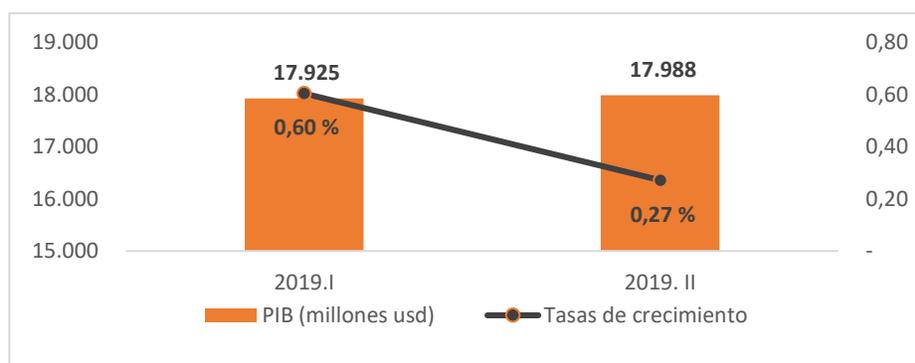


Figura 13. PIB trimestral de 2019 en millones usd de 2007 y sus tasas de variación.

Fuente: Banco Central del Ecuador, extraído de

<https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/cntrimestral/CNTrimestral.jsp>

El segundo trimestre del 2019, el PIB tuvo un crecimiento de 0,27% en comparación con el segundo trimestre del 2018, esto se dio principalmente por el incremento del consumo final de los hogares en un 5,7%, exportaciones con un 0,6% y las importaciones en un 2,2% que por su naturaleza disminuyen el PIB (Banco Central del Ecuador, 2019).

Connotación Gerencial: Según las señales de alerta del riesgo soberano, tener un crecimiento menor al 1% anual en el PIB incrementa el riesgo, por lo que podemos concluir que los años en los que mayor riesgo existió fueron el 2015 y 2016 con un crecimiento del 0,10% y -1,20% anual respectivamente como se observa en la figura 12, sin embargo, los demás años existió un crecimiento saludable de la economía ecuatoriana.

4.1.2 Inflación

En la figura 14, se observa que la inflación anual en el Ecuador desde el 2014 al 2017 ha tenido un decrecimiento, hasta llegar a su punto más bajo en el 2017 de -0,2% donde se encuentra una deflación perjudicial para la economía del país debido a que existe menos demanda de productos y a su vez los precios de los mismos bajan, sin embargo, en el último año existió una recuperación de este indicador macroeconómico llegando al 0,27%.

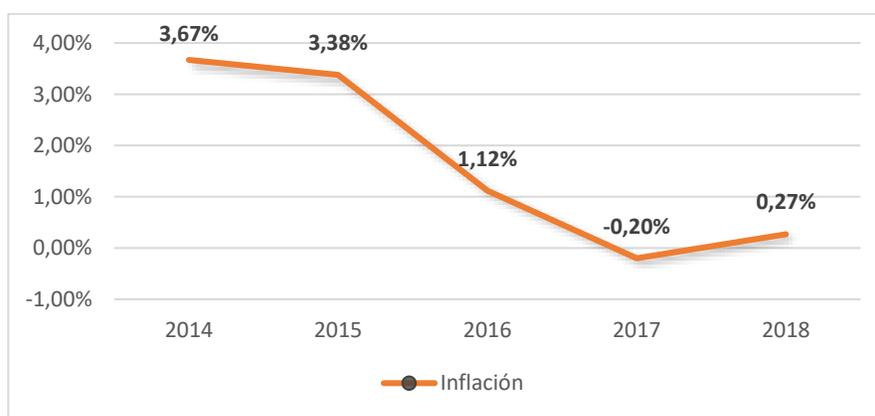


Figura 14. Inflación anual 2014-2018.

Fuente: Banco Central del Ecuador, extraído de <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica>

En el 2014, la inflación fue de 3,67%, siendo los “alimentos y bebidas no alcohólicas” el grupo que más contribuyó para llegar al mencionado porcentaje de inflación con 1,31%, seguido de “alojamiento, agua, electricidad y gas” y de “educación” con el 0,50% y 0,42% respectivamente. El grupo “salud” aportó 0,21% ubicándose en el séptimo lugar dentro de los grupos que mayor aportaron a la inflación (Banco Central del Ecuador, 2015).

En el 2015, la inflación disminuyó y se situó en 3,38%, de acuerdo a cifras presentadas por el Banco Central del Ecuador (2016), esta disminución se debe a que existió deflación en el grupo “comunicaciones” y “prendas de vestir y calzado” del -1,2% y -1,69 respectivamente.

La inflación baja aún más en el año 2016, con un porcentaje de 1,12% de inflación, eso debido a que se suma un nuevo grupo, aparte de los ya mencionados, a la deflación: “muebles, artículos para hogar y conservación” con -0,21%; las “comunicaciones” presentaron una deflación del -0,52% y la deflación de “prendas de vestir y calzado” incrementa a -4,70% (Banco Central del Ecuador, 2017).

El 2017 fue uno de los años más críticos, como se observa en la figura 14, existió deflación del -0,20, lo que indica que hubo una disminución generalizada de los precios que puede significar una recesión económica. El Banco Central del Ecuador (2018), señala que esta deflación se provocó porque 6 de los 12 grupos analizados presentaron disminución en sus precios debido a la poca oferta y excesiva demanda existente, sin embargo, el grupo “salud” fue uno de los que presentó inflación, con un 1,15%, por lo que no perjudicó en demasía a la empresa analizada.

Para el 2018 hubo una recuperación económica, situando a la inflación en el 0,27%, esto debido a que la deflación de ciertos grupos disminuyó, en lo que respecta al grupo “salud”, tuvo una inflación de 2,15% siendo mayor a la del 2017 (Banco Central del Ecuador, 2019).

Finalmente, la figura 15 refleja la evolución de la inflación mensual del 2019 hasta el segundo trimestre, se observa que en el primer trimestre la inflación cayó hasta llegar a una deflación del -0,12%, mientras que el segundo trimestre fue más prometedor pues fue creciendo hasta situarse en 0,61% en junio debido a que existen menos grupos que presentan deflación y esta es cada vez menor. El grupo “salud” presentó a junio de 2019 una inflación de 1,37% (Banco Central del Ecuador, 2019).

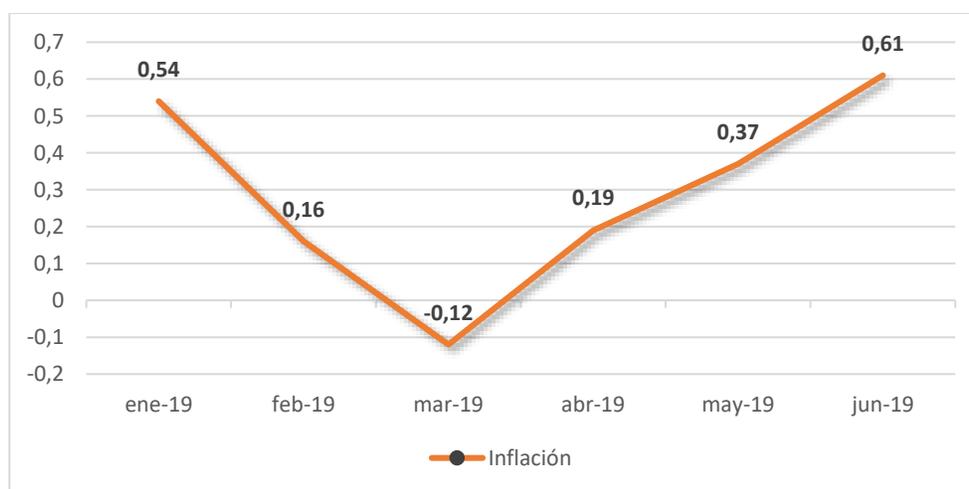


Figura 15. Inflación anual 2019.

Fuente: Banco Central del Ecuador, extraído de

<https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Notas/Inflacion/inf201906.pdf>

Connotación Gerencial: En cuanto a la inflación se concluye que no se han presentado índices alarmantes a excepción del 2017, año en el que existió deflación, por lo que no existe señales de riesgo soberano pues en ningún año de los analizados se observa una inflación por encima del 10%.

4.1.3 Riesgo País

El riesgo país se mide a través de varias variables tanto económicas como sociales, en Ecuador, el riesgo país es medido por la consultora estadounidense JP Morgan que informa los resultados diariamente.

Como se observa en la figura 16, el riesgo país de Ecuador ha ido fluctuando con el pasar de los años, lo que denota que el país no tiene estabilidad ni solidez. En 2014 el riesgo país fue de 883 puntos, incrementado para el 2015 a una cifra alarmante de 1266 puntos. En 2016, el riesgo país bajó considerablemente a 647 puntos, para llegar a su cifra más baja en el 2017 con 459 puntos, sin embargo, para 2018 este índice vuelve a subir a 661 puntos.

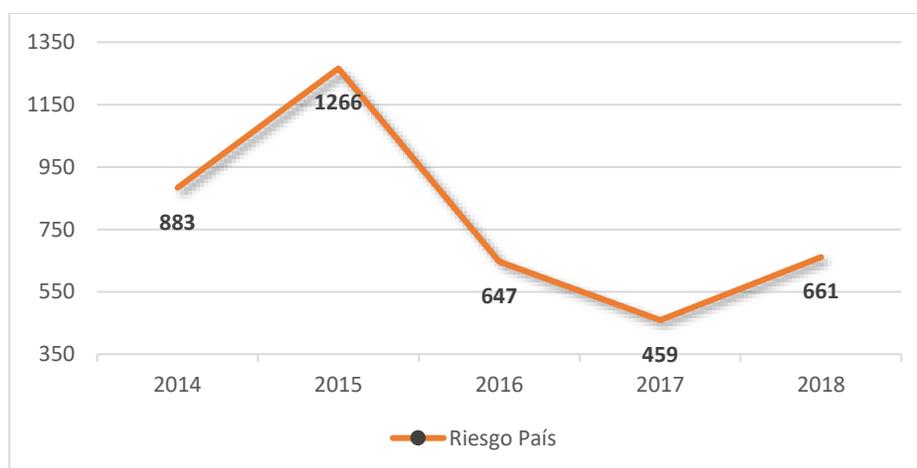


Figura 16. Riesgo País a cierre de año 2014-2018.

Fuente: Banco Central del Ecuador, extraído de <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica>

En la figura 17 se aprecia el riesgo país a cierre de mes del primer semestre del 2019; a finales de enero el riesgo país fue el más alto registrado en los seis meses con 803 puntos, y a partir de ese mes, este índice empieza a bajar hasta llegar a su punto más bajo a finales de mayo con 512 puntos. En el mes de junio, el riesgo país vuelve a incrementar finalizando el semestre con 639 puntos.

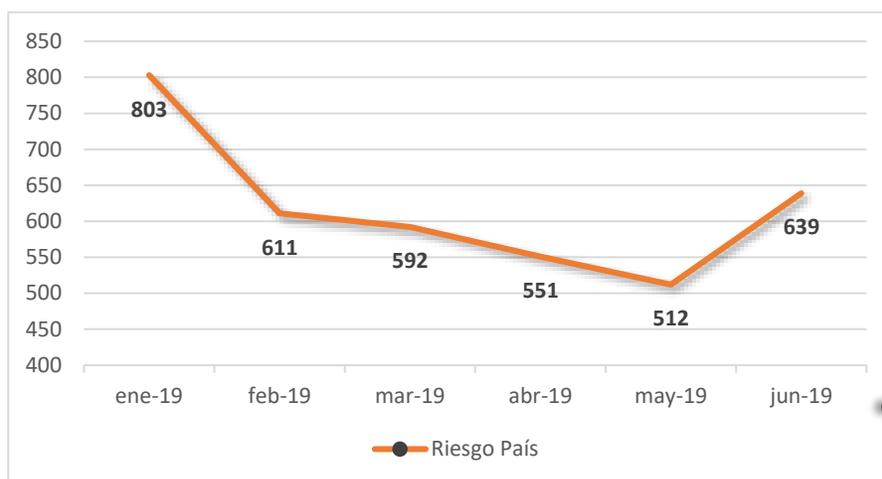


Figura 17. Riesgo país a cierre de mes 2019.

Fuente: Administradora de fondos y fideicomisos (ANEFI)

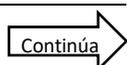
<https://www.anefi.com.ec/2019/10/25/riesgo-pais-ecuador-octubre-2019/>

Para poder tener un panorama más claro de la situación del país, a continuación, se presenta la tabla 7 en la que se encuentra el riesgo país de los principales países de la región, Ecuador tiene uno de los más altos, al final del primer trimestre del 2019 tan solo por encima de Argentina, mientras que sus países hermanos: Colombia y Perú ocupan el primer y tercer lugar respectivamente entre los países mejor situados.

Tabla 7.

Riesgo País de los principales países de la región al final del I semestre de 2019

País	Riesgo País
Perú	124
Chile	134
Colombia	181
Brasil	232
México	329



Ecuador	639
Argentina	835

Fuente: Datos tomados de Revista América Economía (2019).

Connotación Gerencial: Esta variable representa una señal de riesgo soberano pues es posible que no pueda cumplir con las obligaciones de deuda que mantiene, además que puede derivar en un estancamiento empresarial, pues la situación del país puede imposibilitar el crecimiento de las organizaciones.

4.1.4 Balanza Comercial

La balanza comercial es la diferencia entre las exportaciones e importaciones de un país en determinado tiempo, generalmente, se espera que esta sea superavitaria, es decir que las exportaciones deberían ser mayores que las importaciones.

La figura 18 presenta el valor total de las exportaciones e importaciones totales desde el 2014 al 2018, periodo durante el cual, la mayoría de años, Ecuador tuvo una balanza comercial negativa pues las importaciones superaban el valor de las exportaciones, dando como resultado una balanza deficitaria.



Figura 18. Exportaciones e importaciones en millones de USD 2014-2018.

Fuente: Banco Central del Ecuador, extraído de

<https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/balanzaComercial/ebc201902.pdf>

A partir del 2014, las importaciones y exportaciones comenzaron a caer principalmente por la disminución internacional del precio del petróleo lo que significó menor ingreso de dólares en exportaciones desencadenando menor circulación de dinero en la economía ecuatoriana y por lo tanto la reducción de importaciones, sumado a todo esto, cabe recordar que en 2015 se optó por implementar las salvaguardias que ponían restricciones a las importaciones, motivo por el cual en el 2016 y 2017 la balanza comercial es positiva pues las exportaciones fueron mayores que las importaciones como se observa en la figura 19.

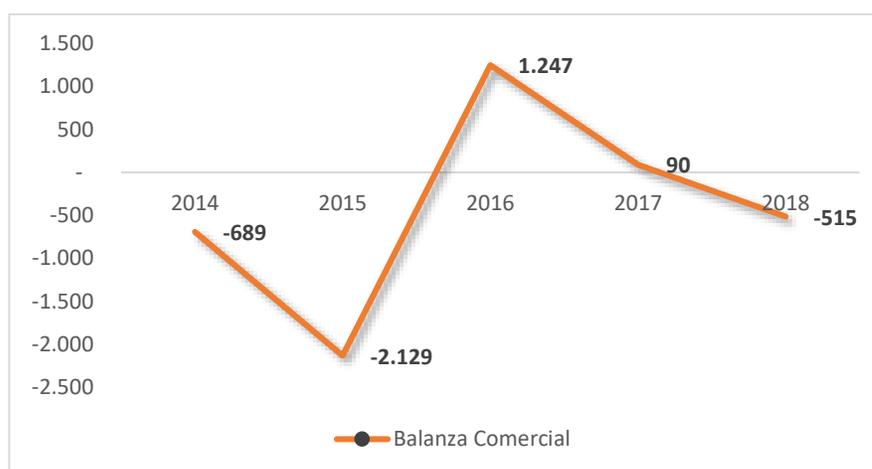


Figura 19. Balanza comercial en millones USD 2014-2018.

Desde el 2017 la balanza comercial empieza a recuperarse debido a que, luego de dos años de vigencia de las salvaguardias, el gobierno ecuatoriano decidió eliminarlas, por su parte, las exportaciones también incrementaron ya que a inicios del 2017 se estableció un acuerdo con la Unión Europea para que los productos ecuatorianos ingresaran libres de aranceles a 28 países que conforman la organización.

La figura 20 refleja las importaciones y exportaciones de los dos primeros trimestres del 2019, y aunque la diferencia es poca, las exportaciones son mayores, acentuándose más en el segundo trimestre, sin embargo, comparando los montos con sus similares del año pasado, se nota que para el 2019 tanto las importaciones y exportaciones están creciendo más lento, esto debido a varios factores internacionales que pueden incidir en nuestra economía, tales como la guerra comercial entre Estados Unidos y China, que se ha traducido en aranceles, la incertidumbre del Brexit, entre otros.



Figura 20. Exportaciones e importaciones en millones de USD de los dos primeros trimestres de 2019.

Fuente: Banco Central del Ecuador, extraído de <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/balanzaComercial/ebc201905.pdf>

La balanza comercial del primer trimestre de 2019 fue superavitaria tan solo con dos millones de dólares, pero para el segundo trimestre las exportaciones fueron mayores con 109 millones de dólares como se observa en la figura 21.

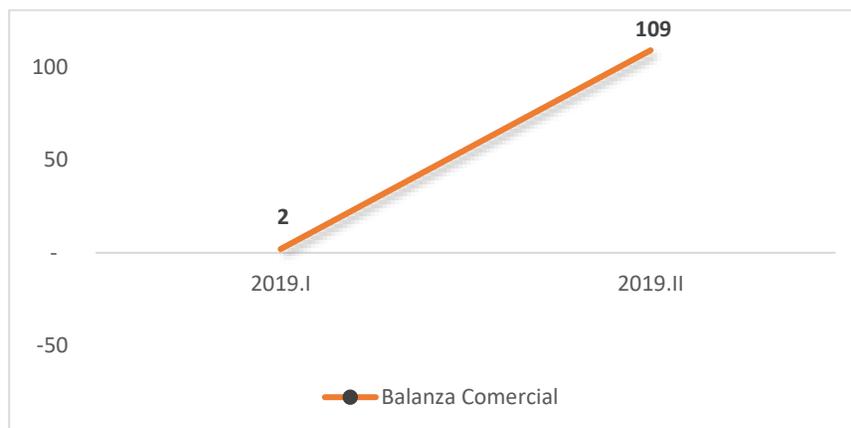


Figura 21. Balanza comercial de los dos primeros trimestres de 2019.

Connotación Gerencial: La balanza comercial ecuatoriana siempre ha presentado problemas, pues desde la dolarización ha sido común tener una balanza comercial deficitaria, sin embargo, se espera que, para los siguientes años, con la eliminación completa de las salvaguardas,

se dinamice la economía y esta brecha se vaya cerrando para que el país se consolide en sus exportaciones logrando tener una balanza comercial positiva.

4.1.5 Tasas de interés

La tasa de interés es el precio del dinero en el mercado financiero que se fijan de acuerdo al valor y al tiempo. La tasa de interés activa es aquella que cobran las entidades financieras por una cantidad de dinero otorgada, mientras que la tasa de interés pasiva es la que las entidades financieras pagan por el dinero captado por inversiones.

Las tasas activas y pasivas referenciales juegan un papel importante al momento de fijar la tasa de interés de la presente emisión de obligaciones, por lo que, en la figura 22 se encuentra la evolución de las mismas en los últimos años.

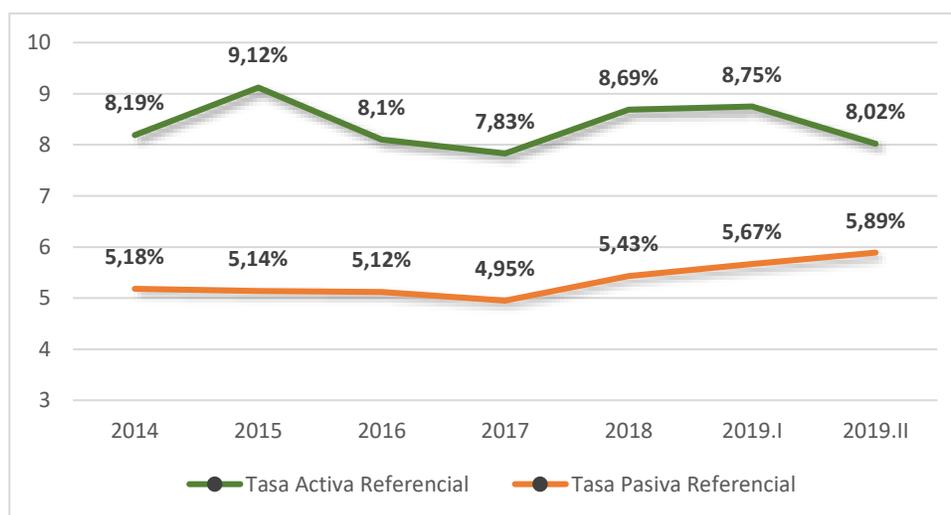


Figura 22. Tasa activa y pasiva referenciales 2014-2019 II.

Fuente: Banco Central del Ecuador, extraído de <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica>

Se observa cómo las tasas activas y pasivas han ido fluctuando, esto debido a que las tasas de interés, como cualquier producto, se rigen por la ley de oferta y demanda. En lo que respecta a

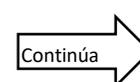
la tasa activa, se observa que la más alta fue en el 2015 con el 9,12%, mientras que la más baja fue en el 2017 con 7,83%. Para el 2018 la tasa vuelve a subir e incluso se observa que el primer trimestre del 2019 fue una de las tasas más altas, sin embargo, en el segundo trimestre ésta baja hasta situarse en 8,02%.

Por su parte, la tasa pasiva no ha presentado fluctuaciones importantes. A partir del 2014 hasta el 2017, esta tasa se encontraba decreciendo, pero a partir de aquel año ésta empieza a subir, para finalmente en el segundo semestre del 2019 situarse en 5,89%.

Las entidades bancarias generalmente suelen dividir a los créditos en categorías para asignar una tasa de interés de acuerdo a la necesidad del prestamista. A diciembre de 2019 las segmentaciones a las que puede ingresar la empresa en estudio son las que se indican a continuación en la tabla 8, siendo los segmentos Productivo PYMES y Comercial Prioritario PYMES los que más se acoplan a las necesidades de la empresa, sin embargo, se observa que son tasas de interés bastante altas.

Tabla 8
Segmentación de crédito y sus tasas de interés

Segmento	Tasa Activa Referencial	Tasa Activa Máxima
Productivo Corporativo	9,04%	9,33%
Productivo Empresarial	8,96%	10,21%
Productivo PYMES	11,37%	11,83%
Comercial Ordinario	8,50%	11,83%
Comercial Prioritario Corporativo	8,78%	9,33%
Comercial Prioritario Empresarial	9,84%	10,21%



Comercial Prioritario PYMES	11,01%	11,83%
-----------------------------	--------	--------

Fuente: Banco Central del Ecuador, extraído de:

<https://contenido.bce.fin.ec/docs.php?path=/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indice.htm>

Connotación Gerencial: Si bien la tasa de interés activa ha fluctuado, no lo ha hecho significativamente, lo que se traduce en un equilibrio que las empresas pueden aprovechar para planificar sus próximas deudas, sin embargo, existen inconformidades con los porcentajes de interés que se fijan por los bancos calificándolos como inaccesibles para todos. Por su parte, la tasa pasiva siempre ha sido baja existiendo inconformidades también, pues no incentivan al ahorro.

4.1.6 Situación Política

En Ecuador habían pasado 10 años de la llamada Revolución Ciudadana comandada por Rafael Correa, un gobernante caracterizado por tener un gasto público excesivo y poca influencia en el sector privado, lo que claramente debilitó a esta parte de la economía, pues los empresarios no contaban con la ayuda del gobierno.

El 24 de mayo de 2017 asumió el cargo el Presidente Lenin Moreno, quien siendo del mismo partido que su antecesor, se esperaba que continúe su gobierno por la misma línea del “correísmo”, sin embargo, Lenin Moreno demostró ser ajeno a estas prácticas y decidió obrar por su propia cuenta, apoyando al empresario y al productor y de a poco haciendo que el país deje de depender en sobremanera del gobierno y desenmascarando a varias bandas corruptivas.

El panorama político ecuatoriano no es esperanzador, pues Lenin Moreno no cuenta con el apoyo de la asamblea para aprobar sus proyectos de ley, además cuenta con una amplia oposición que suele levantarse en protestas continuamente en contra de sus medidas políticas y económicas. No hay que dejar de lado el hecho de que el gobierno anterior dejó una deuda alarmante pues al

incurrir en altos gastos públicos, tuvo que hacerse de varios préstamos con organismos internacionales y países como China con el que se establecieron acuerdos de venta de petróleo poco favorecedores, motivo por el cual las arcas del gobierno están vacías y lo que ingresa se está destinando al pago de dichos préstamos.

Connotación Gerencial: La inestabilidad política y la serie de conflictos sociales que atraviesa el estado ecuatoriano complica la situación de crecimiento de las empresas, lo que podría ocasionar una recesión económica que significaría para el país una alerta de riesgo soberano.

4.2 Microambiente

“Está constituido por fuerzas o factores de influencias más próximas o cercanas a la empresa, en general se trata de organizaciones que tienen algún tipo de relación con la empresa” (Taípe Yanez & Pazmiño, 2015, pág. 174). Éstas fuerzas afectan a la empresa de forma directa y a pesar de que no pueden ser controladas, en la mayoría de ellas la organización puede influir para lograr el objetivo o cambio deseado.

4.2.1 Descripción del sector

La empresa Qfarma tal y como su objeto social menciona, se dedica a la comercialización de productos asociados a la salud, por lo que el sector al que pertenece es el comercial, además de que las medidas que se tomen en el país referentes a salud también tienen un impacto directo en la organización, por lo que se procederá a analizar los dos sectores.

4.2.1.1 Sector comercial

El sector comercial es uno de los más importantes de la economía del país, pues en 2018 representó el 10,40% de la composición del PIB otorgándole el segundo lugar después del sector de la manufactura con un 11,58% como se observa en la figura 23.

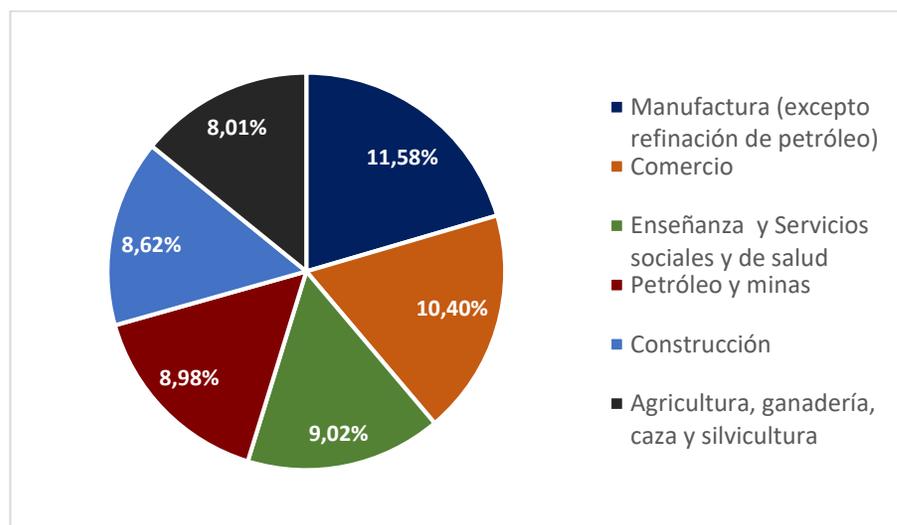


Figura 23. Composición del PIB por sector 2018.
Fuente: Datos obtenidos del Banco Central del Ecuador.

En la figura 24 se puede observar la evolución que ha tenido el sector del comercio en los últimos 5 años, como es normal, este comportamiento va de la mano de las medidas económicas que se mencionó en el tema de importaciones y exportaciones, debido a que este sector está estrechamente ligado con la mercadería que puede ingresar al país para poder comercializarla. Se observa cómo en los dos últimos años va existiendo una recuperación del sector debido a la eliminación de las salvaguardias.

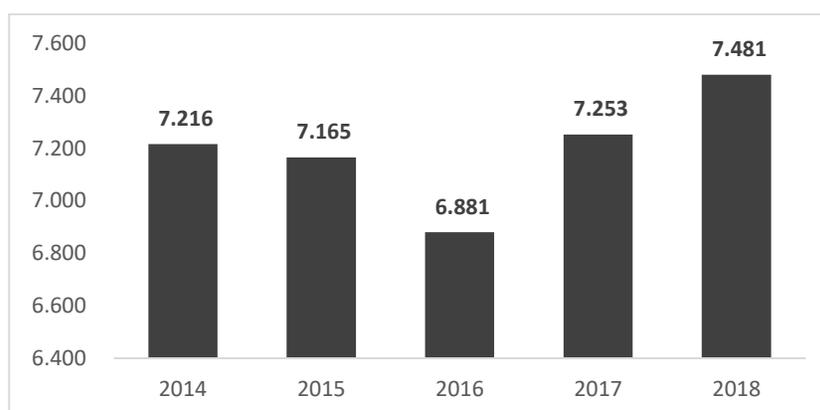


Figura 24. Evolución del Sector Comercio respecto a su contribución al PIB.
Fuente: Datos obtenidos del Banco Central del Ecuador.

4.2.1.2 Sector Salud

El sector salud al 2018 ocupa el tercer lugar frente a la composición del PIB con 9,02%, como se observa en la figura 23, es uno de los sectores más fuertes de la economía, esto por el hecho de que el gobierno destina dinero constantemente a este sector para su correcto funcionamiento.

A partir del 2014, como demuestra la figura 25, este sector ha ido incrementando su contribución al PIB con el pasar de los años, hasta llegar a su mayor rubro en el 2018 de \$6.486 millones, excepto por el año 2016 en el que disminuyó su aportación.

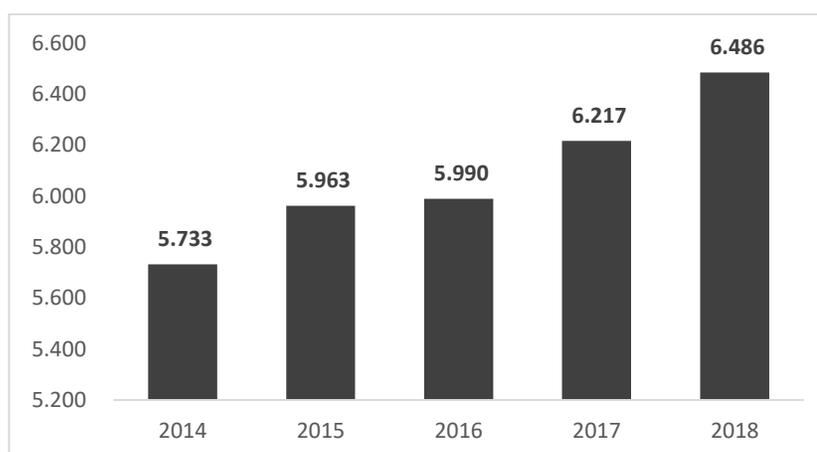


Figura 25. Evolución Sector Enseñanza y Servicios Sociales y Salud respecto a su contribución al PIB.

Fuente: Datos obtenidos del Banco Central del Ecuador

4.2.2 Principales estrategias

La empresa Qfarma ha trabajado en conjunto con los accionistas y gerente general para determinar las estrategias que utilizará para captar mayores ganancias, éstas son:

- Ampliar el enfoque – nuevas líneas
- Gerenciar un portafolio de innovación.
- Capitalizar mercados no atendidos.
- Desarrollar fidelización.
- Integración de portafolio.

4.2.3 Clientes

Los clientes o principales canales de distribución que maneja la empresa son principalmente al por mayor, sin embargo, también trabaja con personas naturales.

- Hospitales y casas de salud del sector público.
- Hospitales y clínicas del sector privado.

- Profesionales de la salud, clientes y pacientes.

4.2.4 Principales líneas de productos y servicios

La empresa Qfarma se centra en suministrar materiales para diversos procedimientos médicos que necesitan realizar sus clientes, tales como:

- Insumos para embolización periférica
- Sistemas de cierre endovenoso
- Catéteres de diálisis.
- Insumos para el cuidado avanzado de heridas
- Insumos para realizar compresión
- Catéteres torácicos
- Contenedores para cortopunsantes
- Insumos para suturas quirúrgicas
- Balones CTO
- Balones de especialidad
- Balones de alto desempeño
- Microcatéteres
- Insumos para protección radiológica

4.2.5 Principales competidores

Entre los principales competidores que se encuentran en esta área de negocio y los cuales podrían sustituir a la empresa tenemos a:

- Alem Cía Ltda
- Ecuador Overseas

- CMM Representaciones
- B Braun
- Baxter
- Simed
- Johnson & Johnson

4.2.6 Proveedores

La empresa Qfarma cuenta con proveedores reconocidos a nivel mundial en esta industria, por lo que los productos ofertados son de calidad. Entre las principales marcas proveedoras se encuentran:

- Medtronic
- Cardinal Health
- Tagumedica
- Biosensors Internacional
- Acrostak
- Barrier Technologies

4.3 Ambiente Interno

Según Forehand y Gilmer (1964) el ambiente interno es “...multidimensional y está formado por un conjunto de características que describen a la organización, la hacen diferente de otras organizaciones, son duraderas en el tiempo e influyen sobre el comportamiento de los miembros de la organización.” (pág. 361). Por lo tanto, se puede decir que el ambiente interno o clima organizacional son los diferentes elementos que se encuentran dentro de la empresa y que la organización puede controlar e influir directamente sobre él.

4.3.1 Información general de la empresa

Denominación del emisor y nombre comercial: QFARMA CIA. LTDA

RUC: 1791877XXX001

Nacionalidad: Ecuatoriana.

Domicilio: Quito, Pichincha.

Teléfono: + 593 2 28XXX73

Correo electrónico: ventas@XXX.com.ec

4.3.2 Plazo de duración de la empresa

La empresa tiene una duración de 20 años, a partir de la fecha de inscripción en el Registro Mercantil de su constitución, esto es hasta el 2029.

4.3.3 Objeto Social

Comercialización y distribución de productos farmacéuticos, químicos, de laboratorio y hospitalarios.

4.3.4 Misión

QFarma Cia. Ltda. es una empresa familiar, cuya finalidad es representar y comercializar marcas de alta calidad, para beneficio de los profesionales de la salud, clientes y pacientes, en un marco ético y responsable, controlando nuestros costos, con el fin de mantener precios razonables, en un ambiente de respeto y consideración hacia nuestros colaboradores, para producir ganancias satisfactorias como un aporte justo a la inversión.

4.3.5 Valores Institucionales

Los valores con los que se maneja la empresa son:

- Honestidad
- Perseverancia
- Objetividad

- Responsabilidad

4.3.6 Empleados

La empresa Qfarma tiene un total de 16 empleados los cuales se encuentran divididos en el área administrativa y el área de ventas como se indica en la tabla 9.

Tabla 9

Número de empleados de la empresa Qfarma al 2018.

Área	Número de empleados
Administrativa	5
Ventas	11
Total	16

La figura 26 representa el organigrama de la empresa, sus niveles y cargos, lo que ayuda a la organización a determinar de mejor manera las funciones y mejorar a su vez los controles.

4.3.7 Organigrama de la compañía

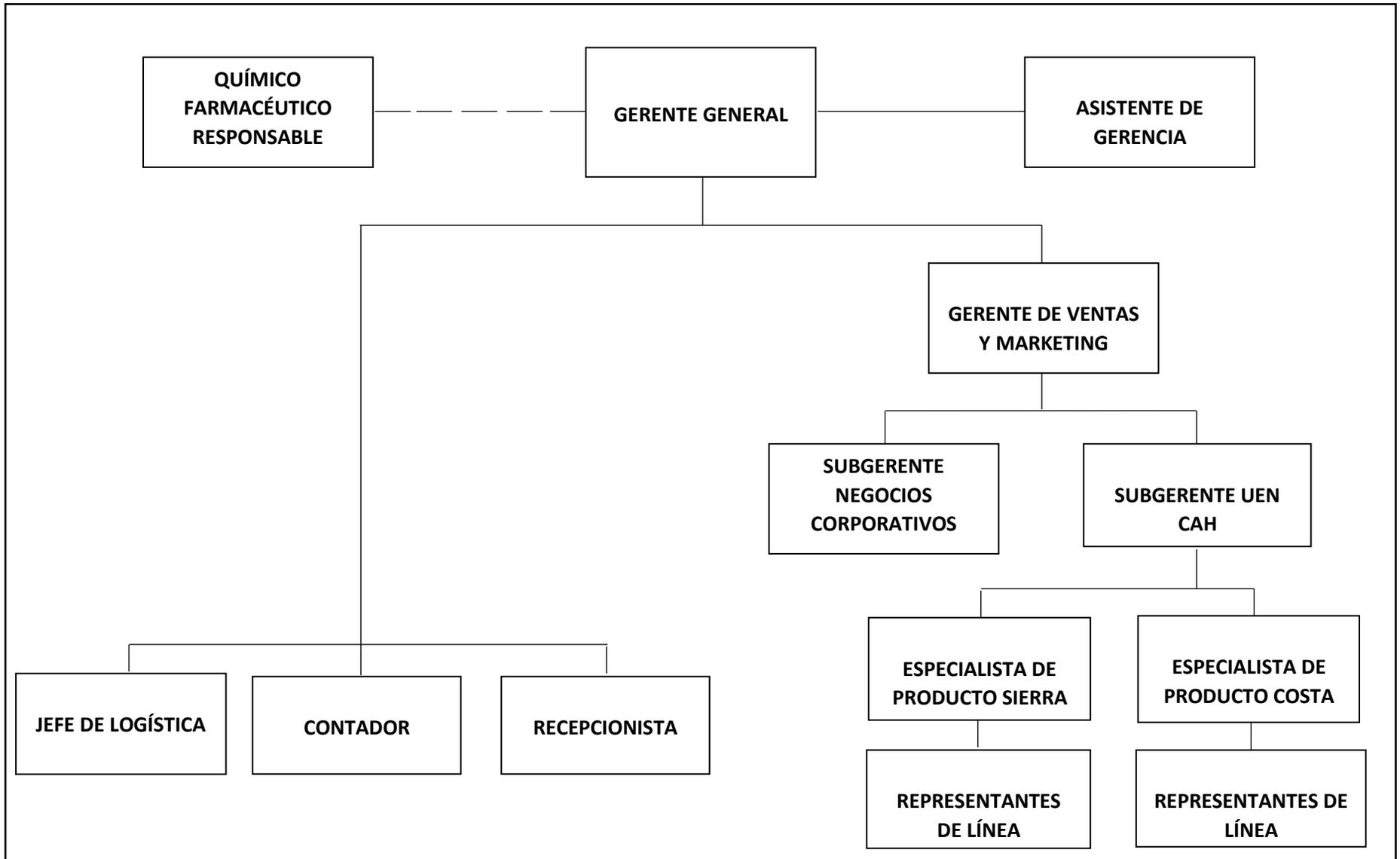


Figura 26. Organigrama de la empresa Qfarma al 2018.

4.3.8 Resumen de las políticas de inversión y financiamiento del último año

4.3.8.1 Políticas de inversión

La empresa Qfarma Cía Ltda considera a los inventarios como su principal fuente de ingresos por lo que en los últimos años ha invertido principalmente en inventario, esto lo comprobamos tanto con el gerente general como al mirar el análisis vertical del balance general, pues en promedio, los inventarios representan el 50% del total de activos. En el 2018, como refleja la figura 27, esta cuenta representó el 47% del total de activos, siendo la menor inversión en inventarios hasta la fecha, esto porque se determinó que la empresa estaba teniendo demasiado stock y se está tratando de revertir ese problema.

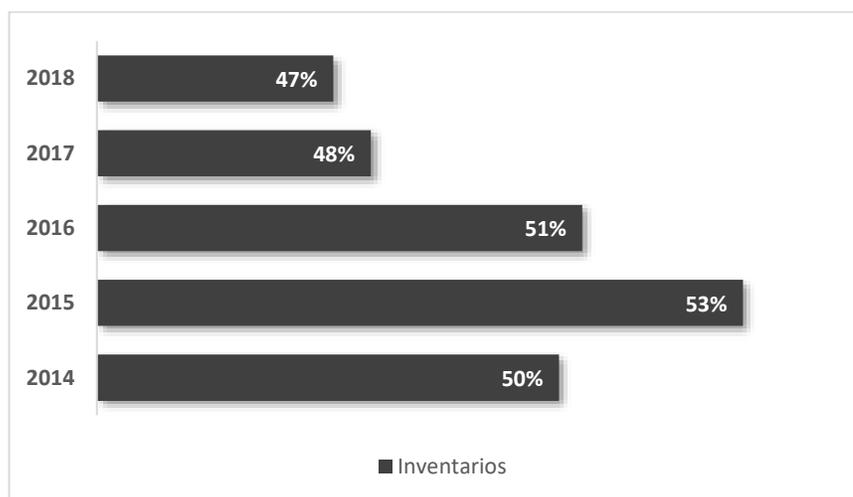


Figura 27. Composición de Inventarios frente a los Activos 2014-2018.

Otra cuenta en la que la empresa invierte constantemente son los activos fijos que se encuentran conformados por vehículos, equipos de cómputo y muebles y enseres, el rubro más importante está concentrado en vehículos que, como se observa en la figura 20, representa el 10% de los activos totales.

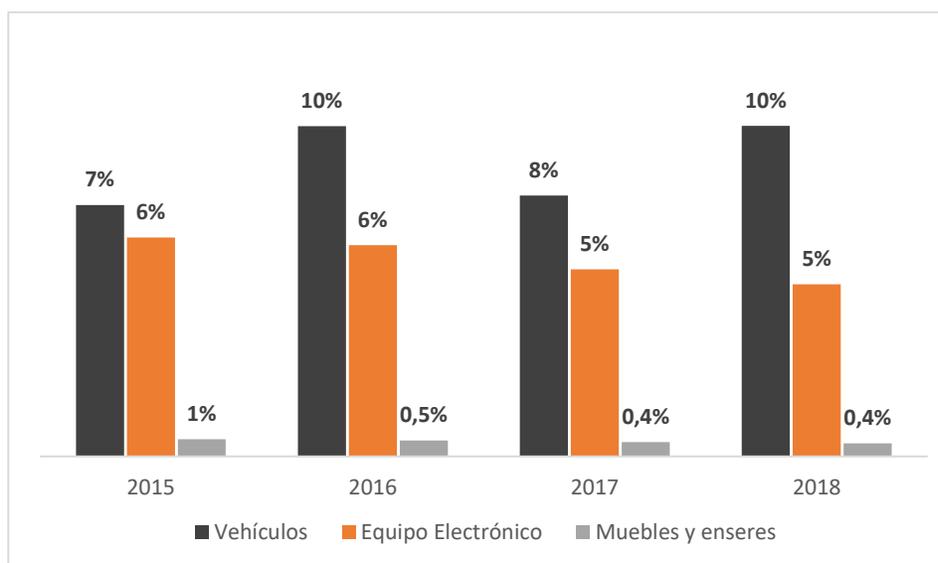


Figura 28. Composición de Propiedad Planta y Equipo frente al Activo. 2015-2018.

4.3.8.2 Políticas de financiamiento

El financiamiento de la empresa, como ya hemos analizado previamente con la ayuda de la tabla 30 en el análisis de los indicadores financieros, se da principalmente con deuda con terceros y lo demás por recursos propios. Esta deuda con terceros tiene dos fuentes: por medio del sistema financiero y con sus proveedores. La figura 29 refleja que la empresa en su mayoría se financia mediante sus proveedores, en el último año, se financió en un 63,4% mediante proveedores y el 36,6% restante mediante obligaciones bancarias, sean estas a corto o largo plazo.

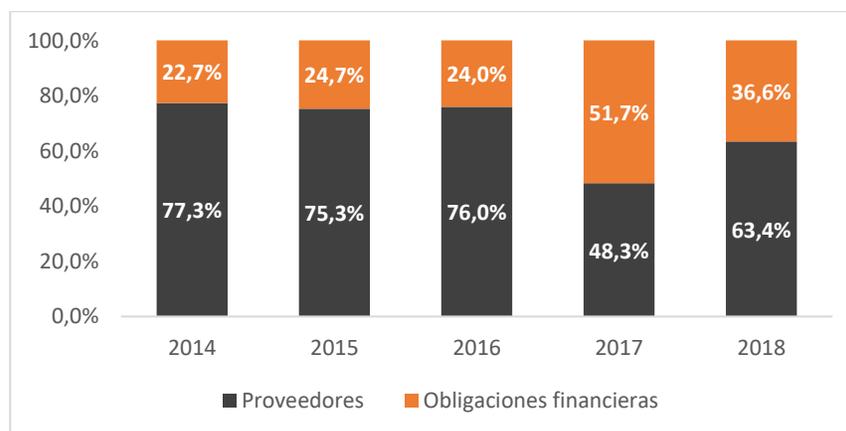


Figura 29. Financiamiento por medio de terceros de la empresa Qfarma 2014-2018.

4.4 FODA (Fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas)

Luego de haber realizado el diagnóstico situacional completo, es posible determinar las oportunidades y amenazas que presenta la empresa, y, aunque éstas no puedan ser controladas por la organización, es imposible que no tengan afectación en las decisiones empresariales. Además, se detalla las debilidades y fortalezas, variables que si pueden ser controladas por la organización.

4.4.1 Fortalezas

- Ofrece productos de gran calidad lo que la hace competitiva en el mercado.
- Los valores institucionales de la empresa se practican a cabalidad lo que hace que el desempeño de cada miembro de la organización sea ejemplar pues son trabajadores comprometidos con su trabajo.
- Organigrama institucional bien estructurado que facilita el cumplimiento de funciones y el control.

4.4.2 Oportunidades

- El gobierno ecuatoriano de manera constante invierte en el sector salud, motivo por el cual la empresa puede seguir vendiendo sus productos a hospitales públicos y casas de salud.
- El sector comercio al ser uno de los sectores más importantes de la economía ecuatoriana es un sector fuerte y estable por lo que formar parte de este sector no constituye un riesgo.
- La eliminación total de las salvaguardias ofrece a la empresa la oportunidad de importar sus productos a un menor costo.
- Gran cantidad de hospitales públicos y privados, casas de salud y clínicas lo que hace que exista bastante mercado donde ofertar los productos.
- La inflación se ha mantenido en índices bajos y poco fluctuantes.

4.4.3 Debilidades

- La empresa no dispone con manuales de procedimientos para ningún proceso del ciclo operativo.
- La organización no cuenta con certificaciones de calidad que avalen las buenas prácticas operacionales.
- Cuenta con tan solo un contador que debe registrar todos los movimientos contables lo que puede dar paso a errores.

4.4.4 Amenazas

- Las grandes empresas similares pueden acaparar el gran mercado dejando a las pequeñas y medianas empresas relegadas a ventas más pequeñas.
- El factor político en Ecuador es inestable, con la presidencia Lenin Moreno se esperan muchos cambios y varias reformas de ley que pueden perjudicar a la empresa.
- Al trabajar en gran parte con el estado, las cuentas por cobrar tardan demasiado en transformarse en efectivo, pues la política de pagos que maneja el gobierno es bastante retardada.

CAPÍTULO V

DIAGNÓSTICO FINANCIERO

Baena (2014) define al diagnóstico financiero como “...un proceso de recopilación, interpretación y comparación de datos cualitativos y cuantitativos, y de hechos históricos y actuales de una empresa...permitiéndole con ello una adecuada toma de decisión” (pág. 11).

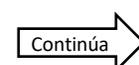
Todo tipo de organizaciones, desde la más pequeña a la más grande, necesita saber interpretar a fondo sus estados financieros para poder tomar decisiones correctas sobre su futuro a corto, mediano y largo plazo y realizar las debidas correcciones de acciones tomadas en el pasado que han influido en el adecuado desempeño de sus actividades, motivo por el cual se procederá a analizar los estados financieros de forma horizontal, vertical y sus indicadores financieros.

5.1 Estados Financieros

Los estados financieros que se presentan en este apartado fueron realizados con información brindada por la empresa en estudio. La tabla 10 corresponde al Balance General de la empresa Qfarma con información de los periodos comprendidos entre 2014 y 2018.

Tabla 10
Balance General de la empresa Qfarma 2014-2018.

Balance General	2014	2015	2016	2017	2018
ACTIVOS	2.216.374	1.844.160	1.840.911	2.089.355	2.336.485
Activos Corrientes	2.075.277	1.696.134	1.705.827	1.965.026	2.136.866
Efectivo y equivalentes de efectivo	363.993	17.324	113.928	55.850	33.855
Clientes y Otras Cuentas por Cobrar	423.704	508.177	394.383	639.555	695.413
Inventarios	1.212.619	1.141.436	1.177.799	1.253.900	1.362.317
Gastos Anticipados	37.048	5.130	302	0	26.163
Activos por impuestos corrientes	37.913	24.067	19.415	15.721	19.118



Activos No Corrientes	141.097	148.026	135.084	124.329	199.619
Propiedad Planta y Equipo	239.777	308.418	379.527	355.112	434.877
(-) Depreciación acumulada	-98.680	-160.392	-244.443	-269.778	-275.151
Otras cuentas por cobrar L/P	-	-	-	38.995	35.641
Activos por impuestos diferidos	-	-	-	-	4.252
PASIVOS	1.250.871	977.264	878.997	1.171.976	1.355.794
Pasivos Corrientes	1.208.693	875.306	780.448	697.518	934.791
Proveedores y otras cuentas por pagar	755.228	642.010	540.164	481.588	724.988
Obligaciones Bancarias C/P	199.504	152.192	118.315	124.090	101.785
Obligaciones Patronales	122.406	47.794	68.122	53.987	57.475
Pasivos por impuestos corrientes	131.555	2.280	7.890	37.853	50.543
Otros pasivos corrientes	-	31.030	45.957	-	-
Pasivos No Corrientes	42.178	101.958	98.549	474.458	421.003
Obligaciones financieras	22.604	58.751	52.541	391.716	317.378
Obligaciones por beneficios definidos	19.574	43.207	46.008	57.742	78.625
Otros cuentas por pagar	-	-	-	25.000	25.000
PATRIMONIO	965.503	866.896	961.914	917.379	980.691
Capital social	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000
Aporte futuras capitalizaciones	190.000	90.000	90.000	-	308.234
Reservas	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000
Utilidades retenidas	451.530	765.503	764.896	859.914	588.920
Pérdida/Utilidad en el ejercicio	311.973	-607	95.018	45.465	71.537
Pasivo y Patrimonio	2.216.374	1.844.160	1.840.911	2.089.355	2.336.485

La tabla 11 refleja el Estado de Resultados de la empresa Qfarma de los años comprendidos entre el 2014 y 2018.

Tabla 11*Estado de Resultados de la empresa Qfarma 2014-2018.*

Estado de Resultados	2014	2015	2016	2017	2018
Ventas	2.357.312	1.947.957	2.365.311	2.132.091	2.851.433
Otros ingresos	-	-	331	5.848	8.091
Total Ingresos	2.357.312	1.947.957	2.365.642	2.137.939	2.859.524
Costo de Ventas	1.083.472	937.457	1.208.897	1.105.365	1.680.795
Margen Bruto	1.273.840	1.010.500	1.156.745	1.032.574	1.178.729
Gastos de Administración	225.145	292.242	289.439	280.937	301.372
Gastos Venta	532.752	681.899	675.355	655.519	703.201
Gastos financieros	42.328	36.966	42.742	22.796	59.048
Gastos Administrativos	800.225	1.011.107	1.007.536	959.252	1.063.621
Pérdida/Utilidad antes IR	473.615	-607	149.209	73.322	115.108
Participación a empleados	71.042	-	22.381	10.998	17.266
Impuesto a la renta	90.600	-	31.810	16.859	26.305
PÉRDIDA/UTILIDAD	311.973	-607	95.018	45.465	71.537

5.2 Análisis Vertical

También se lo conoce como estático debido a que este tipo de análisis se usa para examinar estados financieros en un mismo periodo comparando las cifras de forma vertical. De acuerdo con Alarcón y Ulloa (2012), el análisis vertical consiste en “determinar la composición porcentual de cada cuenta del activo, pasivo y patrimonio tomando como base el valor del activo total y el porcentaje que representa cada elemento del estado de resultados a partir de las ventas netas” (pág. 10).

5.2.1 Análisis Vertical del Balance General

A continuación, en la tabla 12, se presenta el análisis vertical del balance general de la empresa Qfarma con la finalidad de determinar la importancia de cada cuenta con respecto al activo total, además de un diagnóstico detallado de dicho análisis.

Tabla 12

Análisis Vertical del Balance General de la empresa Qfarma 2014-2018.

Balance General	2014	2015	2016	2017	2018
ACTIVOS	100%	100%	100%	100%	100%
ACTIVOS CORRIENTES	86%	78%	73%	75%	74%
Efectivo y equivalentes de efectivo	15%	1%	5%	2%	1%
Clientes y Otras Cuentas por Cobrar	18%	23%	17%	24%	24%
Inventarios	50%	53%	51%	48%	47%
Gastos Anticipados	2%	0,2%	0%	0%	1%
Activos por impuestos corrientes	2%	1%	1%	1%	1%
ACTIVOS NO CORRIENTES	14%	22%	27%	25%	26%
Propiedad Planta y Equipo	10%	14%	16%	14%	15%
(-) Depreciación acumulada	4%	7%	10%	10%	10%
Otras cuentas por cobrar L/P	0%	0%	0%	1%	1%
Activos por impuestos diferidos	0%	0%	0%	0%	0,1%
PASIVOS	56%	53%	48%	56%	58%
PASIVOS CORRIENTES	55%	47%	42%	33%	40%
Proveedores y otras cuentas por pagar	34%	35%	29%	23%	31%
Obligaciones Bancarias C/P	9%	8%	6%	6%	4%
Obligaciones Patronales	6%	3%	4%	3%	2%
Pasivos por impuestos corrientes	6%	0,1%	0,4%	2%	2%
Otros pasivos corrientes	0%	1,7%	2,5%	0,0%	0,0%
PASIVOS NO CORRIENTES	1,9%	6%	5%	23%	18%
Obligaciones financieras	1%	3,2%	2,9%	19%	14%
Obligaciones por beneficios definidos	1%	2%	2%	3%	3%
Otros cuentas por pagar	0,0%	0,0%	0,0%	1,2%	1,1%

Continúa 

PATRIMONIO	44%	47%	52%	44%	42%
Capital social	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,4%
Aporte futuras capitalizaciones	8,6%	4,9%	4,9%	0,0%	13,2%
Reservas	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Utilidades retenidas	20%	42%	42%	41%	25%
Pérdida/Utilidad en el ejercicio	14%	0,0%	5,2%	2,2%	3,1%

ACTIVOS

El mayor porcentaje de participación de los Activos Corrientes frente al Activo fue en el 2014 con el 86%, esto se dio porque las cuentas Efectivos y Equivalentes al Efectivo, Gastos Anticipados y Activos por Impuestos Corrientes presentan sus más altos porcentajes de participación durante los cinco años analizados como se observa en la figura 30.

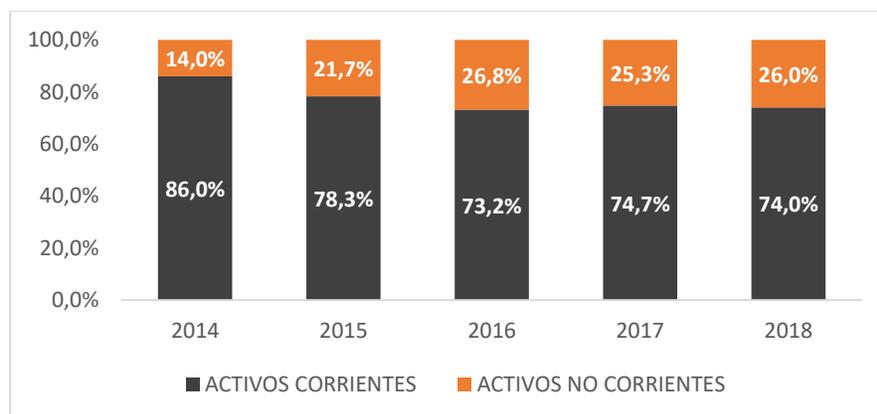


Figura 30. Conformación del activo 2014-2018.

En el 2015, el porcentaje de participación del Activo Corriente baja al 78,3%, debido a una mayor inversión en Propiedad Planta y Equipo acompañado de una disminución en el efectivo. El 2016 es el año que menor porcentaje de participación tiene el Activo Corriente con el 73,2%, esto se ve reflejado en una disminución razonable de las cuentas Clientes y Otras Cuentas por Cobrar, Gastos Anticipados y Activos por Impuestos Diferidos. Para los años 2017 y 2018 como se observa

en la figura 22, no se presentan variaciones significativas en los porcentajes de participación de los activos.

La figura 31, presenta el porcentaje promedio de participación de los cinco años analizados que tienen los Activos Corrientes y No Corrientes, 77% y 23% respectivamente, esto se da en especial por el alto rubro que tienen los inventarios.

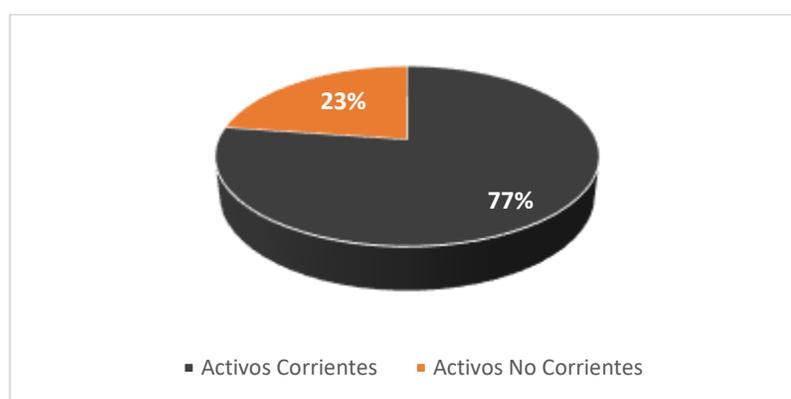


Figura 31. Conformación promedio del Activo Total 2014-2018

ACTIVO CORRIENTE

Dentro del activo corriente, las cuentas Efectivo y Equivalentes, Clientes y Otras Cuentas por Cobrar e Inventarios son las que mayor participación porcentual presentan. Como se observa en la figura 32, en el 2014, se encuentra la más alta participación de Efectivo y Equivalentes al Efectivo con un 15,1% y una baja participación de Clientes y otras Cuentas por Cobrar con el 17,6% lo que nos indica que hubo una buena gestión de cobro.

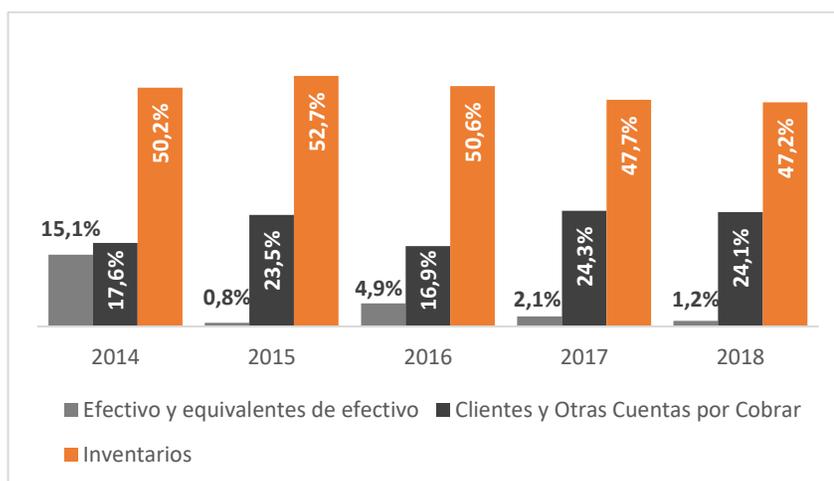


Figura 32. Cuentas sobresalientes del Activo Corriente 2014-2018.

En el año 2015, la cuenta Efectivos y Equivalentes de Efectivo tiene el porcentaje más bajo de participación con respecto a los 5 años analizados con 0,8%, esto, porque fue el año en el que menos ventas se obtuvieron, lo que justifica un alto porcentaje de inventarios (52,7%), también se puede observar que en el 2015 la cuenta Clientes y Otras Cuentas por Cobrar tiene un porcentaje elevado (23,5%) lo que indica que hubo una baja gestión de cobro.

El 2016 es el año en el que se encuentra la menor participación de la cuenta Clientes y Otras Cuentas por Cobrar con 16,9%, lo que desencadena positivamente en la liquidez de la empresa debido a que hubo un incremento en el porcentaje de Efectivos y Equivalentes al Efectivo (4,9%). Para este año, los inventarios se encuentran dentro del rango normal con un 50,6% de participación frente al activo total.

En el 2017 y 2018 se presentan porcentajes de participación similares para las tres cuentas. Para estos dos años, la cuenta Clientes y otras Cuentas por Cobrar tienen los porcentajes más altos de los 5 años con 24,3% y 24,1% respectivamente, mientras que la cuenta Efectivos y Equivalentes al Efectivo se mantiene en los porcentajes de 2,1% para 2017 y 1,2% para 2018, lo que indica una

baja gestión de cobro. Respecto a los inventarios, se puede observar en la figura 32 que estos dos años presentan uno de los porcentajes más bajos con un 47,7% en 2017 y 47,2% en 2018, hecho que se ve sustentado en que estos periodos se obtuvieron altos ingresos por ventas.

En términos generales, las tres cuentas analizadas no tienen fluctuaciones alarmantes, lo que nos permite determinar la solidez de la empresa y el seguimiento continuo de políticas de importación y de cobro.

En la figura 33 se observa el promedio de participación de los cinco años analizados de cada una de las cuentas que conforman el Activo Corriente. La cuenta que mayor porcentaje tiene es Inventarios, la cual tiene una participación promedio de 50%. La cuenta Clientes y Otras Cuentas por Cobrar también tiene un porcentaje importante dentro de los activos corrientes con un promedio dentro del periodo 2014-2018 de 21%.

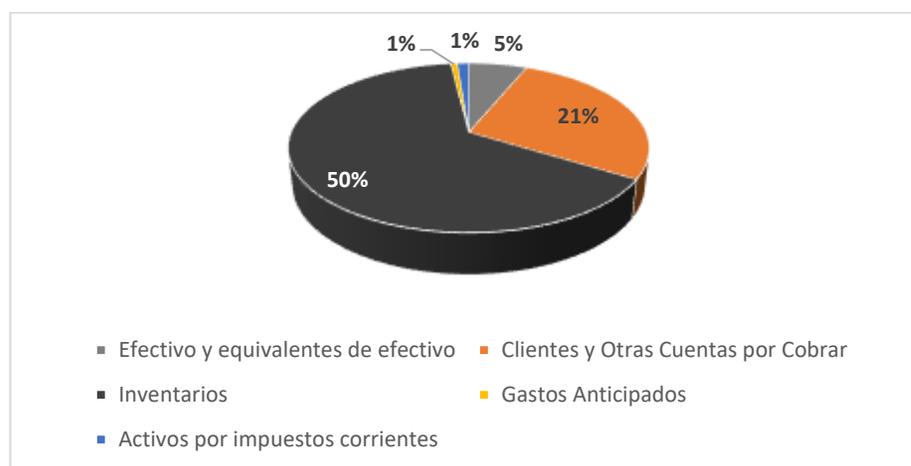


Figura 33. Conformación promedio del Activo Corriente 2014-2018.

La cuenta Efectivos y Equivalentes al Efectivo presenta un porcentaje promedio de participación bajo frente a los activos totales del 5%, esto porque la empresa trabaja mayormente con el sector público, motivo por el cual se da ventas a crédito, lo que se ve reflejado en el

porcentaje elevado de la cuenta Clientes y Otras Cuentas por Cobrar. El 2% restante se encuentra conformado por las cuentas Gastos Anticipados y Activos por Impuesto Corrientes con el 1% cada una.

ACTIVO NO CORRIENTE

Como se observó con anterioridad en la figura 31, el Activo No Corriente tiene un 23% de participación promedio frente al Activo Total, por su parte el Activo No Corriente está conformado en su mayoría por la cuenta Propiedad Planta y Equipo y su Depreciación Acumulada, las cuales en promedio representan el 14% y 8% respectivamente (figura 26). El porcentaje restante se encuentra conformado por Otras Cuentas por Cobrar que representa tan solo el 1% puesto que esta cuenta tuvo su aparición en los dos últimos años (2017-2018), y por Activos por Impuestos Diferidos que representa el 0,03% debido a un rubro mínimo que existió en el 2018.

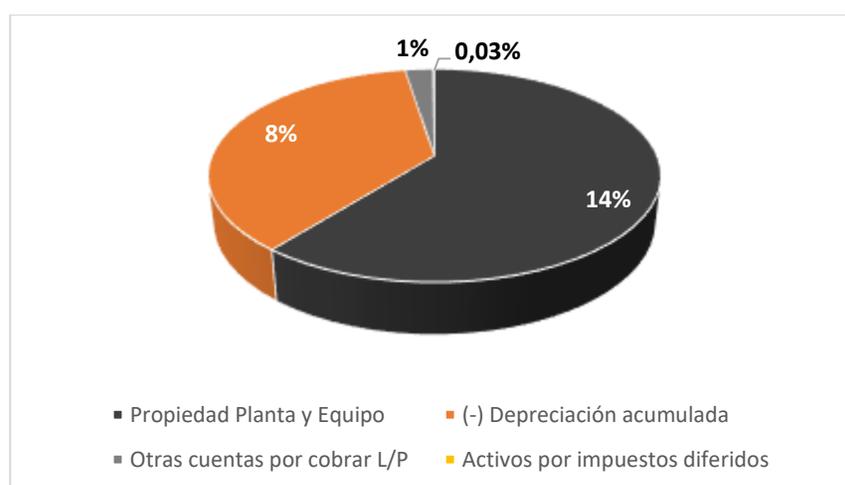


Figura 34. Conformación promedio del Activo No Corriente 2014-2018.

A su vez, la cuenta Propiedad Planta y Equipo está conformada por las subcuentas Vehículos, Equipos Electrónicos y Muebles y Enseres. Como se visualiza en la figura 35, las

cuentas no fluctúan considerablemente, la única que representa cambios más significativos es la cuenta vehículos, esto porque generalmente se realizan ventas de autos usados y se adquieren nuevos, estos ingresos están registrados en el Estado de Resultados en la cuenta Otros Ingresos. Los equipos electrónicos y los muebles y enseres, cada vez van disminuyendo sus porcentajes de participación debido a que se va realizando su respectiva depreciación.

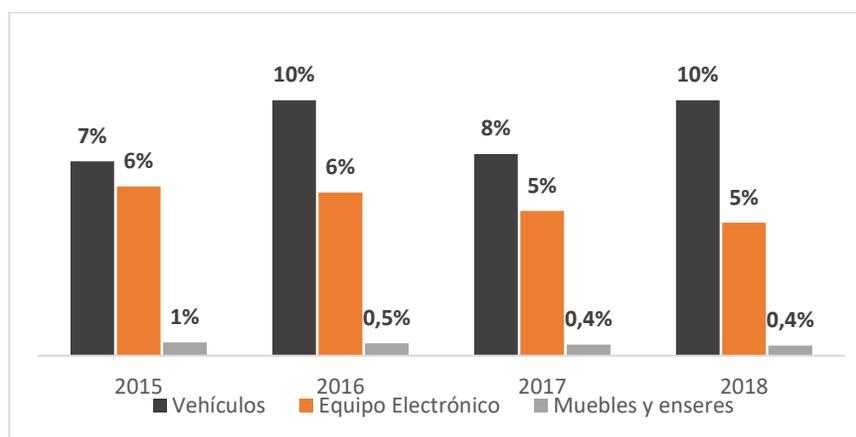


Figura 35. Propiedad Planta y Equipo 2015-2018.

PASIVO Y PATRIMONIO

Los porcentajes de participación tanto de los pasivos como del patrimonio con respecto al activo durante los cinco años analizados no fluctúan significativamente, por lo que, en promedio, como se observa en la figura 36, el pasivo representa el 54% y el patrimonio el 46%. Estos porcentajes reflejan que los activos están financiados en su mayoría por los pasivos antes que por el patrimonio.

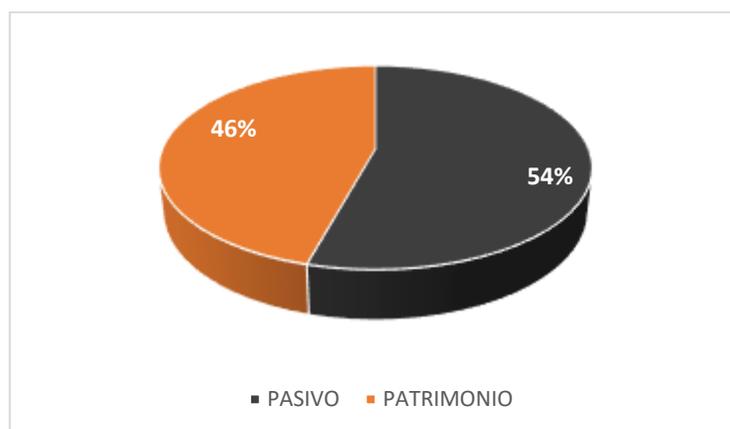


Figura 36. Composición promedio de Pasivos y Patrimonio 2014-2018.

Analizando la figura 37, en el 2014, la empresa cuenta con el mayor porcentaje de participación de Pasivos Corrientes frente al activo con un 54,5%, mientras que los pasivos no corrientes tan solo representan el 1,9%, esto se ocasionó porque en ese entonces las obligaciones financieras a largo plazo eran reducidas y únicamente se optaba por financiamiento por medio de proveedores y obligaciones bancarias a corto plazo.

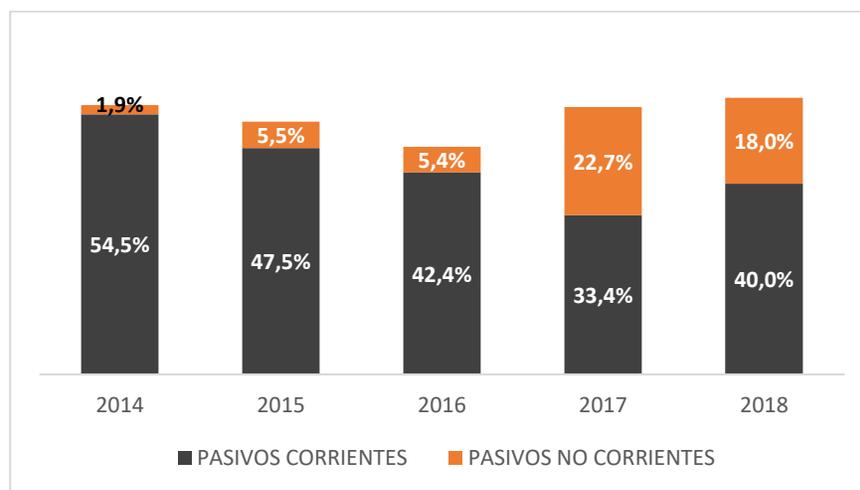


Figura 37. Conformación del Pasivo Total 2014-2018.

Para el 2015, la empresa empieza a financiarse a largo plazo por lo que los Pasivos No Corrientes incrementaron a 5,5%, presentándose un caso similar en el 2016, sin embargo, en este año los pasivos totales presentan un decremento debido a una disminución en la cuenta Proveedores y Otras Cuentas por Pagar y a un incremento en el Patrimonio procedente de un mayor porcentaje de Utilidad. Los Pasivos Corrientes en el 2017 tuvieron el menor porcentaje de participación de los cinco años analizados con el 33,4%, esto porque la empresa tuvo un fuerte financiamiento a largo plazo haciendo crecer a los Pasivos No Corrientes a un 22,7%, convirtiéndose en el año en el que mayor porcentaje tuvo en esta cuenta.

El 2018 fue el año en el que mayor participación del Pasivo Total existió tal y como podemos observar en la figura 37 con el 58% procedente de los pasivos corrientes porque existió un incremento en la cuenta Proveedores y Otras Cuentas por Pagar.

PASIVOS CORRIENTES

Dentro de los pasivos corrientes, la cuenta más representativa es la de Proveedores y Otras Cuentas por Pagar. En los años 2014 y 2015, tal y como se observa en la figura 38, esta cuenta tiene los más altos porcentajes de participación con el 34% y 35% respectivamente, lo que es positivo para la empresa puesto que entre más tiempo se demore en pagar a sus proveedores mayor tiempo mantendrá su efectivo para realizar sus operaciones diarias; mientras que el año en el que menor porcentaje se obtuvo fue en el 2017 con el 23%. Por lo general, la cuenta Proveedores y Otras Cuentas por Pagar, en los cinco años analizados mantiene un porcentaje de participación alto, que va de la mano con el porcentaje de inventarios que maneja.

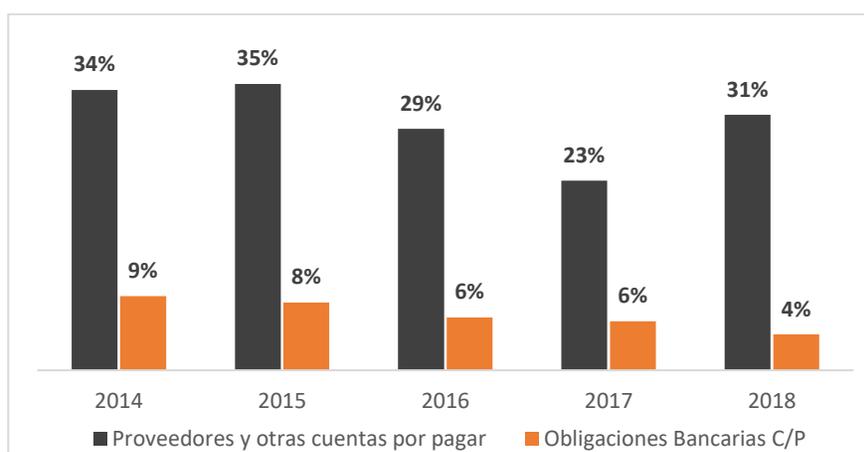


Figura 38. Cuentas sobresalientes del Pasivo Corriente 2014-2018.

En cuanto a las Obligaciones Bancarias a corto plazo, estas siempre mantienen un porcentaje bajo y, como se observa en la figura 38, cada vez va disminuyendo ya que se va realizando el pago de la deuda.

Claramente, se puede identificar que la empresa se financia en su mayoría con las políticas de pago establecidas con sus proveedores, pues ésta es la cuenta que mayor porcentaje maneja de todos los pasivos, tal y como lo indica la figura 39, del total de pasivos corrientes, tiene en promedio el 30%, le sigue las Obligaciones Bancarias a corto plazo con un 7% y las Obligaciones Patronales que se conforman por el Impuesto a la Renta por Pagar, Obligaciones con el IESS y Beneficios a Empleados, que representa el 3%. Las cuentas menos representativas dentro del Pasivo Corriente son los Pasivos por Impuestos Corrientes y Otros Pasivos Corrientes con el 2% y 1% respectivamente.

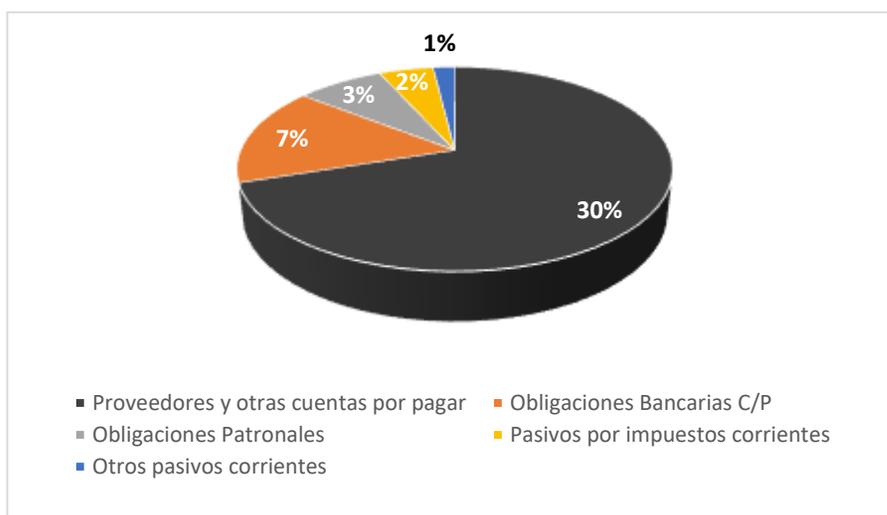


Figura 39. Conformación promedio del Pasivo Corriente 2014-2018.

PASIVO NO CORRIENTE

Dentro de los Pasivos No Corrientes, la cuenta con el porcentaje de participación más alto corresponde a las Obligaciones Bancarias a Largo Plazo. La figura 40 refleja la evolución que ha tenido esta cuenta en cinco años. En el 2014 fue cuando menos obligaciones a largo plazo tuvo la empresa, para el 2015 adquirió una nueva deuda bancaria y para el 2017 se contrajo otra deuda de monto más elevado, motivo por el cual esta cuenta sube al 19%. Para los años siguientes se espera que conforme se vaya amortizando la deuda este porcentaje vaya disminuyendo.

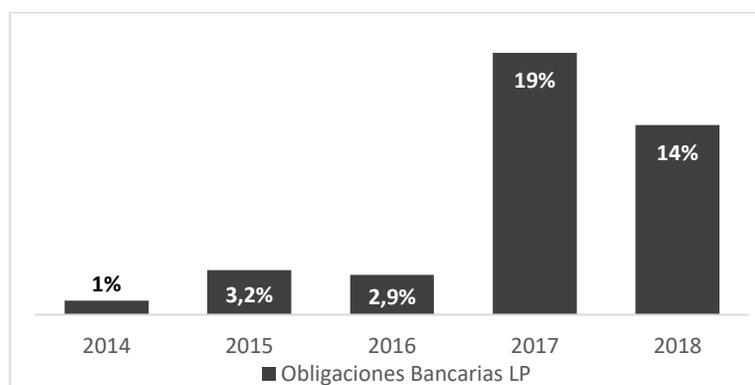


Figura 40. Obligaciones Bancarias 2014-2018.

En resumen, la empresa se financia tanto por medio de sus proveedores como por préstamos bancarios. La figura 41 refleja la conformación del financiamiento y la evolución que éste ha tenido, para los tres primeros años analizados podemos observar que la mayor parte del financiamiento provenía de Proveedores, mientras que para el 2017 y 2018, el porcentaje de Obligaciones Financieras crece, esto se dio por la adquisición de una deuda grande a largo plazo en el 2017 como se mencionó con anterioridad.

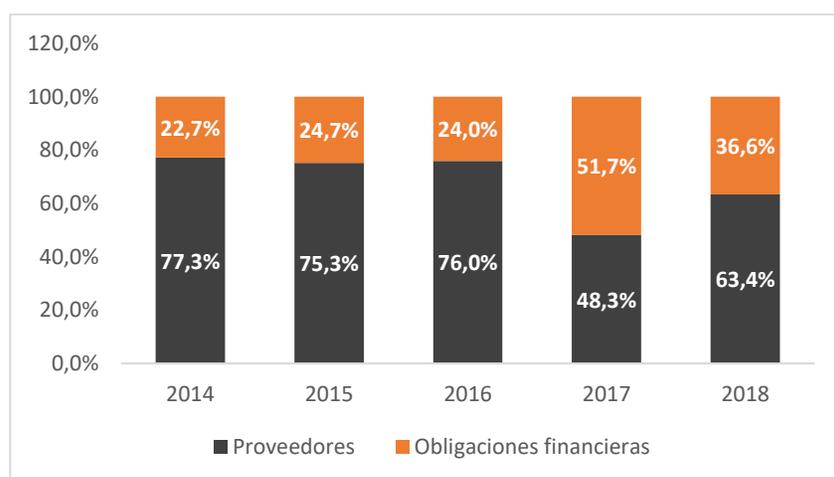


Figura 41. Conformación del financiamiento 2014-2018.

PATRIMONIO

La cuenta más importante dentro del Patrimonio son las Utilidades Retenidas que representa en promedio el 34% del Activo Total, esto se debe a que la empresa no ha estado repartiendo dividendos a los socios durante los cinco años analizados, esto lo hicieron para en un futuro incrementar el Capital Social, razón por la cual la cuenta Aporte a Futuras Capitalizaciones tiene el segundo porcentaje más alto del Patrimonio como lo indica la figura 42 con el 6,3%.

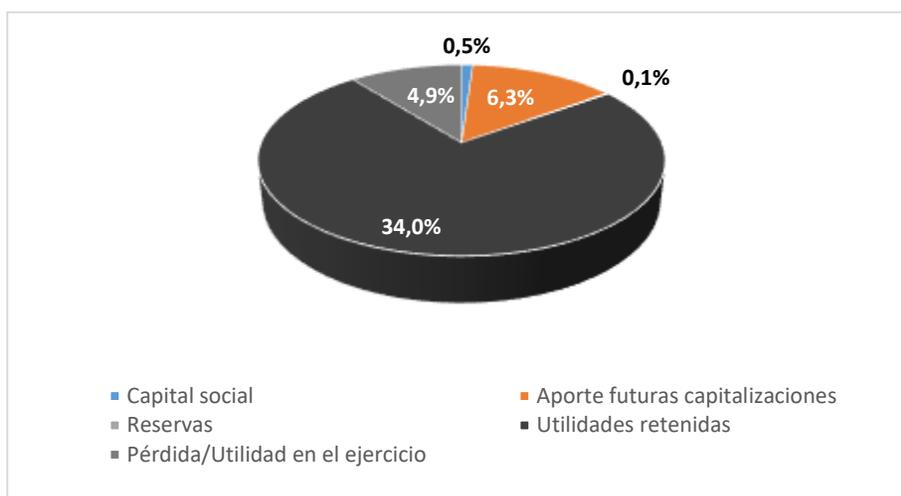


Figura 42. Conformación promedio del Patrimonio 2014-2018.

La cuenta Pérdida/Utilidad en el ejercicio representa el 4,9% en promedio de los cinco años analizados, lo que representa la rentabilidad sobre el Activo Total, es decir el beneficio generado por medio de los activos de la empresa.

La figura 43 refleja la utilidad o pérdida generada a lo largo de los años analizados, el 2014 fue el año en el que mayor utilidad se obtuvo con un 14,1% de rentabilidad sobre el Activo debido a una gran optimización de costos y gastos, optimizaciones que no se pudieron mantener para los años posteriores.

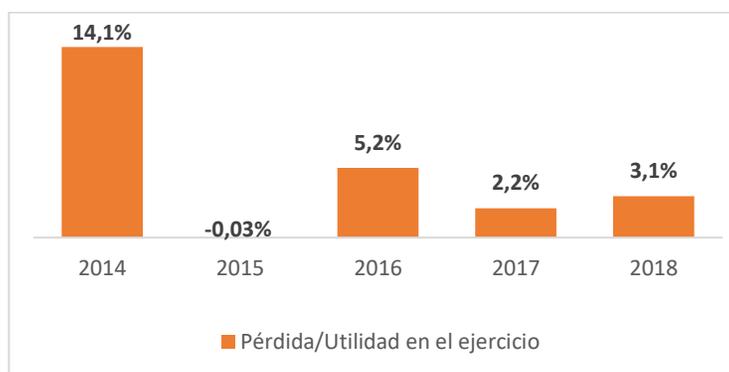


Figura 43. Pérdida/Utilidad en el ejercicio 2014-2018.

El 2015 fue el único año desde que la empresa tiene vigencia en presentar utilidad negativa de -607 USD, motivo por el cual el porcentaje es -0,03% frente al activo, este fue el año que menos ventas se obtuvieron. Para los años 2016, 2017 y 2018 la utilidad se ha mantenido entre el 2% y 5%; se espera que vaya incrementando debido a la inserción de nuevos productos importados al mercado ecuatoriano por parte de la empresa y la optimización de recursos.

5.2.2 Análisis Vertical de Estado de Resultados

A continuación, se presenta un diagnóstico detallado del análisis vertical del estado de resultados tomando como base de cálculo las ventas totales. En la tabla 13 se puede observar el análisis realizado a la empresa Qfarma.

Tabla 13

Análisis Vertical del Estado de Resultados de la empresa Qfarma 2014-2018.

Estado de Resultados	2014	2015	2016	2017	2018
Ventas	100%	100%	99,99%	99,73%	99,72%
Otros ingresos	0,00%	0,00%	0,01%	0,27%	0,28%
Total Ingresos	100%	100%	100%	100%	100%
Costo de Ventas	45,96%	48,13%	51,10%	51,70%	58,78%
Margen Bruto	54,04%	51,87%	48,90%	48,30%	41,22%
Gastos de Administración	9,55%	15,00%	12,24%	13,14%	10,54%
Gastos Venta	22,60%	35,01%	28,55%	30,66%	24,59%
Gastos financieros	1,80%	1,90%	1,81%	1,07%	2,06%
Total Gastos Administrativos	33,95%	51,91%	42,59%	44,87%	37,20%
Pérdida/Utilidad antes de Impuesto a la Renta	20,09%	-0,03%	6,31%	3,43%	4,03%
Participación a empleados	3,01%	0,00%	0,95%	0,51%	0,60%
Impuesto a la renta	3,84%	0,00%	1,34%	0,79%	0,92%
PÉRDIDA/UTILIDAD	13,23%	-0,03%	4,02%	2,13%	2,50%

Para iniciar el diagnóstico, la figura 44 indica los porcentajes de participación promedio de los cinco años analizados de las principales cuentas del Estado de Resultados.

El Costo de Ventas representa el porcentaje promedio más alto de 51,13%, seguido por el total de Gastos Administrativos con el 42,10%, siendo así que el 93,24% de los ingresos son utilizados para cubrir costos y gastos.

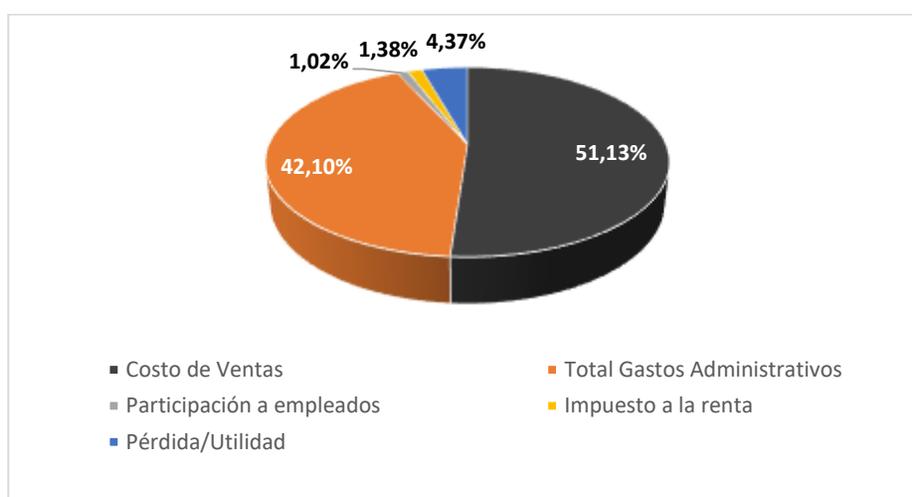


Figura 44. Participación promedio de las principales cuentas del Estado de Resultados 2014-2018.

El 6,76% restante se utiliza para pagar participación a empleados (1,02%) y el impuesto a la renta generado (1,38%), con lo que la empresa presenta en promedio el 4,37% de utilidad generada a partir de los ingresos.

COSTOS

El Costo de Ventas tal y como se observa en la figura 45, tiene una línea de tendencia creciente desde el 2014 al 2018 debido a que el precio de compra de los productos importados ha

ido creciendo progresivamente y no ha existido una correcta optimización de costos y gastos. El 2014 fue el año en el que se obtuvo menor porcentaje de costo de venta (45,96%) y mayor margen de utilidad neta (13,23%) como refleja la tabla 13. Mientras que el 2018 fue el año en el que mayor porcentaje de participación obtuvo el Costo de Ventas con respecto a los ingresos totales.

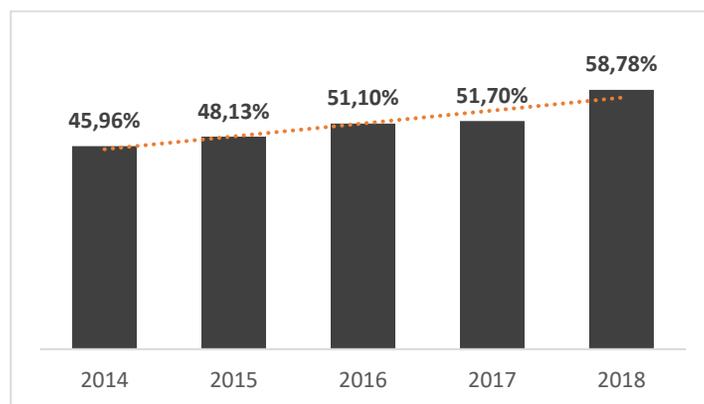


Figura 45. Costo de ventas 2014-2018.

El costo de ventas creciente tiene una relación inversa con el margen bruto que tiene a la empresa, con lo cual, como se observa en la figura 46, el margen bruto va disminuyendo conforme la participación porcentual del costo de ventas va creciendo.

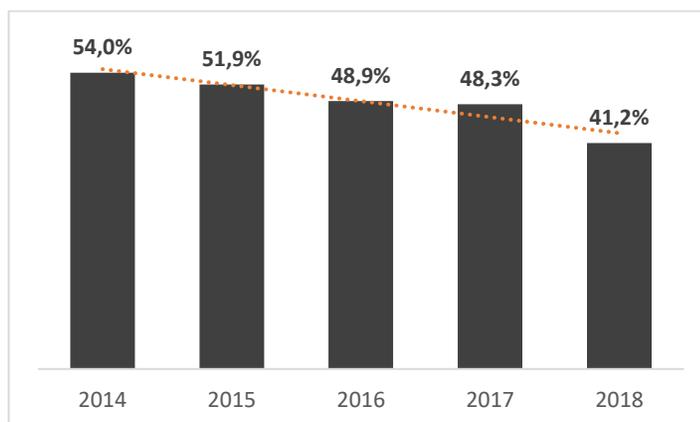


Figura 46. Margen Bruto 2014-2018.

GASTOS

La figura 47 muestra la evolución que han tenido los gastos a lo largo del periodo 2014-2018. Los gastos totales se encuentran divididos en tres grupos: administrativos, venta y financieros. Los Gastos de Administración están comprendidos principalmente por arrendamiento operativo, gastos de viaje, impuestos, contribuciones, mantenimiento, entre otros, mientras que los Gastos de Ventas agrupan gastos tales como sueldos y salarios, provisiones, publicidad, transporte y suministros. Por su parte, los Gastos Financieros están conformados por intereses bancarios y a terceros y servicios prestados por las instituciones financieras.

Si se observa detenidamente la figura 47, el 2014 fue el año que menor porcentaje de participación obtuvieron tanto los Gastos de Administración como los Gastos de Venta con el 10% y 23% respectivamente, gastos que agrupados con un costo de venta bajo, derivó en la mayor utilidad presentada en el periodo analizado. Caso contrario sucede en el 2015, donde los porcentajes de participación de los dos gastos fue el mayor durante los cinco años con el 15 % para los gastos administrativos y 35% para los gastos de venta, motivo por el cual ese año fue el que la empresa obtuvo pérdida como resultado final del ejercicio.

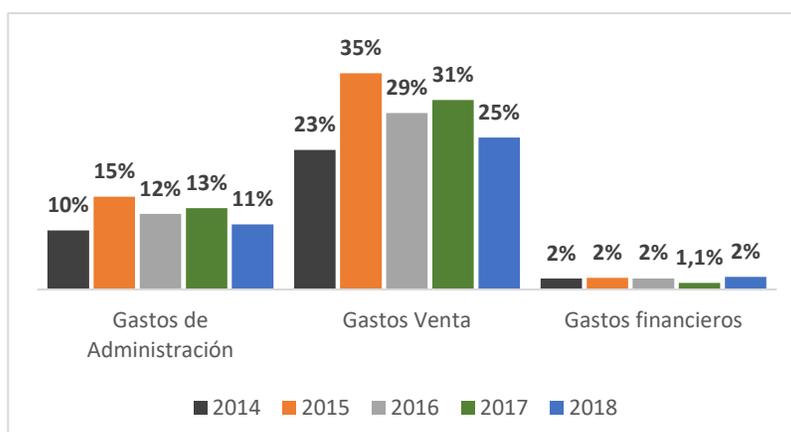


Figura 47. Gastos 2014-2018.

En el año 2016 los porcentajes de los gastos con respecto a los ingresos van disminuyendo, hecho que se ve reflejado en un margen de utilidad neta alta, pero para el 2017, los gastos incrementan sus porcentajes e influyen para que la utilidad baje, sin embargo, para el 2018, estos gastos vuelven a bajar.

Por su parte, los Gastos Financieros durante los cinco años, se han mantenido con un porcentaje de participación bajo y estable, las bajas variaciones que se han presentado provienen del pago normal de la deuda y reestructuraciones de las mismas.

5.3 Análisis Horizontal

El análisis horizontal según Bonsón, Cortijo y Flores (2009) “determina el crecimiento o decrecimiento de cada elemento de los estados financieros respecto de ejercicios anteriores” (pág. 213). Este análisis se puede realizar ya sea de forma absoluta o relativa, en el primer caso es la diferencia monetaria de un periodo a otro, en el segundo caso es la diferencia porcentual.

5.3.1 Análisis horizontal del Balance General

A continuación, en la tabla 14 se presenta el Balance General de la empresa Qfarma y su aplicación del análisis horizontal relativo, en el cual se puede observar los incrementos o disminuciones porcentuales durante los 5 años analizados. Además, se encuentra un diagnóstico financiero de lo aplicado.

Tabla 14*Análisis Horizontal Relativo del Balance General de la empresa Qfarma 2014-2018.*

Balance General	2014-2015	2015-2016	2016-2017	2017-2018
ACTIVOS				
ACTIVOS CORRIENTES	-18,3%	0,6%	15,2%	8,7%
Efectivo y equivalentes de efectivo	-95,2%	557,6%	-51,0%	-39,4%
Clientes y Otras Cuentas por Cobrar	19,9%	-22,4%	62,2%	8,7%
Inventarios	-5,9%	3,2%	6,5%	8,6%
Gastos Anticipados	-86,2%	-94,1%	-100,0%	100,0%
Activos por impuestos corrientes	-36,5%	-19,3%	-19,0%	21,6%
ACTIVOS NO CORRIENTES	4,9%	-8,7%	-8,0%	60,6%
Propiedad Planta y Equipo	28,6%	23,1%	-6,4%	22,5%
(-) Depreciación acumulada	62,5%	52,4%	10,4%	2,0%
Otras cuentas por cobrar L/P	0,0%	0,0%	100%	-8,6%
Activos por impuestos diferidos	0,0%	0,0%	0,0%	100,0%
Total Activos	-16,8%	-0,2%	13,5%	11,8%
PASIVOS				
PASIVOS CORRIENTES	-27,6%	-10,8%	-10,6%	34,0%
Proveedores y otras cuentas por pagar	-15,0%	-15,9%	-10,8%	50,5%
Obligaciones Bancarias C/P	-23,7%	-22,3%	4,9%	-18,0%
Obligaciones Patronales	-61,0%	42,5%	-20,7%	6,5%
Pasivos por impuestos corrientes	-98,3%	246,1%	379,8%	33,5%
Otros pasivos corrientes	100,0%	48,1%	-100,0%	0%
PASIVOS NO CORRIENTES	141,7%	-3,3%	381,4%	-11,3%
Obligaciones financieras	159,9%	-10,6%	645,5%	-19,0%
Obligaciones por beneficios definidos	120,7%	6,5%	25,5%	36,2%
Otros cuentas por pagar	0,0%	0,0%	100,0%	100,0%
Total Pasivo	-21,9%	-10,1%	33,3%	15,7%
PATRIMONIO				
Capital social	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Aporte futuras capitalizaciones	-52,6%	0,0%	-100,0%	100,0%
Reservas	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utilidades retenidas	69,5%	-0,1%	12,4%	-31,5%
Pérdida/Utilidad en el ejercicio	-100,2%	-15753,7%	-52,2%	57,3%
Total Patrimonio	-10,2%	11,0%	-4,6%	6,9%

ACTIVOS

La tabla 15 indica las variaciones absolutas y relativas que han tenido los activos de un año a otro. La variación más notable la encontramos en la transición 2014-2015 con una disminución de esta cuenta del -16,8%, que en valores monetarios representa 372.214 USD menos que el año anterior. Para el periodo 2015-2016 también existe un decremento, pero en este caso tan solo del -0,2% equivalente a 3.249 USD. Para el periodo 2016-2017 existe un incremento en los activos, de hecho, tenemos un importante crecimiento del 13,5% y, para el periodo 2017-2018 crece en 11,8%.

Tabla 15

Análisis Horizontal de los Activos Totales 2014-2018.

Activos	2014-2015	2015-2016	2016-2017	2017-2018
Variación Absoluta	-372.214	-3.249	248.444	247.130
Variación Relativa	-16,8%	-0,2%	13,5%	11,8%

En la figura 48 se observa la evolución histórica de los activos totales durante los cinco años analizados, el año que menos activos tuvo la empresa fue el 2016 con \$1.840.911, en los años posteriores hubo una recuperación, alcanzando su máximo rubro en el 2018 con \$2.336.485.

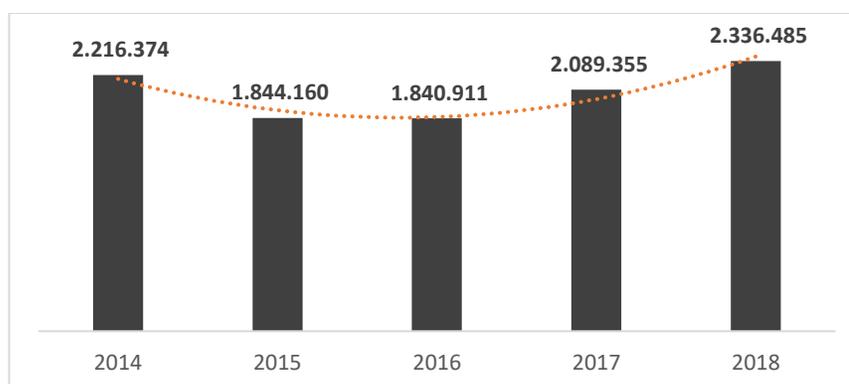


Figura 48. Evolución histórica de Activos Totales 2014-2018.

Para poder entender estas disminuciones y crecimientos en el activo, se procede a analizar las cuentas más importantes del Activo Corriente y del Activo No Corriente.

ACTIVO CORRIENTE

Como se observa en la tabla 16, el efectivo se encuentra fluctuando constantemente; en el periodo 2014-2015 y 2015-2016 tenemos las variaciones más grandes, ya que el efectivo cae en -95,2% y luego incrementa en 557,6% respectivamente lo que genera un gran impacto en los activos totales (figura 48). En los dos periodos siguientes se observa una disminución del efectivo, 51,0% para el 2016-2017 y 39,4% para el periodo 2017-2018. Estas disminuciones corresponden a una inadecuada gestión de cobro.

Tabla 16

Análisis Horizontal del Efectivo y Equivalente al Efectivo 2014-2018.

Efectivo	2014-2015	2015-2016	2016-2017	2017-2018
Variación Absoluta	-346.669	96.604	-58.078	-21.995
Variación Relativa	-95,2%	557,6%	-51,0%	-39,4%

El manejo del efectivo siempre ha presentado dificultades como se observa en la figura 49, teniendo su peor año en el 2015 luego presentó una breve recuperación en el 2016, pero para los dos años siguientes volvió a decrecer. Entre otras causas, este efecto se origina por la gestión de cobro que se realiza en cada periodo.

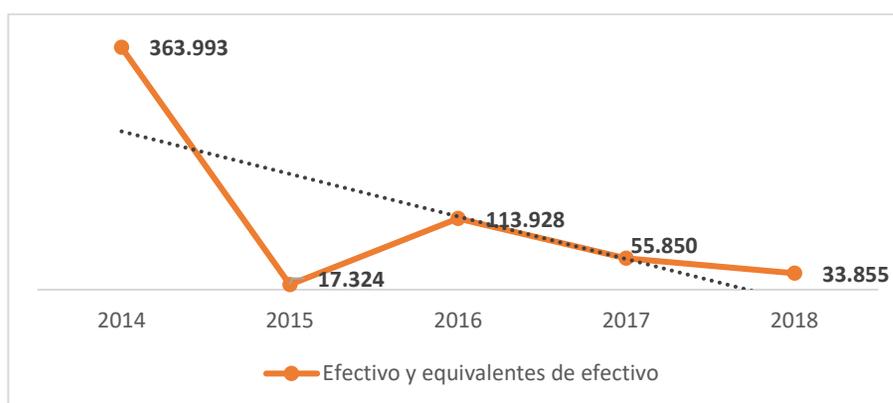


Figura 49. Evolución histórica del Efectivo y Equivalentes al Efectivo 2014-2018.

La tabla 17 refleja que el único periodo en el que las cuentas por cobrar disminuyeron fue en el 2015-2016 en -22,4% lo que representa 113.794 USD. Esto se da porque si se compara la figura 49 con la figura 50 se observa en el año 2016 que mientras el efectivo incrementa, la cuentas por cobrar disminuyen, lo que claramente refleja una buena gestión de cobro.

Tabla 17

Análisis horizontal de Clientes y Otras Cuentas por Cobrar 2014-2018

Cuentas por Cobrar	2014-2015	2015-2016	2016-2017	2017-2018
Variación Absoluta	84.473	-113.794	245.172	55.858
Variación Relativa	19,9%	-22,4%	62,2%	8,7%

La cuenta Clientes y Otras Cuentas por Cobrar no tiene una variación ni absoluta ni relativa constante, puesto que, al trabajar en su mayoría con el sector público, es difícil establecer una cartera homogénea, sin embargo, si podemos notar en la figura 50 que esta cuenta tiene una tendencia creciente, esto debido a que el negocio se ha ido expandiendo, las ventas crecen y, por consiguiente, las cuentas por cobrar aumentan indistintamente de la gestión de cobro que se esté realizando.

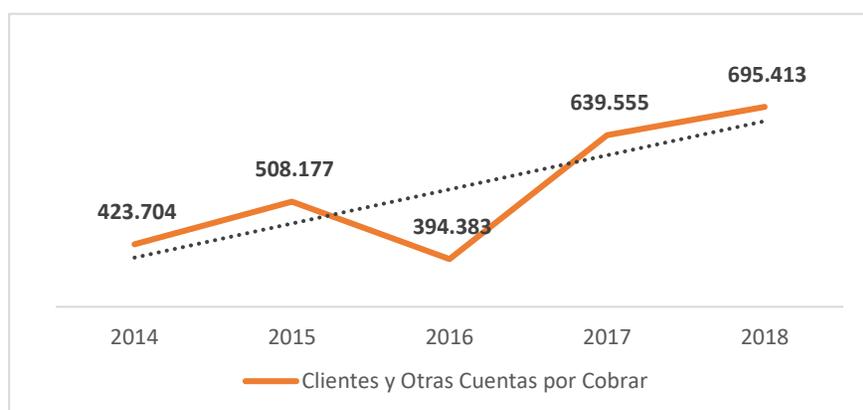


Figura 50. Evolución histórica de Clientes y Otras Cuentas por Cobrar 2014-2018.

En cuanto a los Inventarios, durante los cinco años analizados, la única ocasión en la que se presentó una disminución fue entre el periodo 2014-2015 del -5,9%, lo que en términos monetarios son \$71.183, a partir de entonces, como podemos observar en la tabla 18, tenemos un crecimiento paulatino en todos los periodos.

Tabla 18

Análisis horizontal de Inventarios 2014-2018.

Inventarios	2014-2015	2015-2016	2016-2017	2017-2018
Variación Absoluta	-71.183	36.363	76.101	108.417
Variación Relativa	-5,9%	3,2%	6,5%	8,6%

La figura 51 refleja que el año que mayor inventario se obtuvo fue el 2018, motivo por el cual, del 2017 al 2018 crece en 8,6% como se observó en la tabla 18 siendo el periodo de mayor crecimiento, lo que va de la mano con que fue el año en el que mayores ventas se registraron.

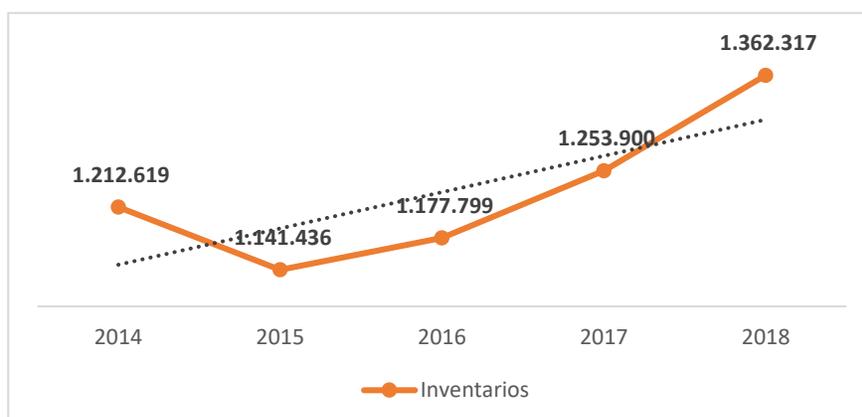


Figura 51. Evolución histórica de Inventarios 2014-2018.

ACTIVOS NO CORRIENTES

Los Activos No Corrientes están principalmente conformados por Propiedad Planta y Equipo y su depreciación. La tabla 19 refleja que en la mayoría de años hay una inversión constante en la cuenta Propiedad Planta y Equipo, excepto en el periodo 2016-2017 en el cual se presenta una disminución del -6,4% que, como supo manifestar el Gerente, corresponde a la venta de un vehículo. El periodo en el que mayor crecimiento existió fue en el 2014-2015 pues pasa de \$239.777 a \$308.418 (figura 52) que en términos relativos representa el 28,6%.

Tabla 19

Análisis horizontal Propiedad Planta y Equipo 2014-2018.

Propiedad, planta y equipo	2014-2015	2015-2016	2016-2017	2017-2018
Variación Absoluta	68.641	71.109	-24.415	79.765
Variación Relativa	28,6%	23,1%	-6,4%	22,5%

La figura 52 presenta una línea de tendencia creciente, lo que indica que se realizan constantes inyecciones de dinero en Propiedad Planta y Equipo. Para poder saber qué influye en

estas fluctuaciones se procede a realizar un análisis más profundo de las subcuentas Vehículos, Equipos Electrónicos y Muebles y Enseres.

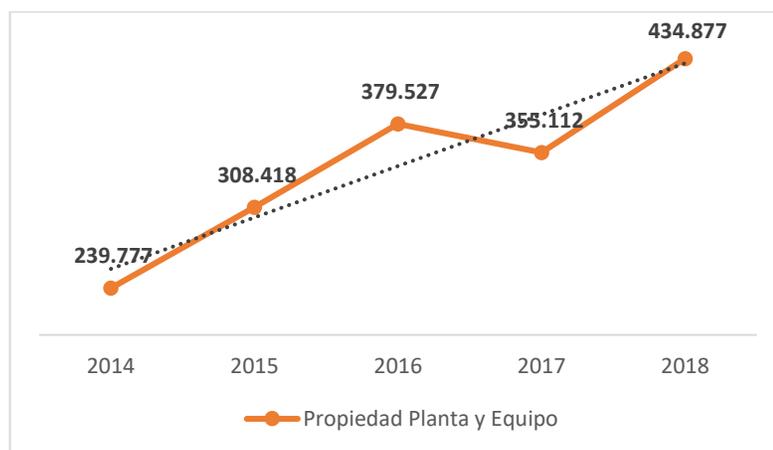


Figura 52. Evolución histórica Propiedad Planta y Equipo 2014-2018.

La subcuenta vehículos, tal y como se observa en la figura 53, es la que presenta mayores variaciones. Con esta figura se puede concluir que las fluctuaciones de Propiedad Planta y Equipo tanto en las variaciones absolutas como relativas están ligadas al manejo de la subcuenta vehículos, así como también se deben a la inversión realizada en Equipos Electrónicos, los cuales están conformados en su mayoría por computadores e impresoras.

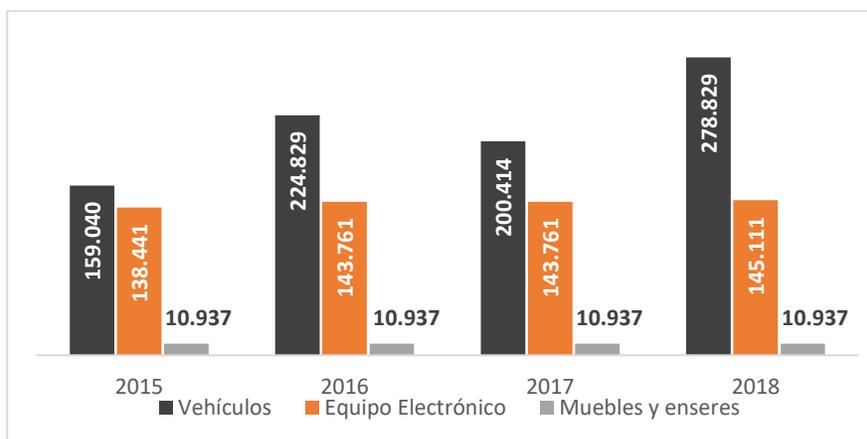


Figura 53. Evolución histórica de las subcuentas de PPE 2015-2018.

PASIVOS

La tabla 20 especifica las variaciones absolutas y relativas de los pasivos totales correspondientes a los años transcurridos entre el 2014 y 2018. El periodo 2014-2015 presenta una variación negativa del -21,9% siendo este el periodo en el que más disminución de los pasivos existió, de igual manera para el siguiente periodo 2015-2016 existió una disminución del -10,1%.

Tabla 20

Análisis horizontal Pasivos Totales 2014-2018

PASIVOS	2014-2015	2015-2016	2016-2017	2017-2018
Variación Absoluta	-273.607	-98.267	292.979	183.818
Variación Relativa	-21,9%	-10,1%	33,3%	15,7%

En contraste con los dos periodos analizados anteriormente, se presenta un incremento de los pasivos en los periodos 2016-2017 y 2017-2018 del 33,3% y 15,7% respectivamente. En la figura 54 se observa que el año en el que existieron menos pasivos fue en el 2016, mientras que el más alto fue el 2018, para poder determinar el origen de dichas disminuciones e incrementos se procede a realizar un análisis profundo de los pasivos corrientes y no corrientes.

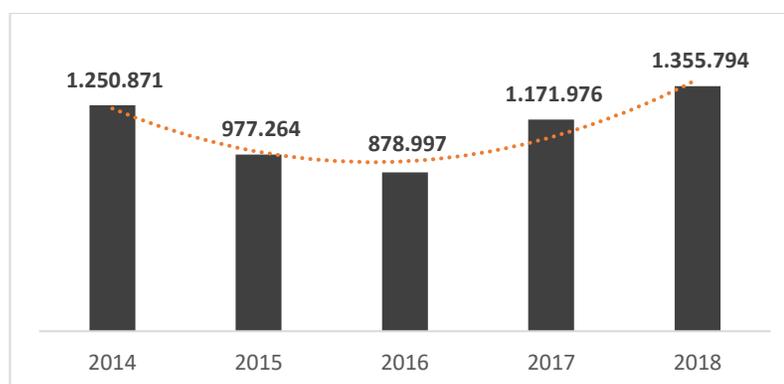


Figura 54. Evolución histórica en USD de los Pasivos Totales 2014-2018.

PASIVOS CORRIENTES Y NO CORRIENTES

En la tabla 21 se observa que, en los tres primeros periodos analizados, la cuenta proveedores y otras cuentas por pagar ha ido disminuyendo constantemente, el periodo en el que mayor disminución de esta cuenta existió fue en el 2015-2016 con el -15,9%, esto debido a que el 2016 fue un año en el que se obtuvieron grandes ingresos por ventas, lo que facilita el pago a proveedores. Sin embargo, en el último periodo 2017-2018 refleja un incremento notorio del 50,5%, esto, porque se realizaron varios cambios en las políticas de pago, lo que permite a la empresa gozar de mayor liquidez. Se espera que para los próximos años se mantengan estas políticas.

Tabla 21

Análisis horizontal Proveedores y otras cuentas por pagar 2014-2018.

Proveedores y otras cuentas por pagar	2014-2015	2015-2016	2016-2017	2017-2018
Variación Absoluta	-113.218	-101.846	-58.576	243.400
Variación Relativa	-15,0%	-15,9%	-10,8%	50,5%

En la figura 55 se observa de manera más relevante el punto de quiebre que existe en el año 2018 con respecto a la tendencia que se presentaba en los años anteriores en la cuenta proveedores y otras cuentas por pagar.

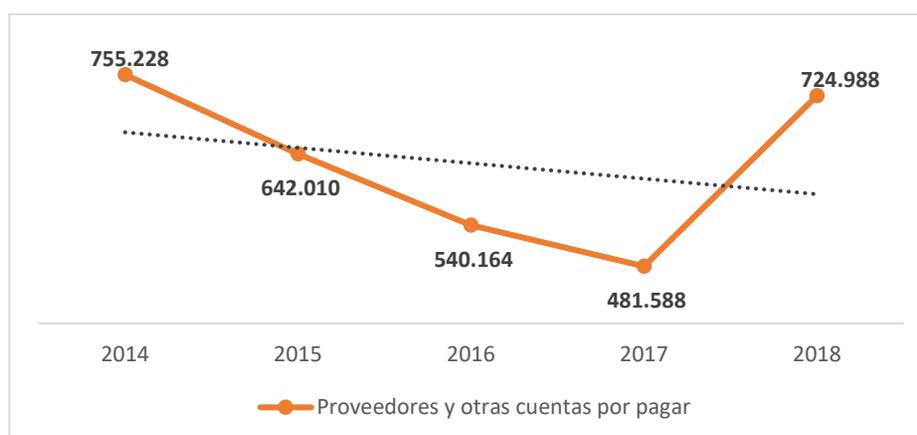


Figura 55. Evolución histórica en USD de Proveedores y Otras Cuentas por Pagar 2014-2018.

En la tabla 22 se encuentran las variaciones relativas y absolutas de las obligaciones bancarias a corto plazo, se observa claramente que, en los periodos 2014-2015 y 2015-2016 esta cuenta iba disminuyendo en el -23,7% y -22,3% respectivamente, señal de que las deudas se iban amortizando con normalidad. En el periodo 2016-2017 existió una reestructuración de la deuda y tenemos un incremento del 4,9%, para el siguiente periodo se continúa pagando la deuda por lo que nuevamente disminuye en el -18% quedando un saldo pendiente de pago de 101.785 USD como indica la figura 56.

Tabla 22

Análisis horizontal de Obligaciones Bancarias CP 2014-2018.

Obligaciones Bancarias CP	2014-2015	2015-2016	2016-2017	2017-2018
Variación Absoluta	-47.312	-33.877	5.775	-22.305
Variación Relativa	-23,7%	-22,3%	4,9%	-18,0%

En cuanto a las Obligaciones Bancarias a largo plazo, el periodo 2014-2015 tuvo un importante crecimiento como lo indica la tabla 23 debido a la adquisición de un nuevo préstamo

bancario, para el siguiente periodo observamos una disminución del -10,6% que se debe a la amortización de la deuda y, para el periodo 2016-2017 se observa un crecimiento del 645,5% lo que refleja la adquisición de otro préstamo bancario para la incorporación de productos provenientes de una nueva marca. Finalmente, en el periodo 2017-2018 tenemos una disminución de -19% que representa nuevamente la amortización de la deuda.

Tabla 23

Análisis horizontal de Obligaciones Bancarias LP 2014-2018.

Obligaciones Bancarias LP	2014-2015	2015-2016	2016-2017	2017-2018
Variación Absoluta	36.147	-6.210	339.175	-74.338
Variación Relativa	159,9%	-10,6%	645,5%	-19,0%

Las Obligaciones Bancarias a corto y largo plazo que mantiene la compañía han ido decreciendo e incrementando respectivamente como indica en la figura 56, la cual indica la evolución en dólares que estas dos cuentas han tenido. Estas deudas se han ido adquiriendo de acuerdo a las necesidades que se presentaban en la empresa.

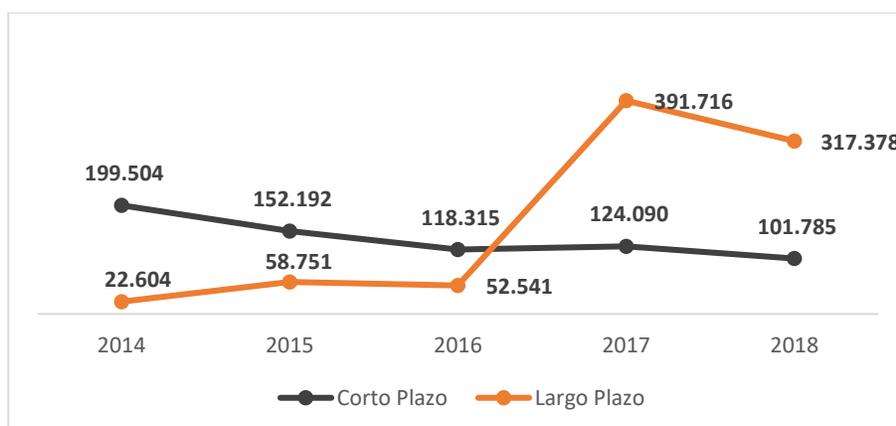


Figura 56. Evolución de las obligaciones bancarias a corto y largo plazo en USD 2014-2018.

PATRIMONIO

En cuanto al patrimonio existen dos cuentas que se han mantenido constantes durante los cinco años analizados, sin presentar variación alguna en su monto, estas son: Capital Social y Reservas, las cuales tiene un monto de 10.000 USD y 2.000 USD respectivamente con una variación del 0% entre periodos.

La tabla 24 refleja las variaciones de año a año que ha tenido la cuenta Aporte para Futuras Capitalizaciones, para el primer periodo 2014-2015 se tiene una disminución del -52,6% que en valores monetarios representa -100.000 USD, esto ocurrió por razones contables pues estos rubros pasaron a la cuenta Utilidades Retenidas, caso similar ocurre en el periodo 2016-2017 disminuyendo dicha cuenta en el 100%. En el último periodo se puede observar un incremento del 100%, pues se realiza un abono a esta cuenta de 308.234 USD con el objetivo de poder capitalizar este dinero en un futuro y aumentar el capital social de la empresa.

Tabla 24

Análisis horizontal de Aporte Futuras Capitalizaciones 2014-2018.

Aporte futuras capitalizaciones	2014-2015	2015-2016	2016-2017	2017-2018
Variación Absoluta	-100.000	-	-90.000	308.234
Variación Relativa	-52,6%	0,0%	-100,0%	100,0%

Las Utilidades Retenidas han mantenido un monto elevado a partir del 2015 como se aprecia en la figura 57. En el 2014 se tomó la decisión de comenzar a retener las utilidades con la finalidad de incrementar el monto del capital social, motivo por el cual han existido variaciones tanto en la

cuenta utilidades retenidas como en la cuenta aporte para futuras capitalizaciones durante los años analizados.

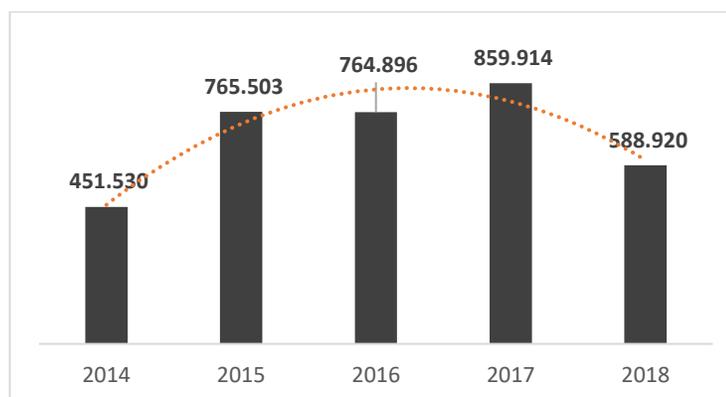


Figura 57. Evolución histórica de Utilidades Retenidas 2014-2018.

Como se mencionó anteriormente esta cuenta empieza a crecer en el periodo 2014-2015 como podemos corroborar con el análisis horizontal que se presenta en la tabla 25, pero para el periodo 2017-2018 existe una disminución del -31,5% debido a que se trasladó ese dinero a la cuenta aporte futuras capitalizaciones.

Tabla 25

Análisis horizontal Utilidades Retenidas 2014-2018.

Utilidades retenidas	2014-2015	2015-2016	2016-2017	2017-2018
Variación Absoluta	313.973	-607	95.018	-270.994
Variación Relativa	69,5%	-0,1%	12,4%	-31,5%

5.3.2 Análisis horizontal del Estado de Resultados

En la tabla 26 se encuentra la variación relativa calculada desde el 2014 al 2018 de la empresa Qfarma, a continuación del análisis se encuentra la interpretación de los porcentajes calculados.

Tabla 26

Análisis Horizontal Relativo de la empresa Qfarma 2014-2018

Estado de Resultados	2014-2015	2015-2016	2016-2017	2017-2018
Ventas	-17,4%	21,4%	-9,9%	33,7%
Otros ingresos	0,0%	100,0%	1666,8%	38,4%
Total Ingresos	-17,4%	21,4%	-9,6%	33,8%
Costo de Ventas	-13,5%	29,0%	-8,6%	52,1%
Margen Bruto	-20,7%	14,5%	-10,7%	14,2%
Gastos de Administración	29,8%	-0,96%	-2,94%	7,27%
Gastos Venta	28,0%	-0,96%	-2,94%	7,27%
Gastos financieros	-12,7%	15,6%	-46,7%	159,0%
Total Gastos Administrativos	26,4%	-0,4%	-4,8%	10,9%
Pérdida/Utilidad antes de Impuesto a la Renta	-100,1%	-24681,4%	-50,9%	57,0%
Participación a empleados	-100,0%	100,0%	-50,9%	57,0%
Impuesto a la renta	-100,0%	100,0%	-47,0%	56,0%
PÉRDIDA/UTILIDAD	-100,2%	15553,7%	-52,2%	57,3%

INGRESOS

Los ingresos no han sido regulares en el transcurso de los años como se observa en la tabla 27. En el primer periodo se presenta una disminución del -17,4%, luego tiene una recuperación bastante buena pues para el periodo 2015-2016 incrementa en 21,4%. Los siguientes dos periodos

se comportan de manera similar pues en el 2016-2017 existe una disminución del -9,6% y en el último periodo incrementa en 33,8%, valores que dan equilibrio ya que, si existe una disminución, para el siguiente periodo existe un incremento significativo cubriendo la disminución de ventas del periodo anterior, esto se da porque por lo general, las instituciones públicas pagan a inicio del año siguiente lo que compraron el año anterior.

Tabla 27

Análisis horizontal de Ingresos 2014-2018.

Ingresos	2014-2015	2015-2016	2016-2017	2017-2018
Variación Absoluta	-409.355	417.685	-227.703	721.585
Variación Relativa	-17,4%	21,4%	-9,6%	33,8%

A pesar de las variaciones negativas que se han dado entre periodos, podemos observar en la figura 58 que, en general, los ingresos se han mantenido elevados y con una línea de tendencia creciente lo que claramente refleja el posicionamiento de la empresa en el mercado lo que ayuda a mejorar las ventas con el paso de los años.

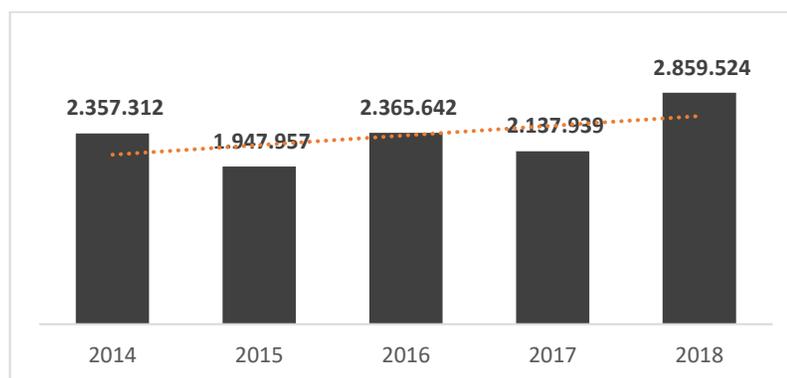


Figura 58. Evolución histórica de los ingresos 2014-2018.

COSTOS DE VENTA

La tabla 28 refleja las variaciones absolutas y relativas de los costos de venta, si se compara las disminuciones y crecimientos de los costos de venta con los ingresos (tabla 27 y 28), se observa claramente que éstos están relacionados directamente, pues en los mismos periodos que existen disminuciones en los ingresos existen disminuciones en los costos de venta y viceversa.

El periodo en el que mayor crecimiento en los costos de ventas existió fue en el 2017-2018 con un 52,1%, que va de la mano con que este periodo fue el que más ingresos se obtuvieron y en el que mayor crecimiento de los mismos se presentó con un 33,8%.

Tabla 28

Análisis horizontal de Costos de venta 2014-2018.

Costos de venta	2014-2015	2015-2016	2016-2017	2017-2018
Variación Absoluta	-146.015	271.440	-103.532	575.430
Variación Relativa	-13,5%	29,0%	-8,6%	52,1%

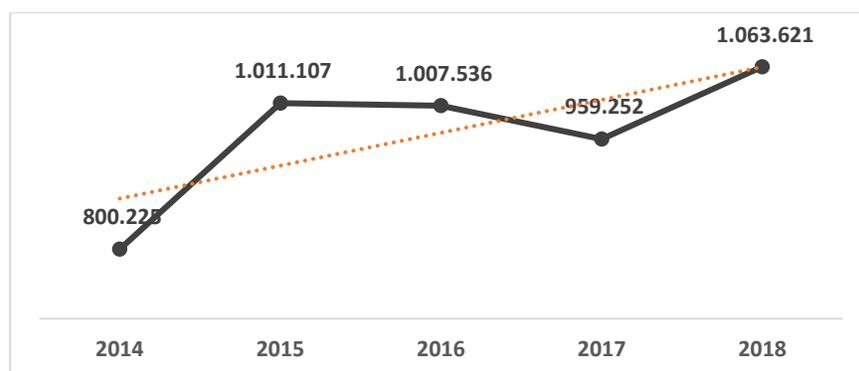
GASTOS

La tabla 29 refleja que el periodo en el que mayor incremento de los gastos existió fue en el 2014-2015 con un 26,4%, mientras que para los periodos 2015-2016 y 2016-2017 los gastos disminuyeron en -0,4% y -4,8% respectivamente, para el último periodo nuevamente los gastos vuelven a incrementar en un 10,9%.

Tabla 29*Análisis horizontal de Gastos Totales 2014-2018.*

Gastos Totales	2014-2015	2015-2016	2016-2017	2017-2018
Variación Absoluta	210.882	-3.571	-48.284	104.369
Variación Relativa	26,4%	-0,4%	-4,8%	10,9%

Los Gastos, como se observa en la figura 59 incrementaron de manera razonable en el 2015 y mantienen una línea de tendencia creciente a excepción del 2016 y 2017, años en los cuales el monto disminuye.

**Figura 59.** Evolución de los Gastos Totales 2014-2018.

Para conocer la razón de los incrementos y disminuciones de un periodo a otro se procede a analizar las tres cuentas principales de gastos: gastos de administración, gastos de venta y gastos financieros.

Las tablas 30 y 31 reflejan que el periodo 2014-2015 tuvo el mayor crecimiento en gastos con respecto a los periodos analizados, esto porque en ese entonces se estaban estableciendo relaciones comerciales con nuevas marcas en el exterior y los gastos de viaje y publicidad incrementaron considerablemente.

Tabla 30*Análisis horizontal Gastos de Administración 2014-2018.*

Gastos de Administración	2014-2015	2015-2016	2016-2017	2017-2018
Variación Absoluta	67.097	-2.803	-8.502	20.435
Variación Relativa	29,8%	-1,0%	-2,9%	7,3%

Tabla 31*Análisis horizontal Gastos de Venta 2014-2018.*

Gastos de Venta	2014-2015	2015-2016	2016-2017	2017-2018
Variación Absoluta	149.147	-6.544	-19.836	47.682
Variación Relativa	28,0%	-1,0%	-2,9%	7,3%

Generalmente, los gastos suelen estar ligados a los ingresos por lo que se espera que, si los ingresos incrementan o disminuyen, los gastos se comporten de la misma forma, razón por la cual, en el periodo 2016-2017 podemos observar una disminución de los gastos del -2,9% lo que está relacionado con que se obtuvieron menos ventas, mientras que para el periodo 2017-2018 existe un incremento del 7,3% en los gastos que está relacionado con el aumento de las ventas.

En contraste con los otros gastos, los gastos financieros, en el primer periodo disminuyen en -12,7% como indica la tabla 32, esto porque se va amortizando la deuda, para el periodo 2015-2016 los intereses incrementan, esto porque se realizó un préstamo desligado de entidad bancaria alguna, por lo que este préstamo no se refleja en la cuenta obligaciones financieras, pero si genera interés.

Tabla 32*Análisis horizontal Gastos Financieros 2014-2018.*

Gastos Financieros	2014-2015	2015-2016	2016-2017	2017-2018
Variación Absoluta	-5.362	5.776	-19.946	36.252
Variación Relativa	-12,7%	15,6%	-46,7%	159,0%

En el periodo 2016-2017, esta cuenta vuelve a disminuir en -46,7%, esto porque se realizó una reestructuración de deuda. Finalmente, para el último año, existe un incremento notable de 36.252 USD, esto se debe a que se obtuvo un nuevo préstamo. En la cuenta gastos financieros, no solo se encuentran los intereses generados por entidades financieras, sino también los intereses generados por terceros y los servicios prestados por instituciones financieras.

PÉRDIDA / UTILIDAD

La tabla 33 refleja los cambios que la Utilidad ha sufrido entre periodos, el periodo en el que más disminución existió fue en el 2014-2015 con un -100,2% debido a que 2015 fue el año en el que menos ventas se obtuvo y la empresa presentó pérdida, pero para el siguiente periodo se obtiene un incremento de 95.525 USD que en términos porcentuales representa 15553,7%.

Tabla 33*Análisis horizontal de Pérdida/Utilidad 2014-2018.*

Pérdida/Utilidad	2014-2015	2015-2016	2016-2017	2017-2018
Variación Absoluta	-312.580	95.625	-49.553	26.072
Variación Relativa	-100,2%	15553,7%	-52,2%	57,3%

En el periodo 2016-2017 la empresa presenta una disminución del -52,2% puesto que en el 2017 las ventas también disminuyeron, esta disminución se recupera el siguiente periodo, pues se observa un incremento del 57,3% debido a que el 2018 fue el año en el que más ventas se registraron.

5.4 Indicadores Financieros

Para finalizar el análisis, se requiere realizar el cálculo de los diferentes indicadores o razones financieras, los cuales permiten obtener un diagnóstico económico y financiero de la empresa. Los indicadores financieros relacionan elementos de información financiera obtenidos de los estados financieros para lograr evaluar la condición empresarial ya sea con periodos pasados o entre empresas similares (Nava, 2009).

Existen varios grupos de indicadores financieros, pero para analizar la empresa en cuestión se tomarán los siguientes: indicadores de liquidez, apalancamiento o solvencia, actividad y rentabilidad, se analizará su evolución en los cinco años analizados y, para tener interpretaciones más exactas, Van Horne y Wachowicz (2010) mencionan que se debe recurrir a los indicadores de la industria a la que pertenece la empresa y realizar una comparación.

5.4.1 Indicadores de Liquidez

“Son aquellos que miden la capacidad de una empresa para cumplir sus obligaciones a corto plazo” (Van Horne & Wachowicz, 2010).

La razón corriente mide la capacidad de la empresa para enfrentarse a sus obligaciones de corto plazo utilizando sus activos corrientes, este indicador se lo consigue de la relación activo circulante sobre pasivo circulante; según la Universidad Interamericana para el Desarrollo (s.f), si

la razón corriente es menor a 1, la empresa presenta problemas de liquidez, pero si es muy elevada, representa ineficiencia en el uso de efectivo.

Para tener una lectura más acertada de la liquidez, se usa un indicador más riguroso conocido como la Prueba Ácida, la cual emplea la misma relación de la razón corriente, excepto que no toma en cuenta a los inventarios dentro de los activos corrientes, suponiendo que esta es la parte menos líquida.

En la tabla 34 se observa que en el año 2014 se obtuvo el rubro más bajo en la razón corriente con 1,72, índice que ha ido subiendo progresivamente en los siguientes 3 años hasta llegar a 2,82 que representa una ineficiencia del efectivo, finalmente, para el 2018 la razón corriente bajó a 2,29. Se nota claramente un exceso de liquidez, sin embargo, luego de analizar los resultados de la prueba ácida, se puede determinar que ese exceso corresponde a los inventarios, pues el índice baja notablemente, siendo el 2015 el año en el que menor liquidez se tuvo con 0,68, mientras que el 2017 fue el año de mayor liquidez con 1,02.

Tabla 34
Indicadores de Liquidez 2014-2018.

Indicadores de Liquidez	2014	2015	2016	2017	2018
Razón Corriente	1,72	1,94	2,19	2,82	2,29
Prueba Ácida	0,71	0,63	0,68	1,02	0,83
Ciclo de Caja del Efectivo	217	286	250	359	224
Capital de trabajo neto	\$866.584	\$820.828	\$925.379	\$1.267.508	\$1.202.076

El Ciclo de Caja del Efectivo, es aquel que indica el tiempo estimado que transcurre durante todo el proceso desde que se compra la mercadería hasta que se transforma en efectivo y se paga a proveedores. Entre menor sea este indicador menos financiamiento se necesitará, mientras que un mayor ciclo de caja significa que la empresa probablemente esté teniendo problemas en inventarios o cuentas por cobrar. En la empresa analizada se observa que por lo general se ha mantenido sobre los 200 días, desde el 2015 existió una disminución en días, pero en 2017 este número se disparó a 359, siendo el único año en el que el ciclo de caja estuvo por encima de los 300 días. El 2018 refleja ser uno de los años con menor número de días de los 5 periodos analizados.

El capital de trabajo neto indica la cantidad de recursos que una empresa posee una vez que se han pagado todas sus obligaciones corrientes y sirve para medir la liquidez de la empresa a corto plazo. En la tabla 34 se observa una tendencia de crecimiento positiva, excepto por el último año que baja moderadamente, sin embargo, continúa siendo un buen número.

5.4.2 Indicadores de Solvencia

Van Horne y Wachowicz (2010) mencionan que los indicadores de solvencia reflejan el grado en el que la empresa se está financiando por medio de deuda, para ello se utilizará la razón de endeudamiento, la razón entre deuda y patrimonio y, el multiplicador de patrimonio.

La razón de endeudamiento mide el porcentaje de los activos financiados mediante deuda, con lo que podemos observar que, en la empresa en estudio, tal y como reflejan los datos de la tabla 35, los activos son financiados principalmente con deuda con terceros. En el 2018, la empresa termina con un 58% de sus activos financiados mediante deuda con terceros, lo que demuestra que el 42% restante de los activos está financiado mediante el aporte de los accionistas.

Tabla 35
Indicadores de Solvencia 2014-2018.

Indicadores de Solvencia	2014	2015	2016	2017	2018
Razón de Endeudamiento	56%	53%	48%	56%	58%
Razón de deuda y patrimonio	1,30	1,13	0,91	1,28	1,38
Multiplicador de patrimonio	2,30	2,13	1,91	2,28	2,38

Por su parte la razón entre deuda y patrimonio, refleja las aportaciones de los socios que se encuentran comprometidas para el pago de las obligaciones que mantiene la empresa (Universidad Interamericana para el Desarrollo, s.f). Entre menor sea esta relación, la empresa será más estable y fuerte, y la hace más atractiva para ser objeto de préstamos, pues cuenta con dinero suficiente para pagar sus obligaciones de inmediato, en caso de ser necesario. La razón de deuda y patrimonio de la empresa en estudio, muestra índices bajos, que han ido subiendo o bajando dependiendo de los préstamos que ha adquirido y a su vez ha ido pagando la empresa, finalmente, para el 2018, el índice se encuentra en 1,38, demostrando estabilidad y fortaleza para hacer frente a cualquier obligación.

El multiplicador de patrimonio mide los activos totales que posee una organización por cada dólar de su patrimonio, en otras palabras, muestra la cantidad de apalancamiento que una empresa está utilizando para financiar sus activos, en este caso, en el 2018 podemos observar que los activos de la empresa valen 2,38 veces su patrimonio, con lo que se concluye que el nivel de deuda de la empresa es alto ya que el 1,38 restante es financiado por deuda.

5.4.3 Indicadores de Actividad

Según Nava (2009), estos indicadores permiten medir la eficiencia con la cual una organización utiliza sus activos y otros recursos, además de estar enfocados en la rapidez con la que las cuentas analizadas se transforman en efectivo; de igual manera, se puede analizar estos índices en días, con la finalidad de determinar el tiempo transcurrido entre cada rotación.

La rotación de inventarios revela la cantidad de veces que el inventario se convierte en efectivo en el año. Van Horne y Wachowicz (2010), mencionan que entre más alta sea la rotación, el manejo del inventario será más eficiente, mientras que, una rotación baja significa movimiento lento del inventario u obsolescencia del mismo.

En la tabla 36 se aprecia cómo ha ido incrementando la rotación de inventarios, pues en el 2014 el inventario rotaba 0,89 veces en el año y para el 2018 termina en 1,23 veces, a pesar del incremento, la rotación de inventarios continúa siendo baja, sin embargo, para los próximos años se espera que este índice siga subiendo, pues se busca implementar nuevas políticas que permita a la empresa un mejor manejo del inventario importado para que vaya de acuerdo a las ventas y no exista un inventario excesivo, muestra de ello se observa que la cantidad de días necesarios para la rotación va disminuyendo, en el 2014 se hacía menos de una rotación anual (403 días), mientras que para el 2018, el inventario rota cada 292 días.

Tabla 36
Indicadores de Actividad 2014-2018.

Indicadores de Actividad	2014	2015	2016	2017	2018
Rotación de Inventarios	0,89	0,82	1,03	0,88	1,23
Días de Inventario	403	438	351	408	292

Continúa 

Rotación de Cuentas por Cobrar	5,56	3,83	6,00	3,33	4,10
Días de Cartera	65	94	60	108	88
Rotación de Cuentas por Pagar	3,12	3,03	4,38	4,43	3,93
Días de Pago	251	247	161	157	155
Rotación de Activos Totales	1,06	1,06	1,28	1,02	1,22

Por su parte, la razón de rotación de cuentas por cobrar refleja la calidad de cobro que tiene la empresa, entre mayor sea este índice, la empresa será más líquida, pues más rápido se transforman las cuentas por cobrar en efectivo. La tabla 36 refleja que el último año la empresa convirtió 4,10 veces sus cuentas por cobrar en efectivo, es decir que rotaron cada 88 días, teniendo una mejoría frente al 2017. Sin embargo, la empresa ha tenido mejores números con respecto a este índice como es el 2016 en el que se cobraba cada 60 días.

La razón de rotación de las cuentas por pagar refleja las veces que una entidad paga a sus proveedores en el año, entre menor sea este índice será mejor para la empresa pues podrá contar con ese dinero para continuar con sus operaciones. En la tabla 36 se observa que durante los 5 años éste índice no ha variado drásticamente pues se ha mantenido oscilando entre 3 y 4 veces por año, sin embargo, los días de pago han ido disminuyendo.

Finalmente, la rotación de activos totales indica los ingresos por ventas que genera cada dólar invertido en activos, la tabla 36 refleja que el 2018 fue uno de los años que tuvo el mayor índice de rotación de activos totales durante los cinco periodos analizados, pues por cada dólar invertido en activos se obtuvo 1,22 en ventas. El 2017 fue el año en el que menos ingresos por dólar invertido se obtuvieron con tan solo 1,02.

5.4.4 Indicadores de Rentabilidad

Las razones de rentabilidad muestran la relación entre ganancia por ventas y la inversión realizada (Van Horne & Wachowicz, 2010), en otras palabras, miden la capacidad de la empresa de obtener beneficios a través de sus fondos.

El indicador del margen de utilidad bruta es la relación entre margen bruto y las ventas, lo cual refleja la efectividad al producir y vender sus productos por encima del costo. En la tabla 37 se observa que el margen de utilidad bruta es bastante bueno pues este indicador se encuentra alrededor del 50% a excepción del último año que está en 41%, porcentaje que, a pesar de ser el menor de los 5 años sigue siendo considerablemente bueno.

Tabla 37

Indicadores de Rentabilidad 2014-2018.

Indicadores de Rentabilidad	2014	2015	2016	2017	2018
Margen de Utilidad Bruta	54%	52%	49%	48%	41%
Margen de Utilidad Neta	13%	0%	4%	2%	3%
Rendimiento sobre los Activos	14%	0%	5%	2%	3%
Rendimiento sobre el Patrimonio	32%	0%	10%	5%	7%

La razón del margen de utilidad neta es la relación entre la utilidad neta y las ventas, que nos da una apreciación más acertada de la rentabilidad, pues mide la rentabilidad después de costos, gastos e impuestos. Según Van Horne y Wachowicz (2010) este índice refleja el ingreso neto por cada dólar de venta; para la empresa analizada, como se observa en la tabla 37, el año que mayor rentabilidad obtuvo fue en el 2014, donde por cada dólar de venta se obtenía una ganancia de 13

centavos (13% rentabilidad) después de impuestos, mientras que en el 2018 cierra con 3 centavos por cada dólar (3% rentabilidad).

El rendimiento sobre los activos o también conocido por sus siglas ROA (Return on Assets), nos da una idea de cuán eficiente es la gestión de los activos para generar beneficios; de acuerdo con la tabla 38, esta gestión no es tan eficiente, pues en el 2018 se tiene un 3% de eficiencia.

En cuanto al rendimiento sobre capital (ROE – Return on Equity), mide la capacidad de generar ganancias mediante la inversión de los accionistas, Van Van Horne y Wachowicz (2010), mencionan que entre más alto sea este índice es mejor, pues es el resultado de haber realizado buenas inversiones y una administración de gastos efectiva; la empresa en análisis muestra un porcentaje de rentabilidad del 7% para el 2018, dos puntos por encima del año pasado.

Estos indicadores de rentabilidad analizados individualmente no reflejan la efectividad global de una empresa, motivo por el cual, nace un nuevo enfoque llamado Du Pont que comenzó a fusionar las razones para tener un resultado acertado de la rentabilidad de la organización (Van Horne & Wachowicz, 2010).

5.4.5 Sistema Du Pont

El sistema Du Pont, "...permite cotejar y desmembrar cada factor de una forma más digerible; logrando desarrollar y maximizar la meta de todo accionista: posicionarse en el mercado y maximizar las ganancias tanto de la empresa como de los accionistas" (García Jiménez, 2015, pág. 45). Gracias al sistema Du Pont se puede evaluar detalladamente la razón por la cual el ROE incrementa o disminuye en el transcurso de los años.

Para entender de mejor manera este sistema, en la figura 60 se realizó una fórmula-diagrama que permite observar la descomposición del ROE, ROA y la rotación de activos, utilizando los últimos 3 años (2016, 2017, 2018) de la empresa analizada.

En la figura 60 se observa que el año en el que se obtuvo mejor rentabilidad fue el 2016 con 10%, en el 2017 existió una caída de la rentabilidad llegando al 5%, pero se observa una recuperación para el 2018 con el 7%, para analizar el origen de estos porcentajes se procede a desmembrar cada operación del sistema Du Pont.

Del 2016 al 2017 se observa una disminución de 5 puntos porcentuales en la rentabilidad, esto se da por un decrecimiento en el Rendimiento sobre Activos (ROA) pasando del 5% en el 2016 al 2% en el 2017, esto a su vez se produce porque existió una disminución tanto en el margen de utilidad neta como en la rotación de activos totales. Como se indica en la figura 60, la rotación de activos totales en el 2016 fue de 1,28, mientras que en 2017 fue de 1,02, el motivo de esta disminución se debe a que las ventas en el 2017 fueron más bajas que en el 2016; esta disminución en ventas también afecta al margen de utilidad neta el cual en el 2016 fue de 4% y en el 2017 fue de 2%, además, este margen se ve afectado por una disminución en la utilidad neta pues en el 2016 fue de \$95.018 pasando a \$45.465 en el 2017. Esta disminución en la utilidad neta, si revisamos el análisis vertical del Estado de Resultados (Tabla 12), se debe a un incremento tanto en los costos de venta como en los gastos administrativos y de ventas.

Del 2017 al 2018, como refleja la figura 60, existió una recuperación en la rentabilidad, pues en el 2017 fue de 5% pasando al 7% en el 2018, este incremento se debe a que tanto el Rendimiento sobre Activos (ROA) como el Multiplicador de Patrimonio aumentó.

Por su parte el ROA en el 2017 fue de 2% y en 2018 fue de 3%, este aumento fue originado porque se presentó un mayor margen de utilidad neta y una mayor rotación de activos totales. El margen de utilidad neta incrementó del 2% al 3% porque la utilidad neta en el 2018 fue mayor, de igual manera, si observamos la tabla 12 del análisis vertical del estado de resultados, vemos reflejado que para el 2018, los gastos de administración y de ventas fueron optimizados desencadenando una utilidad neta mayor que el 2017. En cuanto a la rotación de activos totales en el 2017 fue de 1,02 y en el 2018 fue de 1,22, esto se dio por un incremento en ventas bastante significativo. Ahora, analizando el Multiplicador de Patrimonio del 2018, se observa que incrementó al 2,38, mientras que en el 2017 fue de 2,27, este aumento en el indicador se debe a un mayor saldo de activos totales que a su vez se debe a un incremento en pasivos totales y patrimonio total.

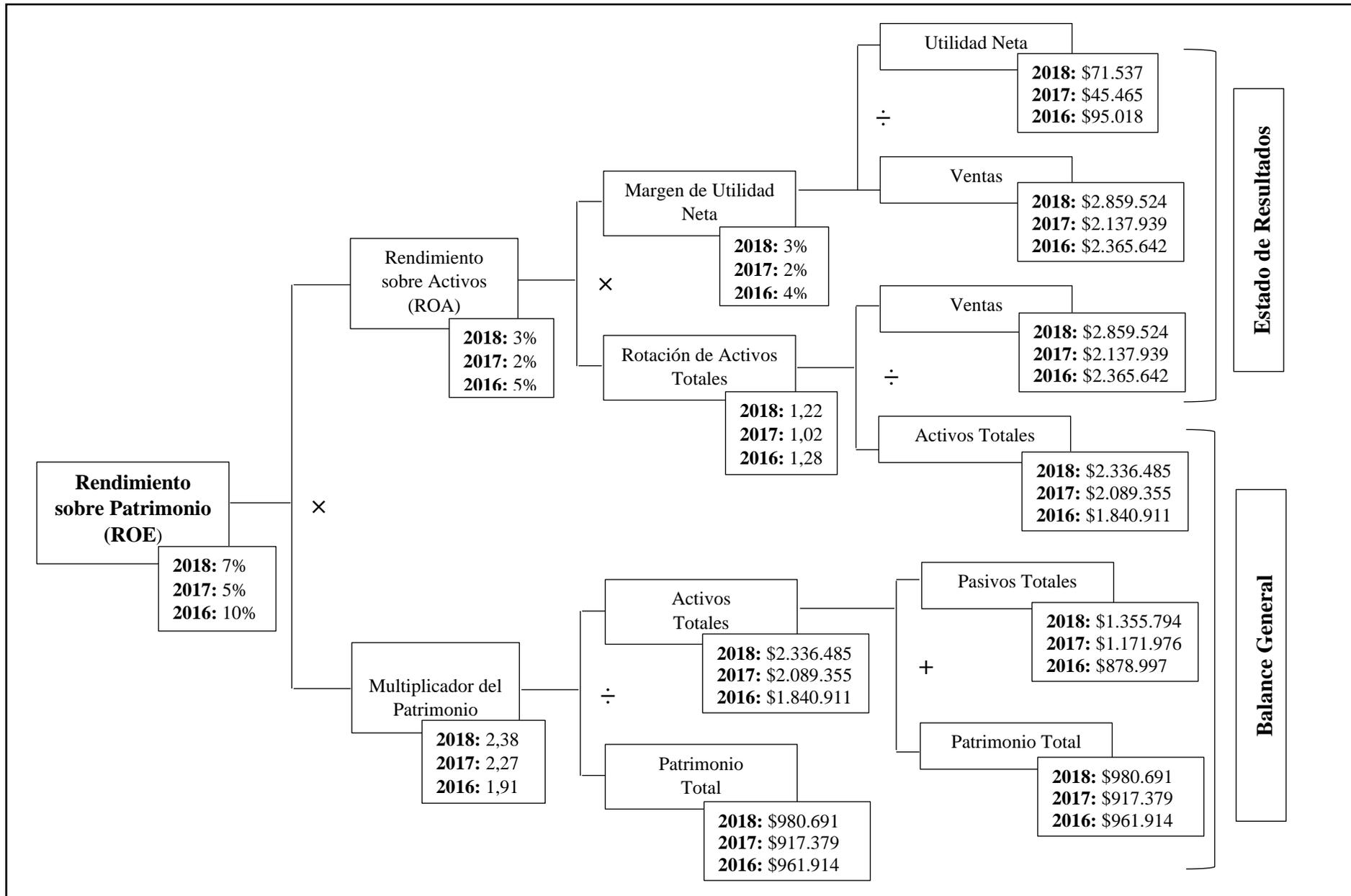


Figura 60. Fórmula-Diagrama del Sistema Du Pont con datos de la empresa del año 2018.

5.4.6 Comparación con los indicadores de la industria

Para obtener un análisis más acertado de la empresa, hay que tomar en cuenta la situación en la que se encuentran sus similares, por lo que, como se observa en las tablas 38, 39, 40 y 41 se ha procedido a sacar la mediana de los diferentes indicadores para compararlos con los indicadores obtenidos del presente análisis, cabe recalcar que la mediana de la industria fue sacada con respecto al 2018 para comparar con el último año analizado de la empresa Qfarma.

Empezando por los indicadores de liquidez, se observa que, tanto en la razón corriente como en la prueba ácida, los indicadores de la empresa Qfarma son menores, lo que significa que la empresa tiene menos capacidad de pago a corto plazo que lo que presenta la industria. Sin embargo, el ciclo de caja del efectivo de la empresa es mejor, pues se demora 224 días en completar su ciclo, mientras que a la industria le toma 301 días, esto se debe a que, como se verá a continuación, la empresa Qfarma tiene mejores números en los días de cuentas por cobrar y por pagar, lo que significa que, a pesar de tener menor liquidez que la industria, sus operaciones se hacen efectivas en menor tiempo que el de la industria.

Tabla 38

Comparación de Indicadores de Liquidez entre la industria y la empresa Qfarma.

Indicadores de Liquidez	Mediana de la Industria	Qfarma
Razón Corriente	2,60	2,29
Prueba Ácida	1,51	0,83
Ciclo de Caja del Efectivo	301	224

En cuanto a los indicadores de solvencia, se observa en la tabla 39 que la razón de endeudamiento de la empresa es menor en relación con la industria con tan solo 1 punto, mientras

que la industria se financia por medio de deuda en un 0,59, la empresa lo hace en 0,58, con lo que se concluye que la empresa mantiene este indicador acorde a la industria.

Tabla 39

Comparación de Indicadores de Solvencia entre la industria y la empresa Qfarma.

Indicadores de Solvencia	Mediana de la Industria	Qfarma
Endeudamiento	0,59	0,58
Deuda y Pat	1,43	1,38
Multiplicador Pat	2,43	2,38

El indicador deuda y patrimonio también es menor con un 1,38 frente a 1,43 de la industria, generalmente, lo que buscan los acreedores con este indicador es que sea lo menor posible porque refleja que la empresa tiene menos deuda, por lo tanto, en este aspecto, la empresa Qfarma se encuentra mejor que la industria.

Para terminar con el análisis de solvencia, se precede a analizar el multiplicador de patrimonio de la empresa que, como ya habíamos mencionado es alto, sin embargo, es menor que el de la industria, lo que significa que la industria se encuentra más endeudada (2,43) que la empresa analizada (2,38).

En cuanto a los indicadores de actividad, si bien la rotación de inventario normal en la industria no es alta (2,27), la empresa analizada si presenta una menor rotación de 1,23, lo que va de la mano con los días de inventarios que como se observa en la tabla 40, la industria rota sus inventarios cada 161 frente a los 292 de la empresa. Esto se debe a que la empresa presenta sobre stock de mercadería, lo cual se pretende solucionar en los futuros años.

Tabla 40

Comparación de Indicadores de Actividad entre la industria y la empresa Qfarma.

Indicadores de Actividad	Mediana de la Industria	Qfarma
Rotación Inventario	2,27	1,23
Días Inventario	161	292
Rotación Cuentas x Cobrar	1,80	4,10
Días Cuentas x Cobrar	203	88
Rotación Cuentas x Pagar	6,11	3,93
Días Cuentas x Pagar	63	155
Rotación Activos	0,98	1,22

En la rotación de cuentas por cobrar se observa una gran diferencia positiva para la empresa, pues sus cuentas por cobrar se hacen efectivas 4,10 veces en el año, lo que corresponde a 88 días, frente a 1,80 veces y 203 días de la industria, dando como resultado una mejor gestión de cobro que sus similares. De igual manera, en la rotación de cuentas por pagar, observamos que la empresa presenta un mejor índice que la industria pues se demora más en pagar con lo que cuenta con más efectivo para realizar sus operaciones. La cuenta por pagar de la empresa rota 3,93 veces y 155 días frente a 6,11 veces y 63 días de la industria. Finalmente, la comparación de rotación de activos nos indica que la industria genera menos ingresos por cada dólar de inversión en activos (0,98) que lo que genera la empresa (1,22).

La tabla 41 refleja que los indicadores de rentabilidad son menores que los de la industria, en cuanto al margen de utilidad bruta, la mediana de la industria es del 55% mientras que la rentabilidad de la empresa es de 41% lo que significa, que los costos de venta de la empresa Qfarma

no se encuentran optimizados al nivel que lo hace la industria. El margen de utilidad neta de la empresa fue del 3% mientras que el de la industria fue del 5%, lo que significa que los gastos de la empresa son mayores que el de la industria. Con estos dos indicadores podemos concluir que la empresa Qfarma necesita optimizar tanto sus costos como sus gastos para obtener mayor rentabilidad. La rentabilidad sobre activos de la industria fue de 5% y de la empresa fue de 3% esto es porque, como ya se había mencionado, el margen de utilidad neta de la empresa es menor que el de la industria; todos los indicadores de rentabilidad en conjunto, aportan para que la rentabilidad sobre el Patrimonio de la empresa sea menor que el de la industria.

Tabla 41

Comparación de Indicadores de Rentabilidad entre la industria y la empresa Qfarma.

Indicadores de Rentabilidad	Mediana de la Industria	Qfarma
Margen Utilidad Bruta	55%	41%
Margen Utilidad Neta	5%	3%
Rentabilidad sobre Activos	5%	3%
Rentabilidad sobre Patrimonio	9%	7%

5.5 Fortalezas y debilidades financieras

Una vez que se ha realizado el debido diagnóstico financiero y comparación con años anteriores y con la industria se puede dar una opinión acertada de las debilidades y fortalezas que tiene la empresa, con la finalidad de explotar sus fortalezas y encontrar la forma de eliminar sus debilidades.

5.5.1 Fortalezas financieras

- El nivel de endeudamiento es aceptable debido a que trata de apalancarse equitativamente con deuda con terceros y recurso propios.
- La gestión de cobro es sólida y efectiva pues los periodos de cobro son bastante buenos y relativamente mejores que el de la industria, lo que le permite tener más efectivo para continuar con sus operaciones.
- La inversión en activos está bien direccionada, pues genera mayores ingresos por cada dólar invertido en el activo que la industria.
- Cuenta con un patrimonio abundante del que puede hacer uso en caso de emergencia.

5.5.2 Debilidades financieras

- Tiene una rotación de inventarios baja lo que significa que mantiene durante mucho tiempo sus inventarios en bodega antes de que estos salgan a la venta, lo que afecta a la liquidez.
- La liquidez de la empresa se encuentra por debajo de la mediana de la industria, lo que refleja que la empresa no es lo suficientemente rápida al momento de transformar sus activos en efectivo.
- Los costos y gastos no están siendo optimizados lo que desencadena en que el margen de utilidad disminuya y a su vez la rentabilidad que tiene la empresa sea menor a la de la industria.
- Los periodos de pago están por encima de la mediana de la industria lo que reafirma el problema de liquidez que mantiene la compañía.

5.6 Estados proyectados

Luego de haber realizado el análisis pertinente y tener un profundo conocimiento del funcionamiento de cada cuenta de los respectivos estados financieros, se procede a realizar las proyecciones, tomando como guía para la proyección los resultados históricos y el criterio del gerente general y empleados de acuerdo al logro de objetivos y demás perspectivas de crecimiento. En los siguientes apartados se presentan los estados financieros proyectados anuales.

5.6.1 Balance General Proyectado

La tabla 42 contiene la proyección del Balance General, la cual refleja el comportamiento que van a presentar las cuentas en los próximos cinco años.

La cuenta clientes y otras cuentas por cobrar se la proyectó en base a los ingresos y a los días de cobro a los que se tiene planificado llegar que es por debajo de los 90 días. Los inventarios fueron proyectados de acuerdo al costo total y a los días de inventarios, éstos últimos se espera que vayan disminuyendo debido a que la rotación de inventarios es muy lenta, y, como se había planificado invertir en una nueva línea de negocio, se proyectó que los inventarios crecieran al menos un 10% por año. La cuenta Propiedad Planta y Equipo fue proyectada en base a las perspectivas de inversión del gerente general que corresponden al 25% anual de crecimiento.

La cuenta por pagar proveedores se proyectó en base a los costos y a los días de pago, los cuales se espera que vayan disminuyendo pues al tener más efectivo, se puede cumplir con las obligaciones que mantiene la empresa. Las obligaciones financieras tanto a corto como a largo plazo fueron pagadas, por lo cual sus proyecciones a partir del 2020 son en cero, mientras que en

el mismo año se empiezan a proyectar las emisiones de obligaciones, valor correspondiente al pago de la amortización de la deuda.

Tabla 42*Balance General Proyectado.*

Balance General	2019	2020	2021	2022	2023
Efectivo y sus equivalentes	35.253	800.303	915.326	689.747	655.967
Clientes y Otras Ctas por Cobrar	972.491	777.634	626.824	714.309	821.081
Inventarios	1.409.861	1.559.847	1.740.133	1.940.385	2.181.440
Gastos Anticipados	8.259	9.330	10.632	12.116	13.927
Activos por impuestos corrientes	25.265	25.265	25.265	25.265	25.265
Activos Corrientes	2.451.128	3.172.379	3.318.180	3.381.822	3.697.680
Propiedad Planta y Equipo	329.887	412.359	515.449	644.311	805.389
(-) Depreciación acumulada	-218.585	-269.043	-332.115	-410.955	-509.506
Otras cuentas por cobrar L/P	35.504	35.504	35.504	35.504	35.504
Activo por Impuesto Diferido	-	-	-	-	-
Total Activos No Corrientes	146.806	178.820	218.838	268.860	331.387
Total Activos	2.597.935	3.351.199	3.537.018	3.650.682	4.029.067
Proveedores y otras ctas por pagar	848.887	707.725	806.490	749.625	861.676
Obligaciones Bancarias C/P	65.925	-	-	-	-
Obligaciones Patronales	71.281	55.506	44.742	36.104	29.243
Pasivos por impuestos corrientes	16.943	16.943	16.943	16.943	16.943
Otros pasivos corrientes	-	-	-	-	-
Total Pasivos Corrientes	1.003.036	780.174	868.175	802.673	907.863
Obligaciones financieras LP	317.378	-	-	-	-
Emisión de obligaciones	-	779.060	539.783	280.646	-
Obligaciones por beneficios	85.092	60.109	68.497	78.057	89.725
Anticipos clientes	-	-	-	-	-
Otras cuentas por pagar	25.000	25.000	25.000	25.000	25.000
Total Pasivos No Corrientes	427.471	864.169	633.280	383.703	114.725
Total Pasivo	1.430.507	1.644.343	1.501.455	1.186.376	1.022.588
Capital Social	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000
Reservas	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000
Aportes futuras capitalizaciones	308.234	600.000	600.000	600.000	600.000
Resultados Acumulados	660.457	847.194	1.094.857	1.423.564	1.852.306
Resultados del Ejercicio	186.738	247.664	328.706	428.743	542.174
Total Patrimonio	1.167.428	1.706.857	2.035.564	2.464.306	3.006.480

Por su parte, el patrimonio tiene una proyección creciente teniendo como resultado una empresa más firme. Las cuentas de capital social y reservas se mantienen, por lo que las proyecciones no sufren ningún cambio, mientras que el aporte a futuras capitalizaciones crece debido a una inyección de dinero que se planea hacer para en un futuro incrementar el capital social de la empresa a \$600.000. La cuenta de resultados acumulados también crece porque el gerente general dio a conocer que no se planea repartir dividendos mientras dure la emisión de obligaciones como garantía para para los inversores y la empresa.

5.6.2 Estado de Resultados Projectado

La proyección del estado de resultados, como se observa en la tabla 43, indica que las ganancias van a ir incrementando en los próximos cinco años, esto se debe principalmente, a que para la proyección se ha establecido un incremento continuo en las ventas como respuesta a la aplicación de estrategias de mercado, fidelización de clientes y la nueva línea de negocios con la que se pretende captar más mercado, por lo que en conversatorios con el Gerente General de Qfarma, se ha establecido una meta de crecimiento paulatina del 15% en 5 años.

El costo de ventas fue proyectado con base en el promedio histórico del margen bruto en ventas, el cual se espera que se mantenga en el 46% de las ventas; por su parte, los gastos de personal administrativo fueron proyectados de acuerdo al salario promedio que reciben los trabajadores y el número de empleados que se espera tener en nómina, se prevé un aumento de al menos un trabajador por año para el área de ventas; los demás gastos administrativos fueron proyectados en concordancia con el crecimiento de ventas y la inflación dependiendo de la naturaleza de cada gasto. Las provisiones fueron proyectadas al 3% de crecimiento trimestral, esto

debido a una política ya existente fijada por el área de contabilidad. Los gastos de depreciaciones por su parte fueron proyectados en base a porcentajes históricos obtenidos de la relación gasto depreciación/propiedad planta y equipo. Finalmente, el gasto de amortización fue proyectado de acuerdo a la inflación.

Tabla 43
Estado de Resultados Proyectado.

Estado de Resultados	2019	2020	2021	2022	2023
Ventas	3.051.484	3.449.833	3.927.345	4.498.084	5.168.292
Otros ingresos	8.910	9.812	10.806	11.900	13.105
Total Ingresos	3.060.394	3.459.646	3.938.151	4.509.984	5.181.397
Costo de Ventas	1.685.749	1.855.763	2.112.435	2.419.168	2.779.315
Total Costo de Ventas	1.685.749	1.855.763	2.112.435	2.419.168	2.779.315
Margen Bruto	1.374.645	1.603.882	1.825.716	2.090.816	2.402.081
Gastos Personal Administrativos	422.047	534.260	573.724	614.765	666.600
Gastos Administrativos	400.031	437.436	483.900	537.830	600.839
Provisiones	96.068	103.495	117.820	134.943	155.049
Depreciaciones	48.424	50.458	63.072	78.840	98.550
Amortizaciones	17.552	17.727	17.904	18.083	18.264
Total gastos operacionales	1.003.984	1.143.376	1.256.421	1.384.461	1.539.303
Utilidad Operacional	370.660	460.506	569.295	706.355	862.778
Gastos Financieros	77.740	-	-	-	-
Gastos Emisión	-	72.015	53.678	33.818	12.309
Otros Ingresos/Gastos	77.740	72.015	53.678	33.818	12.309
Utilidad antes de Impuestos	292.921	388.491	515.618	672.538	850.469
Participación Trabajadores	43.938	58.274	77.343	100.881	127.570
Impuesto a la Renta	62.246	82.554	109.569	142.914	180.725
Utilidad Neta	186.737	247.663	328.706	428.743	542.174

Si bien se observa un crecimiento de los costos y gastos, éste es moderado debido a la optimización de recursos que la organización tiene planeado aplicar específicamente en los costos de almacenamiento y gastos de viaje. Cabe señalar que, tanto los costos como los gastos están ligados a las ventas, por lo que, al existir un incremento en las ventas, también incrementarán los

costos y gastos pues existirán mayores costos de importación, mayor gasto en personal de ventas y gastos administrativos.

En cuanto a los gastos financieros se observa una amortización completa, pues se pretende pagar los préstamos anticipadamente y se proyectan los gastos derivados de la emisión de obligaciones que corresponde a los intereses calculados en las tablas de amortizaciones.

Finalmente, se observan las proyecciones de la participación a trabajadores e impuesto a la renta, calculados con los porcentajes de ley del 15% y 22% respectivamente. Una vez realizadas todas las proyecciones, se refleja una utilidad creciente, favorable para la empresa como resultado de las medidas que se aplicarán.

5.6.3 Flujo de Caja Proyectado

La tabla 44 refleja la proyección del flujo de caja para los próximos cinco años, en la cual claramente se observa un flujo de caja positivo que va incrementado año con año, lo que significa que los ingresos de cada año son mayores en comparación con los egresos, que deriva en una óptima liquidez.

El flujo de caja fue realizado por el método indirecto, iniciando con la utilidad y sumando las depreciaciones y amortizaciones y los cambios en el capital de trabajo que da como resultado el flujo neto de actividades de operación que refleja la capacidad de la empresa para generar efectivo que provenga del ciclo operativo, con lo cual se observa que, este flujo es positivo a excepción del 2019 donde se tiene una depreciación y amortización negativa.

Al flujo de actividades de operación, se sumaron las inversiones en propiedad planta y equipo dando como resultado el flujo neto de actividades de inversión, el cual se observa que, durante todos los años existe inversión en activos fijos a excepción del 2019 en el cual se procedió a la venta de ciertos activos en el primer trimestre. A su vez, al flujo de actividades de inversión se suman las obligaciones financieras, la emisión y las cuentas del patrimonio dando como resultado el flujo neto de actividades financieras, flujo que se le suma al efectivo y equivalentes del año anterior para conocer el monto de efectivo y equivalentes del año actual.

Se debe tener en cuenta, que el flujo de caja proyectado es un reflejo de las proyecciones que se realizaron en el estado de resultados, en el balance general y en el capital de trabajo, operaciones que se encuentran documentadas en la herramienta de Microsoft Excel.

Tabla 44
Flujo de Caja Proyectado

Flujo de Caja	2019	2020	2021	2022	2023
Utilidad - Pérdida	186.737	247.663	328.706	428.743	542.174
Depreciación y Amortización	-56.566	50.458	63.072	78.840	98.550
Cambios en el capital de trabajo neto	(233.763)	(204.046)	65.612	(345.163)	(232.780)
Flujo neto de actividades operación	(103.592)	94.074	457.390	162.420	407.944
Inversiones en PPE	104.990	(82.472)	(103.090)	(128.862)	(161.078)
Flujo neto después actividad inversión	1.397	11.602	354.300	33.558	246.866
Obligaciones financieras LP	0	(317.378)	-	-	-
Emisión de Obligaciones LP	-	779.060	(239.277)	(259.137)	(280.646)
Capital Social	-	-	-	-	-
Reservas	-	-	-	-	-
Cambios en aportes capitalizaciones	(0)	291.766	-	-	-
Pago de dividendos / Ajustes	(0)	-	-	-	-
Flujo neto después actividad financieras	1.397	765.050	115.023	(225.580)	(33.779)
Flujo de efectivo	35.253	800.303	915.326	689.747	655.967

CAPÍTULO VI

MOTIVO Y CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES EN EL REB

En este capítulo se realizó una entrevista con los directivos de la empresa para determinar el motivo de la emisión y la finalidad que tendrán los recursos obtenidos. De igual manera, se abordarán temas referentes a la característica de la emisión, tales como tasa de interés, tiempo, tablas de amortización, entre otras.

6.1 Motivo de la emisión

Después de mantener una conversación con el gerente de la empresa, se acordó que la presente emisión de obligación se emite con la finalidad de realizar una reestructuración de pasivos e inversión en activos, pues se busca un costo de financiamiento menor al que se tiene y con características más flexibles de pago, además, se quiere incorporar una nueva línea de negocios que va acorde a la actividad económica de la empresa para expandir las ventas y cubrir más el mercado.

La empresa al momento mantiene tres créditos con instituciones bancarias de \$400.000, \$40.000 y \$60.000, los cuales se van a proceder a amortizar anticipadamente, dando como resultado que del \$1.000.000 emitido, \$354.580 van a ser destinados al pago de deudas, lo que corresponde al 35%, mientras que el 65% restante se destinará para inversión paulatina en inventarios.

6.2 Características de la emisión

En este apartado se encuentra detallado el monto que se va a emitir en obligaciones, tasas de interés, plazos, tabla de amortizaciones y su forma de cálculo y detalle de los activos libre de gravámenes para determinar el monto máximo de la emisión.

6.2.1 Tipo de Garantía

De acuerdo con la Resolución No. CNV-010-2002, el Consejo Nacional de Valores (2002), resuelve que toda emisión de obligaciones deberá contar con garantía, ya sea ésta general o específica que sostenga la operación. La presente emisión de obligaciones contará con una garantía general, para lo cual se procedió a fijar el monto máximo a emitir.

6.2.2 Monto máximo a emitir

Dentro de la resolución N°. 210-2016-V (2016) se señala que, la tercera parte de la oferta pública contendrá las características de la emisión, una de aquellas características es brindar un detalle de los activos libres de gravamen con su respectivo valor en libros.

Según la Real Academia Española (2018), la palabra Gravamen significa “impuesto o tributo” o “Carga impuesta sobre un inmueble o sobre un caudal”. Por lo tanto, cuando se habla de un activo libre de gravamen, es aquel que no está comprometido, ni está en garantía.

A continuación, la tabla 45 refleja los activos libres de gravamen de la empresa Qfarma

Tabla 45*Detalle de los activos libres de gravamen 2018.*

Detalle de Activos	Total Activos	Activos Gravados	Activos Libres de Gravamen
Efectivo y equivalentes de Efectivo	33.856	-	33.856
Clientes y Otras Cuentas por Cobrar	695.413	-	695.413
Inventarios	1.362.318	-	1.362.318
Gastos Anticipados	26.163	-	26.163
Activos por impuestos corrientes	19.118	-	19.118
Propiedad Planta y Equipo	434.877	-	434.877
(-) Depreciación acumulada	(275.151)	-	(275.151)
Otras cuentas por cobrar L/P	35.640	-	35.640
Total Activos Libres de Gravamen	2.332.233	-	2.332.233

La finalidad de conocer el total de activos libres de gravamen, es porque en base a ese valor se establecerá el monto máximo permitido de emisión en concordancia con la garantía general.

Para determinar el monto máximo de emisión, el Consejo Nacional de Valores (2002) mediante la Resolución No. CNV-010-2002 mediante el artículo 17 establece que, para las emisión de obligaciones con garantía general "...no podrá exceder del ochenta por ciento del total de activos libres de todo gravamen..." de igual manera menciona que no se considerarán los activos diferidos.

La tabla 46 indica la forma de cálculo tomando los valores en libros de la empresa en estudio.

Tabla 46

Cálculo del monto máximo a emitir 2018

Activos Totales	2.332.233
(-) Activos Gravados	-
(-) Activos Diferidos o Impuestos Diferidos	(4.252)
(-) Activos en Litigio	-
(-) Impugnaciones tributarias	-
(-) Monto no redimido de Obligaciones en circulación	-
(-) Monto no redimido de Titularización de Flujos de Fondos de bienes que se espera que existan	-
(-) Derechos Fiduciarios	-
(-) Saldo de Revni o Reb	-
(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa	-
Total Activos menos Deducciones	2.327.981
80% activos libres de gravamen y monto máximo a emitir	1.862.385

Luego de haber establecido el motivo de la emisión y el monto máximo que se puede emitir, se ha decidido que el valor adecuado para cumplir con los objetivos será de 1.000.000 dólares americanos, la colocación de la presente emisión de obligaciones será por 5 años para contar con

el tiempo necesario para que éstas sean compradas y se harán en dos clases A y B con la misma tasa de interés.

6.2.3 Tasa de interés

La Resolución No. CNV-010-2002 (2002), establece que “la tasa de interés, sea ésta fija o reajutable, que devenguen las obligaciones, es de libre contratación” (art.12). Además, menciona que, en caso de mora por parte del deudor, deberá reconocer en adición el máximo interés permitido por la Ley.

Para poder obtener una tasa de interés que vaya acorde a las fortalezas de la empresa, se realizará la respectiva calificación de riesgo, la cual, a pesar de no ser requerida en una emisión de obligaciones en el Registro Especial Bursátil, facilitará la elección de una correcta tasa de interés, además se establecerá una tasa de interés que vaya en concordancia a la oferta que han presentado empresas similares. Por lo tanto, los valores a emitirse pagarán una tasa de interés del 8% y será fija y anual.

6.2.4 Tabla de amortización

Para realizar las tablas de amortización que corresponden a cada clase se tomarán en cuenta los aspectos que se presentan en la tabla 47.

Tabla 47.
Variables para el cálculo de las tablas de amortización.

Variable	Clase A	Clase B
Monto USD	500.000	500.000
Plazo (Años)	4	4
Pagos	16	16

Continúa 

Tasa de interés (Fija, anual)	8%	8%
Tasa de interés (Fija, trimestral)	2%	2%
Pago de Capital	Trimestral	Trimestral
Pago de Intereses	Trimestral	Trimestral

A continuación, se presenta en la tabla 48 la tabla de amortización para el pago de las cuotas de la emisión de obligaciones calculada por el método francés con cuotas fijas tanto para la emisión de clase A como para la emisión de clase B.

Tabla 48.

Tabla de amortización de la emisión de obligaciones por el método francés.

Periodo	Cuota	Interés	Amortización	Saldo
0	-	-	-	\$500.000,00
1	\$36.825,06	\$10.000,00	\$26.825,06	\$473.174,94
2	\$36.825,06	\$9.463,50	\$27.361,56	\$445.813,37
3	\$36.825,06	\$8.916,27	\$27.908,80	\$417.904,58
4	\$36.825,06	\$8.358,09	\$28.466,97	\$389.437,61
5	\$36.825,06	\$7.788,75	\$29.036,31	\$360.401,30
6	\$36.825,06	\$7.208,03	\$29.617,04	\$330.784,26
7	\$36.825,06	\$6.615,69	\$30.209,38	\$300.574,88
8	\$36.825,06	\$6.011,50	\$30.813,57	\$269.761,32
9	\$36.825,06	\$5.395,23	\$31.429,84	\$238.331,48
10	\$36.825,06	\$4.766,63	\$32.058,43	\$206.273,05
11	\$36.825,06	\$4.125,46	\$32.699,60	\$173.573,44

Continúa 

12	\$36.825,06	\$3.471,47	\$33.353,59	\$140.219,85
13	\$36.825,06	\$2.804,40	\$34.020,67	\$106.199,18
14	\$36.825,06	\$2.123,98	\$34.701,08	\$71.498,10
15	\$36.825,06	\$1.429,96	\$35.395,10	\$36.103,00
16	\$36.825,06	\$722,06	\$36.103,00	\$0,00

6.3 Experiencia de otras pymes en el REB

Como se mencionó en el capítulo III se realizaron entrevistas a pymes que ya han cotizado sus valores en el REB, con la finalidad de hacer un seguimiento y conocer las ventajas y desventajas de aquellas experiencias. Los resultados de la entrevista tipo 2 se muestran a continuación en la tabla 49.

Tabla 49

Procesamiento de datos de entrevista 2.

Pregunta	Respuesta
¿Cuál era la principal fuente de financiamiento hasta antes de la emisión de obligaciones?	Financiamiento con instituciones financieras y capital propio.
¿La empresa cómo ha financiado los requerimientos de capital de trabajo y adquisición de propiedad, planta y equipo antes de acudir al mercado de capitales?	Préstamos bancarios e inyección de capital por parte de los socios o accionistas.
¿Cuál era su nivel de conocimiento del Mercado de Valores antes de ingresar?	Presentaban un conocimiento básico, pero al momento de cotizar buscaron asesoría para empaparse del tema.
¿El Departamento Financiero siempre estuvo estructurado de la misma manera?	No existieron cambios en la estructura del departamento.
¿Por qué eligieron a la emisión de Obligaciones como una fuente de financiamiento?	Por contar con una nueva fuente de financiamiento
¿Qué dificultades se les presentaron en el proceso de emisión de obligaciones?	Cumplir con las responsabilidades derivadas de la emisión.
¿Las obligaciones emitidas por la empresa fueron, principalmente, adquiridas por Inversionistas Institucionales o por inversionistas calificados?	Por los dos, tanto personas particulares como por instituciones.
¿Las obligaciones fueron compradas en su totalidad?	Aún no han sido vendidas en su totalidad, pero aún se cuenta con tiempo para que sean compradas.

Continúa 

¿Qué beneficios ha obtenido la empresa al participar en el mercado de valores?	Mayor reconocimiento, solidez y control. Diversificación de deuda.
¿Con qué periodicidad y qué tipo de información relacionada con el mercado de valores, la empresa debe reportar a la Superintendencia de Compañías?	Trimestral: información acerca de los pagos de las obligaciones Semestral: estados financieros Anual: se presenta todo el juego de estados financieros y notas.
¿Qué recomienda para que mejore el proceso de emisión de obligaciones en el Mercado de Valores?	Procesos menos rigurosos y que existan motivantes para que más empresas ingresen al REB para volverlo más dinámico.
¿Qué recomienda para que una mayor cantidad de pymes utilicen el mercado de valores como una fuente de financiamiento?	Orden en la estructura financiera y disponibilidad de los directivos a hacer pública la información.

CAPÍTULO VII

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Una vez que se ha realizado un estudio minucioso de todos los puntos a tratarse, se han podido establecer conclusiones y recomendaciones, las cuales se van a desarrollar en el presente capítulo.

7.1 Conclusiones

Fue una decisión acertada por parte del gobierno el crear un segmento en el mercado de valores ecuatoriano para que las pequeñas y medianas empresas puedan ofertar sus títulos valores en él, con la finalidad de que éstas encuentren una nueva alternativa de financiamiento que les ayude a cumplir con sus metas y a continuar operando.

Existen varias alternativas de financiamiento, sin embargo, la mayoría de empresas toman como última alternativa incursionar en el mercado bursátil, a pesar de que existen grandes beneficios al entrar en él, entre ellos menores costos de financiamiento, flexibilidad al momento de elegir el tiempo y tasa de interés, reconocimiento en el mercado, entre otras.

El proceso para realizar la oferta pública incluye puntos estratégicos que harán que los directivos tengan un panorama más amplio y profundo de la situación actual de su empresa ya que tendrán acceso a análisis financieros, indicadores, situación externa, riesgos a los que se enfrenta, sus debilidades y fortalezas, lo que les permite tener control minucioso de cómo evoluciona su empresa y armar planes de acción para corregir los errores, resolver riesgos actuales o prevenir riesgos futuros.

Para poder realizar proyecciones certeras de los estados financieros es fundamental tomar en cuenta el comportamiento histórico de las cuentas y entrevistarse con los directivos y empleados para saber el porqué de ese comportamiento y las perspectivas de crecimiento que plantean, pues nadie conoce mejor el negocio que quien está al frente y quien trabaja en él.

La empresa analizada mostró mejoras significativas en su flujo de caja luego de que se amortizaron los créditos en su totalidad y luego de incrementar la emisión de obligaciones, pues representó una inyección de dinero con el cual pudo realizar sus operaciones de una forma más efectiva y conseguir mayor margen de utilidad.

7.2 Recomendaciones

La empresa que vaya a incursionar en el mercado de valores, debe estar dispuesta a entregar toda la información financiera y operativa de la organización poder realizar una oferta pública adecuada y veraz para que luego no existan problemas de pagos con el inversionista que puedan afectar la buena reputación de la empresa y que puedan ocasionar problemas legales y financieros futuros.

Para colocar valores en el Registro Especial Bursátil no es necesario presentar una calificación de riesgos, sin embargo, se recomienda realizarla ya que esto representará una garantía y le dará seguridad al inversionista y será más fácil vender los títulos colocados.

Previo a la emisión de obligaciones se debe tener claro las implicaciones de la misma y el motivo por el cual se va a proceder a realizar la emisión, si no se tiene un objetivo para el dinero recolectado por la emisión de obligaciones, este simplemente representará exceso de liquidez y se correrán con costos y gastos innecesarios.

Dadas las difíciles implicaciones que representa ingresar a un mercado de valores hecho para pymes que incluso significa requisitos menos rigurosos, se debería analizar el presente reglamento del Registro Especial Bursátil para tratar de dar más facilidades a los emisores con la finalidad de que el mercado sea más dinámico y se negocien más valores que deriven en un beneficio mutuo.

ANEXO 1

CALIFICACIÓN DE RIESGOS

La calificación de riesgos consiste en medir el riesgo al que se expone una de las partes al momento de tener una relación comercial con el emisor. Es un estudio y opinión profesional basada en parámetros cuantitativos y cualitativos que determinan la calificación que se va a otorgar. (Seguros Alianza, 2018).

A continuación, se resumen las características macroeconómicas, microeconómicas e internas de la empresa, a su vez, se detallan los riesgos a los que está expuesta la organización y se procede a realizar el cálculo del riesgo inherente y a ubicar en una matriz de riesgos los riesgos encontrados para poder definir una calificación de riesgos adecuada, la cual será de vital importancia al momento de determinar la tasa de interés que manejará la presente emisión de obligaciones.

8.1 Características macroeconómicas

La tabla 50 refleja un resumen de las variables macroeconómicas que tienen influencia en la organización, estas variables fueron ampliamente explicadas en el diagnóstico situacional de la empresa.

Tabla 50

Resumen de las variables macroeconómicas de la empresa Qfarma

Variable	Descripción
PIB	Generalmente, se encuentra por encima del 1% de crecimiento anual a excepción de dos años.
Inflación	La mayoría de años se ha encontrado por debajo del 10%. A excepción de un año que hubo deflación.

Continúa 

Riesgo país	Tiene el riesgo país más alto de la región tan solo por debajo de Argentina.
Balanza Comercial	Generalmente es deficitaria a excepción de dos años y de los dos primeros trimestres de 2019.
Situación Política	El presidente Lenin Moreno tiene bajo apoyo en la asamblea y baja popularidad.

8.2 Características microeconómicas

La tabla 51 refleja un resumen de las variables microeconómicas que tienen influencia en la organización y que en parte pueden ser controladas, estas variables fueron ampliamente explicadas en el diagnóstico situacional de la empresa.

Tabla 51

Resumen de las variables microeconómicas de la empresa Qfarma.

Variable	Descripción
Sector Comercial	Este sector se encontraba en expansión hasta que se implementaron las salvaguardas, momento en el cual el sector sufrió una contracción. Los dos últimos años continuó creciendo.
Sector Salud	En los años analizados se ha encontrado en constante crecimiento.
Competidores	Alta competencia.
Clientes	Clientes fidelizados y capacidad para expandirse a nuevos clientes.
Productos	Productos de calidad.
Proveedores	Marcas reconocidas y buen relacionamiento.

8.3 Características del emisor

La tabla 52 refleja un resumen de las variables internas que tienen influencia directa en la organización y que pueden ser controladas por la misma, estas variables fueron ampliamente explicadas en el diagnóstico situacional de la empresa.

Tabla 52

Resumen de las variables del ambiente interno de la empresa Qfarma.

Variable	Descripción
Personal	Al 2018 la empresa cuenta con suficientes empleados para desempeñar adecuadamente todas las funciones.
Ambiente interno	La empresa cuenta con misión, valores institucionales y objeto social bien definidos que van en pro del desarrollo institucional.
Dirección de la empresa	La empresa cuenta con un organigrama acorde a sus necesidades.

8.4 Características financieras

La tabla 53 refleja un resumen de las variables financieras de la empresa que tienen influencia directa, estas variables fueron ampliamente explicadas en el diagnóstico financiero.

Tabla 53

Resumen de las variables financieras de la empresa Qfarma.

Variable	Descripción
Activos	No han tenido un crecimiento constante.
Pasivos	Se han mantenido saludables en el transcurso de los años analizados.
Patrimonio	La empresa posee un patrimonio sólido.

Continúa 

Ventas	Han sido fluctuantes, pero manteniéndose en estándares normales.
Costo y Gastos	Tienden a crecer con el pasar de los años, lo que refleja que no se están optimizando recursos.
Liquidez	Indicadores dentro de los parámetros normales, se concluye que la empresa no tiene problemas de liquidez.
Solvencia	La empresa tiene estándares de solvencia saludables.
Actividad	Presenta problemas en la rotación de inventarios. Demás indicadores de actividad son saludables.
Rentabilidad	Indicadores por debajo de la industria, se esperaría más rentabilidad.

8.5 Potenciales riesgos

8.5.1 Riesgo Económico

Después de haber realizado un exhaustivo estudio acerca de las variables macroeconómicas, se determinó que el riesgo económico al que está expuesto la empresa es medio, esto como consecuencia de que el PIB se encuentra dentro de sus estándares normales pues en los años de estudio se ha mantenido creciendo más del 1% a excepción de dos años, al igual que la inflación que ha sido menor al 10% y una balanza comercial que año con año ha estado en la lucha por ser superavitaria, lográndolo varios años. Sin embargo, existen dos variables que suben el riesgo en este apartado, el riesgo país y la situación política, el primero debido a que es uno de los países de la región con más riesgo de no pagar sus obligaciones y la segunda, por la baja aceptación que ha tenido el presente gobierno lo que limita la toma de acciones y crea un caos político.

8.5.2 Riesgo Crediticio

El riesgo a que existan cuentas impagas o demora por parte de los clientes es medio debido a que, como ya ha sido analizado con anterioridad, la empresa maneja gran parte de sus cuentas por cobrar con el sector público y los procesos que el estado tiene para realizar los pagos son un tanto tardíos por lo cual puede afectar al flujo de caja y como consecuencia a la operatividad de la empresa, sin embargo, el estado no es el único cliente que la empresa mantiene, también asiste a entidades privadas relacionadas a la salud con las cuales no tiene problemas de impagos.

8.5.3 Riesgo de Liquidez

El riesgo de no contar con los recursos necesarios para cumplir con las obligaciones que tiene la empresa Qfarma es bajo porque como ya se ha analizado en el diagnóstico financiero, los indicadores de liquidez que maneja la empresa son normales por lo que puede hacer frente a sus obligaciones ya que no presenta problemas de liquidez a pesar de tener número más bajos que la industria.

8.5.4 Riesgo Operacional

La empresa se abastece de mercadería especialmente de empresas situadas en el exterior, motivo por el cual existe un riesgo operacional ya que puede haber retrasos en la salida de la mercadería de aduana, problemas en el transporte de la mercadería a bodegas, que los productos importados sufran daños o robos, malentendidos en la cantidad y características de los productos, entre otros; sin embargo, este riesgo es bajo debido a que, como ha detallado el gerente, estos problemas en el transcurso de los años ha sido mínimo gracias al excelente equipo de trabajo que tiene la empresa y a los seguros que cubren las importaciones.

8.5.5 Riesgo Legal

La situación política y económica que vive actualmente el país puede derivar en una serie de cambios legales, pues puede existir la creación de alguna norma, principalmente tributaria, que afecte el normal funcionamiento de la empresa. De igual manera, el país a tener problemas de balanza comercial puede optar por la imposición de nuevos aranceles a las importaciones para regular el déficit de la balanza. Sin embargo, el gobierno aún no ha anunciado ningún tipo de medida que pueda afectar a este sector económico, por lo que el riesgo legal es medio-bajo.

8.5.6 Riesgo de Competencia

La entrada de nuevos competidores nacionales o extranjeros al mercado es un riesgo para la empresa ya que representaría mayor oferta de productos similares lo que podría derivar en ventas menores, sin embargo, es un riesgo para el que la empresa ya ha tomado acción, puesto que entre sus principales estrategias se encuentra la fidelización de clientes y capitalización de nuevos mercados, motivo por el cual es un riesgo medio-bajo.

8.6 Matriz de riesgos

La Asociación de Especialistas Certificados en Delitos Financieros (2016) señala que la matriz de riesgos es una herramienta eficaz para identificar los riesgos inherentes potenciales de una organización. En esta matriz es posible identificar la probabilidad de ocurrencia de los riesgos y el impacto que éstos tendrían en la empresa si llegaran a ocurrir.

Para poder realizar la matriz, primero se deben determinar qué tipos de impactos tendrá la empresa en caso de que los riesgos lleguen a producirse, para la cual se han definido 3 tipos de impactos: financiero, operacional y de reputación como se indica en la tabla 54.

Tabla 54

Impactos que tendría la empresa si los riesgos identificados llegaran a ocurrir.

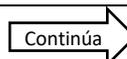
Naturaleza del Impacto	Descripción
Financiero	Probabilidad de que suceda un evento que afecte negativamente a la parte financiera de la empresa.
Operacional	Probabilidad de que suceda un evento que afecte la operación normal de la organización.
Reputación	Posibilidad de que lo que ocurra en la empresa afecte negativamente el concepto que tienen de la misma teniendo repercusiones en clientes y proveedores.

Una vez identificados los impactos, se procede a asignar un valor a cada impacto y se da una descripción de cómo cada nivel de impacto repercute en la organización como lo demuestra la tabla 55.

Tabla 55

Nivel de impacto y su descripción

Nivel de Impacto	Descripción
Catastrófico 5	<p>Financiero: Pérdidas muy altas para la organización.</p> <p>Operacional: La mayoría de productos con problemas de pedidos, importación y entregas.</p> <p>Reputación: Pérdida total de confianza de clientes y proveedores</p>
Peligroso 4	<p>Financiero: Pérdidas significativas para la organización.</p> <p>Operacional: Muchos productos con problemas de pedidos, importación y entregas.</p> <p>Reputación: Pérdida parcial de confianza de clientes y proveedores.</p>
	<p>Financiero: Pérdidas moderadas para la organización.</p>

Continúa 

Moderado	3	<p>Operacional: Varios productos con problemas de pedidos, importación y entregas. Reputación: Descontento en clientes y proveedores.</p> <p>Financiero: Pérdidas bajas para la organización.</p>
Menor	2	<p>Operacional: Pocos productos tienen problemas de pedidos, importación y entregas. Reputación: Descontento menor en clientes y proveedores.</p> <p>Financiero: Pérdidas mínimas para la organización.</p>
Insignificante	1	<p>Operacional: Casi nunca los productos tienen problemas de pedidos, importación y entregas. Reputación: Descontento insignificante en clientes y proveedores.</p>

También se deben asignar valores a los diferentes niveles de probabilidad y detallar que implica cada nivel, como se observa en la tabla 56.

Tabla 56
Nivel de Probabilidad y su descripción.

Nivel de Probabilidad		Descripción
Frecuente	5	90% - 100% de probabilidad de que ocurra y afecte el logro de objetivos.
Muy Probable	4	60% - 90% de probabilidad de que ocurra y afecte el logro de objetivos.
Posible	3	30% - 60% de probabilidad de que ocurra y afecte el logro de objetivos.
Poco Probable	2	10% - 30% de probabilidad de que ocurra y afecte el logro de objetivos.
Improbable	1	0% - 10% de probabilidad de que ocurra y afecte el logro de objetivos.

Una vez que se han asignado valores y niveles tanto al impacto como a la probabilidad, se procede a realizar un análisis de cómo afecta cada riesgo a la organización y darle un valor tal y como se realizó en la tabla 57.

Tabla 57

Asignación del nivel de impacto y probabilidad de los riesgos potenciales

Riesgo	Impacto	Probabilidad
1.Riesgo Económico	(3) Moderado	(2) Poco Probable
2.Riesgo Crediticio	(2) Menor	(3) Posible
3.Riesgo de Liquidez	(3) Moderado	(2) Poco Probable
4.Riesgo Operacional	(2) Menor	(2) Poco Probable
5.Riesgo Legal	(3) Moderado	(2) Poco Probable
6.Riesgo de Competencia	(1) Insignificante	(4) Muy Probable

Posteriormente, se realizó el cálculo del impacto (tabla 58) y de la probabilidad (tabla 59) de cada riesgo identificado dividiendo el valor asignado entre la calificación máxima.

Tabla 58

Cálculo del impacto de cada riesgo

Riesgo	Cálculo	Impacto
1.Riesgo Económico	(3/5)	0,6
2.Riesgo Crediticio	(2/5)	0,4
3.Riesgo de Liquidez	(3/5)	0,6
4.Riesgo Operacional	(2/5)	0,4
5.Riesgo Legal	(3/5)	0,6
6.Riesgo de Competencia	(1/5)	0,2

Tabla 59*Cálculo de la probabilidad de cada riesgo*

Riesgo	Cálculo	Probabilidad
1.Riesgo Económico	(2/5)	0,4
2.Riesgo Crediticio	(3/5)	0,6
3.Riesgo de Liquidez	(2/5)	0,4
4.Riesgo Operacional	(2/5)	0,4
5.Riesgo Legal	(2/5)	0,4
6.Riesgo de Competencia	(4/5)	0,8

Finalmente, para conocer el nivel de riesgo inherente de cada riesgo identificado se procede a multiplicar el impacto por la probabilidad, tal y como se observa en la tabla 60.

Tabla 60*Cálculo del riesgo*

Riesgo	Cálculo	Riesgo Inherente
1.Riesgo Económico	(0,6)*(0,4)	24%
2.Riesgo Crediticio	(0,4)*(0,6)	24%
3.Riesgo de Liquidez	(0,6)*(0,4)	24%
4.Riesgo Operacional	(0,4)*(0,4)	16%
5.Riesgo Legal	(0,6)*(0,4)	24%
6.Riesgo de Competencia	(0,2)*(0,8)	16%
RIESGO PROMEDIO		21%

Sacando un promedio de los seis riesgos, podemos concluir que la organización tiene un riesgo de 21% sobre un total de 100%. Representando el 100% a una organización altamente riesgosa y el 0% a una organización con riesgo casi inexistente.

A continuación, en la figura 61, se presenta la matriz de riesgos dentro de la cual están ubicados los riesgos potenciales analizados y calculados con anterioridad. El color verde corresponde a los riesgos bajos, el amarillo a los medios, el naranja a los altos y finalmente, el rojo para los extremos. Así, de esta manera:

- R1 = Riesgo Económico
- R2 = Riesgo Crediticio
- R3 = Riesgo de Liquidez
- R4 = Riesgo Operacional
- R5 = Riesgo Legal
- R6 = Riesgo de Competencia

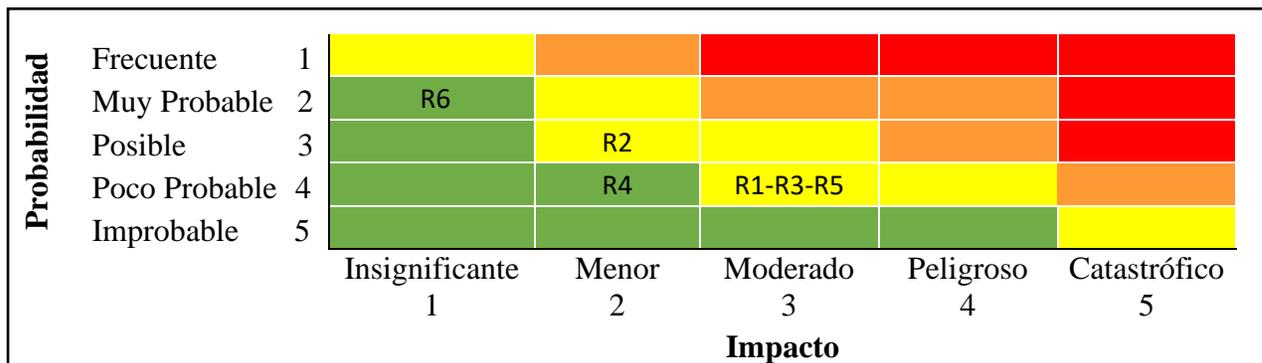


Figura 61. Matriz de riesgos de la empresa Qfarma.

De acuerdo a la matriz de riesgos, la empresa no tiene riesgos altos ni extremos como consecuencia de las medidas preventivas que ha tomado. En el campo verde, correspondiente a los riesgos bajos, se encuentran: riesgo operacional y el de competencia. El riesgo operacional (R4) es

poco probable que llegue a darse, pero de ocurrir su impacto sería menor. El riesgo de competencia (R6) es muy probable que llegue a darse, pero su impacto sería insignificante.

En el campo amarillo, correspondiente a los riesgos medios, se encuentra el riesgo económico, riesgo crediticio, riesgo de liquidez y riesgo legal. El riesgo económico (R1), el riesgo de liquidez (R3) y el riesgo legal (R5) es poco probable que lleguen a ocurrir, pero de ser así, estos tendrían un impacto moderado en la organización. El riesgo crediticio (2), de acuerdo a datos históricos, es posible que se dé y su impacto sería menor.

8.7 Definición de la calificación de riesgos

Para proceder a definir la calificación que se va a otorgar a la presente emisión de obligaciones, es primordial conocer las categorías existentes de una calificación, la tabla 61 contiene la información detallada de cada categoría y su significado de acuerdo a la Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating.

Tabla 61

Categorías de Calificación de Riesgos y sus definiciones.

Sobresaliente	AAA	Emisiones con la más alta calidad de crédito. Los factores de riesgo son prácticamente inexistentes.
Alto	AA	Emisiones con alta calidad crediticia. Los factores de protección son fuertes. El riesgo es modesto, pudiendo variar en forma ocasional por las condiciones económicas.
Bueno	A	Emisiones con buena calidad crediticia. Los factores de protección son adecuados, sin embargo, en períodos de bajas en la actividad económica los riesgos son mayores y más variables.
Satisfactorio	BBB	Los factores de protección al riesgo son razonables, suficientes para una inversión aceptable. Existe una variabilidad considerable en el riesgo durante los

Continúa 

		ciclos económicos, lo que pudiera provocar fluctuaciones en su Calificación.
No Califica para inversión	BB	Emisiones situadas por debajo del grado de inversión. Se estima que su flexibilidad financiera pudiera limitar su cumplimiento al vencimiento. La calidad de estas emisiones puede fluctuar con frecuencia, por lo que se consideran especulativas.
No Califica para inversión	B	Emisiones situadas por debajo del grado de inversión. Existe mayor riesgo de incumplimiento. Los factores de protección financiera fluctúan ampliamente en los ciclos económicos, condiciones de la industria y la habilidad de la administración de la compañía para sortearlos.
No Califica para inversión	CCC	Emisiones situadas muy por debajo del grado de inversión. Se caracterizan por tener un alto riesgo en su pago oportuno. Los factores de protección son escasos y el riesgo puede ser substancial en las situaciones desfavorables tanto de la industria como de la compañía.
Incumplimiento	DD	Emisiones donde se ha incumplido el pago de intereses y/o del principal o que el emisor ha incurrido en otros causales de incumplimiento.
Incumplimiento	DP	Acciones preferentes con atraso en pago de dividendos preferentes.
Incumplimiento	E	Corresponde a aquellas acciones que no poseen información suficiente o ésta no es representativa, lo que no permite emitir una opinión sobre su riesgo.

Fuente: Información tomada de Pacific Credit Rating (2017).

Pacific Credit Rating también menciona que “estas categorizaciones podrán ser complementadas si correspondiese, mediante los signos (+/-) mejorando o desmejorando respectivamente la calificación alcanzada entre las categorías AA y B inclusive” (2017, pág. 13).

Después de realizar un exhaustivo estudio de los riesgos a los que se enfrenta la empresa y la situación macroeconómica, microeconómica y la situación interna del emisor, así como la evaluación del riesgo inherente y la matriz de riesgo se ha decidido dar a la emisión de obligaciones una calificación de AA debido a que el riesgo es de 21% lo que se considera bajo, concluyendo que, como menciona Pacific Credit Rating, las presentes emisiones son de “alta calidad crediticia. Los factores de protección son fuertes. El riesgo es modesto, pudiendo variar en forma ocasional por las condiciones económicas”. Además, las emisiones cuentan con una garantía general que las protege ante cualquier inconveniente, la mayoría de riesgos son medios-bajos y ninguno tiene una probabilidad alta de que suceda.

Bibliografía

- Agencia Peruana de Noticias. (2019). Riesgo país de Perú redujo 44 puntos y se ubica como el más bajo de A. Latina en el primer semestre. *América Economía*. Obtenido de <https://www.americaeconomia.com/economia-mercados/finanzas/riesgo-pais-de-peru-redujo-44-puntos-y-se-ubica-como-el-mas-bajo-de>
- Alarcón, A. (2017). Teoría del Pecking Order: ¿Aplicación en Colombia?, una revisión bibliográfica. *Criterio Libre*, 139-154.
- Alarcón, A., & Ulloa, E. (2012). *El análisis de los estados financieros: Papel en la toma de decisiones gerenciales*. Obtenido de <http://www.eumed.net/cursecon/ecolat/cu/2012/aaup.pdf>
- Álvarez, S., & Grisales, A. (2015). Una metodología de reestructuración de pasivos financieros. (*Trabajo presentado como requisito parcial para obtener el título de magíster en Administración Financiera*). Obtenido de https://repository.eafit.edu.co/bitstream/handle/10784/7485/Sara_alvarezorozco_Anderson_grisalespino_2015_Principal.pdf?Sequence=3&isallowed=y
- Asociación de Especialistas Certificados en Delitos Financieros. (2016). Obtenido de https://www.academia.edu/download/57885461/Analisis_de_Riesgo.pdf
- Baena, D. (2014). *Análisis Financiero, enfoque y proyecciones*. Bogotá. Obtenido de https://books.google.es/books?hl=es&lr=&id=1Xs5DwAAQBAJ&oi=fnd&pg=PP1&dq=an%C3%a1lisis+financiero&ots=w5f65cnbpz&sig=fkpg6mgy79gyg9_h5xze774puce#v=onepage&q=an%C3%a1lisis%20financiero&f=false
- Balestrini, M. (2006). *Como se elabora el proyecto de investigación*. Obtenido de https://issuu.com/sonia_duarte/docs/como-se-elabora-el-proyecto-de-inve
- Banco Central del Ecuador. (2015). *Ecuador: reporte mensual de inflación diciembre 2014*. Obtenido de <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/publicacionesnotas/Notas/Inflacion/inf201412.pdf>
- Banco Central del Ecuador. (2015). *En 2014 la economía ecuatoriana creció en 3.8%, es decir 3.5 veces más que el crecimiento promedio de américa latina que alcanzó 1.1%*. Obtenido de <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/782-en-2014-la-econom%C3%ada-ecuatoriana-creci%C3%B3-en-38-es-decir-35-veces-m%C3%a1s-que-el-crecimiento-promedio-de-am%C3%a9rica-latina-que-alcanz%C3%B3-11>
- Banco Central del Ecuador. (2016). *Ecuador: reporte mensual de inflación diciembre 2015*. Obtenido de <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/publicacionesnotas/Notas/Inflacion/inf201512.pdf>

- Banco Central del Ecuador. (2016). *La economía ecuatoriana creció en 0.2% en el 2015*.
Obtenido de <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/909-la-econom%C3%ada-ecuatoriana-creci%C3%B3-en-02-en-el-2015>
- Banco Central del Ecuador. (2017). *Ecuador: Reporte Mensual de Inflación Diciembre 2016*.
Obtenido de
<https://contenido.bce.fin.ec/documentos/publicacionesnotas/Notas/Inflacion/inf201612.pdf>
- Banco Central del Ecuador. (2017). *Estadísticas Macroeconómicas*. Obtenido de
<https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/sectorreal/Previsiones/indcoyuntura/estmacroestruc2017.pdf>
- Banco Central del Ecuador. (2018). *Boletín Anual*.
- Banco Central del Ecuador. (2018). *Ecuador creció 3.0% en 2017 y confirma el dinamismo de su economía*. Obtenido de <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1080-ecuador-crecio-30-en-2017-y-confirma-el-dinamismo-de-su-economia>
- Banco Central del Ecuador. (2018). *Ecuador: Reporte Mensual de Inflación Diciembre 2017*.
Obtenido de
<https://contenido.bce.fin.ec/documentos/publicacionesnotas/Notas/Inflacion/inf201712.pdf>
- Banco Central del Ecuador. (2019). *Ecuador: Reporte Mensual de Inflación Diciembre 2018*.
Obtenido de
<https://contenido.bce.fin.ec/documentos/publicacionesnotas/Notas/Inflacion/inf201812.pdf>
- Banco Central del Ecuador. (2019). *Ecuador: Reporte Mensual de Inflación Junio 2019*.
Obtenido de
<https://contenido.bce.fin.ec/documentos/publicacionesnotas/Notas/Inflacion/inf201906.pdf>
- Banco Central del Ecuador. (2019). *La economía ecuatoriana creció 0,3% en el segundo trimestre de 2019*. Obtenido de <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1206-la-econom%C3%ada-ecuatoriana-creci%C3%B3-03-en-el-segundo-trimestre-de-2019>
- Banco Central del Ecuador. (2019). *La economía ecuatoriana creció 0,6% en el primer trimestre de 2019*. Obtenido de <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1182-la-econom%C3%ada-ecuatoriana-creci%C3%B3-06-en-el-primer-trimestre-de-2019>

- Banco Central del Ecuador. (2019). *La economía ecuatoriana creció 1,4% en 2018*. Obtenido de <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1158-la-economia-ecuatoriana-crecio-14-en-2018>
- Bolsa de Valores Quito. (2018). *Bolsa de Valores Quito*. Obtenido de <https://www.bolsadequito.com/index.php>
- Bolsa de Valores Quito. (2018). *Cómo emitir obligaciones de largo plazo*. Obtenido de <https://www.bolsadequito.com/index.php/manuales-de-inscripcion/203-obligaciones>
- Bolsa de Valores Quito. (11 de Enero de 2018). *Emisores REVNI*. Obtenido de <https://www.bolsadequito.com/index.php/mercados-bursatiles/emisores/emisores-revni>
- Bolsa de Valores Quito. (2019). *Bolsa de Valores Quito*. Obtenido de <https://www.bolsadequito.com/index.php>
- Bolsa de Valores Quito. (s.f.). *Bolsa de Valores Quito*. Obtenido de <https://www.bolsadequito.com/index.php/blog-2/315-registro-especial-bursatil-reb>
- Bonsón , E., Cortijo, V., & Flores, F. (2009). *Análisis de estados financieros*. Madrid, España: Pearson Education S.A. Obtenido de https://s3.amazonaws.com/academia.edu.documents/37374572/Analisis_de_estados_financieros_1edi_Bonson.pdf?Response-content-disposition=inline%3B%20filename%3danalisis_de_estados_financieros_1edi_Bon.pdf&X-Amz-Algorithm=AWS4-HMAC-SHA256&X-Amz-Credential=AKI
- Briozzo, A., & Vigier, H. (2009). A demand-side approach to SME's capital structure. Evidence from Argentina. *Journal of Business and Entrepreneurship*, 30-56. Obtenido de <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0123592315000790>
- Consejo Nacional de Valores. (2002). *Resolución no. Cnv-010-2002. Reglamento para la emisión de obligaciones y papel comercial*. Obtenido de https://www.supercias.gob.ec/bd_supercias/descargas/mv/RESOL_20CNV-010-02.pdf
- COPCI, C. O. (12 de 08 de 2013). *SRI*. Obtenido de [file:///C:/Users/Visitante/Downloads/CODIGO%20ORGANICO%20DE%20LA%20PRODUCCION,%20COMERCIO%20E%20INVERSIONES,%20COPCI\[2\].pdf](file:///C:/Users/Visitante/Downloads/CODIGO%20ORGANICO%20DE%20LA%20PRODUCCION,%20COMERCIO%20E%20INVERSIONES,%20COPCI[2].pdf)
- Diccionario de la Real Academia Española. (2018). *Real Academia Española*. Obtenido de <https://dle.rae.es/?Id=jvrzgmq>
- Directorio de Empresas. (2017). *Directorio de Empresas 2017*. Quito.
- Espinoza , P., Zurita, A., Ileana, D., Salazar, M., & Pine, W. (2017). Emisión de obligaciones como instrumento financiero para generar liquidez. *Observatorio de la Economía Latinoamericana*. Obtenido de <http://www.eumed.net/coursecon/ecolat/ec/2017/liquidez-empresas-ecuador.html>

- Forehand, G., & Gilmer, H. (1964). *Environmental Variation in studies of organizational behavior*. *Psychological Bulletin*. Doi:<http://dx.doi.org/10.1037/h0045960>
- García Jiménez, O. (2015). Fórmula Du Pont y su rentabilidad, vista desde un enfoque administrativo. *Revista Universitaria RUTA (Chile)*, 17, 45-62. Obtenido de <https://revistas.userena.cl/index.php/ruta/article/view/634/754>
- García, D. (17 de Noviembre de 2012). *España: AECA Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas*. Obtenido de <http://www.aeca.es/tienda/rem.pdf>.
- Gómez, A., García, D., & Mariño, T. (2015). El comportamiento de las empresas familiares frente al Mercado Alternativo Bursátil (MAB): evidencia empírica. *Spanish Journal of Finance and Accounting*, 208-237. Obtenido de <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/02102412.2015.1006428?Journalcode=refc20>
- Gómez, M. (2006). *Introducción a la metodología de la investigación científica*. Córdoba: Editorial Brujas. Obtenido de <https://books.google.com.ec/books?Id=9udxpe4u7amc&pg=PA85&dq=dise%C3%bl0+n0+experimental+investigacion&hl=es&sa=X&ved=0ahukewjslpdssbplahvsxvkkhqy3agwq6aeikjaa#v=onepage&q=dise%C3%bl0%20no%20experimental%20investigacion&f=false>
- Grupo Enroke. (2016). *Enroke*. Obtenido de <http://www.grupoenroke.com/index.php/proyecto-pymes/46-que-son-las-%20pymes>
- Hernández, R., Fernández, C., & Baptista, M. (2010). *Metodología de la Investigación* (5ta ed.). Obtenido de https://www.esup.edu.pe/descargas/dep_investigacion/Metodologia%20de%20la%20investigacion%20de%20la%20Edici%C3%bl3n.pdf
- Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. (2016). Resolución N°. 210-2016-V. Ecuador.
- Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. (3 de Abril de 2019). Resolución No. 512-2019-V. Obtenido de <http://www.seps.gob.ec/documents/20181/25522/512-2019-V.pdf/9c00ffd9-6c03-45b4-9a79-9b7b799ab13e>
- La Hora. (1 de Octubre de 2010). El desarrollo del mercado de valores en el Ecuador: una aproximación.
- Larsen, M., Vigier, H., Guercio, B., & Briozzo, A. (2014). Financiamiento mediante obligaciones negociables. El problema de ser pymes. *Visión de Futuro*. Obtenido de https://revistacientifica.fce.unam.edu.ar/index.php?Option=com_content&view=article&id=377:financiamiento-mediante-obligaciones-negociables-el-problema-de-ser-pyme&catid=157:2014-07-02-20-29-25

- Ley de Mercado de Valores. (1 de Julio de 1999). *Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros*. Obtenido de https://www.supercias.gob.ec/bd_supercias/descargas/mv/Ley_MV.pdf
- Ley de Mercado de Valores. (18 de Abril de 2017). *Bolsa de Valores Quito*. Obtenido de <https://www.bolsadequito.com/uploads/normativa/mercado-de-valores/ley-de-mercado-de-valores.pdf>
- Maldonado, F. (2018). Situación y expectativas del mercado bursátil. *EKOS*.
- Ministerio de Industrias y Productividad. (2002). *Diagnóstico de la pequeña y mediana industria*. Quito.
- Moreno, F., & Godoy, E. (2008). Los nuevos desafíos en la gerencia de los recursos humanos: Calidad de vida laboral. *International Journal of Good Conscience*, 1-11. Obtenido de [http://www.spentamexico.org/v3-n2/3\(2\)%201-11.pdf](http://www.spentamexico.org/v3-n2/3(2)%201-11.pdf)
- Myers, S., & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 187-221. Obtenido de <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/0304405X84900230>
- Nava Rosillón, M. A. (2009). Análisis financiero: una herramienta clave para una gestión financiera eficiente. *Revista Venezolana de Gerencia*, 606-628. Obtenido de <https://www.redalyc.org/pdf/290/29012059009.pdf>
- Nava, M. (2009). Análisis financiero: una herramienta clave para una gestión financiera eficiente. *Revista Venezolana de Gerencia*, 606-628. Obtenido de <https://www.redalyc.org/pdf/290/29012059009.pdf>
- Pacific Credit Rating. (2017). *Metodología de calificación de riesgo de instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, acciones preferentes y emisores*. Obtenido de https://www.ratingspcr.com/application/files/9415/1336/7054/pcr-met-p-012_1117.pdf
- Palacín, M., & Jara, E. (2012). El mercado alternativo bursátil en España: una valoración. *Cuadernos de economía*, 77-88.
- Pérez, V., Ramírez, D., Quintero, C., & Borrero, A. (2014). Disposición de las empresas de la ciudad de Mérida, Venezuela a participar en mercado alternativo bursátil. *Economía*, 101-124. Obtenido de <https://www.redalyc.org/pdf/1956/195647543006.pdf>
- Riozzo, M. (2007). El capital de trabajo neto y el valor de las empresas. La importancia de la recomposición del capital de trabajo neto en las empresas que atraviesan o han atravesado crisis financieras. *Escuela de Administración de Negocios*, 61. Obtenido de <https://www.redalyc.org/pdf/206/20611495011.pdf>
- Sabino, C. (1992). *El Proceso de Investigación*. Caracas. Obtenido de http://paginas.ufm.edu/sabino/ingles/book/proceso_investigacion.pdf

- Sánchez, J. M. (1991). Problemas y perspectivas de transformación económica y social. *Corporación Editora Nacional-Centro de Estudios Latinoamericanos de la Universidad de Oxford-Instituto de Estudios Avanzados*, 152-156.
- Seguros Alianza. (2018). *Seguros Alianza*. Obtenido de <https://www.segurosalianza.com/las-calificaciones-de-riesgo/>
- Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. (29 de Mayo de 2017). *Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros*. Obtenido de <https://portal.supercias.gob.ec/wps/portal/Inicio/Inicio/mercadovalores/Informacion/Historia>
- Taipe Yanez, J., & Pazmiño, J. (2015). Consideración de los factores o fuerzas externas e internas a tomar en cuenta para el análisis situacional de una empresa. *Publicando*, 163-183. Obtenido de [file:///C:/Users/Gissel%20Paspuel/Downloads/Dialnet-consideraciondelosfactoresofuerzasexternaseinterna-5833494%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/Gissel%20Paspuel/Downloads/Dialnet-consideraciondelosfactoresofuerzasexternaseinterna-5833494%20(1).pdf)
- Universidad Espíritu Santo. (2017). *Proyecto la empresa familiar en el Ecuador*. Obtenido de <https://www.uees.edu.ec/uees/proyectos/empresa-familiar.php>
- Universidad Interamericana para el Desarrollo. (s.f). *Análisis Financiero, Análisis Vertical y Horizontal, Índices o Razones Financieras*. Obtenido de https://moodle2.unid.edu.mx/dts_cursos_md/ADI/AF/AF/AF01/AF01Lectura.pdf
- Uquillas, C. A. (2008). El modelo económico industrial en el Ecuador. *Observatorio de la Economía Latinoamericana*.
- Van Horne, J., & Wachowicz, J. (2010). *Fundamentos de Administración Financiera* (13 ed.). Mexico. Obtenido de <https://catedrafinancierags.files.wordpress.com/2014/09/fundamentos-de-administracion-financiera-13-van-horne.pdf>