



**UNIVERSIDAD SAN FRANCISCO DE QUITO**

**COLEGIO DE POSTGRADOS**

**Análisis de mecanismo de financiamiento  
sector financiero versus mercado de valores- registro especial bursátil para obtener la  
mejor alternativa de financiamiento para PYMES**

**Irene Alexandra Cabrera Quilambaqui, ING.**

**Jorge Andrés Moncayo Lara, MBA., Director De Tesis**

**Tesis de grado presentada como requisito para la obtención del título de**

**Magíster en Administración Bancaria y Finanzas**

**Quito, julio de 2015**

**UNIVERSIDAD SAN FRANCISCO DE QUITO**

**COLEGIO DE POSTGRADOS**

**HOJA DE APROBACIÓN DE TESIS**

**Análisis de mecanismo de financiamiento  
sector financiero versus mercado de valores- registro especial bursátil para obtener la  
mejor alternativa de financiamiento para PYMES**

**IRENE ALEXANDRA CABRERA QUILAMBAQUI**

Jorge Andrés Moncayo Lara, MBA.,  
Director de Tesis

---

César Cisneros, MBA. Ph.D., (c)  
Miembro del Comité de Tesis  
Director de la Maestría

---

Roberto Salem, MBA.,  
Miembro del Comité de Tesis

---

Thomas Gura, Ph.D.,  
Decano del Colegio de  
Administración y Economía

---

Víctor Viteri Breddy, Ph.D.,  
Decano del Colegio de Postgrados

---

**Quito, julio de 2015**

## © DERECHOS DE AUTOR

Por medio del presente documento certifico que he leído la Política de Propiedad Intelectual de la Universidad San Francisco de Quito y estoy de acuerdo con su contenido, por lo que los derechos de propiedad intelectual del presente trabajo de investigación quedan sujetos a lo dispuesto en la Política.

Asimismo, autorizo a la USFQ para que realice la digitalización y publicación de este trabajo de investigación en el repositorio virtual, de conformidad a lo dispuesto en el Art. 144 de la Ley Orgánica de Educación Superior.

Firma: \_\_\_\_\_

Nombre: **IRENE ALEXANDRA CABRERA QUILAMBAQUI**

C. I.: 0916652969

Lugar: Quito, julio de 2015

## **DEDICATORIA**

Dedico el desarrollo de este trabajo a mi esposo por ser el motor que impulsa cada uno de los proyectos tanto de mi vida personal como laboral.

## **AGRADECIMIENTO**

A Dios por colocar en mi camino a personas maravillosas que me brindaron su apoyo total en el logro de mis metas, a mis hijos por su paciencia y tolerancia, así como a mi señora madre que constituye un ejemplo de perseverancia y fe.

## RESUMEN

La presente tesis pretende realizar una comparación entre dos mecanismos de financiamiento que se encuentran disponibles para la pequeña y mediana empresa, el primer mecanismo a través del sistema financiero mediante la obtención de un préstamo y la segunda opción a través del Registro Especial Bursátil, el cual constituye un mecanismo de ambientación para la empresas que demandan recursos a través del mercado de valores ecuatoriano.

El desarrollo de la tesis intenta valorar las opciones realizando un análisis de costos, beneficios, ventajas y procesos que intervienen en la obtención de los recursos económicos para lograr determinar que opción constituye la más beneficiosa para las PYMES.

Para lograr este fin se recurrió a la verificación de fuentes secundarias proporcionadas por el Banco Central del Ecuador, La Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, INEC, las Bolsas de Valores del país, las casas de valores y análisis efectuados con anterioridad que contribuyen al conocimiento y ampliación del punto de vista del presente estudio.

El estudio centra sus esfuerzos en conocer las experiencias de los expertos en el mercado de valores que han asesorados procesos de emisión y conocen la normativas, limitaciones, costos y procesos, así como conocer la legislación que se aplica en países vecino que utilizan un esquema similar para incentivar la participación de las pymes en el mercado de valores.

## ABSTRACT

This thesis aims to make a comparison between two financial mechanisms that are available for small and medium companies, the first mechanism through the financial system by obtaining a loan and the second option through the Special Register of non-registered securities, which is setting mechanism for companies that require resources through the Ecuadorian market values.

The development of the thesis attempts to rating options with an analysis of costs, benefits, advantages and processes involved in obtaining the financial resources to determine which option is the most beneficial for Pymes.

To this end it was used to check secondary sources provided by the Central Bank of the Ecuador, the Superintendency of companies, Securities and Insurance, INEC, the brokerage firms of the country, the securities firms and analyses before contributing knowledge to expanding the knowledge and perspective of this study.

The study focuses on the experiences of the experts in the market who have advised emission processes and they know the rules, constraints, costs and processes, as well as the legislation that applies in neighboring countries using a similar scheme to encourage the participation of Pymes in the stock market

## ÍNDICE DE CONTENIDO

RESUMEN.....	7
ABSTRACT.....	8
<b>CAPÍTULO I</b> .....	<b>13</b>
1.1. Introducción al problema.....	13
1.2. Antecedentes .....	13
1.3. El problema .....	19
1.4. Hipótesis .....	21
1.5. Pregunta de Investigación.....	21
1.6. Contexto y Marco Teórico .....	21
1.7. Propósito del Estudio .....	22
1.8. Objetivo General.....	22
1.9. Objetivo Específico .....	22
1.10. Significado del Estudio .....	23
1.11. Presunciones del Autor .....	23
<b>CAPÍTULO II</b> .....	<b>25</b>
2.1. Revisión de la Literatura.....	25
2.2. Definición de las Pymes .....	25
2.3. Las Pymes en Ecuador .....	26
2.4. Financiamiento de Pymes.....	28
2.5. Sistema Financiero Ecuatoriano .....	30
2.5.1. Sistema Financiero y la evolución en créditos.....	33
2.6. Mercado de Capitales.....	43
2.6.1. Mercado de Valores .....	44
2.6.2. Mercado de Capitales de la Región.....	44
2.7. Mercado de Valores Ecuatoriano .....	46
2.7.1. Reseña Histórica .....	46
2.7.2. Definición del Mercado de Valores .....	47
2.7.3. Función del Mercado de Valores.....	47
2.7.4. Estructura Del Mercado de Valores .....	48
2.8. Registro Especial Bursátil .....	49

2.8.1.	Participes del proceso de emisión REB y su rol .....	50
2.8.2.	Requisitos para la anotación en el REB.....	50
2.8.3.	Consideraciones especiales en el segmento REB .....	52
2.8.4.	Registro Especial Bursátil - Cifras.....	52
<b>CAPÍTULO III.....</b>		<b>61</b>
3.1.	Metología de la Investigación.....	61
3.2.	Justificación de metodología seleccionada .....	62
3.3.	Herramienta de investigación utilizada.....	62
3.4.	Descripción de participantes .....	63
<b>CAPÍTULO IV.....</b>		<b>64</b>
4.1.	Análisis de Datos y Resultados.....	64
4.2.	Detalle de los costos que surgen en un proceso de emisión en el Registro Especial Bursátil. 65	
4.2.1.	Costos de Estructuración Financiera.....	67
4.2.2.	Costo de Estructuración Legal .....	69
4.2.3.	Costo de Colocación .....	69
4.2.4.	Agente de pago .....	70
4.2.5.	Piso de Bolsa.....	70
4.2.6.	Gastos Legales y publicaciones .....	70
4.3.	Informe del plazo promedio de colocación de las emisiones el segmento REB. 72	
4.4.	Análisis de una emisión de pagarés a la orden en el segmento REB, versus la opción de financiamiento en el sistema financiero tradicional.....	73
4.5.	Análisis de las entrevistas efectuadas a los expertos .....	78
4.6.	Análisis de las entrevista a Pymes participante en el segmento REB .....	84
<b>CAPÍTULO V .....</b>		<b>86</b>
4.1.	Conclusiones y recomendaciones. ....	86
<b>BIBLIOGRAFÍA .....</b>		<b>89</b>
<b>ANEXO A.....</b>		<b>90</b>
<b>ANEXO B.....</b>		<b>91</b>

## INDICE DE TABLA

Tabla 1. Montos colocados en el REB .....	18
Tabla 2. Establecimiento requiere financiamiento a nivel nacional.....	29
Tabla 3. Sistema Financiero Nacional.....	30
Tabla 4. Clasificación de las Instituciones Financieras del Ecuador.....	31
Tabla 5. Segmento Productivo Corporativo .....	36
Tabla 6. TEA Promedio de segmento Productivo-Corporativo .....	37
Tabla 7. Volumen de crédito segmento productivo empresarial.....	38
Tabla 8. TEA promedio para el segmento productivo empresarial.....	40
Tabla 9. Volumen de crédito segmento pymes .....	40
Tabla 10. TEA promedio segmento pymes .....	41
Tabla 11. Mercados Alternativos en Bolsas de Valores de la región.....	45
Tabla 12. Estructura del Mercado de Valores .....	49
Tabla 13. Participes del segmento REB y su rol .....	50
Tabla 14. Requisitos para anotación en el REB .....	51
Tabla 15. Reglamentación REB .....	52
Tabla 16. REB negociados en BVQ.....	53
Tabla 17. Número de transacciones .....	53
Tabla 18. Emisores inscritos en el segmento REB- 2012 .....	55
Tabla 19. Emisores inscritos REB 2013.....	57
Tabla 20. Emisores inscritos REB 2014.....	59
Tabla 21. Costos en proceso de emisión .....	66
Tabla 22. Costos de procesos de emisión REB .....	71
Tabla 23. Cálculo de monto a emitir en REB.....	73
Tabla 24: Características de emisión REB-análisis.....	74
Tabla 25. Costos emisión REB- análisis .....	74
Tabla 26. Características préstamo bancario-análisis.....	75
Tabla 27. Costos adicionales préstamo bancario-análisis. ....	75
Tabla 28. Comparación de Costos Iniciales REB vs Préstamo .....	75
Tabla 29. Gastos de emisión en el Registro Especial Bursátil .....	76
Tabla 30. Gastos en préstamo bancario.....	76
Tabla 31. Comparación de financiamiento con cálculo TIR.....	77
Tabla 32. Casa de Valores que no participan en procesos REB.....	79
Tabla 33. Casas de Valores participantes en procesos REB .....	81
Tabla 34. Resultados de entrevistas a Casas de Valores .....	82

## INDICE DE FIGURAS

Figura 1. Empresas por tamaño.....	26
Figura 2. Participación de Pymes en la economía.....	27
Figura 3. Pymes que requieren financiamiento a nivel nacional.....	29
Figura 4. Volumen de crédito sector financiero .....	33
Figura 5. Número de Operaciones del Sector Financiero .....	34
Figura 6. Estructura del crédito .....	35
Figura 7. Operaciones por segmento corporativo .....	37
Figura 8. No de operaciones por segmento productivo empresarial .....	39
Figura 9. Número de operaciones segmento Pymes.....	41
Figura 10. Destino de Crédito para pymes .....	42
Figura 11. Principales IFIs que aportan a la TEA mensual.....	43
Figura 12. Pymes que son emisores en el segmento REB.....	54
Figura 13. % de Colocación por emisor en el segmento REB-2012.....	56
Figura 14. % de Colocación por emisor en el segmento REB- 2013 .....	58
Figura 15. % Colocación en el segmento REB-2014.....	60
Figura 16. Plazo de participación de emisiones en el segmento REB.....	72
Figura 17. # Casas de Valores que asesoran en el segmento REB.....	79
Figura 18. Razones para no auspiciar emisiones en el REB .....	80

## CAPÍTULO I

### 1.1. Introducción al problema

El mecanismo más conocido de financiamiento en nuestro país es la “Banca”, con sus múltiples productos direccionados a personas naturales o jurídicas; mientras que el mercado de valores ecuatoriano que constituye una alternativa no tradicional en el financiamiento para las empresas, no es utilizado en todo su potencial.

Por tal razón, el presente trabajo pretende realizar un análisis comparativo entre las opciones de financiamiento que presenta la Banca versus el Mercado de Valores con su producto denominado Registro Especial Bursátil; el cual se enfoca en conseguir la participación de las pymes a través de un mercado de aclimatación, es decir, para iniciadores.

### 1.2. Antecedentes

Las Pymes en su búsqueda de financiamiento acuden a las entidades del sector financiero, sean estos Bancos, Cooperativas, Mutualistas entidades del sector público e incluso entidades informales, sin embargo la demanda de financiamiento todavía existe y no se ha cubierto totalmente, ya que las necesidades son superiores.

Las Pymes son consideradas deudoras de alto riesgo, debido a varios factores entre ellos constan: la carencia de información financiera, nivel garantías insuficientes que limitan su acceso a crédito; carencia de pericia gerencial que dirija adecuadamente sus necesidades de liquidez, falta de personal especializado, asignación de múltiples tareas en manos del dueño de la empresa, utilización de recursos de la compañía en gastos personales de los accionistas por ser considerada una empresa familiar y no distinguir las aportaciones de las finanzas personales.

A los factores mencionados se suman, el desconocimiento de los costos que intervienen en un proceso de emisión en el mercado de valores versus los costos del sector financiero tradicional, esta falta de información detiene a los empresarios en su búsqueda de fuentes alternativas de financiamiento, por lo cual terminan recurriendo siempre a la misma opción “La Banca” y desestimando al mercado de valores.

En nuestro país, las Bolsas de Valores han intentado impulsar la participación de emisores en el mercado de valores, en especial de las pymes. En el año 1998, la Bolsa de Valores de Quito, efectuó las gestiones necesarias para que se incluya en la ley un artículo que abrió la posibilidad que exista un mecanismo temporal denominado REVNI – Registro Especial de Valores no inscritos<sup>1</sup>, el artículo en referencia es el No 34 de la Ley de Mercado de Valores.

El Consejo Nacional de Valores, entidad que dictaba las leyes para el mercado de valores, emitió la normativa que reguló, de manera general, los aspectos operativos de la negociación de estos valores. Sobre estas bases las Bolsas de Valores, en virtud de su capacidad legal para emitir normativa operativa en forma conjunta, formularon los reglamentos para facilitar los procesos de negociación en el segmento REVNI denominado actualmente REB Registro Especial Bursátil.

Art 34: De los valores no inscritos: Las Bolsas de Valores quedan facultadas para implementar mecanismos de negociación para valores no inscritos en bolsa, previa autorización de la Superintendencia de Compañías. Las acciones de sociedad no inscrita en el Registro del Mercado de Valores, no podrán ser negociadas diariamente en las bolsas. Sin embargo, periódicamente, según determine el

---

<sup>1</sup> Es un mecanismo establecido y autorregulado por las Bolsas de Valores por el cual las empresas que no se encuentren inscritas en el registro de mercado de valores, ni en Bolsa, pueden anotar valores en un registro especial con la finalidad de cotizar sus valores de manera ocasional y periódica.

reglamento de la bolsa respectiva, se podrán efectuar ruedas especiales de subasta de acciones no inscritas, lo que se anunciará públicamente y con la anticipación necesaria. (Anterior Ley del Mercado de Valores)

El REB ofrece oportunidades a las empresas que deciden participar en este mercado:

- Constituye un mercado de aclimatación para emisores preparándolos para su futura incursión en el mercado formal.
- Brinda la oportunidad a los emprendimientos y empresas de creciente creación acceder a una fuente de financiamiento para obtener capital de trabajo
- Se omiten tarifas de inscripción y mantenimiento.
- Financiamiento a corto, mediano y largo plazo.
- Provee liquidez a la empresa.
- Genera un ambiente de confianza para los inversionistas.
- Estimula el ahorro y la inversión

El 20 de mayo del 2014 se publica a través del Registro Oficial “La Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil”, en la cual se crea un segmento especial del mercado de valores denominado “Registro Especial Bursátil”<sup>2</sup>, con esta publicación, el artículo 34 de la anterior ley queda derogado, en su lugar el Capítulo II se estructura de la siguiente forma:

---

<sup>2</sup> REB Registro Especial Bursátil denominado anteriormente REVNI, cuya normativa y operatividad estaba administrada por las Bolsas de Valores del país a través de resoluciones conjuntas.

Art...Objeto.- Con el fin de desarrollar el mercado de valores y ampliar el número de emisores y valores que se negocien en mercados regulados, se crea dentro del mercado de bursátil el Registro Especial Bursátil REB, como un segmento permanente del mercado bursátil en el cual se negociarán únicamente valores de las empresas pertenecientes al sector económico de pequeñas y/o medianas empresas y de las organizaciones de la economía popular y solidaria que por sus características específicas, necesidades de política económica y el nivel de desarrollo en un mercado específico y especializado para estos valores, y siempre que se observe la regulación diferenciada establecida por la Junta de Regulación del Mercado de Valores y se cuente con la autorización de la Superintendencia de Compañías y Valores (Ley Orgánica para el fortalecimiento y optimización del sector Societario y Bursátil, 2014)

La actual Ley del Mercado de Valores formaliza un mercado ya existente, cuyo manejo estuvo administrado por las Bolsas de Valores del país, y que ahora pasa a la coordinación de la Superintendencia de Compañías y Valores, la ley también hace mención de las limitantes de los participantes, esto debido que las empresas que coticen sus valores en un mercado de iniciadores no podrá hacerlo en el mercado formal.

Art: Prohibición de Negociación de valores inscritos en el REB.-Los valores inscritos en el REB o podrán ser negociados en otros segmentos bursátiles, excepto aquellos valores que la Junta de Regulación del Mercado de Valores expresamente lo autorice, en atención a requerimientos de la política económica pública o a la política pública del mercado de valores. La Junta de Regulación del Mercado de Valores, mediante normas de carácter general, regulará los requisitos y el

funcionamiento de este segmento de negociación (Ley Orgánica para el fortalecimiento y optimización del sector Societario y Bursátil, 2014)

Las prohibiciones establecida en la presente Ley, se encontraban vigentes dentro del reglamento elaborado por las Bolsas de Valores, es decir, se pretendía mantener la ventaja en costos únicamente a empresas que participaban por primera vez en el mercado de valores, para tal efecto se crearon subastas especiales, en horarios y días específicos.

La ley también indica que la Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera, emitirá normas de carácter general y regulará los requisitos y el funcionamiento de este segmento, esto implica la emisión de reglamentación operativa, la misma que al momento de la elaboración de la presente tesis, no ha sido publicada.

Sin embargo y con el objeto de analizar este mecanismo creado especialmente para las PYMES, se verificó la participación de estas empresas, en un mecanismo que captó emisores interesados por sus ventajas iniciales entre ellas; costos más bajos que el mercado de valores formal, la guía de personal especializado en la estructuración de la deuda, requisitos y procedimientos más simplificados para facilitar la intervención de las compañías, esto sin perder el control de información que es la fuente principal de la toma de decisiones de los inversionistas.

Como una muestra de la evolución de este mercado, podemos observar en la Tabla No 1 los montos negociados en el segmento REB, los cuales generaron interés por parte del Ministerio de Industrias y Productividad-Mipro y la Bolsa de Valores de Quito, quienes en conjunto iniciaron una serie de charlas informativas, para difundir las ventajas de convertirse en un participante de este mecanismo, se realizaron en total 22 conferencias

educativas dictadas en las ciudades de Quito, Guayaquil, Ibarra, Ambato, Esmeralda y Cuenca.<sup>3</sup>

ANOTACIONES(REB)			
AÑO	BVG	BVQ	Total Monto emitido
2010	\$ 30.560.000,00	\$ 9.010.000,00	\$ 39.570.000,00
2011	\$ 59.850.000,00	\$ 7.121.425,00	\$ 66.971.425,00
2012	\$ 47.935.000,00	\$ 7.600.000,00	\$ 55.535.000,00
2013	\$ 12.500.000,00	\$ 9.960.000,00	\$ 22.460.000,00
2014	\$ 9.070.000,00	\$ 3.000.000,00	\$ 12.070.000,00

Tabla 1. Montos colocados en el REB  
Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil

Como podemos observar en la Tabla No 1, en el año 2010 las anotaciones fueron de 39 millones, mientras que en el año 2011 la cifra fue de 66 millones, lo cual representó un crecimiento de alrededor del 69%, en los años siguientes el monto emitido disminuye, colocando en el año 2012 en US\$55 millones, el año 2013 el monto fue de US\$ 22 millones y para el año 2014 se emiten US\$12 millones; la disminución del monto emitido, se debió al cambio de normativa en los plazos y límite del monto de emisión, reduciendo a una sola participación en el mercado de aclimatación y un monto máximo de emisión de US\$ 3 millones.

Las cifras presentadas muestran, que aunque este segmento del mercado es pequeño en comparación con el mercado de valores formal, constituyó una opción válida para empresas que requiere financiamiento.

Este tipo de mecanismos ha sido promovido por otros países que han incursionado en el apoyo a las PYMES a través del Mercado de Valores, en el caso de España, se creó el Mercado Alternativo Bursátil en el año 2005, con el ánimo de financiar proyectos de

<sup>3</sup> [www.intrabvq.com/mipymebersatil](http://www.intrabvq.com/mipymebersatil)

PYMES y en virtud de esa idea, se crea una regulación específica con costos y procesos diseñados para que los participantes tengan la facilidad de convertirse en un emisor, la ventaja radicaba en costos que eran un 50% menores que los costos del mercado oficial; la prioridad continuaba siendo recibir la tutela de un asesor registrado y el beneficio palpable de obtener una línea de financiamiento permanente, que se podría utilizar cada vez que la Pymes lo necesitaba, otros beneficios otorgados fueron: notoriedad, prestigio, imagen de marca y publicidad ante el mercado de inversionistas y proveedores, este mercado era básicamente la comercialización de acciones.

Otra experiencia cercana es la de Perú, que reactivó el Mercado Alternativo de Valores con una reglamentación, costos y obligaciones más simplificadas que el mercado regular, la reglamentación de este mecanismo consta en la Resolución SMVNo125-1998-E/94-10.

Ante estos antecedentes, y con el fin de ampliar el punto de vista de alternativas de Financiamiento para la PYMES, el presente estudio analizará el Mercado de Valores a través de uno de sus mercados de aclimatación denominado actualmente Registro Especial Bursátil, a pesar de que el nuevo reglamento todavía no se ha publicado, se tomará como referencia la normativa inicialmente creada por las Bolsas de Valores y las cifras históricas correspondientes a los años 2012 al 2014.

### **1.3. El problema**

Cuando las Pymes analizan sus estrategias para obtener liquidez, consideran varias opciones como la utilización de capitales familiares, financiamiento a través de proveedores, financiamiento bancario y finalmente financiamiento a través del mercado de capitales (Donalson, 1961; Myers, 1984 y Myers y Majluf 1984)

Las Pymes en su búsqueda de financiamiento a través de su fuente tradicional “La Banca”, suele enfrentarse con altas tasas de interés en comparación con otras compañías con mayor solvencia o fortaleza financiera, ya que son consideradas empresas de alto riesgo y con la imposibilidad de demostrar un historial crediticio o una administración acertada que la coloque en un sitio ventajoso para negociar condiciones favorables.

En lo referente al financiamiento a través del mercado de valores, que es una división del mercado de capitales, las empresas pueden hacer uso de esta oportunidad con la emisión de acciones, sin embargo la mayoría de las empresas, sobre todo las familiares no desean que la obtención de recursos conlleve a una pérdida de control de la empresa (Holmes y Ken,1991), lo cual nos deja como prioridad la segunda alternativa, es decir, la emisión de deuda corporativa en el mercado de valores con las modalidades de obligaciones, titularización, papel comercial o el mecanismo diseñado para los iniciadores conocido como REB.

Por tal motivo, se plantea este estudio con la finalidad de conocer en forma detallada el REB como una fuente alternativa de financiamiento, así como describir los pasos en un proceso de emisión, los costos de estructuración, costos colocación, ventajas y desventajas así como posibles beneficios de convertirse en un participante activo del mercado de valores.

De igual forma se analizará el mercado de valores ecuatoriano y sus mecanismos de información continua, ya que se considera que las empresas pymes no tienen apertura en mostrar sus cifras y que las entidades de control no las exigen.

El mercado de valores ecuatoriano existe poca disposición a transparentar la información por parte de las Pymes, sin que ello haya sido compensado por las

bolsas de valores proponiendo incentivos para mejorar esta práctica. De esta manera sus servicios se han mantenido enfocados en las grandes empresas que sí disponen de información financiera suficiente y que están dispuestas a hacerla pública (Posso, 2013, p.18)

#### **1.4. Hipótesis**

El mercado de valores constituye actualmente una alternativa de financiamiento para las pymes frente al tradicional sector financiero debido a las ventajas en cuanto a tasas, plazos, montos y condiciones de pago.

#### **1.5. Pregunta de Investigación**

¿Constituye el mercado de valores a través del Registro Especial Bursátil la mejor alternativa de financiamiento para las pymes?

#### **1.6. Contexto y Marco Teórico**

El marco teórico hace referencia inicialmente a las PYMES en el Ecuador y su aporte al crecimiento de la economía, posteriormente se analizarán los montos que el sistema financiero a colocado en préstamos a las pymes, así como una descripción del mercado de valores ecuatoriano y los montos emitidos y colocados a través del Registro Especial Bursátil.

El conocimiento de los costos y pasos de los procesos de emisión, nos brindarán la información necesaria para evaluar la alternativa más ventajosa para las PYMES, se tomará en consideración las experiencias de otros países en el desarrollo del mercado de valores para las pequeñas y medianas empresas.

### **1.7. Propósito del Estudio**

El propósito de la investigación es realizar un análisis costo-beneficio de las alternativas de financiamiento, tanto en el mercado de valores a través del Registro especial bursátil versus la opción del préstamo en el sector financiero.

### **1.8. Objetivo General**

El Objetivo general de la tesis es realizar un análisis del mecanismo denominado REB-Registro Especial Bursátil, sus ventajas y beneficios en cuanto a plazo, tasas y requisitos de participación en lugar de las tradicionales fuentes de financiamiento.

El nivel de conocimiento de esta alternativa en el mercado bursátil, nos permitirá desconcentrar la atención en un solo mecanismo de financiamiento “la banca”, llevándonos a la posibilidad de desarrollar un mercado que aún no es saturado y cuyo crecimiento y maduración aporta al desarrollo de toda la economía.

### **1.9. Objetivo Específico**

Los objetivos específicos son:

- Análisis y comentarios de la literatura especializada, respecto de la posibilidad de que las empresas pequeñas de un país se financien en Bolsa.
- Revisión a nivel regional de los países que ha integrado a sus mecanismos de negociación en bolsa escenarios de ambientación para las PYMES.
- Determinación del tratamiento especial que debe darse a estas empresas para que puedan acceder a la bolsa, como un mecanismo más eficiente.
- Realizar un análisis costo-beneficio de las alternativas de financiamiento a través del REB versus la opción tradicional de préstamo en el sector financiero.

- Consultar el número de Pymes que han logrado ingresar en las Bolsas de Valores del país a través del mecanismo REB, los montos colocados y su porcentaje de participación en relación al monto emitido.

### **1.10. Significado del Estudio**

El presente estudio constituye una fuente de conocimiento y actualización para las empresas que requieren conocer mecanismos alternativos de financiamiento; en el país ya existen estudios relacionados entre los cuales se destacan los siguientes: "Análisis del REB como instrumento de inversión en el mercado de valores ecuatoriana" (Aldeán, 2007). "Identificación de nodos que no permiten el acceso de las Pymes al mercado de valores bajo un enfoque institucional" (Posso, 2013), y "Análisis de las fuentes de financiamiento para las Pymes" (Veleccla Abambari, 2013)

Los resultados de la presente investigación constituyen un aporte a los empresarios, sector financiero y mercado de valores, ya que brinda información actualizada en torno a los costos y procesos en la obtención de fuentes de financiamiento con especial atención en el Registro Especial Bursátil.

### **1.11. Presunciones del Autor**

Se espera disponer de información histórica de la participación de las PYMES en el mercado de valores a través del segmento REB, así como los montos colocados versus los emitidos, detalle de plazos de emisión, tasas y costos globales, la información descrita nos permitirá realizar un análisis concreto para elegir la mejor opción de financiamiento.

Se espera contar con la opinión de los expertos, es decir, los agentes de bolsa que han participado en la asesoría de empresas que utilizaron el REB como mecanismo de financiamiento y que pueden aportar conocimientos en base a sus experiencias.

En el marco teórico para el desarrollo de la tesis se incluyen mecanismos similares de negociación en el mercado de valores que otros países han desarrollado para las PYMES.

Posteriormente se presentará la metodología y tratamiento de datos recolectados, así como los resultados de la comparación de costos y beneficios de las fuentes de financiamiento, finalmente se informará los resultados de la entrevista de los expertos a fin de establecer las conclusiones y recomendaciones para futuros estudios relacionados.

## CAPÍTULO II

### 2.1. Revisión de la Literatura

Para iniciar al marco de referencia de la presente investigación, se señalará el concepto de pymes, su contribución y participación en los diversos sectores productivos del país, así como una descripción del sistema financiero ecuatoriano y el mercado de valores que son los escenarios en que se desarrolla la presente tesis.

### 2.2. Definición de las Pymes

Se conoce como pymes al conjunto de pequeñas y medianas empresas que de acuerdo al volumen de ventas, capital social, cantidad de trabajadores, y su nivel de producción o activos presenta características propias de este tipo de entidades económicas<sup>4</sup>.

Las Pymes realizan diferentes tipos de actividades entre las cuales se destacan las siguientes:

- Comercio al por mayor y menor
- Agricultura, silvicultura y pesca
- Industria manufacturera
- Transporte, almacenamiento y comunicaciones
- Bienes inmuebles y servicios prestados a las empresas
- Servicios comunales , sociales y personales

Para el objeto del presente estudio, tomaremos en consideración a la pequeña empresa, aquella que tenga entre 10 y 49 trabajadores, un valor de venta o ingresos brutos anuales entre cien mil y un millón USD 100.001 – USD1'000.000 o un volumen de activos entre cien mil uno y setecientos cincuenta mil dólares y; la mediana empresa, aquella que

---

<sup>4</sup> Revisar [www.sri.gob.ec](http://www.sri.gob.ec)

tenga entre 50 a 199 trabajadores, un valor de ventas o ingresos brutos anuales entre un millón y cinco millones de dólares USD1'00.001 – USD 5'000.000 o un volumen de activos entre setecientos cincuenta mil uno y cuatro millones de dólares.<sup>5</sup>

### 2.3. Las Pymes en Ecuador

De acuerdo con los datos obtenidos en el último Censo Económico efectuado en el año 2010, el 95% de los establecimientos en el Ecuador pertenecen al sector microempresa, un 3.66% corresponde a pequeñas empresas y un 0,62% medianas empresas. <sup>6</sup> Es decir que la mayoría de las empresas en el país comprenden el sector MIPYMES y solo un restantes 0,72% sería considerado grandes empresas, estas cifras revelan que el sector es numeroso y requiere financiamiento para sus operaciones.

Alrededor del 70% de todas las empresas registradas en la Superintendencia de Compañías son pequeñas y medianas empresas, ellas aportan más del 25% del PIB no petrolero del país y contribuye con la generación de mano de obra que bordea alrededor del 70% de la PEA <sup>7</sup>. (Ekos, 2012)

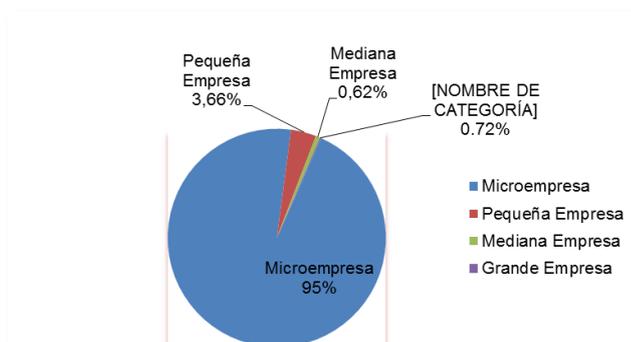


Figura 1. Empresas por tamaño

Fuente: Censo Nacional Económico .CENEC 2010-INEC

<sup>5</sup> Decreto No 757, Reglamento a la Estructura e Institucionalidad de desarrollo Productivo, de la inversión y de los mecanismos de fomentos productivo, establecidos en El Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones

<sup>6</sup> La metodología utilizada por el INEC comprende entre 1 y 9 trabajadores, no toma en cuenta tanto el nivel de ventas como la inversión en activos.

<sup>7</sup> PEA. Población económicamente activa

Las Pymes tienen un enorme potencial en la generación de empleo e ingresos, lo cual constituyen el motor del desarrollo de un país, su tamaño le permite administrar el entorno de forma eficiente convirtiéndose en comunicadora de las necesidades de bienes y servicios de su sector hacia las grandes empresas e industrias que las utilizan como distribuidoras de sus insumos o bienes y servicios terminados, lo cual la puede convertir en las aliadas estratégicas para el crecimiento de toda la economía.

Según los datos obtenidos por el INEC - Instituto Nacional de Estadísticas y Censos en el Ecuador, las PYMES ocupan una participación en varios sectores de la industria, entre ellos los de mayor participación con un 96% son los hogares privados con servicio doméstico, luego encontramos a hoteles y restaurantes con una aportación del 95,80%, mientras que el comercio, reparación y vehículos llega a un 92,60%, tal como lo refleja la Figura No2.

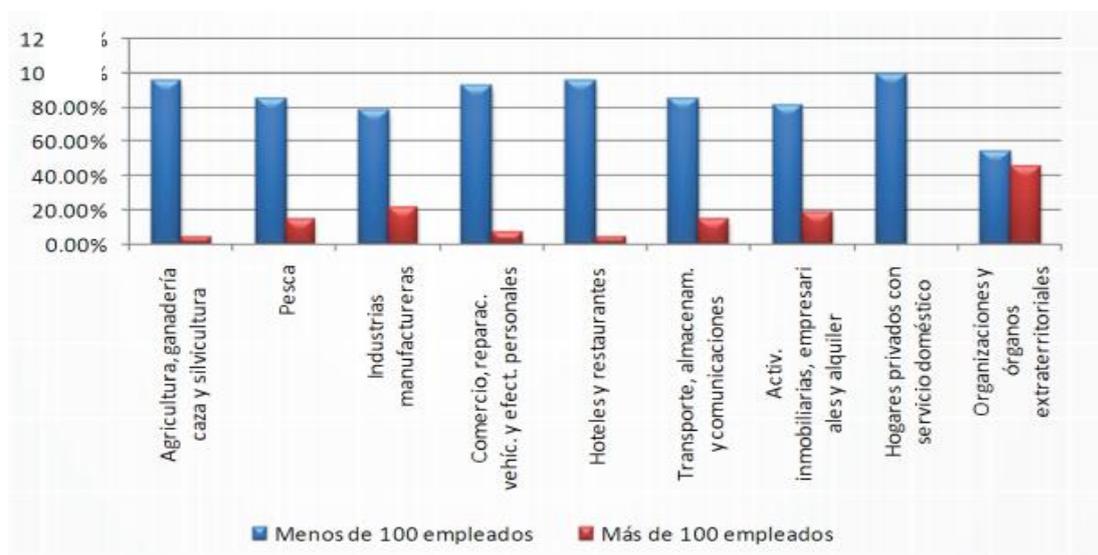


Figura 2. Participación de Pymes en la economía  
Fuente: INEC

En nuestro país, la mayoría de las pymes son emprendimientos iniciados por familias fruto de una idea concebida sin mayor preparación técnica o financiera, estos antecedentes hacen que enfrenten problemas como planificación en largo plazo, carencia de liquidez, escaso personal calificado, limitado uso de tecnologías de información, a pesar de este escenario las pymes han logrado mediante reestructuraciones interna sobrevivir y mantenerse.

De acuerdo con el estudio Global Entrepreneurship Monitor- Ecuador 2012 –GEM elaborado por la Escuela Politécnica del litoral se indica que “la mayor parte de los nuevos emprendimientos tiene una vida corta porque surge de la necesidad (falta de trabajo, dinero para inversión) y no por oportunidad (con planificación y asesoramiento)”, sin embargo el GEM resalta que el índice de actividad emprendedora temprana muestra un crecimiento sostenido desde el 2009 con un 15,8%, mientras que en el 2012 llegó a un 21.3%, esta tasa es la más alta de los países de la región.

#### **2.4. Financiamiento de Pymes**

Entre los factores que influyen en el crecimiento de las Pymes se consideran importantes los siguientes: la estabilidad económica, liquidez del mercado, incentivos tributarios, crecimiento de demanda de bienes y servicios y el financiamiento.

La búsqueda de capital de trabajo constituye uno de sus principales limitantes para las PYMES, a pesar que la banca pública y privada han desarrollado diversos programas de crédito, todavía existen necesidades que no han logrado ser cubiertas, de acuerdo al último censo del año 2010 de 510.507 pymes, 250.433 requieren financiamiento, tal como lo muestra la tabla No 2.

	Establecimiento requiere financiamiento a nivel nacional					
	Sí		No		Total	
	Recuento	% Fila	Recuento	% Fila	Recuento	Fila
Micro	243.374	49,32%	250.092	50,68%	493.466	100%
Pequeña	6.172	42,55%	8.334	57,45%	14.506	100%
Mediana	887	33,79%	1.738	66,21%	2.625	100%
<b>Total General</b>	250.433		260.164		510.597	

Tabla 2. Establecimiento requiere financiamiento a nivel nacional

Fuente: INEC. Censo Nacional Económico 2010

Confirmando la necesidad de financiamiento de la pymes en porcentaje, podemos observar en la Figura No 3 que las pymes que requieren financiamiento llegan a un 41.21%, mientras que el 58.79% no requiere, lo cual nos indica que existe una alta de demanda por cubrir en este segmento de empresas.

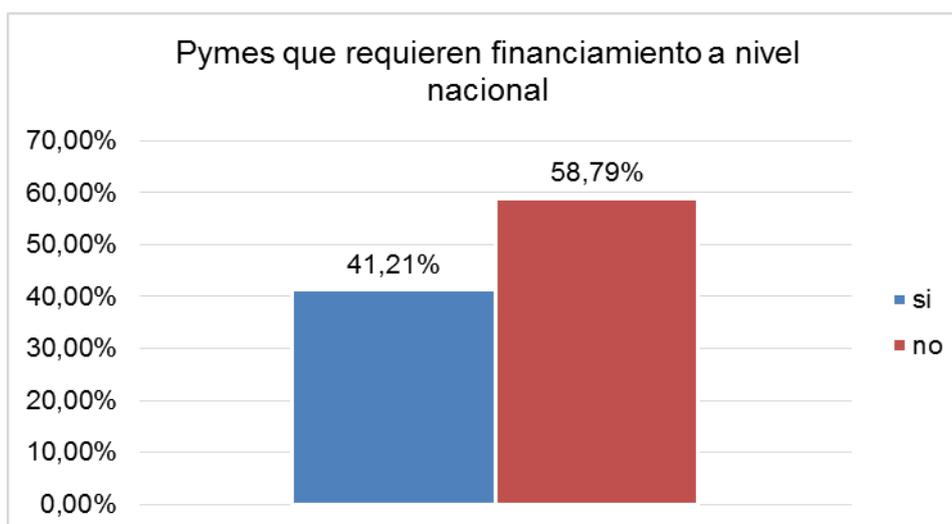


Figura 3. Pymes que requieren financiamiento a nivel nacional

Fuente: INEC. Censo Nacional Económico 2010

Las pymes utilizan varias alternativas de financiamiento internas y externas de acuerdo a sus necesidades y realidades, el estudio centra sus esfuerzos en dos tipos de financiamiento.

1. Financiamiento a través del sistema financiero
2. Financiamiento a través del mercado de valores con el mecanismo denominado Registro Especial Bursátil.

### 2.5. Sistema Financiero Ecuatoriano

El Código Orgánico Monetario y Financiero que tiene por objeto la regulación de los sistemas monetario y financiero, e integrar a las entidades vinculadas, establece la siguiente descripción del sistema financiero nacional (Código Orgánico Monetario y Financiero, 2014)

<b>Sistema Financiero Nacional</b>	<b>Público</b>	Bancos , Corporaciones
	<b>Privado</b>	Bancos múltiples , bancos especializados, de servicios financieros, de servicios auxiliares
	<b>Popular y solidario</b>	Cooperativas de ahorro y crédito, Cajas Centrales, entidades asociativas o solidarias, de servicios auxiliares.

Tabla 3. Sistema Financiero Nacional  
Fuente: Código Orgánico Monetario y Financiero

Según los que se indica en la Superintendencia de Banco del Ecuador (SBS), el sistema financiero es el conjunto de instituciones que tiene como objetivo canalizar el ahorro de las personas. Esta canalización de recursos permite el desarrollo de la actividad económica (producir y consumir) haciendo que los fondos lleguen desde las personas que tienen recursos monetarios excedentes hacia las personas que necesitan estos recursos. Los intermediarios financieros crediticios se encargan de captar depósitos del público y por otro seguir generando riqueza.

El sistema financiero ecuatoriano se encuentra clasificado de acuerdo al siguiente esquema.

- a. Bancos Privados
- b. Cooperativas de ahorro y crédito
- c. Mutualistas de ahorro y crédito para la vivienda
- d. Sociedades Financieras
- e. Tarjetas de crédito

En la actualidad el sistema financiero ecuatoriano tuvo cambios:

A inicios del año 2014 debido al cese de actividades del banco Territorial y la fusión de los bancos Solidario y Unibanco S.A. La Cooperativa Codesarrollo, desde abril del 2014 se convierte en Banco Codesarrollo, mientras que la Sociedad Financiera Consulcrédito presenta liquidación voluntaria. Finalmente el Banco Sudamericano cierra sus operaciones en agosto del 2014, mientras que los bancos Promerica y Produbanco se fusionan al igual que Banco del Pacífico y Pacificard. En enero de 2015 la sociedad financiera Visionfund entra en operaciones <sup>8</sup>(Banco Central del Ecuador)

A continuación se presenta la clasificación de las instituciones financieras en la Tabla No 3.

<b>Clasificación</b>	<b>Número</b>
Bancos Privados	22
Cooperativas de Ahorro y crédito	107
Mutualistas	4
Sociedades financieras	10
Emisoras de tarjetas de crédito	1

Tabla 4. Clasificación de las Instituciones Financieras del Ecuador  
Fuente: Banco Central del Ecuador 2015

<sup>8</sup> Revisar publicación de Banco Central del Ecuador. Evolución del Volumen del Crédito y Tasas de interés (Junio, 2015)

El sistema financiero está supervisado por las siguientes entidades:

- a) Superintendencia de Bancos tiene como misión velar por la seguridad, estabilidad, transparencia y solidez de los sistemas financieros, de seguros privados y de seguridad social, mediante un eficiente y eficaz proceso de regulación y supervisión para proteger los intereses del público y contribuir al fortalecimiento del sistema económico social, solidario y sostenible. Esta entidad fue creada el 6 de septiembre de 1927, está sujeta a las regulaciones de la Junta Bancaria y se encuentra liderada por el Superintendente de Bancos.<sup>9</sup>
- b) Superintendencia de Economía Popular y Solidaria, es una entidad técnica de supervisión y control de la economía popular y solidaria, con personería jurídica de derecho público y autonomía administrativa y financiera, la SEPS, inició sus actividades el 5 de Junio del 2012 y está liderada por el Superintendente de Economía Popular Solidaria.<sup>10</sup>
- c) Banco Central del Ecuador, es la entidad encargada de encauzar las actividades que permitan el desarrollo y evolución financiera del país, entre sus funciones están: Posibilitar disposición de moneda circulante, facilitar los pagos y cobros a través del sistema financiero privado, evaluar y monitorear la cantidad de dinero en la economía, revisar la integridad y transparencia de los recursos del Estado y ofrecer información para la toma de decisiones financieras y económicas, fue creada el 9 de Julio de 1925.<sup>11</sup>

---

<sup>9</sup> Revisar [www.superbancos.gob.ec](http://www.superbancos.gob.ec). Misión de Superintendencia de Bancos del Ecuador

<sup>10</sup> Revisar la página web [www.seps.gob.ec](http://www.seps.gob.ec). Definición de la entidad

<sup>11</sup> [www.bce.fin.ec](http://www.bce.fin.ec)

### 2.5.1. Sistema Financiero y la evolución en créditos

A continuación se realizará una verificación de la evolución del crédito otorgado por el sistema financiero durante el periodo 2012-2014.

A su vez se realizará una verificación del número de operaciones en este mismo periodo, así como del volumen asignado de acuerdo a la estructura del crédito productivo, consumo, viviendas y microcrédito.

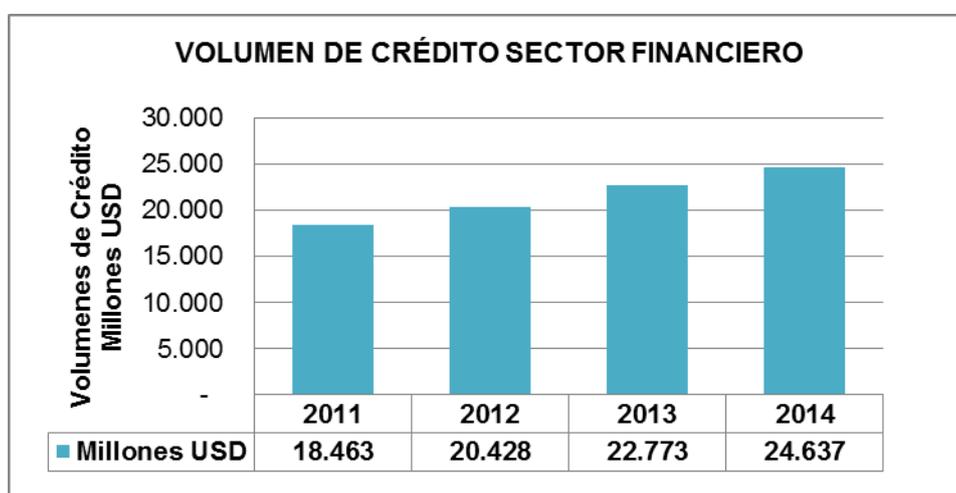


Figura 4. Volumen de crédito sector financiero  
Fuente: Banco Central del Ecuador

Como podemos observar en la figura No 4, los resultados obtenidos por el sector financiero ecuatoriano en el periodo 2011-2014, continúan mostrando una evolución positiva, el volumen de crédito otorgados al 2011 fue de US\$ 18.463 millones, mientras que en el año 2012 pasó a US\$ 20.428 millones, es decir un incremento de US\$ 1.965 millones, para el año 2013 el volumen de créditos se situó en US\$ 22.773 millones con un incremento de US\$2.345 millones respecto al año anterior, mientras que el año 2014 fue de US\$24.637 millones, lo cual representó un aumento de US\$ 1.864 millones.

Aunque el volumen de crédito se ha incrementado desde el año 2012 al 2014, se observa una desaceleración en la tasa de crecimiento registrada, de modo que para el año 2011 al 2012 se incrementó el volumen de crédito en un 10.64%; el año 2013 con relación al año 2012 el incremento fue de 11.47% y finalmente para el año 2014 el volumen creció solo un 8.18% con relación al año anterior.

Este decrecimiento, se debió a la normativa emitida por el Gobierno del presidente Rafael Correa, en la que el sector financiero tuvo limitantes para enfrentar su crecimiento por el aumento de impuestos, lo cual generó menor rentabilidad y por lo tanto menos recursos para capitalizarse; ya que el crédito está relacionado con el patrimonio este se vio afectado y la capacidad de otorgar créditos disminuyó con relación a los años anteriores.

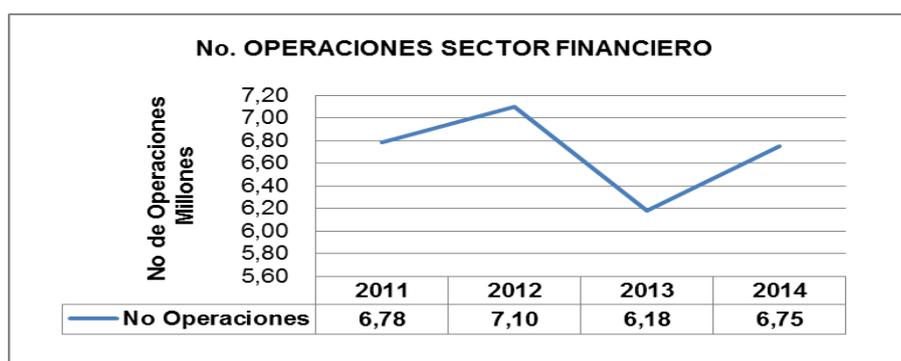


Figura 5. Número de Operaciones del Sector Financiero  
Fuente: Banco Central del Ecuador 2014

En relación a la figura No 5, podemos verificar que el sistema financiero registró 6.78 millones de operaciones en el año 2011, en el año 2012 la operaciones llegaron a 7,10 millones lo cual representó un aumento del 4.71%, en el año 2013 el número de operaciones disminuyó a 6,18 millones, lo cual represento una caída del -12.95% con respecto al año anterior, mientras que en el 2014 hubo una ligera recuperación ubicando en 6.75 millones el número de operaciones lo que representó un incremento del 9.22%.

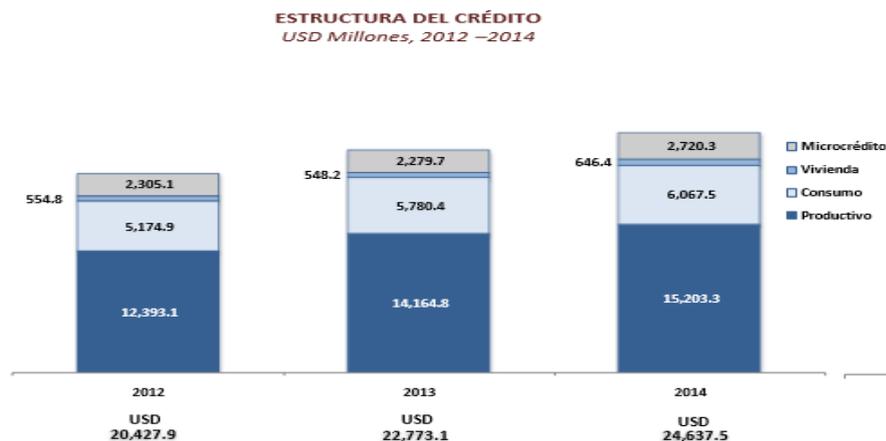


Figura 6. Estructura del crédito  
Fuente: Banco Central del Ecuador

Con relación a la estructura de crédito presentada en la Figura 6, podemos indicar que en el año 2012 de US\$ 20.429 millones otorgados se destinaron al sector productivo con un asignación de US\$ 12.393 millones, el sector consumo obtuvo US\$ 5,174 millones, el sector vivienda logró US\$554.8 millones, mientras que el sector microcrédito obtuvo US\$ 2.305 millones de dólares.

En el año 2013, aumento el monto de crédito a US\$ 22.773 millones, se mantuvo como líder el sector productivo con una asignación de US\$14.164 millones, seguido por el sector consumo con una participación de US\$5.780 millones y el sector vivienda con un monto US\$ 2.279, el sector vivienda decreció a 548 millones, es decir un 1.08% con relación al año anterior.

En el año 2015 todos los sectores aumentaron su participación en la estructura de crédito iniciando con US\$ 15.23 millones para el sector productivo, US\$6.076 millones para el sector consumo, US\$2.720 millones para el sector microcrédito y finalmente un monto US\$ 646,4 para el sector vivienda.

<b>Segmento Productivo Corporativo</b>			
<b>Volumen de Crédito (millones USD) por rango</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
<b>1 - 330.000</b>	1.707,7	1.800,3	1.898,1
<b>330.000 - 1.100.000</b>	1.705,7	2.145,0	2.041,4
<b>1.100.000 - 2.000.000</b>	1.816,8	1.901,7	2.141,1
<b>2.000.000 - 4.000.000</b>	1.626,8	1.889,5	2.011,5
<b>&gt; 4.000.000</b>	1.610,8	2.219,3	2.557,3
<b>TOTAL VOLUMEN DE CRÉDITO</b>	<b>8.467,8</b>	<b>9.955,8</b>	<b>10.649,4</b>

Tabla 5. Segmento Productivo Corporativo  
Fuente: Banco Central del Ecuador

De acuerdo a los datos del Banco Central relacionados al volumen de créditos y en base al estudio de la presente tesis se analizarán los siguientes segmentos: Productivo, Corporativo y Pymes.

En cada segmento presentado en la Tabla 4, se han establecido rangos, así como el volumen otorgado por cada año, lo cual nos permitirá apreciar el número de operaciones por cada rango y definir cual representa una mayor demanda de financiamiento

En el segmento Productivo Corporativo, se observa un aumento en el volumen de créditos otorgados desde el año 2012 al 2014, pasando de US\$8.467 millones en el 2012, a US\$ 9.955 millones en el 2013 y US\$10.649 millones para el año 2014, la tabla también nos indica que la mayor aportación en volumen de crédito la genera el rango de más de US\$4 millones con un total entregado de US\$ 6.387 millones.

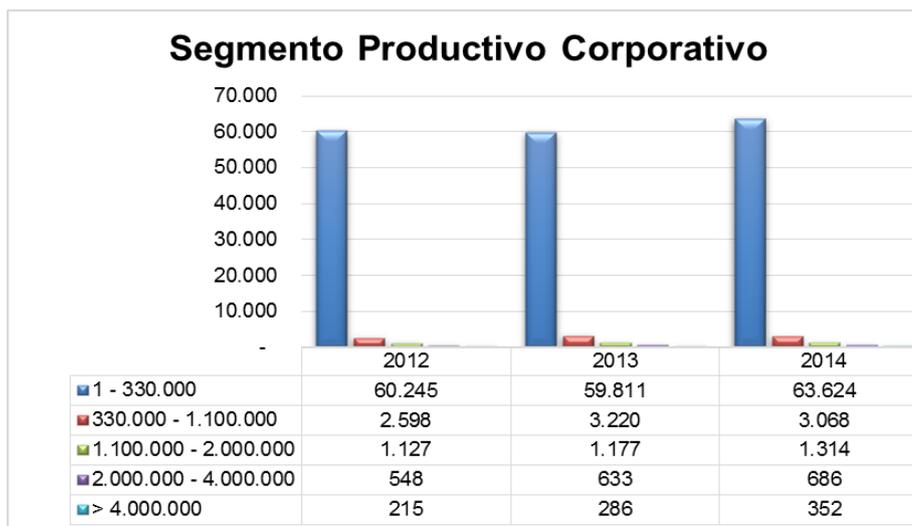


Figura 7. Operaciones por segmento corporativo  
Fuente: Banco Central del Ecuador

Sin embargo al estudiar las cifras del segmento productivo-corporativo, correspondiente a la Figura No 7, podemos observar que la mayor demanda de crédito por número de operaciones no se concentró en los montos mayores de US\$ 4 millones, si no en el rango de (1- 300.000), donde el número de operaciones para el 2012 se ubicó en 60.245, mientras que en el año 2013 fueron de 59.811 operaciones, lo cual representó una disminución de 433 operaciones con una relación porcentual de 0,71%, mientras que para el año 2014 se incrementó el número de operaciones a 63.624, es decir un aumento de 3.379 operaciones con respecto al año 2012, lo que equivale a un incremento del 6.00%.

Segmento Productivo Corporativo	TEA promedio		
TEA por rango	2012	2013	2014
1 - 330.000	8,45	8,52	8,50
330.000 - 1.100.000	8,60	8,76	8,62
1.100.000 - 2.000.000	8,30	8,50	8,24
2.000.000 - 4.000.000	7,98	8,04	7,84
> 4.000.000	7,18	7,03	7,00
<b>TEA PROMEDIO</b>			

Tabla 6. TEA Promedio de segmento Productivo-Corporativo  
Fuente: Banco Central del Ecuador

Con relación a la TEA promedio de los años 2012 al 2014 por rango de crédito, se puede observar un leve incremento del 0,07% del año 2012 al 2013, sin embargo en el año 2014 todos los rangos presentan una disminución con relación al año anterior, el rango que mayor demanda de crédito presentó obtuvo una tea de 8,50% para el año 2014.

<b>Segmento Productivo Empresarial</b>			
<b>Volumen de Crédito (millones USD) por rango</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
<b>1 - 130.000</b>	403	432	448
<b>130.000 - 250.000</b>	411	424	430
<b>250.000 - 400.000</b>	409	435	498
<b>400.000 - 650.000</b>	386	417	426
<b>&gt; 650.000</b>	382	420	441
<b>TOTAL VOLUMEN DE CRÉDITO</b>	<b>1.991</b>	<b>2.128</b>	<b>2.243</b>

Tabla 7. Volumen de crédito segmento productivo empresarial  
Fuente: Banco Central de Ecuador.

Con relación al segmento productivo empresarial, presentado en la tabla No 6, podemos observar que el volumen otorgado por crédito es más equilibrado y progresivo, iniciando el año 2012 con un monto de US\$1.991 millones en total, hasta llegar a un monto US\$ 2.243 millones en el año 2014, sin embargo este aumento no fue en la misma magnitud que el ocurrido en el periodo 2012- 2013, donde el incremento fue de 6.93%, mientras que el aumento en el periodo 2013- 2014 no supero el 5.40%.

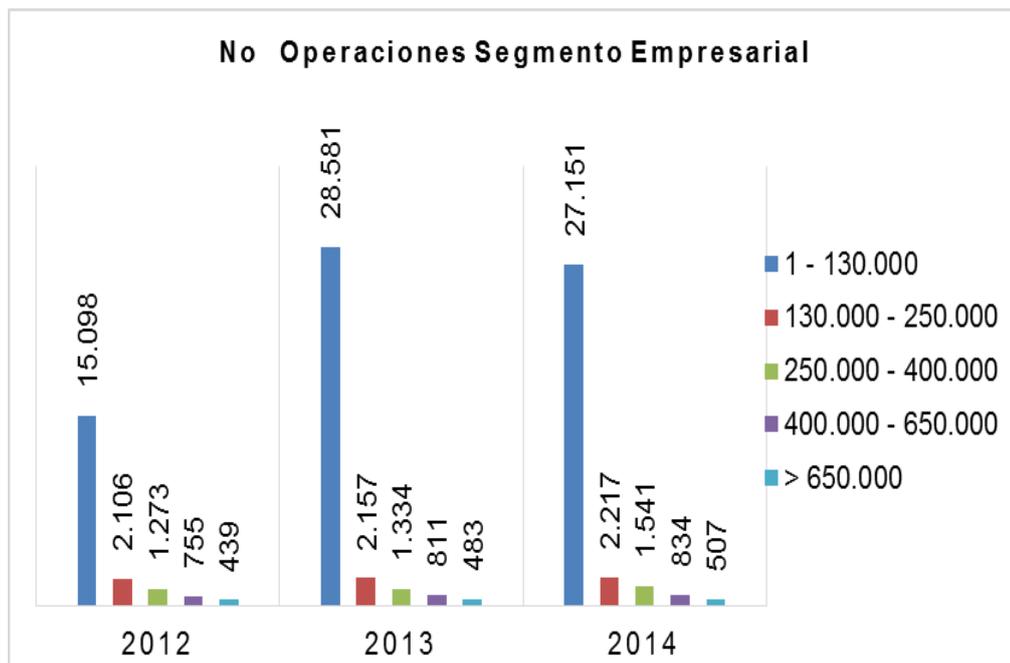


Figura 8. No de operaciones por segmento productivo empresarial  
Fuente: Banco Central del Ecuador

Como relación al número de operaciones en el segmento productivo, se puede observar una mayor demanda en el primer rango, es decir, (1 -130.000), generándose un número de 15.098 operaciones para el año 2012, para el año 2013 las operaciones llegaron a 28.501, es decir un incremento de 13mil nuevas operaciones, mientras que en el año 2014 la cifra disminuyó a 27.151 operaciones, es decir, una reducción de 1.430 operaciones en el segmento de mayor demanda.

El siguiente rango de (130.000 -250.000) presenta una demanda estable para los tres años de estudio, colocándose en 2.106 operaciones en el año 2012, con un ligero aumento 2.157 en el año 2013 y finalmente un número de 2.217 operaciones para el año 2014.

<b>Segmento Productivo Empresarial</b>	<b>TEA promedio</b>		
<b>TEA por rango</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
<b>1 - 130.000</b>	9,61	9,55	9,59
<b>130.000 - 250.000</b>	9,85	9,91	9,88
<b>250.000 - 400.000</b>	9,83	9,80	9,74
<b>400.000 - 650.000</b>	9,57	9,63	9,56
<b>&gt; 650.000</b>	9,09	9,32	9,10

Tabla 8. TEA promedio para el segmento productivo empresarial  
Fuente: Banco Central del Ecuador.

Con relación a la TEA, el segmento productivo empresarial ha operado con una tasa efectiva anual de 9,59%, para el año 2014 en el primer rango (1-130.000), dándose una mejora con una tasa del 9.10% para el último rango de crédito mayores a US\$650.000 dólares.

<b>Segmento Productivo PYMES</b>			
<b>Volumen de Crédito (millones USD) por rango</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
<b>1 - 20.000</b>	457	458	457
<b>20.000 - 40.000</b>	360	368	430
<b>40.000 - 75.000</b>	353	388	431
<b>75.000 - 130.000</b>	378	422	470
<b>&gt; 130.000</b>	385	444	524
<b>TOTAL VOLUMEN DE CRÉDITO</b>	<b>1.934</b>	<b>2.081</b>	<b>2.311</b>

Tabla 9. Volumen de crédito segmento pymes  
Fuente: Banco Central del Ecuador

El siguiente segmento corresponde a las PYMES, tal como lo muestra la tabla No 8, podemos apreciar que se registra un aumento en los montos del volumen de crédito otorgado, desde el año 2012 al 2014, sin embargo el crecimiento es lento y no se percibe una mayor participación seguramente por las condiciones de riesgo que las pymes han representado históricamente para el sector financiero.

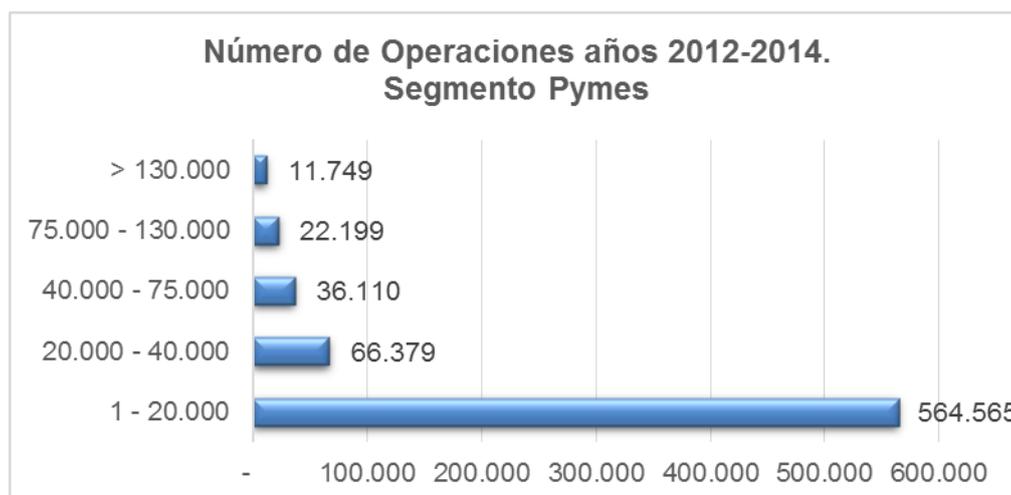


Figura 9. Número de operaciones segmento Pymes

Fuente: Banco Central del Ecuador

Al relacionar todas las operaciones desde el año 2012 al 2014 a través de la Figura No 9, en el segmento pymes podemos apreciar que la mayor demanda se ha mantenido en el primer rango de volumen de crédito, es decir, (1-20.000) con 565mil operaciones, el siguiente rango (20.000-40.000) solo generó 66 mil operaciones en los mismos tres años, seguramente la pymes logran obtener una respuesta más ágil por parte del sistema financiero en el acceso al crédito cuando limitan el monto de financiamiento.

<b>Segmento Productivo PYMES</b>	<b>TEA promedio</b>		
	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
<b>TEA por rango</b>			
<b>1 - 20.000</b>	11,13	11,32	11,19
<b>20.000 - 40.000</b>	11,55	11,52	11,48
<b>40.000 - 75.000</b>	11,46	11,44	11,41
<b>75.000 - 130.000</b>	11,36	11,39	11,34
<b>&gt; 130.000</b>	10,93	10,90	10,62

Tabla 10. TEA promedio segmento pymes

Fuente: Banco Central del Ecuador

Como se puede observar en la tabla No 9, en el segmento Productivo Pymes las tasas efectivas promedio se han mantenido equilibradas desde el año 2008, finalizando el año 2014 con un ligera mejora en cada uno de los rangos, siendo la mejor posicionada la tasa del 10.62% en el rango mayores a US\$ 130.000.

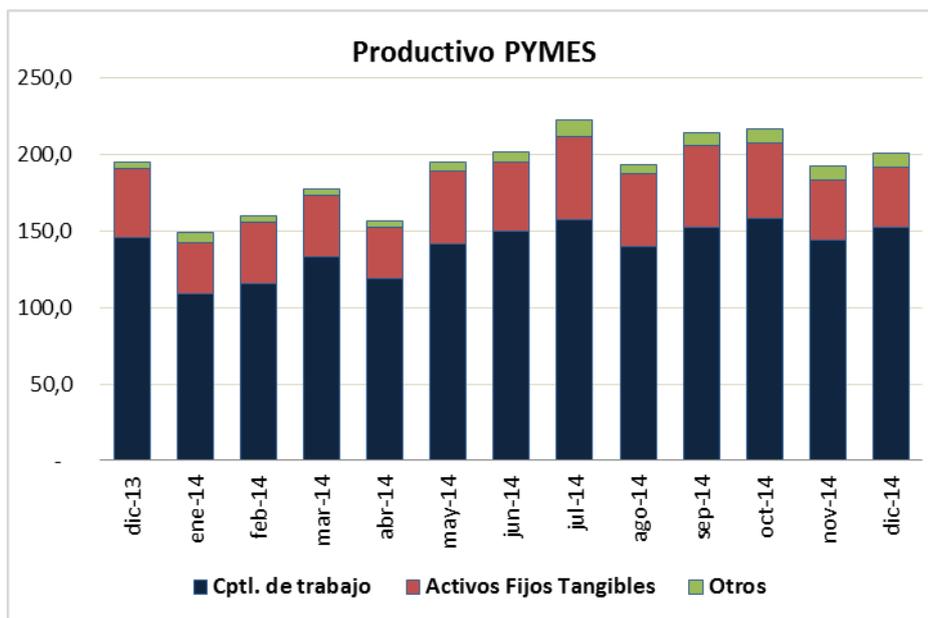


Figura 10. Destino de Crédito para pymes  
Fuente: Banco Central del Ecuador

Con relación a la uso de los fondos que las pymes adquieren a través del sistema financiero, podemos a través de la figura No 10, que en el año 2014 la mayor demanda de crédito fue para capital de trabajo, seguido por la compra de activo tangibles; el mes de Julio las empresas utilizaron de US\$156 millones para capital y US\$ 54 millones para la compra de activos tangibles, mientras que en el mes de octubre del mismo año la demanda para capital de trabajo se ubicó en US\$158 millones, y la demanda de activos tangibles fue de US\$ 48.7 millones.

Este comportamiento refleja que en su mayoría las pymes registran una alta demanda de capital para el desarrollo de sus actividades industriales, comerciales y de servicios, y aún en estas condiciones la banca no logra cubrir las necesidades de liquidez de todo el sector pymes.

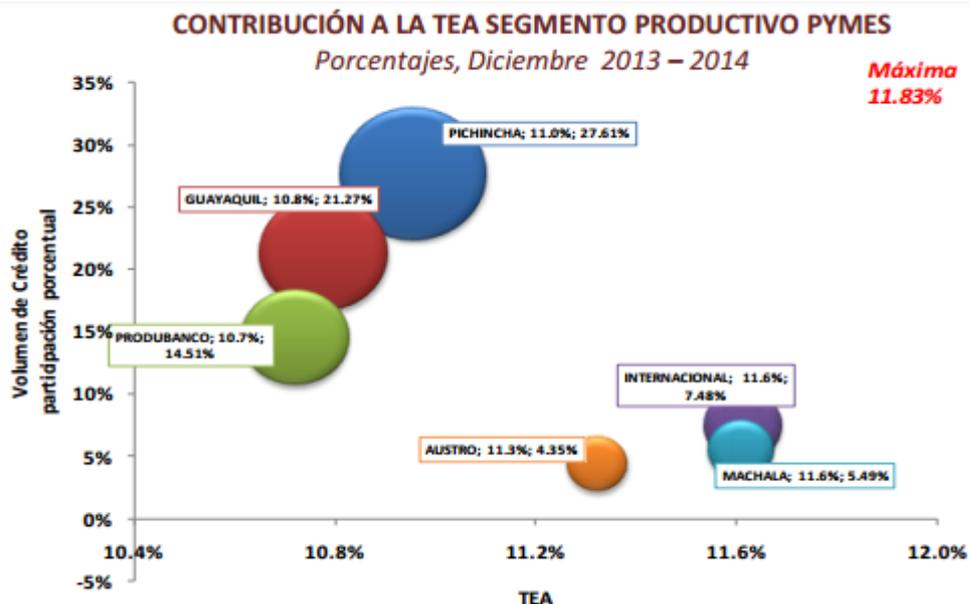


Figura 11. Principales IFIs que aportan a la TEA mensual  
Fuente: Banco Central del Ecuador

Con relación a las principales entidades que contribuyen a la TEA en el segmento pymes podemos mencionar a la Banca, liderando posiciones en cuanto créditos otorgados al sector pymes tenemos al Banco del Pichincha con una aportación del 27.61% y una Tea el 11.0%, luego Banco Guayaquil con una participación 21.27% y una Tea de 10.8%, inmediatamente, tenemos a Produbanco con un aportación del 14.51% en volumen de créditos otorgados y con una tea del 10.70%.

Con una menor aportación también observamos a Banco Internacional con una participación del 7.48% y una tea del 11.60%, Banco Machala aporta con un 5.49% y mantiene una tea del 11.60% y finalmente Banco del Austro con una aportación del 4.35% y una tea el 11.30%

## 2.6. Mercado de Capitales

El mercado de capitales, es un tipo de mercado financiero en el que cual realiza la compra-venta de títulos, en especial acciones, representativos de los activos financieros de las empresas cotizadas en bolsa. Se puede decir que constituye una fuente de ahorro e

inversión para los inversionistas, dentro del mercado de capitales se encuentra el Mercado de Valores.

En el caso ecuatoriano, en el mercado de valores se negocian títulos de renta fija y renta variable inscritos en el Catastro Público del Mercado de Valores y en las subastas especiales debidamente reglamentadas por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera y las normativas emitidas por las Bolsas de Valores del país.

### **2.6.1. Mercado de Valores**

El mercado de valores cumple el rol de canalizar el ahorro hacia la inversión, esto a través de varios vehículos de financiamiento no tradicionales como lo son la emisión de titularizaciones, obligaciones, papel comercial, acciones, pagares a la orden, los cuales son utilizados por las empresas (emisores) para captar recursos directamente de los inversionistas sean estas personas naturales, jurídicas, inversionista institucionales y entidades del sector público.

### **2.6.2. Mercado de Capitales de la Región**

Ecuador es miembro de la Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores, esta organización desempeña la función de facilitador en el intercambio de experiencias locales las cuales son expuestas a los otros miembros a través de encuentros anuales.

Entre sus principales funciones constan las siguientes: a) fomentar la colaboración de sus miembros, a fin de promover el desarrollo de sus respectivos mercados, b) cooperar con las entidades nacionales e internacionales con competencias legislativas, reglamentarias o de otra índole en el ámbito de los mercados financieros y de valores a fin de homogenizar las normativas, procesos, contratos, instituciones que participan en el ámbito que se desarrolla el mercado ,c) promover la integración de los mercados bursátiles pertenecientes a la Federación, d) alentar

normas y procedimientos que aseguren la solvencia, legitimidad e información de los inversionistas. (Federación Iberoamericana de Bolsas, 1997).

Entre los miembros de la Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores también existe el interés en el desarrollo de un mercado alternativo para las PYMES por ser considerada de gran aportación para el desarrollo de los países, a continuación se presenta un detalle de los mecanismos desarrollados por los países vecinos y que constan en la tabla No 10.

<b>BOLSA</b>	<b>PAÍS</b>	<b>MERCADO</b>	<b>OBJETIVO</b>
<b>Bolsa de Valores de Lima</b>	PERÚ	Mercado Alternativo de Valores	Mercado desarrollado para que las PYMES obtengan fondos mediante colocación de instrumentos a corto plazo, bonos y acciones.
<b>Bolsa de Madrid</b>	ESPAÑA	Mercado Alternativo Bursátil	Mercado diseñado para empresas de reducida capacidad de capitalización bursátil.
<b>Bolsa de Comercio de Buenos Aires</b>	ARGENTINA	Cheques de pago diferido	Intercambio de cheques en un plazo máximo de 300 días
		Obligaciones Negociables	Las Pymes pueden emitir estos valores negociables bajo un régimen simplificado de oferta pública y cotización
		Fideicomisos Financieros	Herramienta financiera mediante la cual la Pymes, en forma individual o conjunta, pueden obtener fondos
		Acciones	Mercado con un régimen simplificado de oferta pública y cotización para empresas pymes.
<b>Bolsa Mexicana de Valores</b>	MÉXICO	Mercado de Deuda para empresas	Programa para que las pequeñas y medianas empresas tengan acceso a servicios de consultoría necesarios para participar como emisor.
<b>Bolsa de Valores de Colombia</b>	COLOMBIA	Mercado Alternativo Colombiano	Negociación de facturas como apoyo al financiamiento de Pymes en el corto plazo.
<b>Bolsa de Valores de Bolivia</b>	BOLIVIA	Mesa de negociación Pymes	Es un mecanismo centralizado de la BBV dirigido a pequeña y mediana empresa a través de la emisión de pagarés.

Tabla 11. Mercados Alternativos en Bolsas de Valores de la región

Fuente: Páginas web de las Bolsas de Valores de la región

## **2.7. Mercado de Valores Ecuatoriano**

### **2.7.1. Reseña Histórica**

El mercado de valores ecuatoriano inicia con la creación de la Bolsa de Comercio de Guayaquil en el año 1906, con la expedición del Código de Comercio de Alfaro, la cual no fue suficiente para desarrollar el mercado de valores.

En el año 1935, se crea la Bolsa de Valores y Productos del Ecuador C.A., la cual permaneció en funciones solo hasta junio de 1936 debido a la escasa oferta de títulos valores, al poco desarrollo económico-social e industrial del país.

En el año 1965, se crea la Comisión de Valores-Corporación Financiera Nacional, que tenía como principal actividad promover la creación de las bolsas de valores, esta gestión dio resultados a partir de 1969 cuando mediante Decreto Ejecutivo No 1182, promulgado el 7 de Julio de 1969, se crea las primeras bolsa de valores en las ciudades de Quito y Guayaquil.

Con el fin de regular el nuevo entorno, se expide la primera Ley de Mercado de Valores el 26 de mayo de 1993, su principal aporte fue la constitución de las casas de valores en lugar de agentes de bolsa, administradoras de fondos, el depósito centralizado de valores y la transformación de las bolsas de valores en compañías anónimas.

En el año 1998 se expide una nueva Ley de Mercado de Valores, la cual incluye las figuras de inversionistas institucionales, titularizaciones y fideicomisos y que fue codificada el 22 de febrero del 2006, en esta ley se estipula a través de su artículo 9 que el Consejo Nacional de Valores (C.N.V), se constituye como organismo adscrito a la Superintendencia de Compañías, y por lo tanto era encargado de establecer la política general del mercado de valores y regular su actividad.

Con el propósito de fortalecer el mercado de valores se aprobó, la Ley Orgánica para el Fortalecimiento del Sector Societario y Bursátil, la cual reforma algunos artículos

importantes iniciando con los principios rectores del mercado de valores, a fin de lograr un escenario de confianza, transparencia y protección al inversionista y por consiguiente el crecimiento del mercado.

### **2.7.2. Definición del Mercado de Valores**

“El mercado de valores es segmento de mercado de capitales que canaliza recursos financieros hacia actividades productivas, a través de la compra-venta de valores, en forma pública, ordenada y continua, que se desarrolla en las bolsas de valores” (Bolsa de Valores de Guayaquil, 2012).

El impulso al mercado de valores genera el crecimiento del país, ya que las compañías(emisores) de diversos sectores y tamaños de la economía que desean buscar capital de trabajo para diversos proyectos de corto, mediano y largo plazo pueden utilizar esta fuente alternativa de financiamiento y a la vez brindar a los inversionista una mejor rentabilidad a la que perciben en el sector financiero tradicional.

### **2.7.3. Función del Mercado de Valores**

La principal función del mercado de valores es la negociación de títulos valores (de renta fija y renta variable) entre oferente (emisores) y demandantes (inversionistas), a través de mecanismo previstos en la Ley de Mercado de Valores, con la finalidad de permitir la canalización de los recursos hacia las actividades productivas, sin necesidad de la intermediación de entidades financieras (Superintendencia de Compañías, 2014).

La gestión de difusión de las opciones de inversión disponibles en el mercado de valores es realizada por los operadores de valores, quienes actúan como “asesores de inversión” y son quienes distribuyen la información a sus clientes de acuerdo a su perfil de riesgo.

La atención integral que reciba el inversionistas a través de información oportuna, gestiones de cobro ante emisores, y alertas en los cambios de situación financiera de los diversos actores del mercado, constituyen un factor positivo que desencadena confianza y tranquilidad al inversionista que podrá considerar valorar el mercado de valores como un alternativa viable y recurrente de inversión.

Las casas de valores en su búsqueda de emisores inician la asesoría a empresas través de un estudio de viabilidad, en la cual valoran las condiciones financieras de la compañía, para luego establecer un cronograma de cumplimiento de los requisitos previa a la aprobación de las entidades de control, es decir, Superintendencia de Compañías, Bolsas de Valores, Calificadoras de riesgo.

Una vez que el emisor ha superado los filtros de seguridad se procede con la difusión a los inversionistas, en esta etapa inicia la campaña informativa sobre las características de la inversión sea esta de renta fija o renta variable y se inicia el proceso de colocación.

A continuación, se efectuará una presentación del Registro Especial Bursátil mecanismo de financiamiento que ha sido utilizado por varias empresas del mercado para iniciar su participación en Bolsa, el mercado fue creado para pymes, sin embargo todo aquellos considerados “iniciadores” tuvieron acceso a este mercado.

#### **2.7.4. Estructura Del Mercado de Valores**

Con el fin de adaptarse a los cambios y para fomentar desarrollar un mercado eficiente, transparente y competitivo se realizó una reforma al Mercado de Valores a través de la Ley para el fortalecimiento y optimización del sector financiero bursátil, la cual define como nueva entidad reguladora a la Junta de Regulación del Mercado de valores y abre la posibilidad de emitir a los fondos cotizados, la cual constituye un nuevo segmento

de emisores a su vez define las actividades de las casas de valores para intermediación que es la compra y venta de títulos valores, así como la Banca de Inversión que es la facultad de asesorar emisiones para la búsqueda de financiamiento de las empresas, cabe destacar que esta facultad ya las tenían las casas de valores antes de emitirse esta ley, sin embargo esta ley le otorga un nombre y reglas específicas en el desenvolvimiento de sus actividades.

<b>Normativa</b>	Ley Orgánica de Mercado de Valores y Reglamentos	
<b>Reguladores</b>	Junta de Regulación del Mercado de Valores	
<b>Supervisión Fiscalización</b>	Superintendente de Compañías y Valores	
<b>Emisores</b>	Públicos	Privados
	Fideicomisos de Titularización	Fondos Cotizados
<b>Inversionistas</b>	Sector Público	Inversionistas Privados
	Inversionistas Extranjeros	Administradoras de Fondos
<b>Intermediarios</b>	Casa de Valores ( Banca de Inversión)	
<b>Mercado</b>	Bolsa de Quito	Bolsa de Guayaquil
<b>Liquidación</b>	DECEVALE	
<b>Entidades de apoyo</b>	Calificadora de Riesgo	Audidores
	Estructuradores	Representante Obligacionistas
	Agente de Pago	

Tabla 12. Estructura del Mercado de Valores  
Fuente: Superintendencia de Compañías y Valores

## 2.8. Registro Especial Bursátil

El Registro Especial Bursátil constituye un mecanismo de ambientación más liviano para lograr que las pequeñas y medianas empresas logren beneficiarse de las

ventajas de participar en el mercado de valores a tasas más convenientes, plazos más largos y condiciones de pago establecidas de acuerdo a su capacidad de liquidez.

### 2.8.1. Participes del proceso de emisión REB y su rol

Las partes que intervienen en un proceso de emisión en el segmento Registro Especial Bursátil y la actividad que desempeñan se encuentran detalladas en el cuadro inferior.

Emisores : Empresas que buscan financiamiento
Casas de Valores: Entidades encargadas de asesorar a empresas y colocar sus títulos en el mercado
Agente de pago: Entidad encargada de cancelar al vencimiento a los inversionistas
Bolsa de Valores: Entidad que brinda mecanismos y normativa a los participantes del mercado.
Decevale. Entidad encargada de compensar las operaciones cerradas en bolsa.

**Tabla 13. Participes del segmento REB y su rol**

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil

### 2.8.2. Requisitos para la anotación en el REB

Como primer paso para iniciar un proceso de anotación, es necesario contar con la asesoría de una Casa de Valores que auspicie la anotación y asesore a la PYME en la organización de la información y estructuración de la emisión.

Para el objeto de estudio de la presente tesis, se incluyen únicamente requisitos para la anotación de valores de renta fija emitidos por compañías pertenecientes al sector privado, se omiten de este detalle los valores de renta variable, los valores inscritos por instituciones bajo el control de la AGD y de instituciones en liquidación, así como

compañías de reciente creación ya que no corresponden a nuestro objeto de estudio que son las PYMES ya establecidas.

<b>Requisitos</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Solicitud de anotación, suscrita por el Representante legal</li> <li>• Nombramiento actualizado y copias de cédula y certificado de votación del representante legal.</li> <li>• Copia de escritura de constitución, aumentos de capital y estatutos internos.</li> <li>• Copia del Acta de la Junta de Accionistas autorizando la emisión.</li> <li>• Certificado de cumplimiento de obligaciones y existencia legal del emisor otorgado por la Superintendencia de Cias y el IESS</li> <li>• Reporte de Buró de crédito.</li> <li>• Copia del modelo del título en la cual deberá constar la frase “ Valor anotado en el Registro Especial Bursátil)</li> <li>• Contratos de garantías, pólizas o fianzas que avalen la emisión</li> <li>• 100 CD con el contenido del memorando</li> </ul>
<b>Contratos</b>	El emisor deberá firmar un contrato con una casa de valores que le brindará el servicio de asesoría financiera y colocación de su emisión en el mercado de valores.
<b>Contenido del Memorando de inversión</b>	<p>El memorando de inversión debe contener la siguiente información para ingresar a la aprobación de la Bolsa de Valores:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Razón Social</li> <li>• Objeto social de la compañía</li> <li>• Dirección, teléfono, mail</li> <li>• Información de accionistas y detalle de acciones</li> <li>• Nombre del auditor externo o del contador</li> <li>• Descripción de la empresa y empresas vinculadas</li> <li>• Descripción de la empresa, principales actividades y su entorno.</li> <li>• Destino de los recursos</li> <li>• Nombre de la casa de valores que patrocina la anotación.</li> </ul> <p>Características de los valores a anotarse:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Valor nominal, plazo, forma de pago, tipo de garantía, tasa de interés, lugar de pago.</li> </ul> <p>Información económica y financiera</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Descripción del entorno económico</li> <li>• Principales líneas de negocios</li> <li>• Detalle de los activos productivos e improductivos</li> <li>• Descripción de las políticas de inversión</li> <li>• Estados financiero auditados de los últimos tres años</li> <li>• Análisis horizontal y vertical</li> <li>• Indicadores económicos-financieros</li> </ul>

Tabla 14. Requisitos para anotación en el REB

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil

### 2.8.3. Consideraciones especiales en el segmento REB

Los emisores que participen en el segmento del Registro Especial Bursátil, deben considerar que al inicio de la etapa de inscripción se debe entregar toda la información para la aprobación de las bolsas de valores, sin embargo existen requisitos para mantener esta inscripción durante la vigencia de la emisión y hasta su vencimiento, así como límites en el monto y plazo de la emisión, los cuales se encuentran detallados en el cuadro No 14.

<b>Monto máximo de emisión y límite de solicitudes:</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Una sola emisión</li> <li>• Monto máximo el 80.00% de sus activos libres de gravamen hasta un máximo de US\$3'000.000</li> </ul>
<b>Vigencia de la anotación</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Plazo máximo de una emisión en el segmento REB es de 36 meses calendario, contados a partir de la primera colocación</li> </ul>
<b>Plazo para la colocación primaria</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• El plazo para colocar es de 12 meses improrrogables, contados a partir de la fecha de la Resolución que autorizó la anotación</li> </ul>
<b>Horarios y fechas de Negociación:</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Lunes a Jueves a partir de las 12h00</li> </ul>
<b>Mantenimiento de Inscripción:</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• No partir dividendos mientras existan valores en mora</li> <li>• Mantener durante la vigencia de la anotación los activos libres de gravamen.</li> </ul>

Tabla 15. Reglamentación REB  
Fuente Bolsa de Valores de Guayaquil- Resolución Conjunta REVNIS

### 2.8.4. Registro Especial Bursátil - Cifras

El mercado de valores REB tuvo un crecimiento importante durante el año 2010 y 2011, solo en Bolsa de Quito se negociaron US\$41 millones en el año 2010 y US\$ 50 millones en el año 2011, esto incluyó no solo empresas del sector privado sino también a entidades del sector público que inscribieron Bonos del Estado que inicialmente no se encontraban registrados en las Bolsas de Valores y que se negociaban en forma extrabursátil.

<b>NEGOCIACIONES EN LA BOLSA DE VALORES DE QUITO</b>			
<b>AÑO</b>	<b>Valor Efectivo Total Negociado (dólares)</b>	<b>TEA Promedio Ponderada (%)</b>	<b>Plazo Promedio Ponderado (años)</b>
<b>2007</b>	1,848,903	10.11	0.58
<b>2008</b>	5,880,568	10.12	2.73
<b>2009</b>	279,388	8.08	5.03
<b>2010</b>	41,500,540	6.92	3.26
<b>2011</b>	50,315,652	9.25	2.94
<b>2012</b>	10,230,555	9.27	1.55
<b>Hasta ene/13</b>	<b>1,355,633</b>	<b>9.78</b>	<b>2.81</b>

Tabla 16. REB negociados en BVQ  
Fuente: Bolsa de Valores de Quito

Como podemos observar en la Tabla No.15, los rendimientos promedios negociados en el segmento REB fueron desde 10.11% en el año 2007, 9,27% en el año 2011 y 9.27% en el 2012, lo cuales fueron atractivos para los inversionistas que decidieron darle la oportunidad a los nuevos emisores de este segmento de mercado.

Los plazos de inversión se movieron entre 3.26 años en el 2010, 2, 94 años en el 2011 y 1.55 años en el 2012, lo que nos indica que los inversionistas tienden a mantenerse dentro del corto plazo y mediano plazo; la cultura de inversión de largo plazo todavía no está plasmada en los inversionistas locales.

<b>REGISTRO HISTÓRICO</b>					
<b>TÍTULO</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
<b>REVNI</b>	<b>48</b>	<b>20</b>	<b>407</b>	<b>501</b>	<b>274</b>

Tabla 17. Número de transacciones  
Fuente: Bolsa de Valores de Quito.

Con relación al número de operaciones, se puede observar un incremento de la participación de estas operaciones, en el año 2008 se inicia con 48 transacciones, en el 2009 se negociaron 20 transacciones; para el año 2010 las cifra se incrementó a 407 transacciones, esto producto de la difusión efectuada especialmente por la Bolsa de Valores de Quito, que efectuó una campaña que tuvo como objetivo incrementar la

participación tanto de emisores como inversionistas, esta gestión también tuvo su efecto positivo en el año 2011 con 501 transacciones, cifra record del periodo 2008-2012, para el año 2012 la cifra se reduce en forma drástica a 274 transacciones.



Figura 12. Pymes que son emisores en el segmento REB  
Fuente: Bolsa de Valores de Quito

Como podemos verificar en la Figura 12, el porcentaje de Pymes que han participado a través del mercado REB ocupan un 63%, mientras que el resto de empresas fue de 37%, esta cifras corresponde a los años 2010 – 2012.

El REB fue creado para iniciadores en el mercado de valores sean estas empresas grandes, medianas o pequeñas, la intención era tener un mercado de ambientación para iniciarse en el mundo de la bolsa de valores, posteriormente y con experiencia los emisores pasen a formar parte del mercado formal con los costos que esto implica.

Con el fin de analizar la evolución del mercado en los últimos tres años, se solicitó información a la Bolsa de Valores de Guayaquil sobre los emisores inscritos y los montos reales colocados, a fin de medir la capacidad de demanda en el segmento REB.

No	Emisor	Sector	Plazo	Tasa	Monto Emitido
1	FUTURCORP S.A.	Servicios	1440	8,50%	\$ 2.000.000
2	TEOTON S.A.	Servicios	1440	8,50%	\$ 3.500.000
3	REMAKEN S.A.	Servicios	1440	8,50%	\$ 800.000
4	CIKA S.A.	Comercial	1440	8,50%	\$ 700.000
5	NOVAFOOD S.A. NFSA	Servicios	540	8,50%	\$ 500.000
6	GUAYAQUIL VISION S.A.	Comercial	540	10,00%	\$ 125.000
7	EXPODELTA S.A.	Servicios	1440	8,50%	\$ 2.400.000
8	VIDEO SOUND TRUCK EC.C. LTDA	Comercial	1080	10,00%	\$ 500.000
9	AUTOFENIX S.A.	Servicios	540	8,50%	\$ 2.000.000
10	LIPAGLI S.A.	Comercial	720	10,00%	\$ 400.000
11	MEDITOP S.A.	Comercial	540	9,00%	\$ 400.000
12	COM. EXPORT. E IMP LYNCH S.A	Financiero	720	10,00%	\$ 110.000
13	CREDIMETRICA S.A. /PRORROGA	Financiero	720	9,00%	\$ 3.000.000
14	DIAMONDROSES S.A./PRORROGA	Floricultor	540	10,00%	\$ 400.000
15	ALITECNOS.A./PRORROGA	Comercial	370	8,50%	\$ 600.000
16	PAPIZZEC S.A.	Comercial	540	9,25%	\$ 600.000
<b>TOTALES</b>					<b>\$ 18.035.000</b>

Tabla 18. Emisores inscritos en el segmento REB- 2012

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil

En el año 2012, se inscribieron 19 emisores, de ellos solo 16 continuaron con el proceso de colocación a través del mercado, el valor nominal total a ofertarse fue de US\$ 18 millones, de las cuales el mercado demandó US\$16 millones, como resultado se logró la colocación total de diez emisiones, el resto de emisores que suman seis logró su colocación de forma parcial.

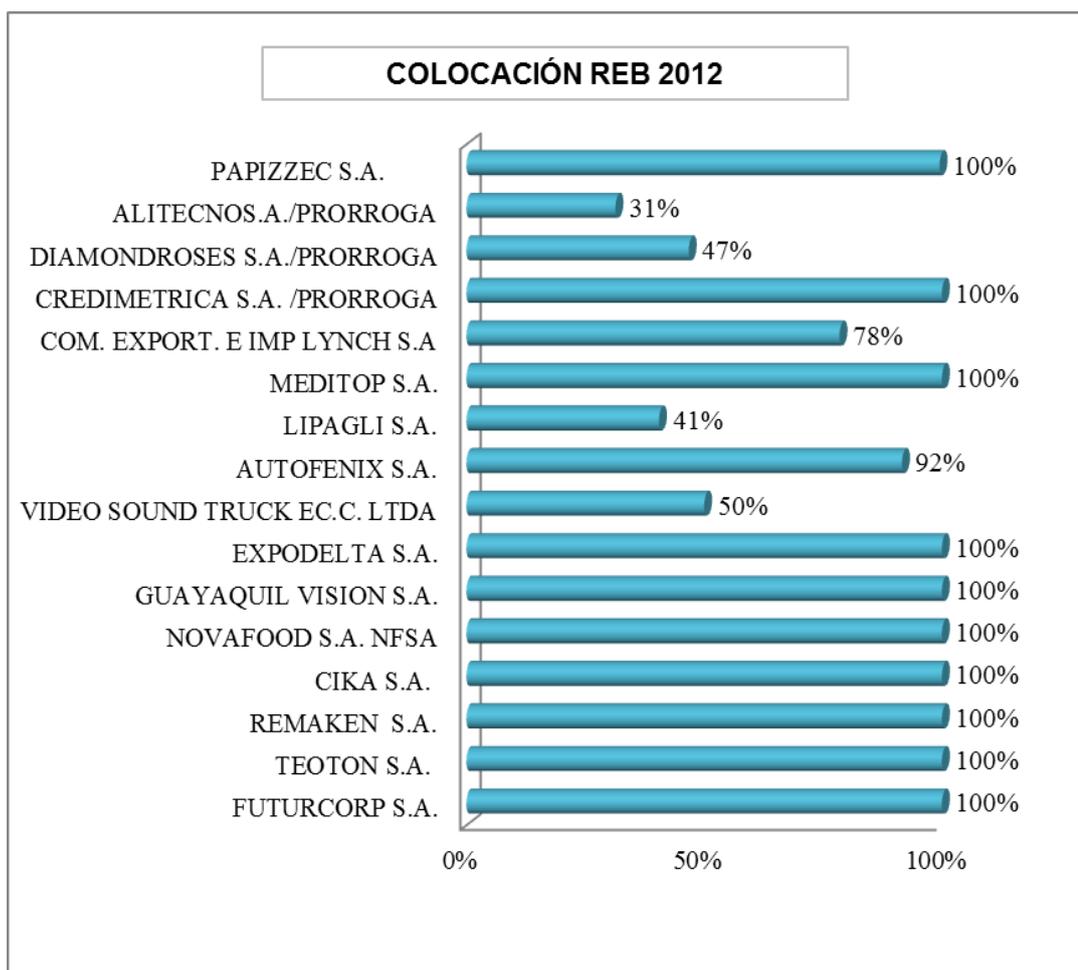


Figura 13. % de Colocación por emisor en el segmento REB-2012

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil

Podemos observar que el mercado de inversionistas considero al REVNI como opción atractiva, por lo cual la demanda absorbió 10 procesos que proponían inversiones con tasas atractivas entre el 8.00% al 10.00%, pagaderas 1 y 4 años de plazo.

Cabe resaltar que la compra de estas inversiones, fue realizada en inversionistas privados que formaban parte del portafolio de las casas de valores, entidades como la Corporación Financiera Nacional solo demando US\$ 80.000, lo cual nos indica que esta gestión de difusión fue netamente realizada por parte de las casas de valores.

No	Emisor	Sector	Plazo	Tasa	Monto Emitido
1	CRISOL COMERCIAL S.A.	Comercial	367 540 720	9,00% 9,25% 9,50%	\$ 700.000
2	SURPAPEL CORP S.A.	Industrial	367 540 720	8,50% 8,75% 9,00%	\$ 3.000.000
3	EXPORTCREDIT S.A.	Financiero	360 540	9,00% 9,25%	\$ 800.000
4	SALCEDO INTERNACIONAL S.A.	Construcción	367 540 720	8,50% 8,75% 9,00%	\$ 1.750.000
5	ARSEG C. LTDA.	Servicios	1080	10,50%	\$ 250.000
6	CORPORACION LANEC S.A	Industrial	1080	9,00%	\$ 1.000.000
7	FONTANIVE S.A.	Industrial	1080	9,00%	\$ 1.000.000
8	ALPHACELL S.A.	Comercial	1080	9,00%	\$ 3.000.000
9	GRAMILESA S.A.	Industrial	1080	9,00%	\$ 1.000.000
10	ENERGYPLAM CIA. LTDA.	Comercial	1080	9,53%	\$ 1.610.000,00
11	AMERICANASSIST ECUADOR S.A.	Comercial	1080	10,50%	\$ 200.000,00
12	SINPET S.A.	Servicios	720	9,50%	\$ 300.000,00
13	GUERRERO Y CORNEJO ARQ. CIA. LTDA.	Servicios	367	9,00%	\$ 650.000,00
14	CLYAN SERVICES WORLD S.A.	Comercial	367 720	9,00% 9,50%	\$ 700.000,00
16	INDECAUCHO CIA. LTDA.	Industrial	1080	9,50%	\$ 2.000.000,00
17	AMC ECUADOR CIA. LTDA.	Comercial	1080	9,50%	\$ 2.000.000,00
18	SIERRASHOES S.A.	Industrial	367 450 540	9,00% 9,13% 9,25%	\$ 500.000,00
19	GALARMOBIL S.A.	Comercial	1080	9,50%	\$ 1.000.000,00
<b>TOTAL</b>					<b>\$ 21.460.000</b>

Tabla 19. Emisores inscritos REB 2013  
Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil

El monto inscrito para el año 2013 fue de US\$ 21 millones, de los cuales se logró una colocación de US\$ 19 millones aproximadamente, lo cual represento una demanda del

92.83% de los títulos emitidos, la demanda fue absorbida una vez más por inversionistas privados sin el apoyo de entidades del sector financiero público.

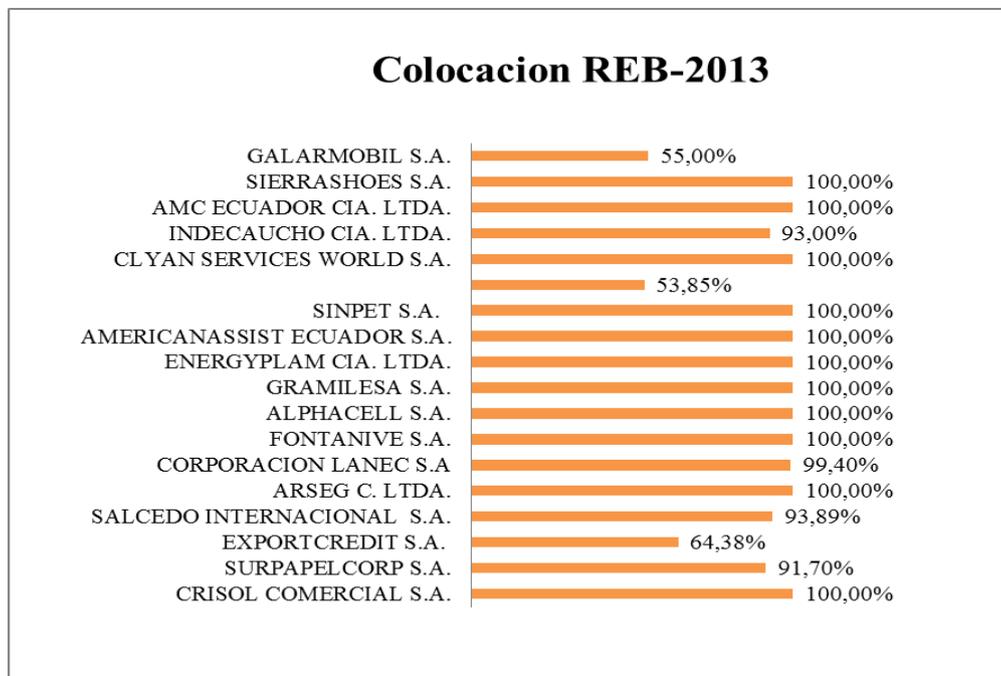


Figura 14. % de Colocación por emisor en el segmento REB- 2013  
Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil

En la figura No.14 se puede observar que 19 emisores registrados en el REB, iniciaron el proceso de colocación y los resultados fueron superiores en comparación al año 2012, esto debido a que la emisión que menos se posicionó alcanzó un 53.85% de total colocado, en comparación con el año 2012 con un emisor que solo logró colocar su emisión en 31%.

Las características de los títulos ofertados se mantuvieron para el año 2013, con tasas atractivas desde 8.00% hasta un 10.50% y plazos desde 1 a 3 años, lo cual nos indica que el mercado respondió no solo a la tasa de interés si no que apostó por permanecer con la inversión en el largo plazo, algo que el sistema financiero no ha logrado ya que sus captaciones suelen otorgarse hasta 1 año de plazo.

No	Emisor	Sector	Plazo	Tasa	Monto Emitido
1	INDUSTRIA DE ACERO DE LOS ANDES S.A.	Industrial	1080	9,00%	\$ 2.000.000
2	KAZAN S.A.	Agrícola, Pesquero	1080	9,00%	\$ 750.000
3	CAMARONERA GARPIN CIA. LTDA.	Agrícola, Pesquero	1080	9,00%	\$ 450.000
4	TECNIMAS S.A.	Agrícola, Pesquero	1080	9,00%	\$ 480.000
5	PUBLIPESCA S.A.	Agrícola, Pesquero	1080	9,00%	\$ 540.000
6	ACEPTACIONES S.A. ACCEPTANCE	Financiero	540 720	9,25% 9,50%	\$ 400.000
7	INDUSTRIA CARTONERA ASOCIADA S.A.	Industrial	367 540 720	8.50 % 8.75% 9.00%	\$ 3.000.000
8	ECUAMINOT S.A.	Industrial	360 540	9,00% 9,25%	\$ 450.000
9	UNION FERRETERA S.A.	Servicios	540	9,25%	\$ 1.000.000
10	NOVACREDIT S.A.	Financiero	399	Cero Cupón	\$ 2.000.000
11	HELADERÍAS TUTTO FREDO S.A.	Servicios	1080	9,50%	\$ 1.000.000
<b>TOTAL</b>					<b>\$ 12.070.000</b>

Tabla 20. Emisores inscritos REB 2014

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil

Para el año 2014, se inscribieron 11 emisores con un total de US\$12 millones en valor nominal, de los cuales fueron colocados US\$ 9.2 millones, es decir una demanda del 70.88% de todo el monto emitido.

La disminución de los emisores inscritos, se debió en parte a la publicación de la Ley de Optimización del Sector Societario y Bursátil, la cual definió el mecanismo del Registro Especial Bursátil y amplió la participación a las empresas de la economía popular y solidaria, sin embargo quedaron pendientes los reglamentos mediante los cuales se

faculta a la Superintendencia de Compañías para realizar la aprobación de las emisiones de este segmento.

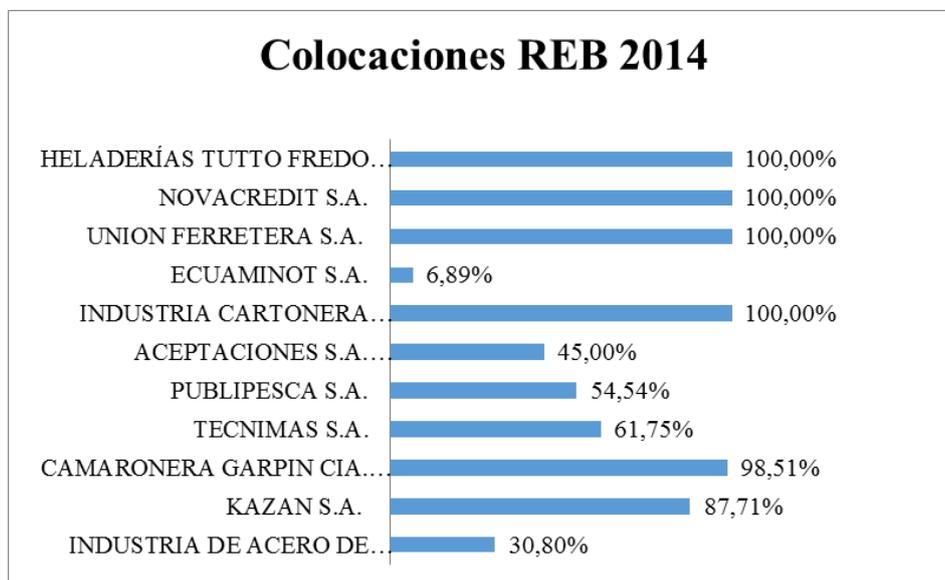


Figura 15. % Colocación en el segmento REB-2014

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil

En virtud de los acontecimientos señalados con anterioridad en el año 2014, solo 4 emisores lograron su colocación al 100%, el resto de las emisiones quedaron pendientes de colocación o simplemente finalizó el plazo para la misma.

A pesar de los antecedentes y analizando la historia se puede comprobar que este mercado tiene potencial, sobre todo si el sector público adquiere estas emisiones para su portafolio, por otra parte algunos emisores que lograron una buena participación en los REB pasaron al mercado formal con emisiones de obligaciones y papel comercial, este comportamiento muestra que aunque pequeño y poco desarrollado el mercado de REB constituyó una alternativa para las pymes que desviaron su atención de la única fuente de financiamiento recurrente “ La Banca”.

## CAPÍTULO III

### 3.1. Metodología de la Investigación

Para el desarrollo de la presente tesis se utilizó el estudio según su contexto en el área de campo, debido a que la fuente de información son los montos negociados en el Registro Especial Bursátil a través de bolsas de valores del país. Así como también se ha efectuado una revisión de las leyes y normas del mercado de valores ecuatoriano, a fin de verificar lo posibles vacíos en la legislación para impulsar el REB como mecanismo masivo de financiamiento.

Podemos indicar que el diseño será en forma cualitativa y bajo una perspectiva general considerando la interpretación y percepción de la realidad que interese al investigador, analizando los hechos, procesos, estructuras y entidades.

También se aplicará una metodología cuantitativa con el fin de efectuar un análisis costo-beneficios de las alternativas de financiamiento, esto se efectuará a considerando también el método inductivo, es decir, analizando casos en particular los cuales nos permiten tener referencias del comportamiento de los partícipes y lograr conclusiones de carácter general.

Se incluye como fuente primaria de información la opinión de los expertos, en este caso agentes de bolsa que brindan la asesoría financiera a las entidades que buscan fuentes de financiamiento no tradicional.

A fin de complementar las teorías de investigación destaco lo que dicen algunos expertos en el tema:

Puede especificar mejor el concepto afirmado que la investigación es el proceso que, utilizando el método científico, permite obtener nuevos conocimientos en el campo de la realidad social (investigación pura) o bien estudiar una situación para diagnosticar necesidades y problemas a efectos de aplicar los conocimientos con fines prácticos<sup>12</sup> (EGG, 1995, página 59)

### **3.2. Justificación de metodología seleccionada**

La metodología escogida nos permite obtener la información para contestar la pregunta de investigación y ampliar nuestro nivel de conocimiento de factores que inciden en forma directa en el sujeto de estudio del Registro Especial Bursátil.

También nos permite conocer el entorno del mercado de valores a través de la visión de los expertos, es decir, los agentes de bolsa quienes son los interesados directos en incrementar el número de emisores para ofertar mejores opciones de inversión a los clientes institucionales y personas naturales.

### **3.3. Herramienta de investigación utilizada**

El estudio considera importante realizar entrevistas a los agentes del mercado de valores, a fin de conocer su experiencia en el direccionamiento de las empresas, los costos que intervienen en el proceso, así como su percepción del apoyo de las Bolsas de Valores en el crecimiento de este segmento de mercado.

La opinión de los expertos es considerada como relevante ya que son los actores del día a día en los procesos de emisión, conocen las pymes y sus falencias reales al momento de incursionar en el mercado de valores.

---

<sup>12</sup> ANDER EGG, Ezequiel. Técnicas de Investigación social, Editorial del Río de la Plata, Buenos Aires, 1995

A su vez nos proporciona una visión real del comportamiento de las pymes ante los requerimientos para convertirse en un emisor del mercado, esta información relevante suele ser de difícil acceso debido al hermetismo que maneja las pymes en relación a la exposición de su información. También se considera la opinión de las Casas de Valores que no tienden procesos de emisión a fin de conocer sus motivaciones para no atender el segmento.

Se efectúa una entrevista a funcionario de la Bolsa de Valores de Quito para cotejar su opinión sobre el mercado y la parte legal, así como una entrevista a funcionario de la Corporación Financiera Nacional a fin de conocer el punto de vista de uno de los mayores compradores de títulos en el mercado de valores.

Finalizamos con una empresa que participo en la obtención de recursos a través del Registro Especial Bursátil a fin de conocer su experiencia.

### **3.4. Descripción de participantes**

Una población finita, es aquella cuyos elementos en su totalidad son identificables por el investigador, por lo menos desde el punto de vista del conocimiento que se tiene sobre la cantidad total (Ramírez, 1999, pág. 92-93)<sup>13</sup>

Entonces, podemos definir a nuestra población como finita ya que contamos con el registro de todos los elementos, en este caso las negociaciones del segmento Registro Especial Bursátil, los expertos, la opinión de las entidades reguladoras y el emisor.

Se realizará 21 entrevistas distribuidas a 6 Casas de Valores que asesoran el segmento REB, 12 Casas de Valores que no asesoran el segmento REB, una entidad del sector público, una de las Bolsas de Valores y un emisor en el segmento REB.

---

<sup>13</sup> RAMÍREZ,T: Como hacer un proyecto de investigación , Ed. Caracas, Panapo,1999

## CAPÍTULO IV

### 4.1. Análisis de Datos y Resultados

En el presente capítulo se desarrollarán los puntos estratégicos en que se fundamentan los objetivos de la presente investigación, los cuales pretenden aportar al conocimiento sobre el mercado de valores a través de su opción de financiamiento en el segmento Registro Especial Bursátil, es decir, brindar una alternativa diferente para las Pymes en lugar del tradicional sistema financiero.

El análisis se desarrollará en base a los siguientes puntos.

1. Detalle de los costos en un proceso de emisión en el Registro Especial Bursátil.
2. Informe del plazo promedio de colocación de las emisiones en el segmento REB, en las Bolsas de Valores del país durante el periodo 2012 al 2014.
3. Análisis de una emisión de pagarés a la orden en el segmento REB, versus la opción de financiamiento en el sistema financiero tradicional.
4. Análisis de las entrevistas efectuadas a los expertos, entre las cuales se destaca tanto la participación de casas de valores que han liderado procesos de emisión en el segmento de estudio, la opinión personal de funcionario de la Corporación Financiera Nacional, así como la opinión de funcionario del departamento legal de la Bolsa de Valores de Quito.
5. Análisis de la entrevista a Pyme participante en el segmento REB.

## **4.2. Detalle de los costos que surgen en un proceso de emisión en el Registro Especial Bursátil.**

Con el fin de entender los costos que influyen en un proceso de emisión en el mercado de valores, en especial el segmento REB, es necesario realizar una descripción general de las opciones de financiamiento que nos presenta este mercado a través de sus instrumentos.

Para efecto de este estudio tomaremos en consideración solo instrumentos de renta fija, entre los cuales se destacan las siguientes: emisión de obligaciones, emisión de titularizaciones, emisión de papel comercial y el mercado para iniciadores denominado REVNI actualmente conocido como Registro especial Bursátil.

Los emisores que desean financiarse por medio del mercado de valores, deben verificar los costos que implica cada instrumento, las actividades que desarrollará cada proveedores de servicios, así como las actividades que como emisor puede asumir para disminuir los costos de participación en cualquier segmento.

El presente cuadro reúne la información proporcionada por los prospecto de oferta pública de las emisiones en el mercado de valores, y que constituye información de carácter público, la misma puede ser verificada por cualquier persona que desea realizar una inversión o una empresa que requiera analizar los costos en virtud del monto de emisión que pretenda colocar.

La información es de carácter público y es obligatorio para la casas de valores la difusión de las mismas a través de sus páginas web, esto a fin de cumplir con el objetivo de transparencia y protección del inversionista.

<b>Servicio Prestado</b>	<b>Proveedor</b>	<b>Obligaciones</b>	<b>Titularización</b>	<b>Papel Comercial</b>	<b>REB</b>
Estructuración Financiera	Casa de Valores	x	X	x	x
Estructuración Legal	Casa de Valores/ Estudio Jurídico	x	X	x	x
Colocación	Casa de Valores	x	X	x	x
Representante de Obligacionistas	Estudio Jurídico	x	X	x	
Calificación	Calificadora de Riesgo	x	X	x	
Fideicomiso*	Fiduciaria		X		
Desmaterialización	Decevale	x	X	x	
Agente de Pago**	Decevale	x	X	x	x
Piso de Bolsa	Bolsa de Valores	x	X	x	x
Cuota de Mantenimiento	Bolsa de Valores	x	X	x	
Mantenimiento de emisor anual en bolsa	Mantenimiento de emisor anual en bolsa	x	X	x	
Inscripción	Superintendencia de Compañías y Valores	x	X	x	
Gastos Legales, CDs, Publicaciones, etc.	Otros	x	X	x	x

Tabla 21. Costos en proceso de emisión

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil

Como podemos observar en la tabla No 20, los costos que intervienen en el proceso de emisión de obligaciones y papel comercial abarca 13 ítems en número de servicios y proveedores, la cual es superada por el proceso de emisión de titularización, la cual es considerada como el mecanismo de mayor generación de costos, debido a la contratación de una Fiduciaria que administra el fideicomiso que es inscrito en el mercado de valores y que contiene el activo titularizado.

En el caso del segmento Registro Especial Bursátil, se concentran básicamente en 6 ítems: estructuración financiera, estructuración legal, colocación, piso de bolsa, y gastos varios; el agente de pago es una actividad que puede ser asumida por el propio emisor, por lo tanto es la opción más económica para participar en el mercado de valores.

A continuación un detalle de los costos del segmento denominado REB:

#### **4.2.1. Costos de Estructuración Financiera**

El costo de estructuración financiera es acordado con la casa de valores que auspicia el REB, esta etapa consiste en la verificación de los balances de las empresas a fin establecer de acuerdo a sus activos el monto máximo a emitir a través del mercado,

En el proceso de verificación se analizan los siguientes puntos:

- Balances auditados de los tres últimos años, o los estados financieros del último año debidamente suscritos por el representante legal y su contador.
- Cumplimiento de pago de las obligaciones ante el IESS, SRI y otros.
- Análisis de las políticas de financiamiento anteriores y las nuevas que se generen durante la vigencia de la anotación.
- Verificación del buró de crédito.
- Nivel de activos y la constitución de las garantías y resguardos financieros,

La casa de valores en virtud de su análisis, realiza las recomendaciones necesarias para elegir el monto adecuado de emisión de acuerdo al nivel de activos, tal como lo indica la normativa y también de acuerdo a la capacidad de pago de la empresa, en este punto

podemos constatar que se diseña la forma del pago en función de la capacidad de generación de flujos del emisor.

El diseño de la modalidad de pagos es donde radica la principal ventaja del mecanismo, ya que no representa una camisa de fuerza para el emisor, en su lugar brinda holgura para que se adapte de acuerdo a las condiciones reales que se presentan en la empresa.

Existen emisores que luego de incursionar el mercado de iniciadores, pasaron al mercado formal, logrando que el nuevo proceso de emisión cancele la emisión inicial. Esta estrategia fue aplicada por los emisores, en virtud de la reputación que lograron demostrar en el pago oportuno a los inversionistas.

El mecanismo REB logró en este escenario, la aclimatación de las empresas a las condiciones de mercado, la aceptación de los inversionistas y finalmente nuevas incursiones por parte de los emisores, que completamente ambientado y empoderado en el mecanismo repite su participación y adopta este vehículo de financiamiento para lograr su crecimiento en el largo plazo.

El costo de la estructuración financiera se coloca en rango del 0,47% al 3.50% del monto emitido (US\$10.000 aproximadamente), sin embargo este porcentaje que es de libre contratación y acuerdo entre las partes varía en función de la calidad de la información disponible para el análisis y la organización interna de la empresa.

Dentro del costo de estructuración financiera suele incluirse la estructuración legal, debido a que las casas de valores cuentan con un área legal para canalizar la constitución de las garantías de forma eficiente.

#### **4.2.2. Costo de Estructuración Legal**

Cuando el emisor a más de tener una garantía general que es el 80% de sus activos libres de gravamen, opta por una garantía específica los costos pueden aumentar debido a la participación de un estudio jurídico o una Fiduciaria.

Entre los tipos de garantía utilizados encontramos las siguientes:

- Prenda Flotante de inventario.
- Prenda sobre activos fijos.
- Fideicomiso de Garantía
- Encargo Fiduciario.

En los casos de participación de la Fiduciaria se deben considerar pagos mensuales por la administración del Fideicomiso o Encargo Fiduciario, así como un costo de constitución y finalización de estos instrumentos de garantía. Se contempla un valor de US\$ 1.000 por constitución del fideicomiso, US\$ 250 aproximadamente por la administración mensual y US\$1.000 por la finalización del contrato.

La prenda flotante implica la emisión de un contrato por una sola ocasión y constituye un costo fijo al inicio del proceso de colocación puede llegar a un monto de US\$ 5.000.

#### **4.2.3. Costo de Colocación**

Los costos de colocación son aquellos en los que debe incurrir el emisor con la casa de valores en la gestión de difusión y venta de los títulos a los inversionistas, se estiman entre 1.00% al 2.00% del monto colocado, a mayor gestión de difusión mayor porcentaje a aplicar.

#### **4.2.4. Agente de pago**

El emisor puede contratar los servicios del Decevale para el cobro de su emisión y posterior distribución a sus inversionistas, u optar por ejecutar el mismo la gestión de pago a los inversionistas a través de su oficina matriz, en caso de considerar un agente de cobro las empresas utilizan al Decevale quien maneja un tarifario del 0,02% del monto cobrado.

#### **4.2.5. Piso de Bolsa**

El Piso de bolsa es un porcentaje fijo del 0,10% del valor efectivo colocado de la emisión, este costo es fijo y se cobra durante el proceso de colocación del título.

#### **4.2.6. Gastos Legales y publicaciones**

Los emisores deben efectuar gastos de publicaciones en la prensa, impresión de los títulos ya que la emisión es cartular, así como los respectivos documentos de difusión entre ellos 100 CDs que serán remitidos a las casas de valores e inversionistas, este costo representa entre US\$ 500 a US\$ 1.000 aproximadamente.

A continuación, se presenta los costos de cuatro procesos de emisión de compañías de diversos sectores que optaron por el financiamiento a través del mercado de valores en su segmento REB, la información comprende emisiones entre el año 2012 y 2014.

<b>Emisor: Novacredit</b> <b>Emisión: 2'000.000</b> <b>Instrumento: Pagare</b> <b>Plazo: 399</b>	<b>Costos</b>	<b>Monto</b>	<b>Porcentaje</b>
	Estructuración	9.000	0,45%
	Colocación	20.000	1,00%
	Piso de Bolsa	2.000	0,10%
	Publicaciones y CD	420	0,02%
	<b>TOTAL</b>	<b>31.420</b>	<b>1,57%</b>
<b>AMC Ecuador</b> <b>Emisión: 2'000.000</b> <b>Plazo: 1080 días</b> <b>Rendimiento: 9.50%</b>	<b>Costos</b>	<b>Monto</b>	<b>Porcentaje</b>
	Estructuración	9.000	0,45%
	Colocación	18.000	0,90%
	Piso de Bolsa	2.000	0,10%
	Publicaciones y CD	3.200	0,16%
	<b>TOTAL</b>	<b>32.200</b>	<b>1,61%</b>
<b>Guerrero Cornejo</b> <b>Arq. Cía. Ltda.</b> <b>Emisión: 650.000</b> <b>Plazo: 367 años</b> <b>Tasa: 9,00%</b>	<b>Costos</b>	<b>Monto</b>	<b>Porcentaje</b>
	Estructuración	9.000	1,38%
	Colocación	6.500	1,00%
	Piso de Bolsa	650	0,10%
	Publicaciones y CD	1.000	0,15%
	<b>TOTAL</b>	<b>17.150</b>	<b>2,64%</b>
<b>Sinpet</b> <b>Emisión: 300.000</b> <b>Plazo: 720</b> <b>Tasa: 9,50%</b>	<b>Costos</b>	<b>Monto</b>	<b>Porcentaje</b>
	Estructuración	10.000,00	3,33%
	Colocación	2.700,00	0,90%
	Piso de Bolsa	300,00	0,10%
	Publicaciones y CD	960,00	0,32%
	Gastos Legales	3.300,00	1,10%
	<b>Total</b>	<b>17.260,00</b>	<b>5,75%</b>

Tabla 22. Costos de procesos de emisión REB  
Fuente: Memorando de inversión por cada emisor

### 4.3. Informe del plazo promedio de colocación de las emisiones el segmento REB.

El presente informe contempla 54 emisiones en el segmento REB comprendidas entre el periodo 2012 al 2014, cabe resaltar que el cuadro solo hace mención del plazo de participación de los emisores en el segmento REB y no necesariamente la colocación total de la emisión.

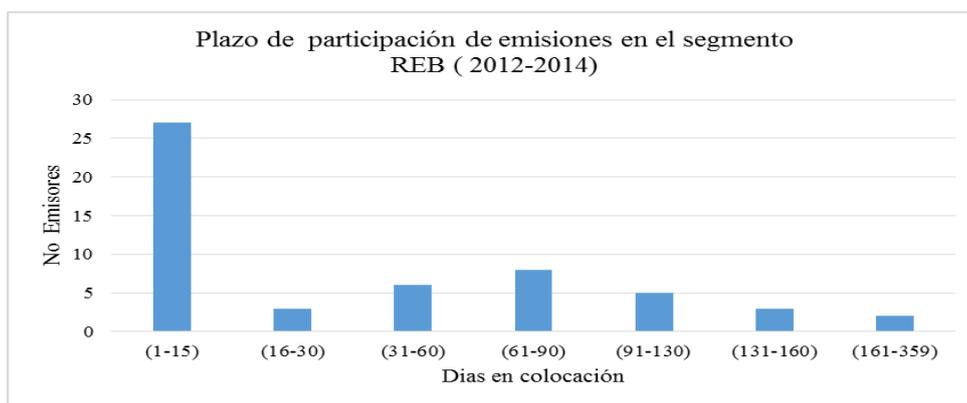


Figura 16. Plazo de participación de emisiones en el segmento REB

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil

Como podemos observar en el gráfico, la mayoría de las empresas que han participado en el proceso de colocación, lograron inyección de recursos los primeros 15 días, en este rango se encuentran 27 emisores, mientras que en el rango de 161 a 359 que tuvieron que esperar mayor tiempo de la colocación es integrado por 2 emisores.

En base a las consultas efectuadas las casas de valores, se pudo obtener un promedio de 3 a 6 meses en el tiempo de colocación de una emisión, esto dependerá de la percepción de los inversionistas sobre el emisor, así como las garantías que integren la emisión, otro punto importante es la tasa de interés que paga el emisor, dado que el segmento se ha manejado con tasas alrededor del 8.00% al 10.00%, se ha logrado atraer la atención de los inversionistas y animarlos a efectuar la demanda en excelentes condiciones.

Existen casos de emisiones de pymes exitosas que han logrado su colocación al primer día que ofertan sus títulos, este éxito se basa en la excelente percepción que tienen los inversionistas del emisor, las garantías específicas y el esfuerzo de preventa de la casa de valores auspician.

#### **4.4. Análisis de una emisión de pagarés a la orden en el segmento REB, versus la opción de financiamiento en el sistema financiero tradicional**

Para efectuar una comparación entre los Costos Totales del proceso de emisión en el segmento REB versus el sistema financiero, se parte del supuesto que en un proceso de emisión se efectuará con los costos básicos y con garantía general, esto a fin de analizar el mecanismo en su etapa inicial, a su vez asumimos que la colocación se efectuó en un 100% del monto emitido.

Iniciamos el análisis estableciendo el límite de la emisión en base a los activos de la empresa, para tal efecto tomaremos de referencia una empresa Pymes con un monto de activos totales de US\$3'000 aproximadamente y un nivel de ventas de US\$ 345.000.

<b>ACTIVOS</b>	
<b>Total Activos</b>	3.668.592,00
<b>(-) Activos Gravados</b>	
<b>(-) Activos diferidos</b>	31.039,00
<b>(-) Activos en litigio</b>	
<b>(-) Monto no redimido de valores en circulación</b>	
<b>(-) Derechos fiduciarios</b>	2.000,00
<b>(=) Activos libres de gravamen</b>	3.635.553,00
<b>80% Activos</b>	2.908.442,40
<b>Monto a emitir</b>	500.000,00
<b>Cobertura</b>	5,82

Tabla 23. Cálculo de monto a emitir en REB

Elaborado por: Irene Cabrera

El resultado del análisis nos da un monto máximo de emisión US\$ 2'908 mil dólares, la empresa desea financiar US\$ 500.000 para capital de trabajo, lo cual otorga un nivel de cobertura de 5.82 sobre activos, las características de la emisión se detallan a continuación:

<b>Emisor:</b>	Empresa XYZ
<b>Instrumento:</b>	Pagaré a la orden
<b>Monto:</b>	US\$ 500,000
<b>Plazo:</b>	1080 días
<b>Tasa:</b>	8,50% Fija anual
<b>Capital:</b>	Semestral
<b>Interés:</b>	Trimestral
<b>Garantía:</b>	General

Tabla 24: Características de emisión REB-análisis.

Elaborado por: Irene Cabrera

A continuación un detalle de los costos estimados en el proceso de emisión, así como su peso de acuerdo al monto emitido.

<b>Monto Emitido</b>	<b>500.000,00</b>	
<b>Detalle de Costos</b>	<b>Inicial</b>	<b>%</b>
Estructuración Financiera	10.000,00	2,00%
Piso de bolsa	250,00	0,10%
Comisión de Colocación	3.750,00	1,50%
Agente de Pago	58,53	0,02%
Publicaciones y varios	1.000,00	0,20%
<b>Costo Total</b>	<b>15.058,53</b>	<b>3,62%</b>

Tabla 25. Costos emisión REB- análisis

Elaborado por: Irene Cabrera

La segunda opción de financiamiento a analizar es un préstamo bancario a través de una institución de reconocido prestigio en crédito Pymes, a continuación se efectúa un detalle de las características considerando que el préstamo se efectuará por el mismo monto de la emisión, es decir US\$ 500.000.

<b>Emisor:</b>	Empresa XYZ
<b>Instrumento:</b>	Préstamo Bancario
<b>Monto:</b>	US\$ 500,000
<b>Plazo:</b>	1080 días
<b>Tasa:</b>	11,23%
<b>Capital:</b>	Trimestral
<b>Interés:</b>	Trimestral
<b>Garantía:</b>	Hipotecaria

Tabla 26. Características préstamo bancario-análisis.

Elaborado por: Irene Cabrera

Los costos en un proceso de préstamo bancario se detallan en la siguiente tabla, de igual forma se considera su incidencia sobre el total del valor solicitado.

<b>Detalle de Costos</b>	<b>Inicial</b>	<b>%</b>
Solca	2.500,00	0,50%
Seguro Desgravamen	5.522,96	1,10%
Póliza Seguros de la garantía	2.336,00	0,47%
Avaluó de la Garantía	448,00	0,09%
Honorarios abogado	150,00	0,03%
Gastos Legales	400,00	0,08%
<b>Costo Total</b>	<b>11.356,96</b>	<b>2,27%</b>

Tabla 27. Costos adicionales préstamo bancario-análisis.

Elaborado por: Irene Cabrera

Con el fin de realizar la comparación de las opciones de financiamiento se presenta la tabla unificando las características de costos en cada caso, al inicio del proceso.

<b>REGISTRO ESPECIAL BURSÁTIL</b>		<b>PRESTAMO BANCARIO</b>	
<b>MONTO:</b>	\$ 500.000,00	<b>MONTO:</b>	\$ 500.000,00
<b>PLAZO:</b>	1080	<b>PLAZO:</b>	1080
<b>TASA:</b>	8,50%	<b>TASA:</b>	11,23%
<b>COSTOS</b>		<b>COSTOS</b>	
<b>ESTRUCTURACIÓN</b>	\$ 10.000,00	<b>SOLCA</b>	\$ 2.500,00
<b>PISO DE BOLSA</b>	\$ 250,00	<b>S. DESGRAV.</b>	\$ 5.522,96
<b>COLOCACIÓN</b>	\$ 3.750,00	<b>POLIZA DE SEG</b>	\$ 2.336,00
<b>AGENTE DE PAGO</b>	\$ 58,53	<b>AVALUO:</b>	\$ 448,00
<b>PUB. VARIOS</b>	\$ 1.000,00	<b>HONORARIOS AB.</b>	\$ 150,00
		<b>GASTOS LEGALES.</b>	\$ 400,00
<b>TOTAL 1</b>	<b>\$ 15.058,53</b>	<b>TOTAL 2</b>	<b>\$ 11.356,96</b>

Tabla 28. Comparación de Costos Iniciales REB vs Préstamo

Elaborado por: Irene Cabrera

Debemos considerar que en la emisión en el segmento Registro Especial Bursátil, existen gastos que se realizan en la fase inicial antes de la aprobación y previa a la colocación en el mercado de valores, entre ellos podemos mencionar el costo de estructuración y el costo de publicaciones, los cuales pueden ascender a un valor de US\$ 11.000, la diferencia de US\$ 4.058,93 se van devengando durante el proceso de la colocación.

Con relación al proceso de préstamo bancario, se considera un costo inicial del pago del 5% a Solca, el resto ítems relacionados con gastos de pólizas, avalúos, honorarios abogados serán devengados a lo largo del préstamo.

<b>Emisión REB</b>	<b>Iniciales</b>	<b>Ciclo de Emisión</b>	<b>Intereses</b>	<b>Gasto Total</b>
500.000,00	11.000,00	4.058,93	74.375,00	89.433,53

Tabla 29. Gastos de emisión en el Registro Especial Bursátil

Elaboración: Irene Cabrera

<b>Préstamo Bancario</b>	<b>Iniciales</b>	<b>Ciclo de préstamo</b>	<b>Intereses</b>	<b>Gasto Total</b>
500.000,00	2.500,00	8.855,95	91.243,75	102,600,71

Tabla 30. Gastos en préstamo bancario

Elaboración: Irene Cabrera

Podemos verificar que el proceso de emisión en el REB nos genera gastos totales de US\$ 89.433,53, mientras que en el préstamo bancario el gasto asciende a US\$ 102.600,71 es decir que el proceso de emisión en el REB nos ahorra en costos iniciales un monto de US\$ 13.167,18, se puede verificar las tablas de pagos que la empresa deberá enfrentar de forma trimestral para ambos procesos (Anexo A)

Para finalizar el análisis comparativo entre el proceso de emisión en el segmento REB y el préstamo bancario, se realiza el cálculo de la TIR considerando los pagos de capital e interés del REB y del préstamo bancario, así como los costos durante cada proceso.

TRIM	EMISIÓN REB			TRIM	PRESTAMO		
0	500.000,00	(11.000,00)	489.000,00	0	500.000,00	(2.500,00)	497.500,00
1	(10.625,00)	(338,24)	(10.963,24)	1	(55.704,17)		(55.704,17)
2	(93.958,33)	(338,24)	(94.296,57)	2	(54.534,38)		(54.534,38)
3	(8.854,17)	(338,24)	(9.192,41)	3	(53.364,58)	(2.214,24)	(55.578,82)
4	(92.187,50)	(338,24)	(92.525,74)	4	(52.194,79)		(52.194,79)
5	(7.083,33)	(338,24)	(7.421,57)	5	(51.025,00)		(51.025,00)
6	(90.416,66)	(338,24)	(90.754,90)	6	(49.855,21)	(2.214,24)	(52.069,45)
7	(5.312,50)	(338,24)	(5.650,74)	7	(48.685,42)		(48.685,42)
8	(88.645,83)	(338,24)	(88.984,07)	8	(47.515,63)		(47.515,63)
9	(3.541,67)	(338,24)	(3.879,91)	9	(46.345,83)	(2.214,24)	(48.560,07)
10	(86.875,00)	(338,24)	(87.213,24)	10	(45.176,04)		(45.176,04)
11	(1.770,83)	(338,24)	(2.109,07)	11	(44.006,25)		(44.006,25)
12	(85.104,18)	(338,24)	(85.442,42)	12	(42.836,46)	(2.214,24)	(45.050,70)
<b>TIR ANUAL</b>		<b>10,36%</b>		<b>TIR ANUAL</b>		<b>12,584%</b>	
<b>TASA DE PRÉSTAMO</b>		<b>8,50%</b>		<b>TASA DE PRÉSTAMO</b>		<b>11,23%</b>	

Tabla 31. Comparación de financiamiento con cálculo TIR

Elaboración: Irene Cabrera

El resultado del proceso de emisión en el Registro Especial Bursátil es una TIR de 10.36%, mientras que el préstamo bancario obtenemos una TIR de 12,58%

Llegamos a la conclusión que la opción más ventajosa en costos, es la emisión de pagarés a la orden en el segmento Registro Especial Bursátil, con ahorro en tasa del 2,22%

#### **4.5. Análisis de las entrevistas efectuadas a los expertos**

Con el fin de conocer a profundidad el mercado de valores, se realizó una entrevista a los expertos, es decir casas de valores que han participado como asesores de procesos de emisión en el segmento REB, en especial a las que han atendido pymes.

También se efectuó un sondeo vía telefónica a casas de valores que no participan auspiciando el segmento REB para conocer los motivos de su poca motivación.

Finalmente, se realizó una entrevista a funcionarios de la Corporación Financiera Nacional y de la Bolsa de Valores de Quito a fin de conocer su opinión sobre este segmento de mercado objeto de nuestro estudio.

Los resultados de las entrevistas a los diferentes expertos en el tema son detallados a continuación:

En relación al número de Casa de Valores miembros de las Bolsas de Valores del país se confirmaron 38 casas activas, sin embargo solo 11 de estas entidades ha participado o atendido clientes que han solicitado un productos de financiamiento en el REB, el resto de casas de valores que suman en total 27 no atienden a clientes en ese segmento de mercado, el resultado lo podemos observar en la figura no 17.

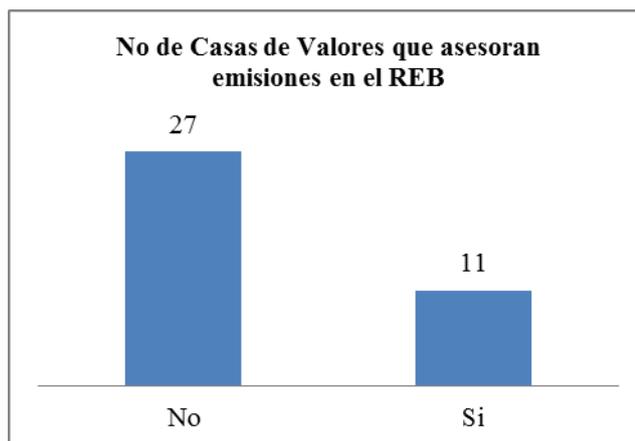


Figura 17. # Casas de Valores que asesoran en el segmento REB

Elaboración: Irene Cabrera

En virtud de este antecedente se realizó un sondeo a 12 casas de valores de la ciudad de Guayaquil y Quito, los nombres de las casas constan en la tabla No 27.

No	Casa de Valores	Ciudad
1	Advfinsa	Guayaquil
2	Albi3n	Guayaquil
3	Banrio	Guayaquil
4	Mas Valores	Guayaquil
5	Intervalores	Quito
6	Picaval	Quito
7	Silvercross	Guayaquil
8	Stratega	Quito
9	Accival	Quito
10	Merchant Valores	Quito
11	R&H Asociados	Guayaquil
12	Vector Global	Quito

Tabla 32. Casa de Valores que no participan en procesos REB  
Elaborado por: Irene Cabrera

Los resultados determinaron 4 razones por las cuales las casas de valores no auspician a emisores en el segmento REB. En primer lugar el segmento es para iniciadores en su mayoría Pymes, que no cuentan con las garantías para ser emisores y el mecanismo omite la obligatoriedad de una calificaci3n de riesgo que respalde la opini3n y verificaci3n de la situaci3n financiera efectuada por la casa de valores auspiciante.

En segundo lugar, el motivo para no intervenir en este segmento de REB, es el escaso interés en atacar el mercado de pymes, ya que la cartera actual de clientes emisores suelen ser empresas de reconocido prestigio que intervienen en el mercado formal, por lo tanto no necesitan especializarse en un mercado diferente que no genere el mismo volumen de ingresos.

El tercer punto es la dificultad de colocación de las emisiones de REB, la mayoría de las casas cuentan con un portafolio de clientes institucionales y sector público que tienen como política la compra de instrumentos de inversión con calificación de riesgo y garantía específica.

El cuarto punto para no auspiciar emisiones en el segmento REB es debido a políticas internas de la casa de valores de no asesorar procesos de emisión que omitan calificación de riesgo, para facilitar la visualización de los resultados se presenta la figura No 19 con los resultados finales.

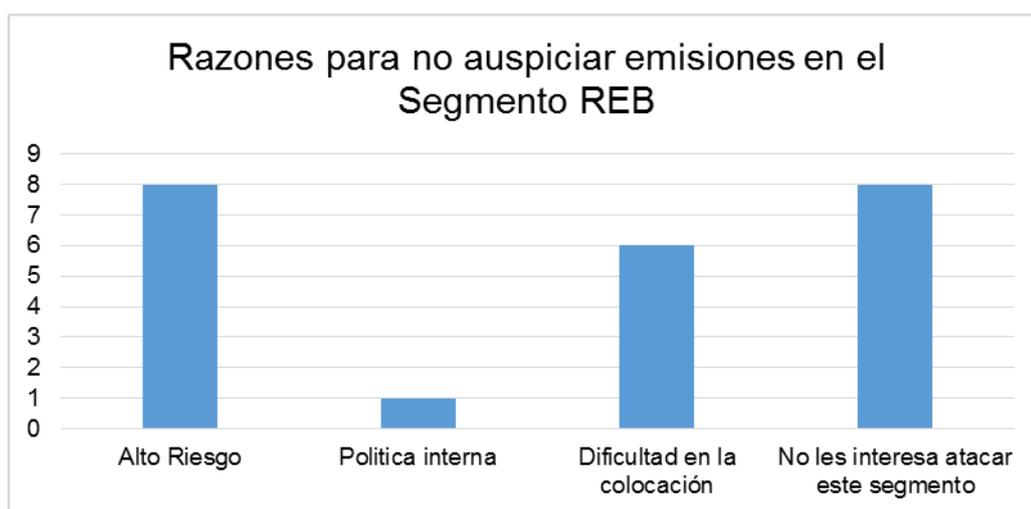


Figura 18. Razones para no auspiciar emisiones en el REB  
Elaborado por: Irene Cabrera

Con relación a los resultados de la opinión de los expertos que sin han brindado asesoría a empresas en el segmento pymes, se realizó investigación de las 11 casas de valores y el número de procesos atendidos entre los años 2012- 2014, los resultados se muestran en la Tabla 26.

No	Casas de Valores	2012	2013	2014	Resultados por casa de valores
1	Ventura	1	4	1	6
2	Santa Fe.	1	1	2	4
3	Activa	6		1	7
4	ACM	2			2
5	Citadel	2			2
6	Plusvalores	2	3	1	6
7	Ibcorp	1	3	1	5
8	Mercapital		1		1
9	Metrovalores		3		3
10	Plus bursátil		3	1	4
11	Analítica	1	1	1	3
<b>TOTAL PROCESOS</b>		<b>16</b>	<b>19</b>	<b>8</b>	<b>43</b>

Tabla 33. Casas de Valores participantes en procesos REB  
Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil

Podemos observar en la tabla anterior, la casa de valores que más emisiones ha auspiciado en el segmento REB es Activa Casa de Valores con 7 emisiones, seguido por Ventura y Plusvalores con 6 emisiones cada una, Ibcorp Casa de Valores con 5 emisiones y Santa Fe y Plusbursátil con 4 emisiones cada uno.

Considerando la experiencia de los agentes mencionados se seleccionó 5 casas de valores para efectuar la entrevista: Plusbursátil, Plusvalores, Santa Fe, Ventura Casa de Valores e Ibcorp Casa de Valores, las entrevistas se encuentran indexadas en el Anexo A, los resultados son expuestos a continuación.

<b>BENEFICIOS</b>	<b>COSTOS</b>
Conocer el mercado de valores Tasa menores a las exigidas por las IFIs Mejores condiciones en cuanto a plazos Formalizaron procesos operativos y contables Mejoraron imagen frente a financistas (Bancos) Ganaron reputación al participar en el mercado de valores Iniciaron procesos de implementación de Gobierno Corporativo	Estructuración Financiera Colocación Piso de Bolsa Asesoría Legal Publicación, impresión títulos.CD
<b>PUNTOS NEGATIVOS</b>	<b>NO COLOCARON O NO CULMINARON EL PROCESO DE COLOCACIÓN DEBIDO A:</b>
Demora en la colocación debido al entorno económico Emisiones físicas, no aprovecharon la desmaterialización Poca flexibilidad en los vencimientos Temor ante la utilización de un mecanismo diferente Riesgo en el cumplimiento de pagos programados	Cambio en la ley y falta de reglamentos Temor a revelar información considerada secreta Percepción que el REB es un mecanismo complicado y de difícil operatividad Por no aceptar las recomendaciones del asesor. Por falta de formalidad interna en la entrega de información

Tabla 34. Resultados de entrevistas a Casas de Valores

Elaboración: Irene Cabrera

Las entrevistas a los expertos dan como resultado un panorama general de aceptación de las Pymes, por ser un mecanismo que tiene como principal ventaja una tasa menor a la ofertada en el sistema financiero, la posibilidad de diseñar el pago de capital e interés de acuerdo a la capacidad de la empresa y el beneficio de contar con un asesor financiero que brinde las lineamiento para formalizar procesos operativos, contables y administrativos.

Las pymes que atendieron las sugerencias de sus asesores en pro de una colocación exitosa, lograron adaptar sus procesos internos para producir información oportuna y de calidad para las Bolsas de Valores, que son las entidades de control que realizan el

seguimiento de la información financiera de los emisores del segmento REB en forma semestral.

En relación a los puntos negativos proporcionados por los entrevistados se realzan de tipo interno como: a) pymes requieren organización en sus procesos internos b) los pagos de la emisión al vencimiento son impostergables c) pymes deben adaptarse a los niveles de supervisión semestral, por el lado de factores externos encontramos: a) tiempo de colocación lento b) factores económicos y situación país afecta a inversionistas de largo plazo, podemos indicar que los factores externos como las condiciones de mercado son limitantes temporales , sin embargo son los factores internos los que proporcionan la posibilidad de conocer de cerca la realidad de las pymes, que suelen ser subestimadas en lo que a organización interna se refiere, pero que con la asesoría adecuada puede lograr reestructurarse y crecer.

En relación a los costos de un proceso de emisión fueron se destaca que las casa de valores tienen un tarifario de servicios negociable y dependerá en gran medida del tamaño de la empresa y su compromiso de seguir las recomendaciones para una estructuración ordenada y exitosa la cual puede realizarse en un periodo aproximado de 1mes.

En lo referente al apoyo de las Bolsas de Valores en los procesos de difusión, se pudo constatar que las casas de valores opinan que ha sido insuficiente, las campañas han existido pero no se han prolongado en el tiempo.

Finalmente en lo referente a las razones para no colocar en el segmento REB, se debe a la percepción de que un mecanismo del mercado de valores es exigente y de operatividad complicada, la segunda razón fue el cambio de reglamentación.

En lo referente a la opinión de un funcionario del sector público, se efectuó una entrevista a la Srta. Ligia Aguirre quien ejerció las funciones de Operador de Valores de la Corporación Financiera Nacional, cabe resaltar que su opinión es a título personal en base a su experiencia y años en el mercado de valores y no representa bajo ningún concepto una opinión institucional, los resultados de la entrevista dieron como punto referencial que los emisores con calificación de riesgo tienen mayor opción a ser adquiridos para el portafolio de la entidad del sector público, ya que la prioridad es minimizar la exposición al riesgo en base a una opinión profesional emitida por la calificadora de riesgo y que el emisor cuenta con garantía específica <sup>14</sup>

Finalizamos la etapa de entrevista con la opinión del Ab. Héctor Almeida funcionario de la Bolsa de Valores de Quito, quien nos indica que en la parte de reglamentación del Registro Especial Bursátil pueden haber cambios drásticos que disminuyan la participación de las empresas del sector pymes, sin embargo hasta que no cumplan con la publicación de las misma, no se podría dar una opinión fundamentada; en virtud de su experiencia recomienda un trato especial para las pymes que participan en el segmento REB, debido a que requisitos como una calificación de riesgo desmotiva a los emisores ya que encarece el producto final.

#### **4.6. Análisis de las entrevista a Pymes participante en el segmento REB**

En relación a la entrevista efectuada a la empresa NOVAFOOD participante del segmento REB en el mercado de valores, podemos confirmar que la principal ventaja de incursionar en el mercado de valores fue la tasa competitiva de financiamiento, es decir, un 9.25%, en lugar de la tasa del 13.00% que le otorgaba una entidad del sistema financiero.

---

<sup>14</sup> Garantía Específica: Constituyen los activos, pólizas, prenda sobre inventario o cualquier instrumento de fácil realización que ampare una emisión.

El emisor mencionó que los recursos provenientes del REB se obtuvieron en la primera semana de colocación en el mercado de valores, lo cual proporcionó al emisor confianza tanto en el mecanismo de financiamiento como en la respuesta de los inversionistas, percepción que le valió reconocimiento de su entorno, entre ellos proveedores, clientes y los mismos bancos.

El emisor resalta una adecuada y eficiente asesoría por parte de la casa de valores auspiciante, incluso confirma no haber presentado ningún inconveniente en la remisión de información semestral a las entidades de control, es decir que el mecanismo REB promueve la formalización de procesos dentro de la empresa lo cual repercute en beneficios dentro de la organización.

El emisor no precisó una calificación de riesgos, ni tarifas de inscripción y mantenimiento como se requiere para otros mecanismos del mercado de valores, esta ventaja en procesos más adaptados a su realidad logró como resultado una participación exitosa como iniciador en el mercado de valores a través del REB.

## CAPÍTULO V

### 4.1. Conclusiones y recomendaciones.

Podemos concluir que el mecanismo REB, a pesar de ser un segmento del mercado de valores que en sus inicios captó la atención de las empresas que desean incursionar como emisores, ha decrecido en su desarrollo y maduración. Esto debido al retraso en la reglamentación por parte de la Junta de Política de Regulación Monetaria y Financiera lo cual no permite tener reglas claras sobre los nuevos requisitos para participar.

Por su parte las Bolsas de Valores del país no han efectuado un proceso de difusión continuo y a largo plazo, que incluya la asesoría de profesionales de marketing que contribuyan con estrategias efectivas y direccionadas a nuevos inversionistas, en especial personas naturales que pueden beneficiarse de tasas atractivas que están disponibles en el mercado REB, actualmente existe emisiones en mercado secundario disponibles con plazos remanentes inferiores a un año.

Las casas de valores que dieron apertura a pymes para direccionar su participación en procesos en el segmento REB, en opinión de esta investigadora son las principales impulsadoras del desarrollo del mercado; ya que no solo atienden a grandes corporaciones que cuentan con información completa y oportuna si no que apuestan al desarrollo de un nicho diferente “las Pymes”, lo cual implica un labor más ardua en la etapa de estructuración financiera, legal, difusión y finalmente colocación.

De acuerdo con los resultados de las entrevistas a los expertos, que son precisamente la casas de valores que lideraron asesorías en este segmento, se puede concluir que el mercado es limitado tanto en emisores como inversionistas, sin embargo se registran participaciones exitosas con colocación del 100% en plazo de 15 días, lo cual

determina que el mecanismo funciona, pero necesita mayor gestión en difusión para no dilatar la colocación al tiempo máximo permitido que es 12 meses.

En relación a la entrevista efectuada a la PYME podemos concluir que su participación fue exitosa, logrando una excelente tasa de financiamiento del 9.25%, una asesoría que promovió la formalización de sus procesos internos, una colocación al 100%, el reconocimiento y prestigio de los inversionistas que adquirieron la emisión, la apertura como emisor del mercado de valores ya que al presentar información en forma permanente y oportuna sentó un precedente como emisor destacado y finalmente la opción de una nueva participación en el mercado de valores.

En lo referente a la protección al inversionistas, se concluye que la mayor demanda de esto títulos son exclusivamente personas naturales, o empresas con excedentes de liquidez; quienes presentan demanda en este segmento de mercado requieren que la emisión cuente con calificación de riesgo , en opinión de esta investigadora la calificación de riesgo es un punto respetable de valoración , sin embargo lo que debe priorizar el inversionista es el tipo de garantías; y en este sentido, los emisores han optado por incrementar la garantías mediante la contratación de fideicomisos, encargos fiduciarios, prendas sobre activos o inventarios, esto a fin de brindar al cliente inversionista las herramientas necesarias para tomar su decisión de inversión.

En lo referente al análisis de costo beneficios objetivo principal de la presente investigación se concluye que el REB si constituye una opción viable para las PYMES, sobre todo por la ventaja en tasas de interés, el diseño de su estructura de pago de acuerdo a la generación de sus recursos, y la oportunidad de crecimiento que representa para estas empresas instruirse en nuevos procesos que generan beneficios desde el punto de vista financiero, contable, administrativo, de imagen corporativa.

Si bien es cierto, la ley no crea mercado, lo que si crea mercado es una correcta difusión de los mecanismos de financiamiento, y en virtud de la opinión de las propias casas de valores, las bolsas deberían duplicar sus esfuerzos y técnicas de difusión a fin de incrementar el número de participantes entre ellos inversionistas y emisores.

Se recomienda que las entidades mencionadas en los puntos anteriores tales como Bolsas de Valores y Casas de Valores, generen a través de iniciativas institucionales la realización y ejecución de un plan de difusión a nivel provincial, a fin de ampliar el número de inversionistas y crear una cultura de inversión bursátil.

Se recomienda a las entidades del sector público en especial la Superintendencia de Compañías, la creación de programas de capacitación direccionados a pymes a nivel nacional, esto debido a que cuenta con la base centralizada de todas las empresas.

Finalmente es sugerencia de esta autora, que las calificadoras de riesgo deben brindar el servicio de calificación de riesgo a las pymes, pero costos adaptados a su realidad, el beneficio sería mutuo, ya que la calificadora aumentaría su base de clientes y el emisor tendría una herramienta poderosa para asegurar su colocación en el mercado.

## BIBLIOGRAFÍA

- Aldeán, D. A. (Noviembre de 2007). Repositorio Digital. Obtenido de Universidad Politécnica Salesiana: <http://dspace.ups.edu.ec/handle/123456789/3346>
- Banco Central del Ecuador. (Diciembre de 2014). Evolución del Volumen de Crédito y Tasas de Interés. Obtenido de Banco Central del Ecuador: [www.bce.fin.ec](http://www.bce.fin.ec)
- Bolsa de Valores de Guayaquil. (2012). Diccionario de Economía y Finanzas. Recuperado el 7 de Julio de 2015, de [www.noticiasbvg.com](http://www.noticiasbvg.com)
- Comunidad Andina. (s.f.). [www.comunidadandina.org](http://www.comunidadandina.org).
- Ekos. (2012). Las Pymes, un segmento estratégico para Ecuador. Ekos, 84.
- Federación Iberoamericana de Bolsas. (Julio de 1997). Federación Iberoamericana de Bolsas. Obtenido de [www.fiabnet.org](http://www.fiabnet.org)
- Federación Iberoamericana de Bolsas. (2014). Federación Iberoamericana de Bolsas. (S. G. FIAB, Ed.) Obtenido de [www.fiabnet.org](http://www.fiabnet.org)
- Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil. (20 de Mayo de 2014). Quito, Ecuador: Registro Oficial 249.
- Ley Orgánica para el fortalecimiento y optimización del sector Societario y Bursátil. (20 de Mayo de 2014).
- Posso, C. P. (Julio de 2013). Recuperado el 7 de Julio de 2015, de <http://hdl.handle.net/1469/5903>
- Valores, B. d. (s.f.). Resolución conjunta de las Bolsas de Valores de Guayaquil y Quito para el mecanismo de valores no inscritos Revni. Monto máximo de anotación para valores de renta Fija, Capítulo I, Artículo 4.
- Velecela Abambari, N. (2013). Repositorio Institucional Universidad de Cuenca. Obtenido de <http://dspace.ucuenca.edu.ec/handle/123456789/5269>

**ANEXO A**  
**(TABLA DE AMORTIZACIÓN DE EMISIÓN PAGARES EN REGISTRO ESPECIAL BURSÁTIL Y TABLA DE PAGO DE PRÉSTAMO BANCARIO)**

EMISIÓN REB	500.000,00
TASA:	8,50%
PLAZO:	1080 días

PRÉSTAMO BANCARIO:	500.000,00
TASA.	11,23%
PLAZO:	1080

No	Saldo por amortizar	Capital	Interés	Total
0	500.000,00			
1	500.000,00	-	10.625,00	10.625,00
2	416.666,67	83.333,33	10.625,00	93.958,33
3	416.666,67	-	8.854,17	8.854,17
4	333.333,34	83.333,33	8.854,17	92.187,50
5	333.333,34	-	7.083,33	7.083,33
6	250.000,01	83.333,33	7.083,33	90.416,66
7	250.000,01	-	5.312,50	5.312,50
8	166.666,68	83.333,33	5.312,50	88.645,83
9	166.666,68	-	3.541,67	3.541,67
10	83.333,35	83.333,33	3.541,67	86.875,00
11	83.333,35	-	1.770,83	1.770,83
12	-	83.333,35	1.770,83	85.104,18
		500.000,00	74.375,00	574.375,00

No	Saldo por amortizar	Capital	Interés	Total
0	500.000,00			
1	458.333,33	41.666,67	14.037,50	55.704,17
2	416.666,67	41.666,67	12.867,71	54.534,38
3	375.000,00	41.666,67	11.697,92	53.364,58
4	333.333,33	41.666,67	10.528,13	52.194,79
5	291.666,67	41.666,67	9.358,33	51.025,00
6	250.000,00	41.666,67	8.188,54	49.855,21
7	208.333,33	41.666,67	7.018,75	48.685,42
8	166.666,67	41.666,67	5.848,96	47.515,63
9	125.000,00	41.666,67	4.679,17	46.345,83
10	83.333,33	41.666,67	3.509,38	45.176,04
11	41.666,67	41.666,67	2.339,58	44.006,25
12	-	41.666,67	1.169,79	42.836,46
		500.000,00	91.243,75	591.243,75

## ANEXO B

### ENTREVISTA AGENTES DE BOLSA

**Nombre:** Luis Alberto Caballero - Plusbursátil

**Fecha:** 2015-07-15

**Teléfono:** 3883033

1.- ¿Su Casa de Valores ha asesorado a Pymes para participar a través de financiamiento en el mercado de valores?

**R.** SI

2.- ¿Podría detallar cuantas empresas asesoradas han logrado participar en el mercado REVNI desde el 2012 al 2014?

**R.** 7 (SIETE)

3.- ¿Mencione los beneficios que obtuvieron estas empresas al participar en el REVNI?

**R.** Lograron obtener recursos de mediano plazo, pudieron formalizar ciertos procesos administrativos y mejorar la calidad de información que presentan, mejoraron imagen frente a sus financistas (Bancos) y en su industria. En algunos casos el REB constituyó un paso previo para el ingreso al mercado de valores como emisores de títulos inscritos.

4.- ¿Mencione los puntos negativos que obtuvieron estas empresas al participar en el REVNI?

**R.** Básicamente el tiempo de colocación que es más lento, pues no participan inversionistas institucionales sino que es más para persona naturales el mercado objetivo. Otro punto negativo que lo vemos como una posibilidad de mejorar es que el emisor pierde flexibilidad al momento de los vencimientos, pues un retraso les acarrea problemas de imagen y deben acostumbrarse a eso, el limitante del REB era el plazo y el monto máximo a emitir.

5.- ¿Podría detallar los costos que implica un proceso de emisión a través del REVNI?

- Estructuración y Colocación
- Comisión de Bolsa de Valores
- Publicación de la Resolución de la Bolsa
- Divulgación a través del memo de inversiones en Cd

6. ¿Usted considera que las Bolsas de Valores del país han logrado difundir de manera exitosa los mecanismos de financiamiento disponibles a través del mercado de valores?

**R.** No, ha sido muy deficiente la labor de las bolsas en ese sentido

7. ¿Por favor indicar las razones por las que las empresas asesoradas que no colocaron, no culminaron con el proceso?

**R.** En nuestro caso, todos los procesos fueron exitosos y colocados en un 100%

## ENTREVISTA AGENTES DE BOLSA

**Nombre:** Estefania Perez Llona – Ventura Casa de Valores

**Fecha:** 23 de julio del 2015

**Teléfono:** 046014278

1.- ¿Su Casa de Valores ha asesorado a Pymes para participar a través de financiamiento en el mercado de valores?

**R.** Si

2.- ¿Podría detallar cuantas empresas asesoradas han logrado participar en el mercado REVNI desde el 2012 al 2014?

**R.** Nueve

3.- ¿Mencione los beneficios que obtuvieron estas empresas al participar en el REVNI?

Acceso a recursos.

- Tasas de financiamiento menores a las tasas exigidas por las IFIS
- Los plazos a los que se acceden los recursos son superiores a los otorgados por las IFIS
- Formalidad obligatoria, iniciaron un proceso de implementación de gobierno corporativo.

4.- ¿Mencione los puntos negativos que obtuvieron estas empresas al participar en el REVNI?

**R.** Al ser compañías pequeñas y sin calificación de riesgo, los tiempos de colocación fueron superiores a los esperados

**R.** Al no están en el RMV no se puede aprovechar los beneficios de la desmaterialización y los títulos fueron físicos.

5.- ¿Podría detallar los costos que implica un proceso de emisión a través del REVNI?

**R.** Existen costos de estructura financiera, estructura legal, agente de pago y el costo de inscripción en la Bolsa de Valores.

6. ¿Usted considera que las Bolsas de Valores del país han logrado difundir de manera exitosa los mecanismos de financiamiento disponibles a través del mercado de valores?

**R.** En los últimos años han existido campañas de difusión exitosas, pero aún hay sectores que desconocen los mecanismos a los que pueden acceder.

7. ¿Por favor indicar las razones por las que las empresas asesoradas que no colocaron, no culminaron con el proceso?

- Por temor a revelar información a revelar información que consideraron “secreta”
- Por la falta de formalidad interna y no se supieron adaptar y demoraron/ declinaron seguir con el proceso

## ENTREVISTA AGENTES DE BOLSA

**Nombre:** Lilia Mancheno Cortés – Plusbursátil

**Fecha:** Julio 22 del 2015

**Teléfono:** 2389292

1.- ¿Su Casa de Valores ha asesorado a Pymes para participar a través de financiamiento en el mercado de valores?

**R.** Si

2.- ¿Podría detallar cuantas empresas asesoradas han logrado participar en el mercado REVNI desde el 2012 al 2014?

**R.** Cinco empresas

3.- ¿Mencione los beneficios que obtuvieron estas empresas al participar en el REVNI?

**R.** Conocer los beneficios del mercado de valores como alternativa de financiamiento diferente al bancario. Mejorar estructura de costos de financiamiento y plazos.

**R.** Formalizar ciertos aspectos financieros y contables requeridos para poder participar en el mercado de valores.

4.- ¿Mencione los puntos negativos que obtuvieron estas empresas al participar en el REVNI?

**R.** No necesariamente negativo, pero dado el entorno macroeconómico existente, en los últimos procesos se requirió un mayor plazo para la colocación de los títulos.

5.- ¿Podría detallar los costos que implica un proceso de emisión a través del REVNI?

De manera general podría ser la siguiente (% sobre monto de la emisión). Aunque los costos se incrementaron.

Estructuración Financiera	1,20%
Colocación bursátil	1,50%
Piso de Bolsa	0,10%
Asesoría Legal y Const. garantía	0,80%
Publicaciones e impresión CDs	0,20%

6. ¿Usted considera que las Bolsas de Valores del país han logrado difundir de manera exitosa los mecanismos de financiamiento disponibles a través del mercado de valores?

**R.** Pienso que todavía falta mayor difusión.

7. ¿Por favor indicar las razones por las que las empresas asesoradas que no colocaron, no culminaron con el proceso?

**R.** Cambio en la ley y falta de reglamentos.

## ENTREVISTA AGENTES DE BOLSA

**Nombre:** Luis Esteban Naranjo Valdivieso – Orión Casa de Valores

**Fecha:** Julio, 18 del 2015

**Teléfono:** (02) 2551 353 ext. 111

1.- ¿Su Casa de Valores ha asesorado a Pymes para participar a través de financiamiento en el mercado de valores?

**R.** Si

2.- ¿Podría detallar cuantas empresas asesoradas han logrado participar en el mercado REVNI desde el 2012 al 2014?

**R.** No puedo detallar la cantidad de empresas.

3.- ¿Mencione los beneficios que obtuvieron estas empresas al participar en el REVNI?

**R.** Las empresas se beneficiaron principalmente del financiamiento en mejores condiciones en cuanto a plazos y tasas, además de mejorar su reputación al participar en el mercado de valores.

4.- ¿Mencione los puntos negativos que obtuvieron estas empresas al participar en el REVNI?

**R.** Posiblemente el hecho de los niveles de supervisión, el seguimiento, y el posible riesgo operacional ligado al no cumplimiento de los pagos programados.

5.- ¿Podría detallar los costos que implica un proceso de emisión a través del REVNI?

**R.** Los costos son de libre contratación y dependen del monto a emitir y el tamaño del patrimonio de la empresa, pero son considerablemente menores en consideración de otros procesos de mercado.

6. ¿Usted considera que las Bolsas de Valores del país han logrado difundir de manera exitosa los mecanismos de financiamiento disponibles a través del mercado de valores?

**R.** No, creo que ha faltado más publicidad al respecto.

7. ¿Por favor indicar las razones por las que las empresas asesoradas que no colocaron, no culminaron con el proceso?

**R.** Principalmente por la percepción de la mecánica del mercado y la operativa ligada al proceso de emisión, la apertura de información al hacerla pública, y en muchos casos por no seguir las recomendaciones presentadas para hacer viable la emisión

## ENTREVISTA AGENTES DE BOLSA

**Nombre:** Tamara Rodríguez Lastra- Santa Fe Casa de Valores

**Fecha:** 8 de Julio del 2015

**Teléfono:** 2303347

1.- ¿Su Casa de Valores ha asesorado a Pymes para participar a través de financiamiento en el mercado de valores?

**R.** Si

2.- ¿Podría detallar cuantas empresas asesoradas han logrado participar en el mercado REVNI desde el 2012 al 2014?

Aproximadamente 5 procesos

3.- ¿Mencione los beneficios que obtuvieron estas empresas al participar en el REVNI?

- Conocer el mercado de valores.
- Conocer una alternativa de financiamiento donde las características de pagos son diseñadas de acuerdo a la realidad de la empresa

4.- ¿Mencione los puntos negativos que obtuvieron estas empresas al participar en el REVNI?

**R.** No hubo puntos negativos, solo una barrera de entrada que fue temor de lograr la colocación total de la emisión, el temor que se logró disipar con una colocación exitosa.

5.- ¿Podría detallar los costos que implica un proceso de emisión a través del REVNI?

**R.** Estructuración financiera  
Colocación  
Agente de Pago  
Publicaciones

Todos los costos son negociables de acuerdo a la capacidad de pago del emisor.

6.- ¿Usted considera que las Bolsas de Valores del país han logrado difundir de manera exitosa los mecanismos de financiamiento disponibles a través del mercado de valores?

**R.** La Bolsa de Valores de Guayaquil no ha realizado procesos de difusión, pero si ha otorgado un importante apoyo en la operatividad, revisiones y consultas que se han presentado en el momento de presentar los memos de inversión para la aprobación de un proceso de emisión.

## ENTREVISTA A FUNCIONARIO BOLSA DE VALORES

**Nombre:** Héctor Almeida – Departamento legal. BVQ

**Fecha:** Julio, 29 del 2015

**Teléfono:** (02) 3988570

1. ¿La Bolsa de Valores de Quito ha participado en los últimos tres años en procesos de difusión del mecanismo conocido como REVNI? por favor enumere las formas de difusión.

**R.** Si ha participado, los mecanismos por medio de los cuales lo ha hechos son, entre otros:

- Gestión con el Ministerio Coordinador de la Producción para fomento de capacitación a Pymes y emprendimiento
- Campaña Mypyme bursátil
- Gestión con Superintendencia de Compañías a efectos de reducir la carga regulatoria del REVNI en su momento.

2. En virtud que aún se esperan los reglamentos internos para el mecanismo denominado REB por parte de la Junta de Regulación del mercado. ¿Considera usted en su opinión personal, que los nuevos reglamentos tengan cambios drásticos en los requisitos de participación versus los que ya existen actualmente?

**R.** Considero que si va a ver un cambio trascendental en la regulación, ya que el REB ya no será un mercado de aclimatación para las compañías.

De la misma manera la regulación será diferente ya que el REB es un mercado prácticamente de oferta pública en el cual la Superintendencia aprobará los procesos.

Considero que estructuras como los mecanismos de anotación de valores a solicitud del tenedor para liquidez ya no serán viables.

3. ¿Considera conveniente que la nueva regulación incluya la obligatoriedad de la calificación de riesgo para seguridad de los inversionistas?

**R.** La concepción del REB es un mercado para Pymes y economía popular y solidaria. En esa línea el poner requerimiento de calificación de riesgos encarecería el proceso y vetaría que los sectores a los cuales está dirigida la norma puedan acceder.

4. ¿Considera conveniente que la nueva normativa regule los costos que se puedan cobrar por la emisión de valores a las pymes a través de este mecanismo?, incluidas colocación, estructuración e incluya los costos normados para calificación de riesgo.

**R.** En mi opinión los costos siempre deberían ser de libro contratación; sin embargo, la ley de Mercado de Valores dispone que la Junta Monetaria deberá establecer un tarifario de servicio para los partícipes del mercado, entre lo que seguramente estará los costos y comisiones por temas del REB

## ENTREVISTA A FUNCIONARIO DEL SECTO PÚBLICO

**Nombre:** Ligia Aguirre Benavides- CFN (Opinión personal)

**Fecha:** Julio, 28 del 2015

**Teléfono:** (02)

1. ¿Podría indicarme el monto aproximado que su entidad demanda anualmente en el mercado de valores?

**R.** De acuerdo a los reportes de las Bolsas de Valores, la institución realizó transacciones por US\$ 124 millones en el año 2014, a través de la Subasta de Demanda. En el año 2013 el monto fue de US\$130 millones.

2.- ¿Cuáles son los requisitos para que un emisor del mercado de valores sea adquirido para el portafolio de su entidad?

**R.** Básicamente que cumpla con los requerimientos mínimos de patrimonio y capital social sobre activos, calificación de riesgo acorde y que la actividad del emisor se enmarque dentro de los sectores priorizados. Para ello se realizan evaluaciones financieras, de riesgos, de historial de crédito, de oficial de cumplimiento, entre otros.

3. ¿Su entidad ha participado en la compra de REB a través del mercado de valores? Por favor indicar el monto aproximado y el año en que ejecutó la compra Si ha participado en años anteriores.

**R.** No tenemos acceso al REB de renta fija por lo cual no podemos obtener la cifra. Las compras debieron realizarse en los años 2010, 2011, 2012.

4. ¿Por favor mencione los factores que han limitado la participación de su entidad en la compra de REVNIS durante los últimos 3 años?

**R.** Debido al impulso que se dio al Programa de Financiamiento Bursátil dentro de la institución con una normativa y parámetros claros, se prefirió la compra de emisiones que cuenten con la anotación de la SIC y de las Bolsas de Valores, que cuentan con una calificación de riesgo.

5 ¿Qué recomendación daría usted, para que el mercado de REB pueda posicionarse y ser demandado por las entidades del sector público?

**R.** Al no contar estos papeles con calificación de riesgo, la provisión es muy alta lo cual resta un poco de atractivo a su demanda. Probablemente sería atractivo pago de cupones trimestrales y que cuenten con una garantía.

## ENCUESTA A EMISOR EN SEGMENTO REB

**Nombre:** Rosa Albán

**Empresa:** Novafood- Emisor REB

**Teléfono:** 026002-814

1.- ¿Por favor mencione el tiempo de actividad económica de su empresa?

**R.** Importación, comercialización venta, producción de aditivos para la industria de alimentos

2.- ¿Por favor detallar la siguiente información financiera de su empresa?

<b>Activos:</b>	US\$ 648.585,60	<b>Capital Social:</b>	US\$ 11.800
<b>Pasivos:</b>	US\$ 621.166,68	<b>Vtas Anuales:</b>	US\$ 997.436,45
<b>No Empleados:</b>	10		

3.- ¿Qué entidades financieras le han otorgado préstamos a su compañía?, por favor detalle plazos y condiciones.

**R.** Banco Bolivariano- Plazo 3 años, tasa 13.00%

4.- ¿Conoce usted que tiempo se demora un trámite para conseguir un préstamo bancario?, por favor indicar el tiempo exacto en meses en que logró obtener los fondos.

**R.** Aproximadamente 3 semanas y 30 días

5 ¿Su empresa cuenta con auditoría externa?

**R.** Si

6. ¿Su empresa cuenta con estados financieros internos actualizados a la fecha de cierres mensuales?

**R.** Si

7.- ¿Se encuentra su situación jurídica regularizada ante los organismos de control: Superintendencia de Compañías, Servicio de Rentas Internas, IESS?

**R.** Si

8.- ¿Ha participado en el financiamiento a través del REB en el mercado de valores?

**R.** Si, con una emisión de Pagaré a la Orden US\$ 300.000 a 367 días al 9.25%

9- ¿Puede usted mencionar los beneficios de utilizar el financiamiento en el mercado de valores a través del REB?

**R.** Se obtuvo liquidez y se abrió una nueva oportunidad de financiamiento a través del mercado

10.- ¿Puede usted mencionar los puntos negativos de haber utilizado el financiamiento en el mercado de valores a través del REB?

**R.** Ningún punto negativo.

11 ¿Conoce usted que tiempo se demora un trámite para obtener financiamiento a través del REB?

**R.** El proceso de colocación fue rápido (1 semana), la preparación del REB toma 1 mes aproximadamente.

12.- ¿Cuál fue el destino de los recursos obtenidos a través del REB?

**R.** Para capital de trabajo