

UNIVERSIDAD SAN FRANCISCO DE QUITO

Colegio de Postgrados

**Análisis de costos financieros, beneficios y desventajas del
Registro Especial Bursátil- REB para las PYMES, en la Ley
Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector
Societario y Bursátil**

JORGE MANUEL COCA BENITEZ

RICARDO GIOVANNY ORDOÑEZ PRADO

César Cisneros, MBA., Director de Trabajo de Titulación

Trabajo de Titulación presentado como requisito para la obtención del título de
Magíster en Administración Bancaria y Finanzas

Quito, agosto de 2015

Universidad San Francisco de Quito
Colegio de Postgrados

HOJA DE APROBACIÓN DE TRABAJO DE TITULACIÓN

**Análisis de costos financieros, beneficios y desventajas del
Registro Especial Bursátil- REB para las PYMES, en la Ley
Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector
Societario y Bursátil**

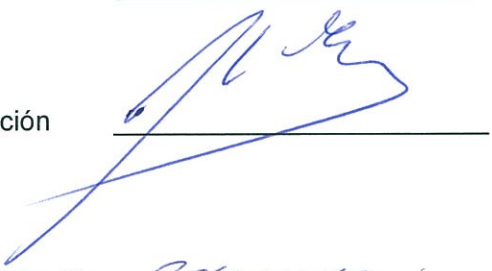
JORGE MANUEL COCA BENITEZ

RICARDO GIOVANNY ORDOÑEZ PRADO

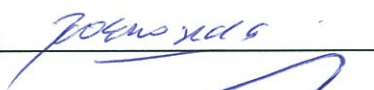
César Cisneros, MBA.,
Director de Trabajo de Titulación
Director de la Maestría



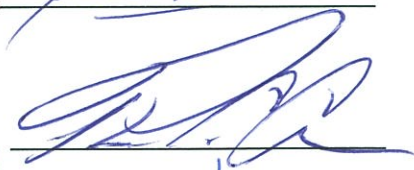
Néstor Jaramillo, Dr.,
Miembro del Comité de Trabajo de Titulación



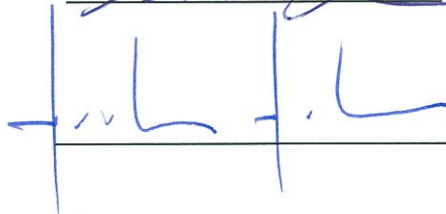
Roberto Salem, MBA.,
Miembro del Comité de Trabajo de Titulación



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



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



Quito, agosto de 2015

© Derecho de Autor

Por medio del presente documento certificamos que hemos leído todas las Políticas y Manuales de la Universidad San Francisco de Quito USFQ, incluyendo la Política de Propiedad Intelectual USFQ, y estamos de acuerdo con su contenido, por lo que los derechos de propiedad intelectual del presente trabajo quedan sujetos a lo dispuesto en esas Políticas.

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

Firma:

Nombre: JORGE MANUEL COCA BENITEZ

Código: 00082010

C.I. 0914163654

Firma:

Nombre: RICARDO GIOVANNY ORDOÑEZ PRADO

Código: 00082035

C.I. 0912495678

Fecha: Quito, agosto de 2015

DEDICATORIA

Sin dudar, a mi bella Madre (MABM), siempre linda, cariñosa, atenta y orgullosa de su hijo, como yo estoy de ella, a mi Padre que desde un lugar bello, me cuidaba en cada paso de mi vida, a mi hermosa Esposa por su complacencia y apoyo, al amor de mi vida mi Hijo Jorge Andrés Coca Mosquera, por él y para él, a mis hermanos mayores, que son y serán el ejemplo a seguir, amigos y primos que se los quiere mucho. Que este primer objetivo conseguido, sirva de ejemplo para mis sobrinos y amigos.

Dios los Bendiga

JORGE MANUEL COCA BENITEZ

Sin lugar a duda, a mi linda y comprensiva Esposa (Mónica), siempre, cariñosa, atenta y orgullosa de su esposo, como yo estoy de ella, a mi Madre y Padre que siempre se preocupaban y me cuidaba en cada paso de mi vida, a los amores de mi vida mis Hijos Ricardo y Mónica Ordoñez Criollo, por ellos y para ellos, a mis hermanos que este logro sirva de ejemplo a seguir, a mis amigos que siempre me apoyaron. Que este primer objetivo conseguido, sirva de ejemplo para mis hijos y sobrinos que no desmaye que los éxitos si son alcanzable.

Dios los Bendiga

RICARDO GIOVANNY ORDOÑEZ PRADO

AGRADECIMIENTO

A todos y cada una de las personas que me motivaron cada día de mi vida, me dieron su apoyo y palabras de aliento, sin duda alguna a mi Papá DIOS, ya que goce de salud y vigor para emprender este tan interesante desafío, un camino largo de grandes esfuerzos, empezamos este proyecto en la plenitud de la soltería, terminado con una bella familia (esposa e hijos), mis familiares, Padres y hermanos, excelentes Docentes, y los pocos pero magníficos amigos que siempre me impulsaron con gratificantes palabras que siga adelante.

JORGE MANUEL COCA BENITEZ

En especial a mi esposa Mónica y a mis hijos Ricardo y Mónica, sin duda alguna a nuestro creador, nuestro Padre DIOS, ya que goce de salud y vigor para emprender este tan interesante desafío, un camino largo de grandes esfuerzos, fue duro al principio y más extenso al final, pero el objetivo se cumplió, mis familiares, Padres y hermanos, excelentes Docentes, y mis magníficos amigos que siempre me impulsaron con gratificantes palabras que siga adelante.

RICARDO GIOVANNY ORDOÑEZ PRADO

RESUMEN

El presente trabajo corresponde a nuestra tesis de Post Grado, que consiste en realizar un análisis de costos, ventajas y desventajas en las PYMES de la actual Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil, se efectuara un análisis de si es una decisión adecuada que las PYMES sean permitidas de participar en el mercado bursátil a través de la emisión de títulos para ser colocados en el mercado bursátil, esto se debe analizar en función de lo que al respecto dice la literatura académica, así como desde el punto de vista de la legislación nacional e internacional.

Nuestra tesis proporciona un Análisis y comentarios de la literatura especializada, respecto de la posibilidad de que las empresas pequeñas de un país se financien en Bolsa.

Además, reiteramos, se efectuará una revisión de la legislación internacional respecto de que las pymes estén facultadas para participar en la bolsa. Así como también, determinaremos el tratamiento especial que debe darse a estas empresas para que puedan acceder a la bolsa, como un mecanismo más eficiente.

Expondremos la presentación de PYMES participantes en el Mercado de Valores antes y después de la creación de la Ley. (Montos de Colocación, fechas de emisión, tipos de garantía, etc., porcentajes del total de colocaciones). Y además, aquellas PYMES que no han participado y conocer sus razones más determinantes.

Haremos la presentación técnica, de diferenciación de la estructura de costos financieros (Tasa Interna de Retorno), entre la emisión de obligaciones versus el crédito bancario tradicional.

Se mostrará como recomendación y conclusión si la actual ley, ha contribuido positivamente a la economía de las Pequeñas y Medianas Empresas en el Ecuador desde su aprobación.

ABSTRACT

This work corresponds to our Graduate thesis, consisting of an analysis of costs, benefits and disadvantages to SMEs of the current Organic Law for Strengthening and Optimizing Corporate and Securities Sector, an analysis of whether it will conduct a appropriate decision that SMEs are allowed to participate in the stock market through the issuance of securities to be placed on the stock market, this should be analyzed in terms of what he says about the academic literature as well as from the point of view of national and international law.

Our thesis provides analysis and reviews of the literature, regarding the possibility that a country small businesses are financed on the stock exchange.

In addition, he reiterated, a review of international law concerning that SMEs are empowered to participate in the exchange will be made. And also determine the special treatment to be given to these companies so that they can access the bag, as a more efficient mechanism.

SMEs will discuss the presentation of participants in the stock market before and after the creation of the Law. (Amounts Placement, issue dates, types of collateral, etc., percentage of total loans). And besides, those SMEs that have not participated and know their most decisive reasons.

We will do the technical presentation, differentiation of the structure of financial costs (Internal Rate of Return), including the issue of bonds versus traditional bank lending.

It will display as recommendation and conclusion if the current law, it has contributed positively to the economy of Small and Medium Enterprises in Ecuador since its adoption.

ÍNDICE GENERAL

RESUMEN	7
ABSTRACT	8
INTRODUCCIÓN	14
DECLARACIÓN DEL PROBLEMA	22
DECLARACIÓN DEL PROPÓSITO	25
MARCO CONCEPTUAL	26
HIPÓTESIS	27
OBJETIVO GENERAL	27
OBJETIVOS ESPECÍFICOS	28
PLAN DE MEDIDA	28
PLAN DE RECOLECCIÓN DE DATOS	29
PLAN DE ANÁLISIS	29
CONCLUSIONES	30
CONTRIBUCIÓN AL CONOCIMIENTO	31

CAPÍTULO I

1. MARCO TEÓRICO, JURÍDICO E INSTITUCIONAL	32
1.1. Exposición de conocimientos teóricos relacionados con el Problema.	32
1.1.1. Mercados Financieros en Ecuador.....	32
1.1.2. Bolsa de Valores	34
1.1.3. Rol en la Economía.....	35
1.1.4. PYMES.....	38
1.1.5. Papeles de otros Países con Mercados Importantes.....	41
1.1.5.1. Certificados del Tesoro.....	41
1.1.5.2. Papel Comercial	42
1.1.5.3. Certificados de Depósitos Negociables	43
1.1.5.4. Acuerdos de Recompra	44

1.2. Historia	45
1.2.1. Origen y Evolución en el Mundo	45
1.2.1.1. Tendencias Actuales	48
1.2.1.2. Historia de la Bolsa de Valores de Guayaquil.....	48
1.2.2. La Legislación Internacional sobre PYMES en Bolsa	50
1.2.2.1. Alternativas de financiamiento para Pymes en el Mercado de Valores Ecuatoriano	52
1.2.2.2. Alternativas de Financiamiento para Pymes en el Mercado de Valores Chileno	64
1.2.2.3. Alternativas de Financiamiento para Pymes en el Mercado de Valores de Buenos Aires	67
1.2.2.4. Alternativas de Financiamiento para Pymes en el Mercado de Valores del Perú	68
1.2.2.5. Legislación y Mercados de Estados Unidos	72
1.2.3. Ventajas y desventajas de nuestra Legislación frente a otras Leyes	73
1.2.3.1. Ventajas y desventajas, Mercado Alterno de Valores, Perú ..	73
1.2.3.2. Ventajas y desventajas de anotar en el REVNI, Ecuador	77

CAPÍTULO II

2. ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS	79
2.1. Cifras de Colocación y PYMES participantes de Emisión de Obligaciones efectuadas antes de la Ley y después de su entrada en vigencia	79
2.2. Nivel de Riesgos de las Emisiones para los Inversionistas	81
2.3. Encuestas y Análisis a Compañías PYMES que NO han Emitido Obligaciones.....	82
2.4. Entrevista dirigida al Sector de Pequeñas y Medianas Empresa que han Emitido Obligaciones.....	88
2.5. Entrevistas dirigida a Calificadoras de Riesgos en el proceso Pequeñas y Medianas Empresas.....	96

2.6. Entrevistas dirigidas a Estructuradores de Emisión de Obligaciones para PYMES.....	98
2.7. Análisis General de Entrevistas.....	101

CAPITULO III

3. COSTOS, RIESGOS Y EFECTOS FINANCIERO EN LAS PYMES	104
3.1. Costos de Emisión para Obligaciones en Ecuador	104
3.2. Costos de Colocación y Estructuración	104
3.3. Calificación de Riesgos	105
3.4. Representante de los Obligacionistas	106
3.5. El Agente Pagador	107
3.6. Inscripción en el Registro de Mercado de Valores	108
3.7. Otros Costos	109
3.8. Comisión Bolsa y Casa de Valores	109
3.9. Estimación de los costos para emisión de obligaciones.....	111
3.10. Estimación de Costos para una anotación de pagarés a través del REVNI.....	112
3.11. Calculo del Rendimiento al Vencimiento y Duración del Portafolio por la Emisión de Obligaciones de Tres PYMES y su Comparación. (Flujo Comparativo)	113

CAPITULO IV

4. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	125
4.1. Conclusiones.....	125
4.2. Recomendaciones.....	127
4.3. Bibliografía	128
4.4. Glosario	130
4.5. Anexos	
4.5.1. Índice de Cuadros	
4.5.2. Índice de Figuras	
4.5.3. Índice de Tablas	

ANEXOS:**INDICE DE CUADROS**

Cuadro # 1	Numero de Cías. PYMES y Tipos de Garantías 2010-2015	58
Cuadro # 2	Montos y Cías. PYMES Emisoras de Obligaciones 2010-2015	79
Cuadro # 3	Numero de Emisiones de Obligaciones después de la Promulgación de la Actual Ley.	81
Cuadro # 4	Tipos de Garantía de las Emisiones de Obligaciones 2010-2015...	81
Cuadro # 5	Datos de Emisión de Obligaciones.....	114
Cuadro # 6	Tabla de Amortización Empresa (1)	115
Cuadro # 7	Duración del Portafolio.	115
Cuadro # 8	Datos de Emisión de Obligaciones.....	116
Cuadro # 9	Tabla de Amortización Empresa (2).....	116
Cuadro # 10	Duración del Portafolio	117
Cuadro # 11	Datos de la Emisión de Obligaciones	118
Cuadro # 12	Tabla de Amortización Empresa (3).....	118
Cuadro # 13	Duración del Portafolio	119
Cuadro # 14	Tasa Interna de Retorno de los Tres Portafolios.....	119
Cuadro # 15	Datos de Emisión de Obligaciones	120
Cuadro # 16	Tabla de Amortización Empresa (4)	120
Cuadro # 17	TIR y Duración del Portafolio	121
Cuadro # 18	Tabla de Amortización del Banco.	122
Cuadro # 19	Costo de Financiamiento Comparativo	124

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura # 1	Resumen de Prospecto de Oferta Publica Industrias Ales.	114
Figura # 2	Resumen de Prospecto de Oferta Publica Hotel Gangotena.	117
Figura # 3	Resumen de Prospecto de Oferta Publica Cía. Ternifetpac s.a. ...	120

ÍNDICES DE TABLAS

Tabla # 1	Costos por Estructuración para Emisión de Obligaciones.	105
Tabla # 2	Costos de Calificación de Riesgos.	106
Tabla # 3	Costos de los Representantes de Obligacionistas.	107
Tabla # 4	Costos del Agente Pagador.	107
Tabla # 5	Costo por Inscripción en el Registro de Mercado de Valores.	108
Tabla # 6	Otros Costos	109
Tabla # 7	Comisiones Estimadas Mercado Secundario de Bolsa de Valores.	110
Tabla # 8	Costos por Comisión de Bolsa de Valores.	110
Tabla # 9	Costos por Comisión Casa de Valores.....	111
Tabla # 10	Estimación de los Costos para Emisión de Obligaciones.	112
Tabla # 11	Estimación de los Costos para una Anotación de pagaré a través del REVNI.	112

INTRODUCCIÓN

El mecanismo más conocido de financiamiento en nuestro país es la “Banca” con sus múltiples opciones de productos direccionados a los diferentes actores sean estos personas naturales o entes jurídicos.

Tradicionalmente se otorgan créditos a grandes corporaciones que poseen una sólida estructura financiera que facilita el cumplimiento de sus obligaciones, logrando ventajas y mejores condiciones en cuanto a plazos, tasas y sin el requerimiento de garantías de sus activos, lo que se conoce como el crédito Comercial y se clasifican en Productivo Corporativo, cuya tasa de interés promedio esta por el 8%, el Productivo Empresarial su tasa de interés promedio bordea el 9.5%, y por último el Productivo PYMES que está entre 11% y 12% promedio. Por otro lado, el sector PYMES, tiene las puertas abiertas de la Banca Ecuatoriana, pero con un costo financiero mucho más alto, citamos al Crédito Microcrédito Minorista cuya tasa de interés promedio bordea el 28%, el Microcrédito de Acumulación Simple su tasa esta por el 24% promedio, y el Microcrédito de Acumulación Ampliada con una tasa promedio del 22%, esta información está con corte a Abril 2015, provista por el Banco Central del Ecuador, cabe mencionar que el plazo promedio para estos tres últimos segmentos esta entre 24 o máximo 36 meses. Con esto se evidencia que para el ahorrista o inversionistas que deseen buscar financiamiento, el sector PYMES es muy oneroso respecto a su alto Costo Financiero.

La Ley actual en especial en el REB (Registro Especial Bursátil), busca una mayor participación de las PYMES, en el Mercado de Valores, pero para ellos deben buscar armar toda una estructuración al interior de las Empresas, es decir,

una Gestión de Riesgo Integral, lo que les permitirá minimizar pérdidas por factores, operacionales, tecnológicos o legales.

Esta ley busca incentivar a este sector, como en temas tributarios y de segmentación de costos bursátiles, sin embargo, el mayor riesgo viene dado por parte de los ahorristas o inversionistas, dado que al momento de adquirir un título valor exigirán mayores y mejores garantías (generales y específicas), y las PYMES deben contar con esta estructura financiera que les permita cubrir estas exigencias.

Siguiendo con el tema de las Tasas de interés, el costo financiero es alto para los prestamistas al recurrir a las PYMES, dado que los costos operativos y el riesgo del sector lo provocan, por el otro lado, en el sector Productivo Pymes, Empresarial y Corporativo, la participación de la pequeña y mediana empresa es reducida particularmente en nuestro país, así como el resto de Latinoamérica, en las dificultades que enfrenta para obtener fuentes de financiamiento para el desarrollo de sus proyectos, ya sea compra de activos fijos, reestructuración de pasivos, o capital de trabajo.

Las Pymes, en ocasiones, no cuentan con la pericia gerencial que direcciona y prepara la información que requieren las entidades financieras o el Mercado de Valores, esto genera un mayor riesgo, por lo tanto una mayor tasa de interés, muchas veces estas empresas para iniciar su proceso de análisis previo, en la obtención de un préstamo bancario, lo cual limita sus oportunidades, ya que por ser en su mayoría empresas familiares no existe la debida actualización y preparación académica y empresarial, lo que preocupa con mucha más fuerza, en el momento que decida incursionar con mayor fuerza al Mercado de Valores.

Ante estos antecedentes, existe una alternativa de financiamiento que oferta el Mercado de Valores, a través de uno de sus productos REVNI (Registro de Valores no Inscritos) o como se lo conoce actualmente como REB (Registro Especial Bursátil), denominación que fue cambiada por la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil, publicada en el Registro Oficial No 249, del Martes 20 de Mayo de 2014.

Este hecho de recurrir al Mercado de Valores, no minimiza el riesgo de las PYMES, lo que permite es acceder a otras fuentes de financiamiento ya sea por parte del Emisor (PYME), ya que solo se buscaba recurrir al sistema financiero, y por el lado del inversionista es el hecho de que se les presentan nuevas formas de invertir, pero siempre y cuando el riesgo este controlado.

Este mecanismo tiene vigencia hace algunos años en las Bolsas de Valores del país, retomando un pequeño impulso a partir del año 2010 cuando se efectuó un lanzamiento y difusión al público con el apoyo del Ministerio de Industrias y Productividad, pero hasta la promulgación de la Ley actual tan solo diez (10) pymes, han participado en el Mercado de Valores por ejemplo con la emisión de pagaré (Emisión de Obligaciones) por un monto acumulado de \$9.500.000 en cinco años, y a partir del 2014 a través de la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil, tan solo tres PYMES han participado activamente, y tomando en cuenta la inclusión de nuevos reglamentos para la participación de las empresas pertenecientes al sector económico de pequeñas y medianas empresas y de las organizaciones de la economía popular y solidaria, la Junta de Regularización del Mercado de Valores será la reguladora de los requisitos y el funcionamiento de este segmento de negocios.

Por otro lado si comparamos la Legislación nuestra con la de otros Países como Chile, nos encontramos que permite facilitar el desenvolvimiento de las empresas de menor tamaño mediante la adecuación y creación de normas regulatorias que rija su iniciación, funcionamiento y término, en atención a su tamaño y grado de desarrollo, pero que en resumen, no hay mayor aporte para dinamizar este sector, al igual que en Buenos Aires , en Perú, en cambio sí permite dinamizar a este sector más activamente con ventajas financieras y riesgos cubiertos.

Ambas legislaciones, en Perú, guardan cierta similitud para el trato de las PYMES, debido a que en Ecuador y en especial en las Bosas de Valores del País, no hacen ningún tipo de distinción por tipo o tamaño de la Empresa, en nuestro País aún sigue vigente el REVNI (Registro de Valores No Inscritos para PYMES), en los actuales momentos sigue en estudio de las autoridades la figura del Registro Especial Bursátil (REB), herramienta que emitirá las reglas del juego sobre las PYMES en nuestro País, como los incentivos tributarios.

Mientras que en Chile se habla de manera muy general en cuanto al financiamiento; agregando que en Chile existe la LEY NÚM. 20.416 que fue publicada el 3 de febrero del 2010 por el Ministerio de Economía Fomento y Reconstrucción, y que fue dirigida para fijar las Normas Especiales para las Empresas de Menor Tamaño (PYMES) pero sin mencionarse las formas de financiamiento de estas empresas.

En el caso de Chile las PYMES se financian con créditos que emite el Banco Central de Chile, cosa muy distinta a nuestro País, ya que el BCE del Ecuador se convirtió en un Ente de Estudios Técnicos y Control de Transferencias y Dinero

Electrónico, a raíz de la dolarización el 09 de Septiembre del año 2000, (murió el sucre), en Chile estas Empresas al ser muy pequeñas no pueden sujetarse a este tipo de financiamiento, debido a que estas empresas argumentan tener problemas para disponer de recursos bancarios; atribuibles a los altos costos y a la falta de garantías. Caso muy parecido al de nuestro País, lo que evidencia la teoría del riesgo, a mayor riesgo, mayor rentabilidad, por lo tanto, las Entidades financieras deben cubrir este riesgo inherente.

El Banco Central de (Chile), cumple un papel importante en el otorgamiento de préstamos a las empresas de menor tamaño (PYMES); especialmente, por medio de su línea orientada a microempresas, ha desarrollado mecanismos de evaluación novedosos para atender las especificidades de este segmento.

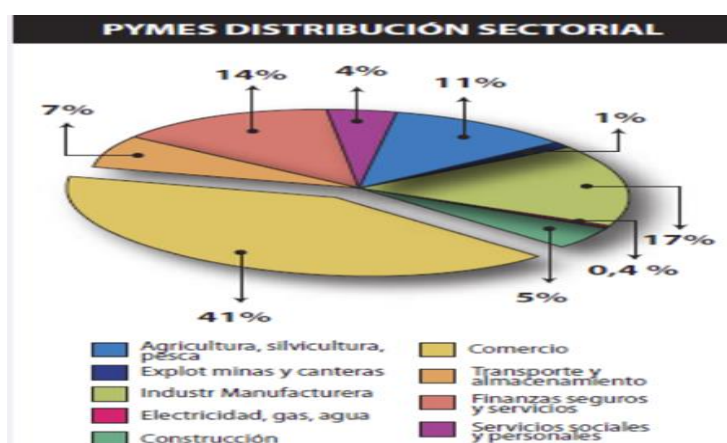
En nuestro País, es la Banca privada a través de Políticas Públicas que permite el financiamiento de créditos con la línea MICROEMPRESARIAL, para los Microempresarios, y su valor máximo de financiamiento es de hasta \$20.000, además de ser el tipo de financiamiento más costoso del País, por el riesgo que está implícito en el sector micro empresarial, sin embargo, a la hora de que las PYMES deseen incursionar en la venta de títulos estas se encuentran con tres problemas claves: 1) Nivel de Riesgo alto; 2) , Gobierno Corporativo; y 3) Estructura Financiera.

Para efectos del registro y preparación de estados financieros, la Superintendencia de Compañía y Valores califica como Pequeña y Medianas Empresas (PYMES), a las personas jurídicas que cumplan las siguientes condiciones:

- a) Monto de Activos inferiores a \$4.000.000.
- b) Registren un valor bruto de ventas anuales de hasta \$5.000.000
- c) Tengan menos de (200) trabajadores personal ocupado. Tomado del promedio anual ponderado.

El 58% de las PYMES en nuestro país están concentradas en las actividades de manufactura y comercio, siendo ampliamente mayoritarias aquellas empresas de esta última con el 41% del total en el año 2014 (dentro del sector comercial, tiene mayor peso las actividades al por mayor con 24%, al por menor con 14%, y los establecimientos y restaurantes con el 2%). Otro sector de localización importante para las PYMES, con el 14% de participación, es el de “Finanzas, seguros y servicios profesionales”, en el cual se agrupan gran cantidad de empresas que brindan diferentes servicios.

Figura No. 1



Fuente; Superintendencia de Compañía y Valores.

“La figura legal del Revni (Registro Especial de Valores No Inscritos), es un mecanismo simplificado para empresas que están en una etapa prematura y cuyos índices financieros no son tan grandes”.

Generalmente las pymes emiten en el mercado de valores documentos de renta fija como títulos de deuda o pagarés (obligaciones), que pueden ser adquiridos por inversionistas y de cuya comercialización se obtiene capital.

Este mecanismo permite a la PYME trabajar junto al asesor calificado, la estructuración de la información, a fin de calificarlo como un emisor de REVNI, lo cual le permitirá captar los recursos directamente del mercado de valores a tasas más bajas y en plazos adecuados a su capacidad de pago frente a los inversionistas.

¿De qué “asesor” hablan? ¿Quién lo califica? ¿Quién lo escoge? ¿Es obligatorio tener ese asesor?

INCENTIVOS EN EL REGISTRO ESPECIAL BURSATIL

EMISIONES SINDICADAS DE OBLIGACIONES

Por otro lado en la actual ley, aparece la figura de las “Emisiones Sindicadas de Obligaciones”, funciona a través de esquemas asociativos, ya que facilita a las PYMES unirse para formalizar un proceso de titularización u obligación, de esta manera les permite alcanzar el volumen, información y garantía necesarias.

Son instrumentos financieros como Emisiones Sindicadas de Obligaciones, que son valores de contenido crediticio emitidos por más de un emisor en un solo proceso. Es decir, permite a dos o tres compañías asociarse para realizar emisiones. También estamos dando valor a la negociación de Facturas Comerciales, este tema va a ayudar al pequeño proveedor. Por ejemplo, si el proveedor del supermercado va y entrega su mercadería y no le pagan inmediatamente, este podrá vender la factura en el Mercado de Valores. Y también

están los Fondos de Inversión, que permiten a los ahorristas la posibilidad de colocar sus recursos en mejores condiciones que las ofrecidas por el sistema financiero.

El sector PYMES puede salir ampliamente beneficiado de este sistema, porque permite lograr economías de escala; es decir, no se necesita que sea una empresa enorme para que pueda acudir al mercado de valores o para que pueda utilizar esta figura, sino más bien hace referencia a la emisión de Obligaciones (pagare), de dos o más PYMES para acceder a una sola emisión, con esto se logrará reducir costos del proceso que implica esta figura y a su vez cada empresa se beneficia, ya que esta específicamente diseñado para las pequeñas y medianas empresas.

El sustento legal de la presente información lo incorpora el artículo 62 de la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil, el que cambia al artículo 160 de la Ley de Mercado de Valores referente a la emisión de obligaciones, y que en su último inciso con la reforma planteada contempla a las obligaciones sindicadas, es decir, las realizadas por más de un emisor en un solo proceso de oferta pública.

El tema de las garantías que este tipo de obligaciones deben tener, señalando que deben ser generales, en relación a toda la obligación, y además específicas en relación a cada uno de los emisores sindicados, estas últimas siendo solidarias en todos los casos, regulación que busca a toda luz proteger al inversionista dándole mayor seguridad sobre su inversión. Las emisiones sindicadas no pueden ser convertidas en acciones.

Incentivos tributarios. Por ejemplo, están exentos los rendimientos financieros obtenidos por las inversiones con renta fija que se negocien a través de la Bolsa. Tendrán tarifa 0% del Impuesto al Valor Agregado las comisiones por servicios bursátiles prestados por la bolsa, entre otros beneficios que esperamos atraigan a más empresarios al Mercado de Valores. Además, se crean otros productos.

DECLARACIÓN DEL PROBLEMA

La actual Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil publicada en el Registro Oficial No. 249, del 20 de mayo del 2014, alerta una de las mayores preocupaciones respecto de la eliminación del Consejo Nacional de Valores, por la Junta de Regulación del Mercado de Valores como un organismo de derecho público perteneciente a la Función Ejecutiva para establecer la política pública del mercado de valores y dictar las normas para el funcionamiento y control del mercado de valores en concordancia con lo establecido en la Constitución de la República del Ecuador y con los principios y finalidades establecidos.

En esta Ley, lo que implicaría principalmente es que se dejó de lado al sector privado en las decisiones que se tomen en actividades que les involucra directamente. El sector público designaría las autoridades de este ente, por lo que los actores bursátiles, por los que sus puntos de vista técnicos estarían sin duda limitados, este nuevo ente como ya mencionamos, es la Junta de Regulación del Mercado de Valores un organismo de derecho público perteneciente a la función Ejecutiva. El proyecto de Ley también contempla que se establecerán parámetros,

que deberán observar las instituciones reguladas por la Ley, para la fijación de comisiones, honorarios o tarifas que cobren a sus clientes o comitentes. De esta manera, la regulación vendrá desde la autoridad pública y ya no desde el mercado.

En este punto nos permitimos realizar una fotografía de nuestro mercado actualmente, en el que miramos falencias profundas que lo afectan en su desenvolvimiento o desarrollo. Ante todo vemos que el mercado de valores en nuestro país sigue presentando un rol mucho menos protagónico que el mercado financiero.

Otro problema estructural es que el mercado de valores del país es elitista, ya que son pocas las empresas que participan en las transacciones ya sea como emisores o inversionistas y, de éstas, buena parte son entidades bancarias, Contribuyentes Especiales, o Multinacionales, son muy pocas las PYMES participantes.

Existen problemas operativos y tecnológicos que resta eficiencia a la transaccionalidad del mercado. Por ejemplo, cada bolsa de valores tiene sistemas transaccionales distintos, los que no pueden comunicarse entre sí. Otro aspecto importante es que no se cumple adecuadamente en los sistemas de compensación y liquidación de valores con los principios de entrega contra pago, firmeza de las operaciones y no hay mitigación de riesgos de custodia, de liquidez, de crédito, de mercado, etc. que son fundamentales para un adecuado funcionamiento de dicho sistema.

Otro problema fundamental es que el ente regulador (Consejo Nacional de Valores) es débil, carece de fortaleza, potestad y autoridad para establecer y hacer cumplir las normas que dicta. Pero además existe una estructura inadecuada ya que el Consejo Nacional de Valores (CNV) está presidido por el Superintendente de Compañías, que es el supervisor del mercado de valores, lo cual es un contrasentido ya que el supervisor preside al organismo regulador. Adicionalmente hay una doble captura regulatoria por los actores como del ente supervisor. Además en el CNV tiene un directorio que incluye a miembros del sector público y privado. O sea, los regulados forman parte del organismo regulador.

Además hay que anotar que en los aspectos macroeconómicos, como el nivel de actividad económica y el crecimiento económico así como las variables microeconómicas son otros de los factores fundamentales relacionados con la evolución del mercado de valores en el país.

En síntesis, estos problemas afectan el desarrollo del mercado de valores por lo que éste tiene un escaso desarrollo, manteniéndose casi en un estado estacionario y contribuyendo muy poco al financiamiento alternativo de mediano y largo plazo para los sectores productivos (PYMES).

Por ello, las PYMES al lograr obtener un préstamo, este es otorgado a tasas elevadas por su nivel de riesgo inherente, poca tecnología crediticia, gobierno corporativo, estructura financiera entre otros aspectos importantes que presentan debilidades, su periodo de recuperación corto que no permite el desarrollo de su proyecto y la recuperación de recursos para enfrentar los pagos ante las entidades financieras.

Aunque el Gobierno regula y publica las tasas de interés activas máximas mensualmente para cada sector aquí comentado, el sector Corporativo PYMES contempla el costo más bajo del grupo Crédito Productivo, sin embargo, para el Microcrédito las tasas de interés son muy elevadas, por lo antes indicado, los Microempresarios (emprendedores), carecen de una preparación técnica gerencial, un sistema adecuado y actualizado, personal especializado, administración integral de riesgos, en fin, este sector, genera una percepción de riesgo alto, por ello, la teoría dice a mayor riesgo mayor rentabilidad, las IFIS deben cubrir la probabilidad de incumplimiento de pago.

Como ejemplo podemos citar que actualmente el costo efectivo anual por una Emisión de Obligaciones bordea el 8.90%, incluyendo todos los agentes intervinientes como calificadoras de riesgos y estructuradores mientras que recurrir a la Banca tradicional estaría por el 12.51%. Surge otro problema, y es el hecho del poco o casi nulo conocimiento del proceso de emisión de Obligaciones en el Mercado de Valores, de cada 13 PYMES, tan solo una (5) participa activamente.

Por ello, en esta investigación se efectuaran las respectivas entrevistas a expertos y encuestas que permitan tomar medidas correctivas respecto al desconocimiento del proceso de incursionar en el Mercado de Valores.

DECLARACIÓN DEL PROPÓSITO.

El propósito de la investigación es realizar un análisis de las ventajas y desventajas de la anterior Ley con la actual en relación exclusiva a las PYMES, y

el costo-beneficio de las alternativas de financiamiento tanto del mercado de valores con las subasta REVNI (Registro de Valores No inscritos), ahora REB (Registro Especial Bursátil), en contraposición con la opción tradicional de préstamo en el sector financiero.

MARCO CONCEPTUAL

El desarrollo del Sector Financiero y del Mercado de Valores es considerado una prioridad para desarrollar la economía en general.

El crecimiento de un sector impulsa el crecimiento del otro, generando una libre competencia, que da como resultado mejores oportunidades para los inversionistas y emisores.

Como lo menciona La ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil (20-05-2014), “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 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 y el nivel de desarrollo de estos valores y/o sus emisores ameriten la necesidad de negociarse 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.”

PREGUNTA PRINCIPAL

¿La creación de esta Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil crea mayores ventajas competitivas y financieras para el sector PYMES a través de la Emisión de Obligaciones?

HIPOTESIS

Permitirá la presente Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil, en su parte del (REB), facilitar el acceso al mercado de valores con mayor dinamismo y representación a las Pequeñas y Medianas empresas.

– **Variable Independiente:**

– Registro Especial Bursátil (REB)

– **Variable Dependiente:**

Acceso dinámico al Mercado de Valores de las Pequeñas y Medianas Empresas.

OBJETIVO GENERAL

El objetivo general de la tesis es medir el conocimiento que las empresas PYMES, tienen sobre los mecanismos que ofrece el mercado de valores en especial el Registro Especial Bursátil (REB) como alternativa de financiamiento, sus ventajas y desventajas en lugar de las tradicionales fuentes de financiamiento que se ofertan en el mercado financiero tradicional. El nivel de conocimiento de estas alternativas nos permitirá desconcentrar la atención en un solo mecanismo

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.

OBJETIVOS 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 de la legislación internacional respecto de que las pymes estén facultadas para participar en la bolsa.
- Determinación del REB, como mecanismo de apoyo a las PYMES, para que puedan acceder a la bolsa, como un mecanismo más eficiente.
- Posibles riesgos para los Inversionistas, al momento de adquirir un título valor proveniente de PYMES.
- Presentación de PYMES participantes en el Mercado de Valores después de la creación de la Ley. (Número de Pymes participantes, Montos de Colocación, Tipos de Garantía, Rendimientos, plazos y porcentajes de participación.)
- Presentación de diferenciación de la estructura de costos financieros entre la emisión de obligaciones versus el crédito bancario tradicional.

PLAN DE MEDIDA

Efectuaremos encuestas a PYMES que emitieron obligaciones y que no lo hicieron, con el fin de conocer el grado de satisfacción de las mismas al haber participado en el mercado de valores, así como conocer aquellas empresas que no

lo hicieron, y saber porque no lograron participar, y sobre los resultados obtenidos se aplicará las respectivas estadísticas. (Entrevista a Expertos en el tema y encuestas a Entidades participantes).

Se efectuará un análisis costos – beneficio de las alternativas de financiamiento que brinda el sector financiero privado versus el mercado de valores específicamente a través del mecanismo REVNI, lo que permitirá establecer el costo efectivo de emitir versus pedir prestado. Adicionalmente, efectuaremos un análisis de las estadísticas de colocaciones reales antes y después de la actual ley.

PLAN DE RECOLECCIÓN DE DATOS.

A través de un estudio tomando como base el raking de las 100 mayores Pymes del Ecuador, se realizará una encuesta a Agentes de Bolsa, Estructuradores de procesos de colocación, Calificadoras de Riesgos, Pymes que emitieron Obligaciones y Pymes que no lo hicieron y el porqué, (especialmente en Guayaquil), que permita comprobar el nivel de conocimiento de las empresas sobre alternativas de financiamiento en el mercado de valores y en el sistema financiero. Se considerará dentro de este estudio compañías que hayan utilizado el Revni como mecanismo de financiamiento a fin validar su experiencia.

PLAN DE ANALISIS

Con las encuestas realizadas se emitirán conclusiones de las estadísticas analizadas y de sus tendencias, análisis de la literatura especializada, métodos de financiamiento, así como lo que mencionan otras Legislaciones de otros países, con los resultados obtenidos del análisis se efectuará una ponderación de las principales variables que afectan a las pymes en la obtención de su crédito.

Se presentará un análisis detallado y comparativo costo-beneficio de la participación de las pymes en un proceso de emisión en REVNI.

CONCLUSIONES

La realización de este estudio, se espera permitirá establecer, entre otras cosas, las siguientes:

- Determinar o no el apoyo que existe en la literatura especializada para que las PIMES puedan contar o no con las operaciones bursátiles como una adecuada alternativa de financiamiento.
- Ver si existe o no, en otros países, experiencias de PYEMS operando en el mercado bursátil de sus respectivos países. De ser posible se determinará lo positivo o negativas que han sido esas experiencias.
- Determinar si la ley ecuatoriana ha producido o no un nivel bursátil de actividad satisfactorio para las PYMES.
- Establecer cuan satisfactorio ha sido para ellas esta posibilidad.
- Evaluar la opinión que respecto de estas operaciones tienen los agentes de bolsa.
- Ver si efectivamente, desde el punto de vista de “Costo – Beneficio, la bolsa es una alternativa ventajosa para las PYMES.
- De las conclusiones que se saquen se plantearán recomendaciones adecuadas, sea para lograr un esquema más beneficioso para las PYMES o para sugerir que estos mecanismos constituyen o no una adecuada opción de financiamiento para ellas.

- ¿Habrá interés entre quienes compran títulos valores en el mercado de valores por comprar papeles emitidos por PYMES?

CONTRIBUCIÓN QUE SE ESPERA PARA EL CONOCIMIENTO

Con la creación de la ley actual, se espera determinar si la Bolsa de Valores en el Ecuador, parece ser o no un adecuado mecanismo de financiamiento para las PYMES, más que nada el análisis del REB, en especial la sindicalización y todo su proceso.

Así como recomendar mejoras o reformular productos al sector financiero, reconociendo sus limitantes a fin de que sean más competitivos para las pymes, aunque sostengan que el Microcrédito, por su informalidad, es de más alto riesgo y que por el destino de los fondos, su costo financiero es más cuantioso.

CAPÍTULO I

1. MARCO TEÓRICO, JURIDICO E INSTITUCIONAL

1.1 EXPOSICIÓN DE CONOCIMIENTOS TEÓRICOS RELACIONADOS CON EL PROBLEMA.

1.1.1 MERCADOS FINANCIEROS EN ECUADOR

Toda economía requiere de un mercado de capitales que permita canalizar los recursos financieros de aquellos que tengan excedentes de los mismos (ahorristas) hacia los agentes económicos que los requieran (empresas), a fin de dinamizar el proceso de financiamiento-generación de riqueza.¹

Los mercados financieros son lugares físicos o electrónicos donde compradores y vendedores pueden demandar y ofertar activos financieros tales como títulos valores, divisas o mercancías (en este último caso cuando el motivo de la compra no es consumo sino cobertura)

Los principales tipos de mercados financieros son:

Mercados Monetarios (Money Markets): Se negocian títulos valores de corto plazo que por consiguiente tienen una alta liquidez como: pagarés, avales, letras de cambio, certificados de depósitos, títulos emitidos por el Banco Central, títulos del Gobierno a corto plazo, etc. Se consideran de corto plazo los títulos con vencimiento menos a un año. En estos mercados básicamente se busca transferir liquidez.

¹ Guía práctica de Bolsa de Valores en el Ecuador.

Mercado de Capitales (Capital Markets): En este mercado se ofrecen y demandan fondos para financiar proyectos de mediano y largo plazo. Se negocian Acciones y Bonos emitidos por empresas privadas o entidades públicas. Es la razón de ser de las Bolsas de Valores.

Mercado de Derivados (Derivatives Markets): En este mercado se negocian Derivados Financieros, los cuales son activos financieros que se “derivan” de un activo subyacente anterior. Como por ejemplo, los Contratos a Futuro, las Opciones, los Swaps, los Forwards Warrants. En estos mercados básicamente se busca transferir Riesgos.

Mercado de Divisas (Forex): En estos mercados se negocian monedas de diferentes países y los precios de las transacciones determinan los tipos de cambio. Es el más grande de los mercados financieros y funciona 24 horas por día excepto los fines de semana.

Los Mercados de Capitales se pueden clasificar de acuerdo a diferentes criterios:

Según la clase de títulos.

Mercados de Renta Variable.- Se negocian títulos en los que no se pueden estimar un rendimiento con certeza. Básicamente engloba las Acciones y títulos en los que, además de no recibirse un valor al vencimiento, no aseguran un interés al inversionista.

Mercados de Renta Fija.- Reúne títulos en los que es posible estimar un rendimiento ya que tiene un vencimiento específico y se conoce el interés que se va a pagar al inversionista.

Según el tipo de emisión de los títulos

Mercados Primarios.- Cuando la empresa o institución emite por primera vez los títulos para venderlos al público se dice que es una emisión primaria.

Mercados Secundarios.- Posteriormente a la emisión primaria, los primeros compradores de los títulos pueden venderlos y estos a su vez se pueden revender y cambiar de manos infinitamente mientras dure el plazo de los mismos (para los de Renta Fija) o indefinidamente (Renta Variable). Estas transacciones pertenecen al mercado secundario.

Según su estructura

Mercados Bursátiles (Organizados).- Se refiere a los mercados que se manejan con ciertas reglas tales como quién puede presentar las ofertas o demandas, montos mínimos comisiones, etc. Estos mercados son las Bolsas de Valores.

Mercados Extrabursátiles (No organizados).- Algunas transacciones se pueden dar fuera de bolsa y las partes fijan las condiciones según su conveniencia. Estos mercados también son conocidos con el nombre de Over the Counter (OTC). En cada País, según el marco legal, se define que activos financieros se pueden negociar en el mercado extrabursátil.

1.1.2 BOLSA DE VALORES

La Bolsa de Valores es un mercado en el que participan intermediarios debidamente autorizados con el propósito de realizar operaciones, por encargo de sus clientes, sean estas de compra o venta de títulos valores emitidos por empresas

inscritas en ella (emisores). Estos intermediarios se denominan operadores, corredores o brokers y en Ecuador la ley obliga a que pertenezcan a ciertas entidades llamadas Casas de Valores.²

Tradicionalmente la Bolsa ha sido considerada como el mejor ejemplo real del concepto de competencia perfecta, más aún, con la ***Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil***, pues cumple con las siguientes características.

- ✓ Mercado Libre
- ✓ Transparente
- ✓ Bienes Homogéneos, sin preferencia por quienes venden o compran.
- ✓ A plazos iguales los precios serán idénticos. (Bursátil)
- ✓ Los Operadores o Corredores son tomadores de precios, es decir usan como referencia principal los precios del mercado.

1.1.3 ROL EN LA ECONOMÍA

Entre las más importantes podemos mencionar:

Función de Inversión: La Bolsa cumple un propósito económico fundamental al canalizar directamente el ahorro hacia la inversión productiva, disminuyendo e incluso eliminando el uso ocioso de recursos financieros en la economía. La Bolsa de valores ofrece a las empresas una alternativa de financiamiento y a los ahorristas una posibilidad de inversión, conectándolos sin intermediarios y permitiendo una participación más activa en la generación de riqueza de la economía.³

² Guía práctica de Bolsa de Valores en el Ecuador

³ Guía práctica de Bolsa de Valores en el Ecuador

Función de Liquidez: La Bolsa de valores ofrece a los tenedores de títulos la posibilidad de convertirlos en dinero prácticamente en el momento que lo deseen, esto no quiere decir que los títulos que no se cotizan en la Bolsa sean completamente ilíquidos, pues siempre existe la posibilidad de buscar un comprador cuando se necesitan vender, siempre y cuando esos títulos gocen de una excelente calificación de riesgos y muy buenos activos que lo respalden.

Función de participación: La Bolsa permite a los ahorradores participar en la gestión de las empresas, pues al comprar acciones se convierten en socios de ellas.

Función de Valoración: En los países con economías de mercado la valoración de los activos reales se concreta a través de los precios del mismo mercado, aunque aún no se ha resuelto por completo el problema de la valoración de los activos financieros. Las Bolsas de valores permiten obtener indirectamente (al determinar el valor de las acciones) el valor de las empresas, información crucial en las economías de mercado, para ello las PYMES que participen en el Mercado de Valores deberán minimizar sus riesgos de crédito, operacionales, legales y tecnológicos, esto permite ser más eficientes y efectivos, minimizar pérdidas y mejorar los niveles de liquidez, con el fin de poder ubicar papeles en el mercado (Emisión de Obligaciones), que les permitan acogerse a una muy buena o buena calificación de riesgos (AAA;AA;A), obtener liquidez a tasas más bajas que la banca tradicional, lo que hará sin duda alguna, un escenario más atractivo

en el momento de la compra del título por parte de los inversionistas, y más, si estas emisiones son garantizadas de manera general y particular, el rendimiento ofrecido por el emisor será aquel que permitan cubrir sus costos y gastos, y el inversionista gozará de un rendimiento atractivo acorde al mercado, con la seguridad de que efectuó una compra segura, es decir, con un menor riesgo.

Función informativa: La Bolsa es el barómetro de todo acontecer económico y social dada la estrecha relación entre lo político y económico. Se la considera la caja de resonancia del quehacer político nacional e internacional. Por esa parte, los precios de los papeles pueden bajar o subir, según lo que pase en el entorno económico y social, al bajar los precios de un papel, su rendimiento sube, si el emisor quiere seguir colocando, está obligado a ofrecer mayores tasas reales.

Función de protección del ahorro frente a la inflación: Al momento que se dinamice la participación de las PYMES en el Mercado de Valores, creemos que se abrirán mercados destinados para este tipo de negociaciones, lo traerá como consecuencia **un mecanismo de protección adecuado para quienes compren los títulos**, lo que expresamos, es que las PYMES con la emisión de títulos crearan un nicho tal, que los compradores puedan estar seguros de su participación al momento de invertir. Esto debe decirle al mercado que las tasas de interés deben ser atractivas y a su vez, las PYMES, deben minimizar sus riesgos internos, para así conseguir una mejor calificación de riesgos de (los) títulos, siempre y

cuando vaya de la mano una garantía robusta que brinde la total seguridad al comprador y vea que el riesgo se ha administrado de mejor forma.

1.1.4 PYMES

Las pymes están constituidas por pequeñas y medianas empresas, siendo una base fundamental para el crecimiento del país y tanto en América latina como en otros países es por eso que existen programas de apoyo a este tipo de empresas. Las micros, pequeñas y medianas empresas se encargan de generar producción, ingresos, empleo y consumo, en Chile el 90% de empresas son PYMES, por su tamaño al PIB no se afianza un gran aporte, pero dinamizan de gran forma la economía con su cadena de valor, además también son indispensables para el crecimiento de las grandes empresas ya que estas son las que suministran materia prima y que actúan como proveedores internos que entregan productos a precios más bajos de lo que adquirirían en un mercado internacional es por eso que estas son un apoyo y muy importantes dentro de una Economía.

Por lo tanto se trata de apoyar a estas empresas logrando que subsistan y que crezcan para que puedan ser competitivas y productivas, al decir competitivas se refiere la capacidad de detectar necesidades y satisfacerlas en el menor tiempo posible y en el menor precio, productividad es producir más con menos recursos.

Por ello es importante, también considerar el riesgo que se presenta para quienes compran títulos emitidos por las PYMES, por rendimientos más bajos y garantías débiles, un buen ejemplo a seguir es el de Venezuela, a través de SOGAMPI, (***Sociedad Nacional de Garantías Recíprocas para PYMES***),

Empresa dedicada a proteger al inversionistas y dar mayor participación a las PYMES, a través de los distintos tipos de Fianzas Bursátiles que pueden acogerse a la hora de invertir una PYME.⁴

Gráfico 1.3 (Tipos de Fianzas)



SOGAMPI

Esta Fianza Bursátil es la garantía líquida emitida por SOGAMPI, quien responde ante el inversionista por los títulos de participación emitidos por la pequeña y mediana empresa. Los objetivos principales son, 1) Incorporar a las Pymes en el Mercado de Capitales. 2) Permitir el acceso de las Pymes a financiamientos en condiciones ventajosas en cuanto a tiempos de respuesta. 3) Brindar transparencia y credibilidad a las gestiones de las Pymes, proyectando su imagen corporativa.

⁴ www.alide.org.pe/.../PYME-02_Ange-%20Betancourt_SOGAMPI.ppt

Este es un buen mecanismo para aquellos posibles inversionistas que arriesgan capital volviéndose socio de la empresa, es decir, compran participaciones o talvez acciones, pero para el ahorrista o inversionista, que no es socio el riesgo sigue siendo el mismo presentado en nuestro País.

La situación actual en nuestro País parte de:

- ❖ Desconocimiento de las Pymes del Mercado de Capitales como mecanismo de financiamiento de su Capital de Trabajo.
- ❖ Reserva de los representantes de las Pymes para suministrar información financiera de sus empresas ante el público inversionista.
- ❖ Elevados costos de transacción en el sistema.
- ❖ Mayor riesgo de compra por parte del inversionista, ya que los instrumentos emitidos por la PYME son de alto riesgo.

Ventajas para las PYMES.

Facilitar el acceso de las Pymes al Mercado de Capitales brindando apoyo en la estructuración de la Oferta Pública de sus Títulos Valores de Deuda.

Agilizar en nombre de las Pymes el proceso de solicitud de autorización de oferta pública de títulos valores de deuda ante el Consejo Nacional de Valores.

Dar CONFIANZA al público inversionista garantizando el retorno de los recursos invertidos en títulos valores de deuda emitidos por la PYME y respaldado con la Fianza, en aquellos casos que forman parte de la empresa como socios.

Beneficios para la PYME (EMISOR).⁵

⁵ www.alide.org.pe/.../PYME-02_Ange-%20Betancourt_SOGAMPI.ppt

Los costos del agente de estructuración (Casa de Bolsa) serán financiados por la duración de la Emisión.

No se efectuará una calificación de riesgo por empresa sino que se efectuará al ente afianzador del proceso.

Los Títulos están garantizados en un 75% por el Afianzador, lo que influye positivamente en la oferta del instrumento.

Tasa de interés 15% por debajo de la TAM (Aproximadamente)

Plazo de cancelación flexible (hasta 3 años).

Tiempo de respuesta ajustado a la necesidad del Socio Beneficiario.

Beneficios y perjuicios de los Compradores de Obligaciones.

Dentro de los beneficios que podrían conseguir los compradores sería el relacionado a que se exijan por parte de las autoridades de turno que las emisiones de PYNE deben contar con garantías reales y específicas, (porcentajes adicionales de siniestralidad), que a través de la figura del REB, se pueda administrar o exigir este proceso de mitigación de riesgos, esto va de la mano con el hecho de las PYMES deben hacer un real trabajo de mitigación de riesgos al interior, manejo eficiente de la liquidez, Gobierno Corporativo, niveles de morosidad muy bajos, etc., esto permitirá al comprador sentirse más seguro y confiado a la hora de adquirir títulos de Emisores PYMES.

1.1.5 PAPELES DE OTROS PAISES CON MERCADOS IMPORTANTES

1.1.5.1 Certificados del Tesoro.

Cuando el Gobierno de EEUU necesita pedir fondos prestados, con frecuencia el tesoro emite valores a corto plazo conocidos como certificados del

tesoro. El tesoro emite dichos certificados cada semana con vencimientos a 4, 13 y 26 semanas. En forma periódica, emite otros certificados del tesoro llamados certificados de manejo de efectivo que tienen vencimientos a un plazo más corto. Asimismo, emite certificados del tesoro cada mes con vencimiento a un año. Antes, los certificados del tesoro se emitían en papel, pero ahora se conservan en forma electrónica. Históricamente, el valor a la par (cantidad recibida por los inversionistas al vencimiento) de los certificados del tesoro era de un mínimo de \$10.000 dólares, pero ahora es de \$1.000 dólares y en múltiplos de \$1.000. Como los certificados del tesoro no pagan intereses, se venden con un descuento del valor a la par, y la ganancia para un inversionista que tiene un certificado del tesoro hasta su vencimiento es la diferencia entre el valor a la par y el precio pagado.

Los certificados del tesoro son atractivos para los inversionistas porque están respaldados por el gobierno federal y, por tanto, están casi libres de riesgos crediticios (incumplimiento).⁶

1.1.5.2 Papel Comercial

El papel comercial es un instrumento de deuda a corto plazo emitido sólo por empresas reconocidas y muy confiables, y por lo regular no está asegurado. Casi siempre se emite para dar liquidez o financiar la inversión de una empresa en inventario y cuentas por cobrar. La emisión de papel comercial es una alternativa para los préstamos bancarios a corto plazo. Las instituciones

⁶ Mercados e Instituciones Financieras, Jeff Madura 8ª. Edición, Parte tres Mercado de Valores de Deuda, Capítulo 6, Página 111.

financieras como las compañías financieras y los holdings bancarios son importantes emisores de papel comercial.

La denominación mínima del papel comercial casi siempre es de \$1.000.000. Las denominaciones típicas son en múltiplos de un millón de dólares. Por lo regular, los vencimientos son entre 20 y 45 días, pero pueden ser hasta de un día o de 270 días. El máximo de 270 días se debe a una regulación de la Securities and Exchange Commission (SEC) que establece que el papel con un vencimiento de más de 270 días se debe registrar.

Normalmente, el rendimiento del papel comercial es un poco más alto que el de un certificado del tesoro con el mismo vencimiento, ya que este último es considerado de "Riesgo Cero", o eventualmente, si el plazo es grande, de menor riesgo, ya que el papel comercial representa cierto riesgo de crédito y tiene menos liquidez. Así mismo, el papel comercial se vende con un descuento del valor a la par.⁷

Ejemplo: Si un inversionista compra papel comercial a 30 días con un valor a la par de un millón de dólares al precio de \$990.000, el rendimiento es: 12.12%.

1.1.5.3 Certificado de Depósitos Negociables.

Los CDN, son certificado que emiten los grandes bancos comerciales y otras instituciones de depósitos como fuente de fondos a corto plazo. La

⁷ Mercados e Instituciones Financieras, Jeff Madura 8ª. Edición, Parte tres Mercado de Valores de Deuda, Capítulo 6, Página 114.

denominación mínima es de \$100.000, aunque la más común es de \$1.000.000.

A menudo las corporaciones no financieras compran CDN.

Los CDN, ofrecen una ganancia en forma de interés, además de la diferencia entre el precio en el que el CDN se rescata (o se vende en el mercado secundario) y el precio de compra.

Ejemplo: Un inversionista compró un CDN hace un año en el mercado secundario en \$970.000. Lo rescata a su vencimiento y recibe \$1.000.000, además de un interés de \$40.000. El rendimiento anualizado sobre la inversión es: 7.2%.⁸

1.1.5.4 Acuerdos de Recompra.

Con un acuerdo de recompra (o reporto), una de las partes vende los valores a la otra con un acuerdo de volver a comprarlos en una fecha y a un precio específicos. En esencia, esta transacción representa un préstamo respaldado por valores. Si la parte que pide prestado no paga, el que presta tiene derecho a reclamar los valores. La mayor parte de las transacciones de recompra utiliza valores gubernamentales, aunque algunas comprenden otros valores como papel comercial o CDN. Un reporto inverso se refiere a la compra de valores de una parte a otra con el acuerdo de venderlos.

⁸ Mercados e Instituciones Financieras, Jeff Madura 8ª. Edición, Parte tres Mercado de Valores de Deuda, Capítulo 6, Página 116.

La tasa del reporto se determina por la diferencia entre el precio de venta inicial de los valores y el precio de recompra acordado, anualizado con un año de 360 días.

Ejemplo: En un principio, un inversionista compró valores a un precio (pp) de \$9.852.217, con el acuerdo de volver a venderlos a un precio (sp) de \$10.000.000 al final de un periodo de 60 días. El rendimiento (o tasa del reporto) en este acuerdo de recompra es: 9%

1.2 HISTORIA

1.2.1 ORIGEN Y EVOLUCIÓN EN EL MUNDO

La primera Bolsa de Valores surgió en Amberes, Bélgica, a mediados del siglo XV, extendiéndose posteriormente a Ámsterdam. Estas instituciones surgieron con el fin de ubicar en un solo sitio a los comerciantes que llegaban de distintas regiones a intercambiar sus mercaderías para poder ejercer un control más efectivo sobre ellos. Con la evolución de la economía se empezaron a transar contratos representativos de las mercancías (títulos valores) sin que se tengan que llevar físicamente los productos.⁹

Precisamente en Ámsterdam la Compañía de las Indias Orientales fundó la bolsa a inicios del siglo XVII con el objeto de obtener financiamiento para sus viajes en los que importaba diversas mercancías de Asia. En la Bolsa de

⁹ Guía práctica de Mercado de Valores, Bolsa de Valores de Guayaquil

Ámsterdam tuvo lugar el primer gran “crack” (caída de precios) de acciones debido a la especulación con tulipanes, hecho ocurrido en el año 1630.

En 1792 se funda la bolsa de Nueva York, NYSE, conocida también con el nombre de la calle en donde está ubicada. Wall Street. En 1865 ya había alcanzado 500 emisiones en bolsa, en el año 1900 había duplicado esa cifra alcanzado las 1.000 y para 1929 alcanzaron las 6.500. En 1886 el periódico The Wall Street Journal creó el primer índice accionario, el Dow Jones, compuesto por una canasta de acciones de diferentes sectores de la economía americana que cotizan en la bolsa de NY. El índice Dow Jones es uno de los indicadores más utilizados por los inversionistas estadounidenses al momento de la toma de sus decisiones además de ser considerado un termómetro de la economía.

A medida que los principales bancos y compañías comerciales e industriales empezaron a cotizar en la bolsa de NY, y sobre todo por el impulso que para el aparato productivo norteamericano significaron los años de la Primera Guerra Mundial en los que los EEUU se erigió como una de las potencias mundiales, Wall Street se fue convirtiendo paulatinamente en el centro financiero internacional más importante del mundo.

Sin embargo, el frenesí por las inversiones en Bolsa fue provocando mayor especulación entre los agentes del mercado. Durante los años veinte (denominados "roaring twenties") se vivió un gran auge bursátil, con precios

de acciones que subían aceleradamente generando enormes ganancias para los inversionistas. Incluso llegaban a solicitar préstamos bancarios para comprar acciones, luego, al venderlas posteriormente a un precio mucho mayor obtenían suficiente dinero para pagar los intereses del préstamo. Esta gran especulación, que se dio en casi toda la década, terminó en el famoso “jueves negro” de octubre 24 de 1929, que procedió al gran crack de la bolsa neoyorkina el 29 de octubre del mismo año en que más de 16 millones de acciones se negociaron con precios a la baja, récord que no sería superado sino hasta después de 39 años. El resultado de este crack fue la gran depresión de los años 30, misma que se expandió a nivel mundial, actuando como un lastre para la economía de los países que se sumieron en una profunda recesión económica. Esto demuestra claramente la relación existente entre la actividad económica y la bursátil.

No fue sino hasta 1949 que el mercado resurgió, manteniendo desde esa fecha una espiral creciente, con muy pequeños descensos provocados por la guerra de Corea en 1950, por el ataque cardíaco del presidente Eisenhower en 1955 y recientemente por el ataque terrorista a Nueva York el 11 de septiembre del 2001, en la que se tuvo que suspender las sesiones de bolsa por varios días. Actualmente existen más de 2.500 empresas americanas y 2.700 compañías extranjeras cotizando en Wall Street y el promedio diario de transacciones supera los 350 millones de acciones.

1.2.1.1 TENDENCIAS ACTUALES

En el año 2000 surge Euronex con la fusión de la Bourse de París, Bolsa de Ámsterdam y Bolsa de Bruselas a las que posteriormente se unieron otras bolsas europeas.¹⁰

En el 2007 la Bolsa de Londres y la Bolsa Italiana lograron un acuerdo de integración creando un mercado de acciones denominado London Stock Exchange Group. Esta entidad realizó posteriormente un joint venture con la Bolsa de Tokio.

En el mismo año se fusionaron Euronex y la Bolsa de NY dando como resultado el mayor participante de los mercados de capitales a nivel mundial: NYSE Euronex.

Recientemente se integraron los mercados de renta variable de Chile, Colombia y Perú generando el MILA, Mercado Integrado Latinoamericano.

1.2.1.2 HISTORIA DE LA BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL

En Ecuador el primer intento por crear una bolsa de valores se dio en la Ciudad de Guayaquil en 1847 llevado por la euforia que por esos años se sentía en todo el mundo con respecto a levantar capitales y crear empresas, y siguiendo el ejemplo de la más conocida bolsa de esa época que era la de Londres. No obstante, esta Bolsa tuvo una vida muy corta y desapareció después de unos cuantos meses.¹¹

Posteriormente, con el boom de exportaciones que experimentó el Ecuador en la década de 1870 al ser principal productor y exportador de cacao, los comerciantes se dieron cuenta que tenían suficiente capital como para establecer una Bolsa y lo hacen en 1873. La Institución tuvo el nombre de Bolsa Mercantil de

¹⁰ Guía de Mercado de Valores

¹¹ Guía de Mercado de Valores

Guayaquil y se ubicó en lo que hoy es el Malecón Simón Bolívar, muy cerca de la Gobernación.

Esta fue una bolsa muy dinámica, en la que cotizaban alrededor de 20 empresas y tenían 2 horarios de atención en la mañana y en la tarde. Entre las empresas cotizantes se encontraban los principales bancos de ese entonces. Banco de Crédito Hipotecario, Banco del Ecuador, Banco Comercial Agrícola, entre otros.

A pesar del gran dinamismo de esta Bolsa, extrañamente cierra sus puertas a inicios del siglo XX. Se supone que se debió a la inestabilidad económica y política que Ecuador vivió en esos años. Los creadores de esta Bolsa fueron los señores: Rodolfo Coronel, Leonardo Stagg, Miguel Seminario, Eduardo Arosemena Merino, Gabriel Obarrio y Clímaco Gómez.

El primer intento en el siglo XX por crear una bolsa de valores fue alrededor de los años 30 y fracasó debido a que el país no estaba listo ni gozaba de la estabilidad necesaria como para hacer frente a una empresa de esta naturaleza. Luego en el año 1969, por una iniciativa de la CFN, se promovió la apertura de dos Bolsas: una en Quito y otra en Guayaquil. A pesar del esfuerzo desplegado para la venta de acciones en Guayaquil, la propuesta no tuvo la misma acogida que en Quito, ciudad en donde los agentes de bolsa compraron un paquete mayoritario de acciones, razón por la cual la CFN se convirtió a la postre en la propietaria del 77% de las acciones de la Bolsa de Valores de Guayaquil, hasta que en 1992 puede venderlas al sector privado.

Finalmente el 02 de septiembre de 1970 se realizó la primera rueda de negociaciones en la BVG. En el primer año de funcionamiento se negoció un total

de 108.278.659 sucres. De ese modo, el 45.7% correspondió a Cédulas Hipotecarias, 38.3% a Bonos del Estado, el 12.5% a otros títulos y tan sólo el 3.5% a Acciones. A partir de ese entonces, la institución ha tenido que atravesar un largo trecho, que no siempre ha sido fácil.

1.2.2. LA LEGISLACION INTERNACIONAL SOBRE PYMES EN BOLSA.

Para entrar en mayor detalle, es necesario primero echar un vistazo a la experiencia internacional en cuanto a financiamiento para PYMES a través del Mercado de Valores se refiere. Tanto en los mercados nacionales como internacionales las pequeñas empresas no tienen el espacio ni tampoco la confianza suficiente por parte del sector de la demanda de colocación de capitales y de las instituciones de control para despuntar apropiadamente. Nos remontamos a 1925 refiriéndome a la “Gran Depresión”. Como antecedente necesario en la revisión de la experiencia internacional, cuando los estadounidenses apostaron al juego de la ruleta con el abuso de las herramientas del Mercado de Valores. Es pertinente mencionar este particular ya que, sienta un gran precedente en relación a los mercados contemporáneos. Desde épocas remotas los inversionistas apostaron por la volatilidad y la especulación. Las respuestas rápidas y el juego de la ruleta en las acciones. Por otro lado, es necesario realizar una simple comparación con la actualidad sencillamente porque el escenario actual parece no alejarse de los acontecimientos de los años 30s en Estados Unidos. Si bien ahora se evita la especulación a través de la expedición de leyes más rígidas, los inversionistas siguen creyendo en respuestas rápidas y apuestan a la especulación. Seguramente a partir de la crisis de hipotecas sub-prime entre 2008 y 2009 se confirma dicha afirmación. Esto se traduce en invertir de manera no metódica sino,

de manera empírica, lo que de ninguna manera beneficia a una PYME y tampoco a una economía, es por esto que la cultura bursátil de los inversionistas afecta al desarrollo de este sector y no cumple su rol fundamental mencionado en el anterior capítulo. Por su lado los organismos internacionales relacionados al Mercado de Valores como la Organización Internacional de Consejos de Valores (IOSCO), el Consejo de Reguladores de Valores de las Américas (COSRA) y la Securities and Exchange Commission (SEC) por sus siglas en inglés, tuvieron directa injerencia en la aplicación de políticas homogéneas equívocas en los años 90s a través del conocido “Consenso de Washington”, que no responde a las diversas necesidades específicas de los mercados en los diferentes países.

Podemos decir entonces que, el problema va más allá y se convierte más bien en una complicación estructural en todos los mercados internacionales; pero sobre todo en aquellos países menos desarrollados. A esta realidad se suma que, las PYMES no apuestan por el Mercado de Valores debido al desconocimiento y la confianza en las fuentes tradicionales de financiamiento como es el caso de los bancos y las fuentes particulares de ahorro.

Los mercados extranjeros buscan que el sector PYME, despunte a través de este instrumento, en ocasiones esto se ha logrado pero en la mayoría de los casos no se puede decir lo mismo. En la experiencia de mercados maduros como Estados Unidos y Europa, las PYMES son beneficiarias del flujo de capital como socios o accionistas de los Venture Capitalists¹². Estos recursos aportados por las entidades

¹² También conocido como inversor de riesgo; Actividad financiera consistente en la toma de participaciones temporales y minoritarias en empresas en proceso de arranque o crecimiento. El capitalista de riesgo aporta imagen y apoyo gerencial a la sociedad participada.

de capital de riesgo pueden llegar a ser vitales para emprendedores y PYMES, aunque en Europa la forma más común de participar de los agentes de capital de riesgo es a través de proyectos de expansión y cambios en el accionario de las compañías (Ortigueira, 2004). Estados Unidos tiene, sin duda, la industria más grande de capital de riesgo del mundo, esta podría ser una luz en el caso ecuatoriano. Algunos economistas opinan que esta es la razón por la cual la mayoría de firmas innovadoras ha prosperado allí (The Economist, Bishop, M, 2010). Sin embargo, la inversión en PYMES es todavía limitada debido a la baja información así como la percepción de alto riesgo, entre otros factores ya mencionados.

1.2.2.1 ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO PARA PYMES EN EL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO.

La reducida participación de las PYMES en el sistema financiero justifica el accionar de los gobiernos para implementar medidas orientadas a mejorar su acceso al crédito. Según (Carbó, 2007) el sistema financiero constituye un pilar fundamental en el crecimiento económico de cualquier país; la evidencia de la última crisis financiera soportada por Estados Unidos, que impactó los mercados financieros a nivel mundial, pone de manifiesto una vez más la importancia de la actividad financiera y la influencia en el entorno.¹³

Las fuentes tradicionales de financiamiento son las preferidas por los establecimientos ecuatorianos, entre ellos los bancos, las cooperativas de ahorro y crédito y otras fuentes. En el caso de **los mercados financieros y de capitales no**

¹³ Ministerio de Industrias y Productividad: http://www.industrias.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2012/08/2012_Alternativas_Financiamiento_PYMES_mercado_Valores.pdf

siempre logran asignar los recursos con una máxima eficiencia social y productiva, de tal forma que la arquitectura financiera de cada país determina en gran medida, la eficiencia de estos mecanismos. A menudo se presentan externalidades negativas o fallas de mercado principalmente en relación con los negocios pequeños y con las actividades empresariales emergentes (FLACSO - MIPRO, Granda, M, 2012). Los países no pueden crecer sin capital. Los mercados contribuyen a repartir los recursos, garantizando que se distribuyan, lo cual es especialmente importante cuando son escasos. Cada país debe saber, en cada momento, cuál es la combinación adecuada de estado y mercado (Stiglitz, 2006).¹⁴

Este mercado busca que los ahorristas tengan el mayor rendimiento, en las mejores condiciones de un combinado de seguridad y liquidez, adecuadas, según las conveniencias de cada posible comprador, en diferentes circunstancias, en el caso de los captadores de fondos, ellos aspiran al menor costo posible, en función de sus conveniencias de plazo y/o de posibles afectaciones a sus conveniencias de control y gobernabilidad de su negocio, al mercado, a más de pedirle la mayor eficiencia posible en ese sentido, se le debe exigir transparencia, de lo social se debe ocupar directamente el estado, a través de sus propias políticas sociales, que puede incluir crédito de desarrollo o promoción financiera de proyectos sociales, a través de las entidades financieras públicas lo productivo se logra, indirectamente a través de la política de estabilización y de medidas que generen el mejor ambiente empresarial posible y eventualmente, a través de acciones directas de apoyo al

¹⁴http://www.industrias.gob.ec/wpcontent/uploads/downloads/2012/08/2012_Alternativas_Financiamiento_PYMES_mercado_Valores.pdf

mejoramiento productivo. También puede ayudar medidas de desburocratización y disminución de trámites oficiales, la reducción de impuestos a la producción es otro factor a considerar, no cabe pensar en fijar techos a las tasas de rendimiento de papeles en el mercado, ellos deben ser efecto de los riesgos que perciban los agentes compradores, si de estimular a sectores productivos en desventaja se trata, el mecanismo gubernamental es, nuevamente, la llamada banca de desarrollo, que es parte del estado, en el Ecuador, la CFN y el BNF.

En nuestro País, el BCE del Ecuador se convirtió en un Ente de Estudios Técnicos y Control de Transferencias y Dinero Electrónico, caso muy distinto en Chile, ya que el BCE es el que otorga los préstamos a este sector.

El 22 de marzo de 1884 el Congreso ecuatoriano decretó el nacimiento de su moneda, el sucre. El 9 de setiembre de 2000, el gobierno de Gustavo Noboa decretó su muerte.¹⁵ En algo más de 116 años, la historia del sucre refleja, en buena medida, la historia del Ecuador: accidentada, repleta de altibajos, y al final con un cierre de capítulo francamente triste. El País al momento de adherirse completamente al sistema de dolarización, el BCE deja de ejercer su mayor función como política pública, por lo que lo lleva a una reestructuración de sus áreas y funciones, en los actuales momentos es un Ente de Control de Procesos económicos, pionero en tecnología cruzada con Entidades Públicas y Privadas y líder del Proyecto de Dinero Electrónico.

¹⁵ <http://edant.clarin.com/diario/2000/09/09/i-04001.htm>

Alternativas de Financiamiento para PYMES a través del Mercado de Valores Ecuatoriano.

El MILA es un antecedente importante e histórico en la revisión de la experiencia internacional, pues converge con la presente investigación, el cual puede ofrecer luces para el caso ecuatoriano empezando por la unión de las dos bolsas del país. La experiencia internacional de Mercados de Valores sugiere que, existen las mismas barreras de entrada para PYMES. Entre ellas, la falta de transparencia, la falta de información, los engorrosos procesos de oferta pública, la percepción de alto riesgo, etc. Definitivamente se demuestra que las alternativas de financiamiento para PYMES están presentes no obstante, son desaprovechadas, subutilizadas u olvidadas y por supuesto existe una notable desinformación. Entre ellas destacan; El mercado REVNI, La factura comercial y las Titularizaciones sindicadas. Las pocas iniciativas identificadas en el contexto internacional de carácter directo e indirecto son prometedoras de cara al futuro. Se puede emular aquellas iniciativas que hayan brindado una experiencia positiva en los mercados internacionales como el caso de Brasil a través de los Venture Capitalists. Los mercados maduros como los Estados Unidos, Europa, Asia e incluso Brasil este último a través de programa Financiadora de Estudios y Proyectos (FINEP) presentan mayor dinamización del Mercado de Valores, con alternativas para PYMES como los Venture Capitalists que pueden proveer crédito a empresas innovadoras de reciente creación. Esta alternativa podría ser perfectamente adaptada al entorno ecuatoriano.

El mercado REVNI sigue siendo insuficiente. Aunque representa una alternativa atractiva para las PYMES debido a que las exigencias son relativamente

menores que un proceso formal. El mercado REVNI similar al Mercado Alternativo Bursátil (MAB) de España, es sin duda, el más aceptado y difundido en las PYMES ecuatorianas. Se lo debe impulsar desde otra perspectiva que resulte más llamativa para empresas e inversionistas.

El REVNI, en el Ecuador, es un mecanismo establecido y autorregulado por las Bolsas de Valores por el cual las empresas que no se encuentran 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 o periódica. ¹⁶

Para obtener la autorización de anotación en el Registro de Valores no Inscritos (Revni), se deberá presentar una solicitud suscrita por el representante legal del emisor de los valores dirigido a la Presidencia Ejecutiva o a la Dirección General, según corresponda, para que inicie el trámite de anotación en la Bolsa de Valores, receptora de la solicitud.

Resolución del órgano administrativo competente

La Junta General de Accionistas o de Socios, según el caso, resolverá sobre la anotación en el REVNI. ¹⁷

Para los casos de anotaciones de valores a solicitud del emisor, la compañía obligatoriamente deberá establecer medidas orientadas a mantener su patrimonio,

¹⁶ http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/manuales-de-inscripcion-de-valores/revni/110517212308-898af7b497b34befa4b7f41eba3052d5_como

¹⁷ http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/manuales-de-inscripcion-de-valores/revni/110517212308-898af7b497b34befa4b7f41eba3052d5_com

estas medidas se adoptarán mediante una resolución de la junta general de accionistas o socios, que resolverá lo siguiente:

- No repartir dividendos mientras existan valores anotados en mora; y,
- Mantener, durante la vigencia de la anotación, la relación activos libres de gravamen sobre los valores anotados de acuerdo al artículo 5 de la presente Resolución.

El incumplimiento de las medidas en mención, dará lugar a declarar de plazo vencido los valores anotados en el REVNI.

Contratos que se deben realizar

Contrato de Prestación de Servicios con la Casa de Valores patrocinadora para que ésta efectúe la estructuración de la anotación en el REVNI. La casa de valores elaborará un memorando de inversión.

Elaboración del Memorando de Inversión

PORTADA

En la portada se deberán incluir los siguientes textos:

“Los valores materia de esta anotación, no están inscritos en Bolsa y su negociación no constituye Oferta Pública. El cumplimiento de estas operaciones no se encuentra amparado por el Fondo de Garantía de Ejecución aportado por las Casas de Valores.”

“La autorización de la anotación no implica, de parte de la Bolsa de Valores ni de los miembros del Directorio de ésta Institución, recomendación alguna para la suscripción o adquisición de valores, ni pronunciamiento en sentido alguno sobre su precio, la solvencia de entidad emisora, el riesgo o la rentabilidad de los valores anotados”

Breve resumen de Colocaciones de Títulos (Emisión de Obligaciones en el Ecuador) 2010 – 2015.

Cuadro No 1: Número de Compañías PYMES y Tipos de Garantías

EMISOR / AÑO	Emisión Número	Tasa de Interés	TIPO DE GARANTÍA GENERAL/ ESPECÍFICA
2010			
Noperti Cia. Ltda	1	Clase N: 8.00%	GENERAL Y ESPECÍFICA
RYC S.A.	1	Clase M: TPR + 2.00%	GENERAL
MUNDO DEPORTIVO MEDEPORT S.A.	1	8% fijo y anual	GENERAL
		TPR + 2.75%	GENERAL
2011			
Ecosambito C. Ltda.	1	Clase A: 8% fija y anual	GENERAL
Corporación de desarrollo de Mercado Secundario de Hipotecas CTH S.A.	5	Clase B: TPR + 2.0%	GENERAL Y ESPECÍFICA
Noperti Cia. Ltda	2	TPR Nominal	GENERAL Y ESPECÍFICA
ALIMEC alimentos ecuatorianos	1	7.0% fija	GENERAL
		8% anual	GENERAL
2012			
REPALCO COMPAÑIA RECUBRIDORA DE PAPEL S.A.	1	Clase A1 : 8% Clase A2: 8.25%	GENERAL
Ferro Torre S.A.	1	8% fija anual	GENERAL
Nederagro S.A.	1	8.50% anual	GENERAL
SIMED S.A.	1	8% fija anual	GENERAL
COMERCIALIZADORA JUAN CARLOS ESPINOSA VINTIMILLA CIA. LTDA	1	8% fija anual	GENERAL
2013			
RYC S.A.	2	8% fija anual	GENERAL
ATU Artículos de acero S.A.	1	7.50% fijo anual	GENERAL
Azulec S.A.	1	7.75 % fija anual	GENERAL
CORPORACION DELICO CIA. LTDA.	1	8.50% fija y anual	GENERAL
SIMED S.A.	2	8% fija anual	GENERAL
2014			
FARMAENLACE	2	7.5 y 7.75 %	GENERAL
ALIMEC alimentos ecuatorianos	2	8 % fija anual	GENERAL
PANAKRUZ S.A.	1	8 % anual	GENERAL
Ferro Torre S.A.	2	8,% fija nominal	GENERAL
EXPORTCREDIT S.A.	1	8% anual y fija	GENERAL
2015			

Fuente: Tomado de la BVG Y BVQ.

Tan solo 23 Emisiones de Obligaciones en seis años, un promedio de 3.83 por año, tan solo tres Empresas emitieron Obligaciones en el año 2010, cuatro empresas en el año 2011; cinco empresas en el año 2012; igual número en el año 2013; cinco empresas en el año 2014; y, en el 2015 no hay evidencia de PYMES en Quito o Guayaquil con Emisión de Obligaciones. De las 23 empresas que han emitido títulos de renta fija, tan solo el 13.04% lo han hecho con garantía general y específica, en cambio, el 86.9% solo con garantía general.

Este hecho muestra una falta de dinamismo por parte de las PYMES en participar en el mercado de valores, inclusive desde la promulgación de la nueva Ley en Mayo del 2014, desde esta fecha tan solo se han efectuado cuatro emisiones., por diversos motivos, y que los compradores no estarían respaldados respecto de la inversión que emprenden, su riesgo sigue latente.

Las PYMES, la oferta de crédito a este conjunto, se caracterizan por altas tasas generalmente el doble que para las grandes empresas, plazos cortos y exigencias elevadas de garantías. La severidad de estas condiciones suele justificarse por la morosidad del sector, que es mayor que la de las grandes empresas (BID, 2002). Como un antecedente importante tenemos la integración de las bolsas de valores de Perú (Lima), Colombia y Chile (Santiago) que juntas forman el MILA “Mercado Integrado Latinoamericano” de Bolsas de Valores; el objetivo de esta bolsa es unificar las actividades y operaciones de estos tres países a fin de mejorar el panorama y desempeño que generarían las bolsas individualmente. Proyecto con el que se espera diversificar, ampliar y hacer más atractiva la negociación de este tipo de activos en los tres países, tanto para los inversionistas locales como para los extranjeros (MILA, 2011). Estos mercados y sus volúmenes individuales no representan un peso significativo en cada una de ellos. La integración busca el desarrollo del Mercado de Valores a través de la unificación de los mismos para proporcionar a los inversionistas una mayor oferta de valores y a los emisores mayores fuentes de financiación. La integración de las bolsas de Colombia, Perú y Chile , que comenzó en noviembre de 2010, crea el mayor mercado accionario de la región por número de emisores, con un potencial de 565 establecimientos, el doble de los emisores del mercado ecuatoriano, así

como el segundo por capitalización bursátil, con USD 691.000 millones. A pesar de este gran telón, solo 15 empresas peruanas, 20 colombianas y más de 200 chilenas pueden transarse hoy en los tres mercados, el resto de las compañías no se han registrado en los organismos fiscalizadores de los países que integran el MILA.

Por lo tanto el MILA, no ha funcionado como se esperaba, la morosidad es la razón de la mayor tasa de interés de las pymes, pero aun así, no es la principal ni la única, la principal causa es el mayor riesgo que ellas implican: su estructura financiera es, generalmente, más débil que la de empresas grandes, su gestión gerencial (o gobernabilidad), es débil. adicionalmente, muchas empresas grandes pueden negociar las condiciones de crédito, porque ellas reciben ofertas (no buscan) de dos bancos o más, por lo que a cada uno de ellos puede decirle “bájame la tasa y te acepto” o “el otro me cobra menos de lo que me pides”, etc. finalmente, aquí también aplican las economías de escala: en mucho hacer un préstamo de \$ 1.000.000 implica un esfuerzo similar que el que se hace para prestar \$50.000, por tanto, el costo por dólar prestado es menor en los préstamos grandes.

Generalmente, las empresas más grandes tienen mucho más tiempo de vida, y esa mayor experiencia, implica menor riesgo, también, en cambio, una empresa pequeña, generalmente es más nueva, por lo tanto implica mayores dudas, pueden mencionarse varias más factores.

Definitivamente una excelente iniciativa, sin olvidar que, al unificarse aumentan el número de emisores pero también aumenta el número de inversionistas. Este proyecto se maneja al estilo asociativo y entre las varias ventajas de la asociatividad, destaca la reducción de riesgos, la reducción de

costos, el aumento de la rentabilidad, mejora de la competitividad, aumento del poder de negociación. Sin duda esto genera un efecto de crecimiento en los tres países y es una gran oportunidad para las PYMES, al poder llegar a inversionistas que no hubiesen podido llegar a través de una sola bolsa, es decir el mercado se multiplica. Contrario a lo que sucede con las bolsas ecuatorianas que son extremadamente pequeñas para un mercado muy limitado, esto evidencia sin duda las diferencias, intereses personales, entre otros que están en juego en el Ecuador. Sin embargo, desde el viernes 20 de enero de 2012 en un hecho histórico, las bolsas de valores de Quito y Guayaquil operan a través del Sistema Interconectado Único Bursátil (SIUB), que será administrado por una la empresa Redeval, de la cual cada una de las bolsas posee el 50%. Por ello, las operaciones pueden homologarse y facilitarse en ambas ciudades.¹⁸

Oportunidades de las PYMES en el Mercado de Valores Ecuatoriano.

Una vez puntualizado los instrumentos que tienen las PYMES para entrar en el Mercado de Valores, es el turno de identificar esas oportunidades en torno a dichos instrumentos. El Ecuador requiere desarrollar alternativas viables dentro de los mercados de valores que proporcionen a las PYMES, capital para crecer, así como una salida del círculo vicioso que presenta la insolvencia continua de créditos a corto plazo (Tesis EPN Andrade y Calera, 2006). Ahora invertimos la posición y esas herramientas se transformarán en alternativas de financiamiento a través del Mercado de Valores para PYMES. Se puede entender que de acuerdo a lo revisado, las PYMES tienen una serie de instrumentos pero que no necesariamente

¹⁸ http://www.elcomercio.com/negocios/opciones-invertir_0_631137062.html.

son utilizados y empatan con su necesidad. En ese sentido, los procesos de titularización son grandes alternativas para las PYMES. Por otro lado, el Mercado de Aclimatación Bursátil REVNI que acoge principalmente a PYMES, no ha logrado un desempeño óptimo dentro de este sector y su participación es mínima. En este punto el instrumento preferido es la anotación de pagarés. El cual ya ha sido utilizado en la Bolsa de Valores de Quito y en la Bolsa de Valores de Guayaquil, en el primero a través del programa Mi pyme Bursátil. Según la BVQ, esta iniciativa directa se ajusta a las exigencias de transparentar información, pero existen y son de alta calidad técnica y suficiente, en cantidad como para generar esa confianza en el mercado, por ello se ajusta más aquellas empresas que tengan un grado de formalidad y experiencia empresarial. Las empresas tienen mecanismos para mostrar de manera transparente información completa y suficiente para la toma de decisiones. De acuerdo a la BVQ hasta 2010 se ha dado 19 capacitaciones del programa MiPyme Bursátil. Aunque el desarrollo del programa aún presenta limitaciones debido a las exigencias del BIESS relacionadas a la calificación de riesgo AAA.¹⁹

El mercado REVNI es un caso especial por motivo de este estudio ya que ha tenido su participación especialmente en las PYMES. No obstante, el mayor actor de estas rondas especiales en 2010 fue el Ministerio de Finanzas y compañías como el grupo TV Cable que en 2010 facturó USD miles 45.025 o Suratel que en el mismo período facturó USD miles 44.853 (Revista Gestión, 2011), entre otras que se repite el caso. Las demás empresas de la lista poseen figuras jurídicas tales

¹⁹ <http://www.hoy.com.ec/noticias-ecuador/un-ano-de-avances-pese-a-la-baja-en-negociaciones-536453.html>

como sociedades anónimas y compañías limitadas, por ejemplo entre 2009 y 2010 la proporción fue de 42% PYMES beneficiadas, mientras que el restante 58% perteneció a un sector que no fue PYME.

Respecto de las Emisiones de Obligaciones con esta Figura desde el 2010 a junio 2015, se ha emitido un monto tal de \$44.801.450, de los cuales en el 2010, es de \$4.740.000, que representa el 10.58%; en el 2011 por \$ 5.100.000 que representa el 11.38%; en el 2012 \$10.400.000, ocupando el 23.21%; en el 2013 \$12.956.921 el 28.2%; en el año 2014 se evidencia un ligero decrecimiento con \$11.604.529 con el 25.90%, el año 2015 no se presenta emisiones de obligaciones, los Emisores PYMES han preferido esperar que las reglas del juego (REB) este más claras y bien definidas.

Rol e importancia del Mercado de Valores en las PYMES ecuatorianas.

El Mercado de Valores desde su creación, se estableció antes de que la gente fuera suficientemente civilizada como para dejar evidencia de ello. Venecia vio el primer desarrollo de los libros de cuentas y de la banca, lo que añadió importancia y ofreció nuevas dimensiones de poder financiero al reino del comerciante. La forma de organización que se desarrolló en Venecia durante esta época podría llamarse una sociedad anónima. Más grandes que las primeras asociaciones y agrupaciones temporales, estas sociedades anónimas podrían agrupar muchas asociaciones de pequeños comerciantes para formar grandes bases de capital permanente con el que financiar empresas que, debido a su tamaño y poder financiero, gozaban de mayores oportunidades de negocio. Y un mayor éxito comercial significaba una posición política y financiera más segura (Buffet & Clark, 2006). Desde épocas antiguas se demostró la importancia de

ahorrar para obtener intereses a cambio de surtir de capital para la actividad productiva. Esta premisa es clave para entender el rol de los mercados de valores en las economías modernas, pues permite obtener crédito a las unidades productivas del sector real, de tal manera que la tasa de interés es menor para la empresa en relación a las fuentes tradicionales de financiamiento como bancos o cooperativas de ahorro y crédito, logrando un apalancamiento propicio para su actividad y el rendimiento de la inversión mejor para el inversionista o ahorrista en relación a otras alternativas de colocación de capital. En resumidas cuentas se adaptan a las necesidades de financiamiento de las empresas y sus posibilidades de pago a tasas de interés que son mayores respecto de la tasa pasiva y menores que la tasa activa a plazos más prolongados que las que ofrece el sistema financiero tradicional. *Los inversionistas a su vez, asesorados por las casa de valores, luego de un análisis exhaustivo del emisor y el valor que ofrece con la información suficiente, toman la decisión y la casa de valores procede a adquirir el título que más se adapte a sus expectativas de inversión y asumen completamente el riesgo por la decisión tomada.*²⁰

1.2.2.2 ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO PARA PYMES EN EL MERCADO DE VALORES CHILENO

Al igual que en muchos países de América Latina y el mundo, en Chile hay amplio CONSENSO político y social en cuanto a que el desarrollo de las pequeñas

²⁰

http://www.industrias.gob.ec/wpcontent/uploads/downloads/2012/08/2012_Alternativas_Financiamiento_PYMES_mercado_Valores.pdf

y medianas empresas constituye un objetivo prioritario de la política de fomento productivo y desarrollo empresarial. Ello obedece fundamentalmente al peso determinante que ha adquirido este segmento en la creación y absorción de empleo en la economía y, desde el punto de vista del ingreso y la estabilidad, a su "mejor calidad" en comparación con otras actividades como la microempresa o el autoempleo. Otras consideraciones relevantes para promover el desarrollo competitivo de las PYMES han sido su inserción en los diferentes sectores productivos, así como su potencial de integración en las cadenas productivas debido a la mayor disponibilidad de capital, uso y capacidad de absorción tecnológica siempre respecto de la microempresa.²¹ Por otra parte, en países que como Chile han contado históricamente con una base empresarial más bien acotada, el fomento de las pymes se ha convertido en un efectivo vehículo para estimular el crecimiento de ella, contribuyendo así a una mayor "democratización" del tejido socioeconómico nacional.

A partir de las consideraciones antes señaladas, desde comienzos de los años noventa, durante el primer gobierno concertacionista (Aylwin, 1990-1994) se creó y en el curso de los siguientes (Frei, 1994-2000; Lagos, 2000-2006; Bachelet, 2006-2010) se procuró perfeccionar y complementar, dentro de un marco de continuidad una institucionalidad pública responsable de aplicar un conjunto de instrumentos orientados al desarrollo productivo y competitivo de las pymes. Gracias a estos últimos se han fomentado la "asociatividad" empresarial, la innovación y modernización tecnológica, la capacitación laboral, la inserción en

²¹ Políticas de apoyo a las pymes en América Latina: Capítulo IV, Políticas e instituciones de fomento de las pymes en Chile, Christian Belmar, Claudio Maggi, Páginas 163.

cadenas productivas, el acceso al financiamiento y a los mercados externos y, más recientemente, la gestión y aseguramiento de la calidad, el desarrollo de nuevos emprendimientos y la articulación de las pymes a nivel territorial.²²

Por ello, Chile facilita el desenvolvimiento de las empresas de menor tamaño mediante la adecuación y creación de normas regulatorias que rijan su iniciación, funcionamiento y término, en atención a su tamaño y grado de desarrollo.²³

En las últimas décadas la figura de las PYMES y su rol ha ido tomando fuerza como punto importante del desarrollo en las economías, sobre todo en aquellas emergentes. El Mercado de Valores es y ha sido una herramienta para el desarrollo de este sector a través de créditos minoritarios canalizados por las Bolsas de Valores.

En Chile se habla de manera muy general en cuanto al financiamiento; agregando que en Chile existe la LEY NÚM. 20.416 que fue publicada el 3 de febrero del 2010 por el Ministerio de Economía Fomento y Reconstrucción, y que fue dirigida para fijar las *Normas Especiales para las Empresas de Menor Tamaño (PYMES)*.

²² Políticas de apoyo a las pymes en América Latina: Capítulo IV, Políticas e instituciones de fomento de las pymes en Chile, Christian Belmar, Claudio Maggi, Páginas 164.

²³ Fundamentos de Inversiones Teoría y Práctica, Alexander, Sharpe, Bailey, Capítulo 3, Mercado de Valores, Página 39

En el caso de Chile las PYMES se financian con créditos que emite el Banco Central de Chile, en este País, estas Empresas al ser muy pequeñas no pueden sujetarse a este tipo de financiamiento, debido a que estas empresas argumentan tener problemas para disponer de recursos bancarios; atribuibles a los altos costos y a la falta de garantías.

En Chile, su legislación no contiene nada específico para que las pymes coloquen papeles en su mercado.

Enfocándonos en las fuentes de financiamiento alternativo de las PYMES con referente a la emisión de obligaciones, comparamos la legislación de Chile versus Ecuador.

1.2.2.3 ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO PARA PYMES EN EL MERCADO DE VALORES DE BUENOS AIRES.

Cuando en esta legislación se aborda qué instrumentos financieros pueden estar aptos para negociarse en una bolsa de comercio, se tiene como primer distinguo que la posibilidad sólo la brindan los títulos valores, en cuanto a las características que los conforman.²⁴

La ley 17.811 establece que el objeto de la oferta pública, señala: “únicamente los títulos valores emitidos en masa, que por tener las mismas características y otorgar los mismos derechos dentro de su clase, se ofrecen en forma genérica y se individualizan en el momento de cumplirse el contrato respectivo”.

En esta legislación tampoco se encontró nada concreto sobre pymes.

²⁴ Mercado de Valores, Principios y regulaciones. Fundamentos: Bolsa de Comercio, Mercado de Valores y Caja de Valore. Ética. Marcelo A. Camerini. Páginas 163,164,165

1.2.2.4 ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO PARA PYMES EN EL MERCADO DE VALORES DEL PERÚ.

En el Perú no existen políticas ni instituciones especializadas en la pequeña y mediana empresa (pyme) sino políticas e instituciones de promoción y apoyo a la micro y pequeña empresa (mypime).

Esto no es capricho de un gobierno ni un afán de diferenciación del Perú, sino que tiene fundamentos en la gran presencia de la microempresa como estrato mayoritario del sector empresarial privado, no solo en número de empresas sino también en el empleo y en el significativo aporte al producto interno bruto (PIB) que, de hecho, es mayor que el de las pymes.

Es cierto que un porcentaje significativo de las microempresas son informales, tienen bajos niveles de productividad y, por lo tanto, se ubican en la frontera de la pobreza, y aun de la pobreza extrema pero, por otro lado, un número aún más significativo de ellas tienen mayores niveles de productividad (entre medio y medio bajo), capacidad de crecimiento y articulación, y son mayoritariamente buenos sujetos de crédito del sistema de micro finanzas, así como clientes estables de las instituciones de servicio de desarrollo empresarial. En el Perú se decidió que estas micro empresas no podían ni debían ser parte de programas de lucha contra la pobreza, llenos de subsidios y paternalismos; se optó por hacerlas parte de programas de promoción empresarial respetando, en lo posible, las leyes del mercado.²⁵

En el Perú, la emisión de obligaciones está amparada por la Ley del Mercado de Valores y la Ley General de Sociedades.

²⁵ Políticas de Apoyo a las PYMES en América Latina. Capítulo VIII, Fernando Villarín. Página 343-344.

Para la emisión de estos instrumentos, los bancos y las demás instituciones financieras están sujetos a la Ley General del Sistema Financiero.

Con el fin de generar nuevas alternativas para que las pymes peruanas puedan financiarse en el mercado de valores, el Estado ha reglamentado las bases para la creación del mercado alternativo de valores (MAV), aprobado y publicado el 29 de junio de 2012.

El objetivo es determinar los factores críticos de éxito (FCE) para la creación de un mercado alternativo de emisión de obligaciones en el que puedan hallar financiamiento las pymes en el Perú.²⁶

El mercado alternativo de valores en el Perú. (MAV)

El mercado alternativo genera oportunidades para que las pymes puedan cotizar en bolsa a través de la emisión de bonos, acciones y papeles comerciales. El mercado alternativo de valores (MAV) es un mecanismo que permitirá a pymes cuya facturación no sea superior a (S/. 200 millones de soles), \$62.000.000 millones anuales de dólares al ingresar al mercado bursátil-

El MAV ofrece a estas empresas la posibilidad de realizar sus transacciones de compra y venta de valores de renta fija y variable, con concesiones en los requisitos y en un plazo máximo de 15 días. Para que una pyme pueda participar en el MAV deberá cumplir con los siguientes requisitos:

- Ser una empresa domiciliada en el Perú.

²⁶ (RESOLUCIÓN CONASEV N° 023-2004-EF/94.45. PERU). Aprobado y Publicado 29 de Junio 2012.

- Su facturación en los últimos tres años no debe superar los 200 millones de nuevos soles anuales.
- No tener valores listados.

Aspectos generales de la Regulación del Mercado Alternativo de valores (MAV)

Aspectos	Mercado Alternativo
Ámbito y aplicación	Empresas domiciliadas, con tres años de operación y con ventas anuales promedio no mayores a los S/. 200 millones. No disponible para entidades financieras.
Valores que se pueden emitir	Inicialmente normado solo para instrumentos de corto plazo
Representante de obligacionistas	No es necesario contar con un representante de obligacionistas en el momento de efectuar la emisión de las obligaciones, siempre que el emisor asuma el compromiso de convocar a la asamblea de obligacionistas.
Clasificadoras de riesgo	Requiere solo una clasificación de riesgo.
Presentación de información financiera	Se debe presentar información financiera individual auditada anual. Se debe presentar estados financieros intermedios individuales semestralmente al 30 de junio
Escritura pública de los contratos y actos de emisión	No será necesario elevar a escritura pública los contratos o actos de emisión, dentro o fuera

Informe de BGC	del marco de un programa de emisión de valores de corto plazo.
	No es exigible la presentación de la información sobre el cumplimiento de las PBGC.

Fuente: Mercado Alternativo de Valores, Perú.

Financiamiento de las PYMES en el Perú

Se analizan las características del financiamiento de las pymes, la evolución de su acceso al crédito en el sistema financiero y los factores determinantes del costo del crédito. El objetivo es identificar las oportunidades que tienen las pymes para reducir sus costos de financiamiento mediante la utilización del mercado de capitales.

En el Perú, las PYME representan el **99.5%** del total de empresas del país, son responsables del 49% de la producción nacional y producen el 49% del PBI nacional. Son las PYME las que concentran el 60% de los empleos totales, siendo la microempresa la que más empleos genera: 53% de la PEA ocupada a nivel nacional (el restante 7% pertenece a la pequeña empresa). En la última década, el sector PYME ha sido el más dinámico en relación a la creación de nuevos puestos de trabajo creciendo a tasas de 9% anual mientras que la gran empresa creció a tasas de 2% anual”.

1.2.2.5 LEGISLACION Y MERCADOS DE EEUU

La **Bolsa de Nueva York (New York Stock Exchange, NYSE, en inglés)** es el mayor mercado de valores del mundo en volumen monetario y el primero en número de empresas adscritas. Su volumen en acciones fue superado por la del NASDAQ, durante los años 90, pero el capital de las compañías listadas en la NYSE es cinco veces mayor que en el NASDAQ. La Bolsa de Nueva York cuenta con un volumen anual de transacciones de 21 mil millones de dólares, incluyendo los 7,1 billones de compañías no estadounidenses.²⁷

Fue creada en 1817, cuando un grupo de corredores de bolsa se organizó formando un comité llamado «New York Stock and Exchange Board» (NYS&EB) con la finalidad de poder controlar el flujo de acciones que, en aquellos tiempos, era negociado libremente y principalmente en la acera de Wall Street.

En 1918, después de la Primera Guerra Mundial, se convierte en la principal casa de bolsa del mundo, dejando atrás a la Bolsa de Londres.

El jueves 24 de octubre de 1929, llamado a partir de entonces el Jueves Negro, se produjo una de las más grandes caídas en esta bolsa, que produciría la recesión económica más importante de los Estados Unidos en el siglo XX, la «Gran Depresión».

Requisitos iniciales de la NYSE para cotizar una empresa Nacional.

Que el ingreso antes de impuestos del año más reciente sea de al menos \$2.500.000, y al ingreso contable antes de impuestos sobre cada uno de los dos últimos años sea de por lo menos \$2.000.000, o que el ingreso antes de impuestos

²⁷ https://es.wikipedia.org/wiki/Bolsa_de_Nueva_Y

sobre los últimos tres años sea de al menos \$6.500.000 en total con un mínimo de \$4.500.000 en el último año, y que los tres años hayan sido rentables.

Los activos tangibles netos deben tener valor mínimo de \$40.000.000.

Debe haber por lo menos 1.100.000 acciones vigentes en posición pública y deben tener un valor agregado de mercado de por lo menos \$40.000.000.

Debe haber a) por lo menos 2.000 accionistas, cada cual con un mínimo de 100 acciones, o b) por lo menos 2.200 accionistas con un volumen mensual de negociaciones que promedie por lo menos 100.000 acciones en los últimos 6 meses, o c) por lo menos 500 accionistas con un volumen mensual de negociaciones que promedie por lo menos 1.000.000 de acciones durante los últimos 12 meses.²⁸

De lo examinado en las distintas legislaciones en varios países de la región y fuera de ella, ninguna de ellas contempla nada respecto de trato especial a pymes, el único caso, de acuerdo a nuestra investigación, sería el de Perú, por lo que en los capítulos posteriores, se pondrán las conclusiones que el caso del Ecuador, previendo algo particular para las pymes, es algo muy raro en el mundo, porque, de lo investigado, solo Perú tiene algo específico.

1.2.3. Ventajas y desventajas de nuestra Legislación frente a otras Leyes.

1.2.3.1. Ventajas y desventajas, Mercado Alternativo de Valores, Perú. (Financiamiento)

Dentro del mercado de capitales peruano (mercado de dinero) existen dos tipos de financiación: i) A través del sistema financiero (préstamo tradicional); y ii) El mercado de valores, encontrándose en ésta la posibilidad de financiarse a través

²⁸ Fundamentos de Inversiones Teoría y Práctica, Alexander, Sharpe, Bailey, tercera edición, Capítulo 3 Mercado de Valores, página 37.

de la emisión de papales comerciales, bonos o emisión de acciones (también denominado mercado primario). En ese contexto, la teoría bursátil señala que los métodos de financiamiento van en el siguiente orden (sin hacer distinción entre capital o deuda, ya que las empresas conforme van creciendo necesitan nuevas formas de financiación a corto y largo plazo):²⁹

1. Aumento de capital por parte de los accionistas.
2. Financiación bancaria
3. Instrumentos de Corto Plazo —ICP
4. Bonos.

Ventajas de emitir.

Entre las principales ventajas caben destacar las siguientes: 1. Se obtiene una financiación a un coste competitivo comparado con los bancos.

2. Flexibilidad en las fuentes de financiación (la empresa podría optar por el financiamiento tradicional y al siguiente mes por el financiamiento mediante emisión de deuda —ICP).

3. Flexibilidad para captar fondos y atender ventanas de oportunidad comercial en el momento oportuno.

4. Mejora la credibilidad de la empresa en el tiempo. Ello basado en el cumplimiento de sus obligaciones; esto a su vez redundará en la posibilidad de obtener fondos cada vez mayores.

5. Mejora la imagen de la empresa ante los inversionistas en el corto y mediano plazo; porque una vez emitidos los valores se obliga a enviar información al regulador cada cierto tiempo.

²⁹http://mba.americaeconomia.com/sites/mba.americaeconomia.com/files/pineda_galarza_peru_esp

6. Mejora la imagen de la empresa en el mercado porque la obliga a cumplir con estándares internacionales de Buen Gobierno Corporativo.

Desventajas de emitir.-

Entre las principales desventajas que tendría la mediana empresa al momento de emitir es que:

a. Los plazos para ejecutar la primera emisión de una mediana empresa son relativamente largos; ya que es todo un proceso que puede tardar en promedio al menos 6 meses.

b. La obligación de presentar información periódica a la SMV; lo cual implica que sus competidores tengan acceso a información relevante.

c. El aumento en los costos, por este financiamiento, ya que se obligan a presentar información periódica al mercado que puede resultar siendo más costosa si se compara con los costos de financiarse mediante la banca tradicional.

d. Existencia de costos hundidos, como por ejemplo el de estructuración de la emisión y el de calificación de riesgos.

Teniendo en cuenta lo antes mencionado, las emisiones pueden resultar muy costosas y para las medianas empresas, a diferencia de las grandes empresas, que ya la usan como una alternativa de financiación. En tan sentido, implica una decisión de crecimiento de las empresas y de adoptar estándares corporativos, que implique invertir en un cambio de la empresa que refleje a mediano y largo plazo que se cuenta con profesionales en la gestión de la misma; con estados financieros auditados y en general todo lo que pueda asegurar el repago de la deuda con sus inversionistas.

Es por ello que la medianas empresas deberían de verlo como una inversión, sin embargo, la teoría dista de la realidad, ya que como se ha venido desarrollando no solo basta la decisión de las pymes, sino también que el mercado lo fomente; ya que hasta el momento son las medianas empresas las que han intentado dar el primer paso, pero los demás actores involucrados en el mercado (privados y Estatales) no ha respondido como se esperaba.³⁰

Uno de los principales motivos por los que se da el mencionado supuesto, es porque estas emisiones son consideradas muy pequeñas para los inversionistas institucionales, que a su vez son los principales actores privados capaces de levantar con éxito una emisión, haciendo que toda la inversión realizada por las medianas empresas no sea compensada enviando con esto señales negativas a las demás pymes.

En Ecuador el proceso es exactamente lo mismo, por ejemplo, en el tema de costos asociados los actores son los mismos, y cada uno tiene un costo bursátil y el respectivo costo financiero derivado de la estructuración y emisión, esto lo detallaremos en los siguientes capítulos.

³⁰http://mba.americaeconomia.com/sites/mba.americaeconomia.com/files/pineda_galarza_peru_esp

1.2.3.2. Ventajas y desventajas de anotar en el REVNI, Ecuador.

Ventajas

La ventaja es que las empresas pueden acceder a financiarse a un menor costo y además les permite aclimatarse en el mercado de valores.³¹

Desventajas

Una de las desventajas del REVNI para los inversionistas es que en los valores que se anotan no cubren el fondo de garantía en las bolsas de valores, esta garantía asegura el cumplimiento de las obligaciones de las casas de valores frente a sus comitentes. Por lo tanto si ocurriera que la casa de valores no actúe en los términos acordados este fondo no se aplicara para este tipo de anotaciones, y al ser una desventaja para los inversionistas implica que estos valores no se vendan fácilmente en el mercado.

Tampoco se puede realizar un contrato de underwriting en el cual las casas de valores se comprometen a colocar los valores emitidos en forma parcial o total. En este tipo de valores no hay opción para realizar este contrato por lo tanto los emisores no podrían hacer uso de este mecanismo.

Para las casas de valores es poco atractivo colocar estos valores en el mercado debido a que son de difícil venta, porque la mayor parte de los inversionistas prefieren adquirir valores que tengan calificación de riesgo, los

³¹ Tomado de la Tesis, (AUTOR: ANA KARINA EGAS CHÁVEZ) FACTORES QUE INCIDEN PARA QUE LAS PYMES DEDICADAS A LA ELABORACIÓN DE PRODUCTOS ALIMENTICIOS UBICADAS EN EL DISTRITO METROPOLITANO DE QUITO NO COTICEN EN EL MERCADO DE VALORES.

inversionistas adquieren estos valores son los pequeños inversionistas y la corporación financiera nacional, quien con el objetivo de proveer más financiamiento a las pymes ha creado un programa en el cual la CFN ha optado por otra forma de ayudar a que las pymes adquieran recursos financieros que es a través de invertir en títulos valores de renta fija bajo las características del REVNI, llegando a acuerdos de compra de títulos con las pymes antes de que su emisión se haga efectiva, asesorándolos para que emita y formalice la transacción.

El REVNI es uno de los mecanismos de financiamiento a través del mercado de valores más adecuado actualmente para las pymes aunque tiene algunas desventajas, el costo financiero es menor que en la banca y disminuye en menor proporción las utilidades de las pymes y de esta manera incrementa el ROE y permite su crecimiento.

CAPÍTULO II

2. ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS.

2.1. Cifras de Colocación y PYMES participantes de Emisión de Obligaciones efectuadas antes de la Ley y después de su entrada en vigencia.

Para efectos del registro y preparación de estados financieros, la Superintendencia de Compañías califica como Pequeñas y Medianas Entidades (PYMES), a las personas jurídicas que cumplan las siguientes condiciones:

- Monto de activos inferiores a CUATRO MILLONES DE DÓLARES.³²
- Registren un valor bruto de ventas anuales de HASTA CINCO MILLONES DE DÓLARES; y,
- Tengan menos de 200 trabajadores (personal ocupado). Para este cálculo se tomará el promedio anual ponderado.

En función de lo citado, se muestran las Empresas PYMES que han emitido Obligaciones (financiamiento), la Casa de Valor auspiciante y los Montos Colocados, entre el 2010 y 2015.

Cuadro No. 2: Numero de PYMES Emisoras de Obligaciones desde el 2010 al 2015

Fuente: Superintendencia de Compañías.

EMISOR / AÑO	Emisión Número	Casa de Valores colocadora	MONTO	MONTO
			\$	COLOCADO Bursátil Al 09-06-2015
2010				
Noperti Cia. Ltda	1	InterValores Casa de Valores S.A.	1.500.000	1.420.000
RYC S.A.	1	Advfinsa Casa de Valores	1.000.000	820.000
MUNDO DEPORTIVO MEDEPORT S.A.	1	Sucaval S.A	2.500.000	2.500.000
2011				
Ecosambito C. Ltda.	1	Advfinsa Casa de Valores	1.000.000	1.000.000
Corporación de desarrollo de Mercado Secundario de Hipotecas CTH S.A.	5	Produvalores	800.000	800.000
Noperti Cia. Ltda	2	Advfinsa Casa de Valores	1.300.000	1.300.000
ALIMEC alimentos ecuatorianos	1	Mercapital	2.000.000	2.000.000
2012				
REPALCO COMPAÑÍA RECUBRIDORA DE PAPEL S.A.	1	Plus Valores	1.000.000	1.000.000
Ferro Torre S.A.	1	Mercapital	3.000.000	2.800.000
Nederagro S.A.	1	Plus Valores	1.500.000	1.500.000
SIMED S.A.	1	Mercapital	3.000.000	3.000.000
COMERCIALIZADORA JUAN CARLOS ESPINOSA VINTIMILLA CIA. LTDA	1	Analytica	3.000.000	2.100.000
2013				
RYC S.A.	2	Advfinsa Casa de Valores	1.000.000	1.000.000
ATU Artículos de acero S.A.	1	Produvalores	3.000.000	3.000.000
Azulec S.A.	1	Sucaval S.A	3.000.000	3.000.000
Nederagro S.A.	2	Plusbursatil	1.000.000	956.921
CORPORACION DELICO CIA. LTDA.	1	Plusbursatil	1.000.000	1.000.000
SIMED S.A.	2	Mercapital	4.000.000	4.000.000
2014				
FARMAENLACE	2	Sucaval S.A	4.000.000	3.200.000
ALIMEC alimentos ecuatorianos	2	Mercapital	2.000.000	2.000.000
PANAKRUZ S.A.	1	Advfinsa Casa de Valores	1.500.000	1.500.000
Ferro Torre S.A.	2	Mercapital	4.000.000	3.675.429
EXPORTCREDIT S.A.	1	Santa Fé Casa de Valores	1.300.000	1.229.100
2015				

³² SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS RESOLUCION SC.ICI.CPAIFRS.G.11.010

En el año 2010, tan solo tres PYMES, emitieron Obligaciones, por un monto total de \$5.000.000.00, lo que representa una participación del 10.55%, del total de Emisión por \$47.400.000.

En el año 2011, son cuatro las PYMES, que emiten Obligaciones, por un monto total de \$5.100.000, lo que representa una participación del 10.76%, del total de las emisiones.

En el año 2012, son cinco las PYMES, que emiten Obligaciones, por un monto total de \$11.500.000, es decir, se duplica en valores las emisiones respecto a los dos años anteriores, lo que provoca una participación del 24.26% del monto total emitido en los seis años, se considera que el año 2011 fue puntual del posterior crecimiento de emisiones en los años subsecuentes.

En el año 2013, seis PYMES emiten Obligaciones, se rescata a la Empresa SIMED, que este año lanza su segunda emisión por \$4.000.000, el monto total emitido es de \$13.000.000, con una participación del 27.43%, del monto total emitido.

En el año 2014, cinco PYMES, emiten obligaciones por un monto total de \$12.800.000, con una representación del 27.00%, se nota un ligero decrecimiento del -1.54% en monto de emisión, respecto al año anterior, pero el número de PYMES mantiene su promedio de cinco por año.

En el año 2015, no se evidencia participación alguna de PYMES que hayan emitido Obligaciones.

Cuadro No. 3: Emisiones después de la Promulgación de la actual Ley.

2014		Casa de Valores	MONTO
ALIMEC alimentos ecuatorianos	2	Mercapital	2.000.000
PANAKRUZ S.A.	1	Advfinsa Casa de Valores	1.500.000
Ferro Torre S.A.	2	Mercapital	4.000.000
EXPORTCREDIT S.A.	1	Santa Fé Casa de Valores	1.300.000
2015			8.800.000

FECHA DE EMISIÓN
06-Jun-14
18-Ago-14
21-Ago-14
25-Sept-14

Fuente: Superintendencia de Compañía.

Se muestra que tan solo cuatro (4), PYMES deciden emitir obligaciones después de la promulgación de la actual ley, aprobada en mayo del 2014, por un monto de \$8.800.000.00, que apenas representa el 18.57%, del total emitido por \$47.400.000.

Como indicamos anteriormente, en el año 2015, no se evidencia emisión de obligaciones por parte de Empresas PYMES.

2.2. Nivel de Riesgos de las Emisiones para los Inversionistas.

Cuadro No. 4: Tipos de Gratina de las Emisiones desde el 2010 al 2015

OBLIGACIONES EN CIRCULACIÓN 2010-2015						
EMISOR / AÑO	Casa de Valores colocadora	MONTO \$	MONTO COLOCADO Bursátil Al 09-06-2015	Plazo de la Emisión	Tasa de Interés	TIPO DE GARANTÍA
2010						
Noperti Cia. Ltda	InterValores Casa de Valores S.A.	1.500.000	1.420.000	1440 días	Clase N: 8.00% Clase M: TPR + 2.00%	GENERAL Y ESPECÍFICA
RYC S.A.	Advfinsa Casa de Valores	1.000.000	820.000	1440 días	8% fijo y anual	GENERAL
MUNDO DEPORTIVO MEDEPORT S.A.	Sucaval S.A.	2.500.000	2.500.000	1080 días	TPR + 2.75%	GENERAL
2011						
Ecosambito C. Ltda.	Advfinsa Casa de Valores	1.000.000	1.000.000	1440 días	Clase B: TPR + 2.0%	GENERAL
Corporación de desarrollo de Mercado Secundario de Hipotecas CTH S.A.	Produvalores	800.000	800.000	1440 días	TPR Nominal	GENERAL Y ESPECÍFICA
Noperti Cia. Ltda	Advfinsa Casa de Valores	1.300.000	1.300.000	1440 días	7.0% fija	GENERAL Y ESPECÍFICA
ALIMEC alimentos ecuatorianos	Mercapital	2.000.000	2.000.000	1080 días	8% anual	GENERAL
2012						
REPALCO COMPAÑÍA RECUBRIDORA DE PAPEL S.A.	Plus Valores	1.000.000	1.000.000	Clase A2: 1440 días	8.25%	GENERAL
Ferro Torre S.A.	Mercapital	3.000.000	2.800.000	1440 días	8% fija anual	GENERAL
Nederagro S.A.	Plus Valores	1.500.000	1.500.000	1440 días	8.50% anual	GENERAL
SIMED S.A.	Mercapital	3.000.000	3.000.000	1080 días	8% fija anual	GENERAL
COMERCIALIZADORA JUAN CARLOS ESPINOSA VINTIMILLA CIA. LTDA	Analytica	3.000.000	2.100.000	1800 días	8% fija anual	GENERAL
2013						
RYC S.A.	Advfinsa Casa de Valores	1.000.000	1.000.000	clase A:1800 días - clase B: 2160 días	8% fija anual	GENERAL
ATU Artículos de acero S.A.	Produvalores	3.000.000	3.000.000	1080 días	7.50% fijo anual	GENERAL
Azilec S.A.	Sucaval S.A.	3.000.000	3.000.000	1080 días	7.75 % fija anual	GENERAL
Nederagro S.A.	Plusbursatil	1.000.000	956.921	1440 días	8.50 % fijo	GENERAL
CORPORACION DELICO CIA. LTDA.	Plusbursatil	1.000.000	1.000.000	1440 días	8.50% fija y anual	GENERAL
SIMED S.A.	Mercapital	4.000.000	4.000.000	1440 días	8% fija anual	GENERAL
2014						
Casa de Valores		13.000.000				
ALIMEC alimentos ecuatorianos	Mercapital	2.000.000	2.000.000	1080 días	8 % fija anual	GENERAL
PANAKRUZ S.A.	Advfinsa Casa de Valores	1.500.000	1.500.000	1440 días	8% anual	GENERAL
Ferro Torre S.A.	Mercapital	4.000.000	3.675.429	1440 días	8, % fija nominal	GENERAL
EXPORTCREDIT S.A.	Santa Fé Casa de Valores	1.300.000	1.229.100	1440 días	8% anual y fija	GENERAL
2015		12.800.000				
		47.400.000				

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil

De las 22 PYMES, que han emitido Obligaciones entre el 2010 y 2015, tan solo tres (3), constan con garantía general y específica, estas son: Año 2010 NOPERTI CIA LTDA; 2011 Corporación de desarrollo de Mercado Secundario de Hipotecas CTH S.A, 2012, con otra emisión la empresa NOPERTI CIA. LTDA.

Esto indica que los inversionistas enfrentan un alto grado de Riesgo de inversión al momento de adquirir títulos (obligaciones), de Empresas PYMES, muy a pesar, de que estas presenten calificaciones de riesgos como es el caso de AA y A+, ya que las mismas deben ser analizadas cada año. Solo tres de 22 PYMES minimizan el riesgo del inversionistas al contar con doble garantía, sin embargo la mayoría solo refleja garantía general, esto podría ser uno de las causas del porque no se dinamiza el mercado de valores en el sector PYMES.

Como se evidencia, la poca participación de PYMES en el Mercado de Valores, como referencia desde el año 2010, y prácticamente la escasa participación de PYMES después de la promulgación de la actual ley en mayo del 2014, motivo por el cual, nuestra investigación toma fuerzas en poder demostrar las ventajas y desventajas de esta ley, con el fin de proponer recomendaciones y mejoras al respecto, soportadas por las entrevistas a expertos y encuestas planteadas.

2.3. Encuestas a PYMES sobre la Ley actual y el Proceso de Emisión de Obligaciones.

Se efectuó un total de 12 Encuestas, a diferentes PYMES que no han emitido obligaciones o no han participado en el Mercado de Valores. Esta parte del presente trabajo fue elaborado mediante la presente encuesta Nacional escrita, aplicada a 12 Empresas que involucra a un determinado sector "PYMES" que no hayan emitido Obligaciones en la Bolsa de Valores. En esta encuesta se investiga los siguientes aspectos; El desconocimiento de la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario Bursátil, los procesos al participar en el

Mercado de Valores y en que podría afectar a este sector en la parte de Beneficios Económicos y Legales. Con este Objetivo podemos promover e incentivar a mejorar la calidad del servicio a los usuarios e inversionistas, así como facilitar los medios para la participación activa en este mercado.

A partir de esta información el Equipo de Gobierno podrá tomar decisiones con fundamentos que les permita mejorar.

Empresas Encuestadas.

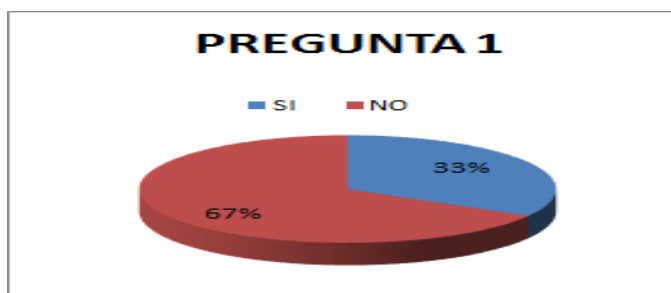
1. DIMULTI S.A.,
2. CASTEK S.A,
3. ESPIVIA S.A.,
4. ECOBANEC CIA LTDA,
5. CALZACUERO CA,
6. ECUACABLE S.A.,
7. FERNANDO PINOAGORTE CIA. LTDA,
8. BASSIL HAND TAILORED S.A,
9. BIOLOGIA MARINA BIOMASA S.A.,
10. GINSETI S.A.,
11. AEROLINEAS DEL LITORAL S.A. AEROLITORAL,
12. ULTRAFRESH S.A.

El objetivo del cuestionario realizado es recoger una serie de indicadores cuantificable sobre la opinión y satisfacción que tienen un grupo de empresas.

En el cuestionario a continuación se muestra los contenidos, de las 7 preguntas de las cuales deberán responder SI o NO

1.- **¿Conoce Usted cual es el proceso actual para emitir obligaciones en el Mercado de valores?**

RESPUESTA	FRECUENCIA	PORCENTAJE
SI	4	33%
NO	8	67%
TOTAL	12	100%

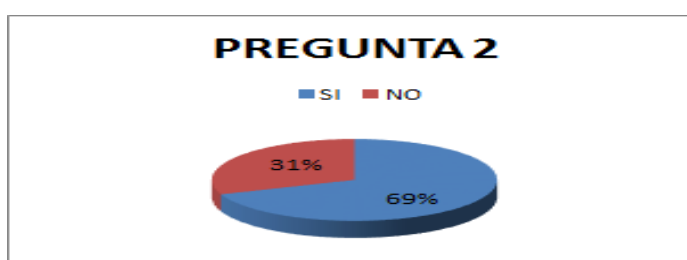


Elaborado por: Jorge Coca y Ricardo Ordoñez

A continuación se muestra los Resultados de los cuales podemos conocer el nivel de conocimiento del proceso actual para la emisión de Obligación en el Mercado de Valores, que ocupa el 33%, y; con un 67% que No conoce de estos procesos. Podemos observar que este último resultado es bastante significativo.

2.- ¿Conoce usted que a partir de Mayo del 2014 se aprobó la Ley Orgánica para el fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil?

RESPUESTA	FRECUENCIA	PORCENTAJE
SI	8	67%
NO	4	33%
TOTAL	12	100%

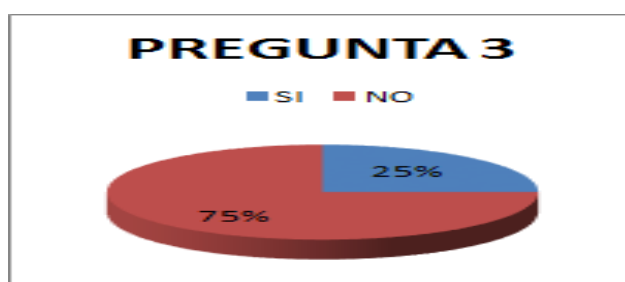


Elaborado por: Jorge Coca y Ricardo Ordoñez

Con esta muestra observamos que el 69% de empresas conoce que a partir de Mayo del 2014, se aprobó la ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil, y con el 31% que no conocen sobre la creación y aprobación de esta Ley.

3.- **¿Conoce usted el proceso completo de lo que tendría que hacer una PYMES para poder participar en el Mercado de Valores para realizar una emisión de obligaciones?**

RESPUESTA	FRECUENCIA	PORCENTAJE
SI	3	25%
NO	9	75%
TOTAL	12	100%

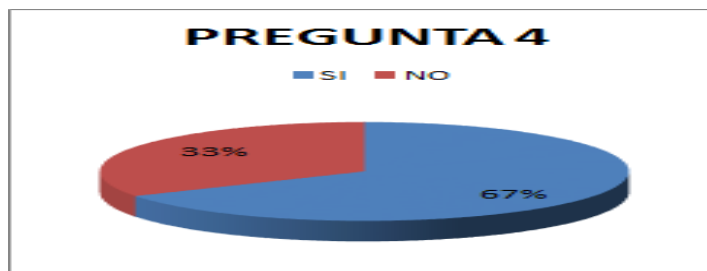


Elaborado por: Jorge Coca y Ricardo Ordoñez

En esta pregunta podemos conocer que el grado de desconocimiento acerca del proceso completo es bastante elevado lo cual representa un 75% del total de los encuestados y con un resultado menor del 25% que si conocen de este proceso para poder participar las empresas PYMES Activamente en este mercado. Fortalece lo indicado en el capítulo 1, que uno de los Riesgos más significativos de las PYMES es la poca experiencia de las Gerencias, Gobierno Corporativo.

4.- **¿Cree usted que es más beneficioso ir a la Banca tradicional a buscar financiamiento que recurrir al Mercado de Valores para emitir obligaciones?**

RESPUESTA	FRECUENCIA	PORCENTAJE
SI	8	67%
NO	4	33%
TOTAL	12	100%

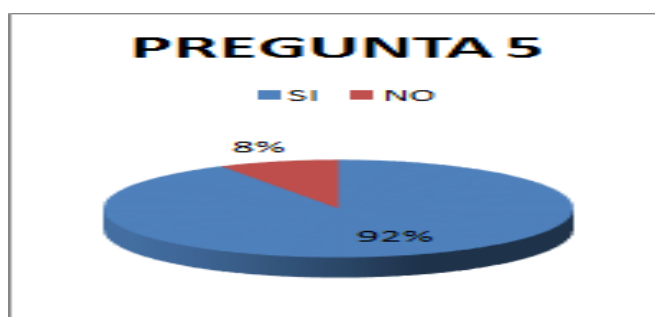


Elaborado por: Jorge Coca y Ricardo Ordoñez

Las opiniones de los encuestados referentes a los beneficios en ir a la Banca tradicional es del 67%, y de Participar en el Mercado de Valores es del 33%. Se evidencia, que tradicionalmente las PYMES recurren al financiamiento tradicional, el motivo por el momento el mejor conocimiento del proceso de recurrir al mercado de valores.

5.- ¿Considera usted que emitir obligaciones permitiría mejorar sus indicadores financieros dentro de la Empresa?

RESPUESTA	FRECUENCIA	PORCENTAJE
SI	11	92%
NO	1	8%
TOTAL	12	100%



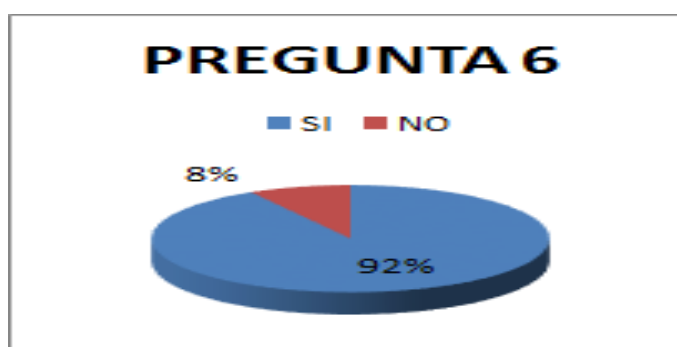
Elaborado por: Jorge Coca y Ricardo Ordoñez

En esta muestra nos indica que el 92%, de los encuestados consideran beneficioso la emisión de Obligaciones para sus indicadores financieros y beneficios de la utilidad final, y con un 8% NO Consideran Beneficioso la participación en este mercado. A pesar, de que prefieren recurrir a la banca

tradicional, consideran que emitir obligaciones les permitiría mejorar sus indicadores, más que nada por el costo financiero.

6.- ¿Estaría usted interesado en participar activamente en el mercado de valores?

RESPUESTA	FRECUENCIA	PORCENTAJE
SI	11	92%
NO	1	8%
TOTAL	12	100%

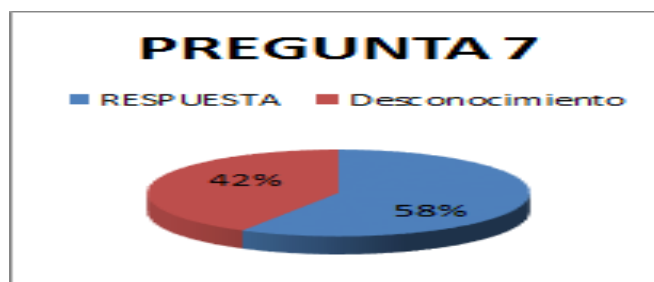


Elaborado por: Jorge Coca y Ricardo Ordoñez

En esta pregunta podemos conocer de manera significativa que un 92% de la muestra está interesada en participar activamente en el mercado de valores, y, con un 8% no está interesada. Lo que indica que las PYMES, ven al mercado de valores como un mercado que puede ayudarlos en su financiamiento, pero de alguna manera segmentado los costos inmersos en el proceso.

7.- ¿Por qué su empresa no ha participado en el proceso de emisión de obligaciones en los últimos doce meses, es decir, a partir de la aprobación de la ley actual?

RESPUESTA	FRECUENCIA	PORCENTAJE
Desconocimiento	7	58%
Costos Financieros Elevados	5	42%
TOTAL	12	100%



Elaborado por: Jorge Coca y Ricardo Ordoñez

Esta pregunta, evidencia que el 58% de la muestra desconoce las alternativas de financiamiento en el mercado de valores, mientras que el 42% considera que los costos financieros del proceso son muy elevados. En nuestro análisis, informaremos la diferencia de costos entre ir a la banca versus el mercado de valores.

2.4. ENTREVISTAS DIRIGIDA AL SECTOR DE PYMES QUE HAN EMITIDO OBLIGACIONES.

Efectuamos varios pedidos, listamos 10 PYMES, obtuvimos un resultado satisfactorio y completo de tres de ellas. A continuación las preguntas y respuestas de los expertos.

ENTREVISTA # 1 TUVAL S.A

ENTREVISTA DIRIGIDA AL SECTOR DE PYMES QUE HAN EMITIDO OBLIGACIONES.

1.- ¿Qué beneficios financieros y de mejoramiento de sus indicadores han obtenido por el hecho de emitir obligaciones en el Mercado de Valores?

R. La tasa de interés PYMES están al borde del 11 y 11.5%, el interés pactado en la emisión de obligaciones está al 8% existiendo un ahorro del 3.5 lo cual mejora los indicadores Financieros relacionados con la Concentración de Endeudamiento a mediano plazo puesto que estas emisiones se realizaron a 4 años con vencimientos trimestrales.

2.- ¿Que monto de emisión efectuaron y porcentualmente de cuanto fue su costo financiero?

R.

\$ 2.500.000,00 Valor de Obligaciones negociadas en bolsa de valores

\$ 2.418.375,01 Valor efectivo

\$ 81.625,00 3,265% + 1,5 comisión Bolsa - Operador

+ Interés anual 8% \$ 45.863,01 por una sola ocasión

3.- ¿Financieramente es más rentable acudir a la Banca Tradicional a prestar dinero o haber efectuado estas emisiones de obligaciones?

R. El capital es amortizado al 6,25% trimestralmente con interés trimestrales inferiores al 2% puesto que el interés es decreciente. Capital rebajado interés rebajado.

4.- ¿Después de la aprobación de la Actual Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil ustedes seguirían utilizando el mercado de valores como una herramienta de financiamiento?

R. Es una buena herramienta la utilización del Mercado de Valores puesto que encierra algunas fuentes de Financiamiento tales como, Titularización de activos (Títulos negociables), emisión de obligaciones etc.

5.- ¿Ustedes como PYMES se sienten seguros actualmente de participar activamente en el Mercado de Valores? ¿Porque?

R. Los emisores somos controlados por la Superintendencia de Compañías y Valores, calificados semestralmente por una calificadora de Riesgo, en el momento que hacemos la primera emisión vamos a participar activamente en el Mercado de Valores.

6.- Que recomendaría en la Actual Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil si la Asamblea Constituyente les pediría su opinión respecto a este sector (PYMES)?

R. No tendría nada que observar

7.- ¿Qué tipo de Garantías les recomiendan utilizar las calificadoras de riesgo al momento de calificar la emisión de obligaciones, general, específica, o ambas?

R. La calificadora efectúa el análisis de los Estados Financieros Auditados, y efectúa la recomendación de comprar vender o mantener un valor. El tipo de Garantía al momento de calificar fue General (Activos libres de Gravamen).

8.- Los Agentes que intervienen en el proceso de calificación de emisión de obligaciones han segmentado los costos de estructuración y calificación por estar en este sector de PYMES?

R. DECEVALE, SCRLA (Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana), Superintendencia de Compañías (Analiza los libros contables) Bolsa de Valores, Estudio Jurídico Pandzi & Asociados, si ayudaron a segmentar los costos en el proceso de calificación de emisión de obligaciones.

9.- ¿En la actualidad ustedes se encuentran satisfechos de haber participado en el Mercado de Valores a atreves del proceso de emisión de obligaciones?

R. Si, la empresa ha ganado Reconocimiento, y se mantiene con una calificación AA.

ENCUESTA # 2 PROMARVI S.A

ENTREVISTA DIRIGIDA AL SECTOR DE PYMES QUE HAN EMITIDO OBLIGACIONES.

1. ¿Qué beneficios financieros y de mejoramiento de sus indicadores han obtenido por el hecho de emitir obligaciones en el Mercado de Valores?

Al emitir obligaciones la compañía mejoró sus indicadores financieros considerablemente, debido a que con el dinero obtenido se adquirió una planta industrial para procesar los productos que se comercializa, aumentando su capacidad de producción, reduciendo costos por alquiler de instalaciones y servicios en general relacionados a la producción como por ejemplo copacking. Todo esto nos ha servido para expandirnos en mercados internacionales aumentando nuestras ventas y ampliando nuestras gamas de productos.

2. ¿Qué monto de emisión efectuaron y porcentualmente de cuanto fue su costo financiero?

La empresa emitió obligaciones por un valor de \$ 2, 000,000.00, cuyo costo financiero para la compañía representó aproximadamente un 8%.

3. ¿Financieramente es más rentable acudir a la Banca Tradicional a prestar dinero o haber efectuado estas emisiones de obligaciones?

Definitivamente haber efectuado emisión de obligaciones debido a que la banca tradicional se encuentra con una tasa de interés del 11.80% aproximadamente y también para otorgar préstamos pone como requisitos presentar un sin número de documentos que lo convierten engorrosos.

4. ¿Después de la aprobación de la Actual Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil ustedes seguirían utilizando el mercado de valores como una herramienta de financiamiento?

Sí, debido a que sigue siendo una buena herramienta para captar recursos monetarios y poder hacer inversiones que ayuden al crecimiento y fortalecimiento de la compañía.

5. ¿Ustedes como PYMES se sienten seguros actualmente de participar activamente en el Mercado de Valores? ¿Por qué?

Sí, debido a que existen varios controles por los que la compañía tiene que pasar antes de emitir obligaciones, y después de haberlas emitido cumplir con disposiciones como por ejemplo no repartir dividendos a sus accionistas durante toda la emisión de obligaciones para garantizar el pago de los mismos.

6. ¿Qué recomendaría en la Actual Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil si la Asamblea Constituyente les pediría su opinión respecto a este sector (PYMES)?

No recomendaría nada, debido a que cualquier compañía que desee emitir obligaciones debe tener bien claro cuáles son los beneficios y riesgos que van a incurrir, por lo que deben analizar bien la situación antes de tomar cualquier decisión.

7. ¿Qué tipo de Garantías les han solicitado la calificadora de riesgo al momento de calificar la emisión de obligaciones, general o específica, o ambas?

A la compañía le solicitaron garantía general.

8. ¿Los Agentes que intervienen en el proceso de calificación de emisión de obligaciones han segmentado los costos de estructuración y calificación por estar en este sector de PYMES?

Nuestros abogados se han encargado de todos los aspectos que tienen que ver con la emisión de obligaciones y verificando que todo se encuentre en orden.

9. ¿En la actualidad ustedes se encuentran satisfechos de haber participado en el Mercado de Valores a través del proceso de emisión de obligaciones?

Sí, debido a que ha sido de vital importancia para la compañía estos recursos obtenidos mediante la emisión de obligaciones.

ENCUESTA #3 METAIN S.A

ENTREVISTA DIRIGIDA AL SECTOR DE PYMES QUE HAN EMITIDO OBLIGACIONES.

1.- ¿Qué beneficios financieros y de mejoramiento de sus indicadores han obtenido por el hecho de emitir obligaciones en el Mercado de Valores?

Hemos obtenido una mejor solvencia para participar en nuevos proyectos

2.- ¿Que monto de emisión efectuaron y porcentualmente de cuanto fue su costo financiero?

1'000.000,00 la tasa de interés es de 8%

3.- ¿Financieramente es más rentable acudir a la Banca Tradicional a prestar dinero o haber efectuado estas emisiones de obligaciones?

Es más rentable la Emisión de obligaciones

4.- ¿Después de la aprobación de la Actual Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil ustedes seguirían utilizando el mercado de valores como una herramienta de financiamiento?

Si

5.- ¿Ustedes como PYMES se sienten seguros actualmente de participar activamente en el Mercado de Valores? ¿Porque?

Sí, porque creemos que es una institución con mucho prestigio

6.- ¿Que recomendaría en la Actual Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil si la Asamblea Constituyente les pediría su opinión respecto a este sector (PYMES)?

Que encuentre la forma de agilizar los trámites que se ingresan

7.- ¿Qué tipo de Garantías les han solicitado la calificador de riesgo al momento de calificar la emisión de obligaciones, general o específica, o ambas?

Ambas

8.- ¿Los Agentes que intervienen en el proceso de calificación de emisión de obligaciones han segmentado los costos de estructuración y calificación por estar en este sector de PYMES?

No

9.- ¿En la actualidad ustedes se encuentran satisfechos de haber participado en el Mercado de Valores a través del proceso de emisión de obligaciones?

Si

ANÁLISIS DE LAS ENTREVISTAS REALIZADAS A LAS PYMES

QUE HAN EMITIDO OBLIGACIONES.

De las 10 empresas que inicialmente contábamos; siete de ellas están ubicadas en la Ciudad de Quito las cuales fueron contactadas por correo electrónico y vía telefónica y no recibimos por parte de ellos ninguna respuesta favorable, las tres restantes ubicadas en la Ciudad de Guayaquil, si obtuvimos respuestas pero nos indicaron que no nos podían ayudar porque se encuentran en proceso de auditoria externa.

Luego reformulamos la lista, contactamos a otras tres empresas domiciliadas en la Ciudad de Guayaquil, las mismas que nos proporcionaron la información que mencionaremos a continuación:

- Las tres empresas coincidieron que al emitir obligaciones pudieron mejorar sus indicadores financieros mejorando su solvencia para participar en nuevos proyectos, poder adquirir activos y mejorar sus ventas, inclusive internacionalizarse.

Los montos por los cuales se emitieron obligaciones oscilan entre \$1.000,000 a \$2.500,000 a una tasa de interés del 8% obteniendo un ahorro por la tasa de interés del 3.5%, respecto de la banca tradicional.

- La emisión de obligaciones resulta más rentable porque la tasa de interés de la banca tradicional es más alta en comparación al rendimiento que deben proponer el emisor, en el mercado de valores, añadido a la serie de requisitos que hay que cumplir cuando se acude a dicha banca.
- Con la aplicación de la nueva ley, estas PYMES aseguran que seguirán utilizando el mercado de valores como herramienta para seguir captando recursos que les permitan mejorar su liquidez para nuevas inversiones.
- Estas PYMES si se sienten seguras emitiendo obligaciones debido a que tienen controles previos y posteriores que garantizan el pago. Garantías reales y específicas.
- Como sugerencia para mejorar la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil una de ellas indico que deberían crear métodos que agiliten los trámites para este tipo de transacciones.
- El tipo de garantía que solicitan las calificadoras de riesgo para el sector PYMES regularmente es la garantía general.
- Los agentes que intervienen dentro del proceso de calificación si segmentan los costos de estructuración y calificación por estar en el sector PYMES.

- En conclusión el sector PYMES se encuentran satisfecho por haber participado en el mercado de valores ya que es de vital importancia para las compañías.

2.5. Entrevistas dirigida a Calificadoras de Riesgos en el proceso PYMES.

Tomaremos el ejemplo de la Calificadora de Riesgos de mayor participación en la Ciudad de Guayaquil, Calificadora De Riesgo Latinoamericana SCRL S.A.

1.- Normalmente las garantías que evalúan ustedes a las PYMES al momento de calificar el proceso de emisión de obligaciones son garantías generales, específicas o ambas.

Si calificara a las PYMES sería recomendable que en la estructura cuenten con ambas garantías.

2.- Considera usted que es más conveniente y seguro para el inversionista, que la calificación de la emisión de obligaciones haya sido respaldada por garantías generales o específicas de una PYMES?

Siempre es mejor una garantía específica es más seguro, ya que si cuenta con una general no tendría una calificación buena en comparación a la que tendría con una específica.

3.-Evalúan garantías adicionales a las PYMES al momento de calificar sus emisiones de obligaciones.

En este caso las calificadoras de riesgo solo nos dedicamos a evaluar que tan probable es que la empresa vaya a cumplir con el pago

4.- Ustedes al momento de aceptar un proceso de calificación de riesgos por las emisiones de obligaciones de PYMES, consideran para tales efectos el monto de colocación.

Sí, porque se mide la capacidad de pago del monto emitido.

5.- Ustedes aplican alguna diferenciación de costos (beneficios) por la calificación de emisión de obligaciones por ser una PYMES?

No eso se determina conforme al monto levantado.

6.- Cuantas calificaciones de riesgos por la emisión de obligaciones han efectuado a pymes desde que se aprobó la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y la Optimización del sector Bursátil y Societario

Ninguna calificación

7.- Por su experiencia, para una PYMES sería conveniente recurrir a la Banca tradicional o al Mercado de Valores, al momento de buscar financiamiento.

Mercado de Valores, por la informalidad es más difícil que tenga una buena calificación y que participen ya que no tienen una buena estructura administrativa

8.-Cuál sería la mayor seguridad del retorno de la inversión que tendrían los inversionistas al momento de adquirir un título valor por la emisión de obligaciones de una PYMES?

Las tasas en la actualidad están entre el 7% y 8% aproximadamente.

9.- Cree Usted que las PYMES se sienten satisfechas por el hecho de participar en el mercado de valores

No participan.

10.- Para ustedes es beneficioso y seguro participar en la calificación de riesgos de las PYMES por la emisión de obligaciones.

Nosotros solo nos encargamos de evaluar y esto depende si el monto de levante es alto.

11.- Que recomendaciones daría usted para la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y la Optimización del sector Bursátil y Societario si la ASAMBLEA CONSTITUYENTE le pediría su opinión sobre el proceso de calificación de riesgos por la emisión de obligaciones para el sector de las Pymes.

La nueva Ley trata de impulsar que las PYMES participen en el mercado de valores pero en la práctica encuentro complicado que esto ocurra.

Análisis de la Entrevista

Según la encuesta realizada a la Ing. Pilar Panchana quien labora en Sociedad Calificadora De Riesgo Latinoamericana SCRL S.A., ella es la encargada de evaluar la estructura presentada con los montos de levante y las respectivas garantías por parte de las empresas que participan en la emisión de obligaciones, manifestó que su representada no ha realizado ninguna calificación a PYMES, debido a que no es viable trabajar con empresas de estas características ya que se tratan de pequeñas empresas cuyos montos de levante no son suficientes sabiendo que el mínimo para invertir es de 1'000.000, además que al momento de hacer la valoración entre el monto de levante y los costos, este monto no será suficiente para cubrir todos los gastos que en su mayoría son fijos por lo que no resultara rentable un preso de emisión de obligaciones.

2.6. Entrevistas dirigidas a Estructuradores de Emisión de Obligaciones para PYMES.

De los distintos oficios enviados a diferentes estructuradores, las Compañías ADVFINSA S.A, Y PLUSBURSATIL S.A, facilitaron el acceso a las preguntas efectuadas en la presente entrevista. A continuación lo mencionado por Plus bursátil S.A.

1. ¿DESDE LA APROBACIÓN DE LA LEY ORGÁNICA PARA EL FORTALECIMIENTO Y OPTIMIZACIÓN DEL SECTOR SOCIETARIO Y BURSÁTIL, APROBADA EN MAYO DEL 2014, A LA FECHA ACTUAL JUNIO DEL 2015, CUANTAS PYMES HAN UTILIZADO EL SERVICIO DE VUESTRA PRESTIGIOSA INSTITUCIÓN PARA PRESTAR EL SERVICIO DE ESTRUCTURADOR DE TÍTULOS POR LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES?

RESPUESTA: NINGUNA HAN UTILIZADA NI ANTES NI AHORA POR EL MOMENTO.

2.- ¿QUÉ TIPOS DE BENEFICIOS EN COSTOS EXISTIRÍAN EN LA ESTRUCTURACIÓN DE TÍTULOS DE UNA EMISIÓN DE OBLIGACIONES FRENTE A LA APLICACIÓN DEL REB CON REFERENCIA A LA LEY ORGÁNICA PARA EL FORTALECIMIENTO Y OPTIMIZACIÓN DEL SECTOR SOCIETARIO Y BURSÁTIL, BRINDA A LAS PYMES?

RESPUESTA: LOS COSTOS SE REDUCIRÍAN EN FUNCIÓN A QUE LAS PYMES QUE SE ACOGEN AL (REB) TENDRIAN CIERTOS AHORROS EN COSTOS COMO ES EL DE CONTRATAR LOS SERVICIOS DE UNA CALIFICADORA DE RIESGO COMO OBLIGATORIAMENTE LO NECESITAN LAS MACRO EMPRESAS POR LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES, YA QUE LAS PYMES AL UTILIZAR ESTE NUEVO SISTEMA (REB) YA NO NECESITARÍAN DE ESTA CALIFICADORA NI LA REPRESENTACIÓN DE OBLIGACIONES Y ADICIONALMENTE, LA COMISIÓN QUE LA BOLSA DE VALORES LES COBRARÍA SERÍA MENOR A LA QUE NORMALMENTE ESTABLECEN PARA UNA EMPRESA GRANDE .

3.- ¿OFRECE TARIFAS DIFERENCIADAS SEGÚN EL TAMAÑO DE LA EMPRESA O MONTO DE COLOCACIÓN DE OBLIGACIONES POR LA ESTRUCTURACIÓN DE EMISIÓN DE OBLIGACIONES?

RESPUESTA: 1.- CUANDO ES EMISIÓN DE OBLIGACIONES EL COSTO SE MIDE EN FUNCIÓN AL COSTO DE HORAS TRABAJADAS

RESPUESTA: 2.- EN CAMBIO SI SE APLICA EL (REB) HABRÍA QUE REVISAR EL COSTEO DE TARIFAS QUE SE VA A CUESTIONAR PORQUE YA NO SE NECESITARÍA DE LA CALIFICADORA DE RIESGO.

4. ¿SEGMENTA EL SERVICIO DE ESTRUCTURACIÓN POR LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES A PARTIR DE DETERMINADO MONTO DE COLOCACIÓN?

RESPUESTA: PARA NOSOTROS TODO ES NEGOCIO, LA CASA DE VALORES NO ES SEGMENTADA NO HAY LA NECESIDAD DE SEGMENTAR MONTOS, LO QUE SI SE TOMA EN REFERENCIA Y SE SEGMENTA ES EL TIPO DE GIRO DE NEGOCIO POR LO REGULAR SOLO APLICAMOS A NEGOCIOS PRODUCTIVOS Y NO DE SERVICIOS, NUESTROS INGRESOS ESTÁN EN LA COLOCACIÓN DE EMISIÓN DE OBLIGACIONES.

5. ¿UD. CREE, QUE LA LEY ORGÁNICA PARA EL FORTALECIMIENTO Y OPTIMIZACIÓN DEL SECTOR SOCIETARIO Y BURSÁTIL, FAVORECE DE ALGUNA MANERA A LAS PYMES, PARA QUE ESTAS PUEDAN PARTICIPAR MÁS ACTIVAMENTE EN EL MERCADO DE VALORES?

RESPUESTA: SI ES FAVORABLE.

6. UD. PODRÍA RECOMENDAR O INDICAR ALGÚN PUNTO EN ESPECIAL EN ESTA LEY PARA BENEFICIO EXCLUSIVO DE LAS PYMES, EN TEMAS DE COSTOS, REQUISITOS, O ALGÚN PUNTO EN ESPECIAL?

BENEFICIOS QUE SE OBTIENEN BAJO ESTE SISTEMA PARA PYMES:

1.- (REB) DA ACCESO A PEQUEÑAS EMPRESAS A PARTICIPAR EN LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES.

2.- PERMITE HACER EMISIÓN DE OBLIGACIÓN SINDICADAS (SE REFIERE A LA ASOCIACIÓN DE EMPRESA PYME

2.7. Análisis General de Entrevistas.

- ❖ Los montos por los cuales se emitieron obligaciones oscilan entre \$1.000,000 a \$2.500,000 a una tasa de interés del 8% obteniendo un ahorro por la tasa de interés del 3.5%, respecto de la banca tradicional.
- ❖ La emisión de obligaciones resulta más rentable porque la tasa de interés de la banca tradicional es más alta en comparación al rendimiento que deben proponer el emisor, en el mercado de valores, añadido a la serie de requisitos que hay que cumplir cuando se acude a dicha banca.
- ❖ Con la aplicación de la nueva ley, estas PYMES aseguran que seguirán utilizando el mercado de valores como herramienta para seguir captando recursos que les permitan mejorar su liquidez para nuevas inversiones.
- ❖ Estas PYMES si se sienten seguras emitiendo obligaciones debido a que tienen controles previos y posteriores que garantizan el pago. Garantías reales y específicas.
- ❖ Los estructuradores del proceso de emisión, enfatizan que el Registro Especial Bursátil (REB), es un mecanismo adecuado para las PYMES, una vez que tome fuerza y aprobado de forma definitiva, así como la sindicalización de las PYMES, donde se unen más de una para abaratar costos y procesos.
- ❖ Podemos citar como análisis de los investigadores, que la actual ley promueve otros beneficios como:

Lo comentado inicialmente, la creación del Registro Especial Bursátil (REB) para Pymes. La creación de este ente permitirá fortalecer las negociaciones que correspondan únicamente al sector económico de las pequeñas y medianas empresas, y de las organizaciones de la economía popular y solidaria. Sin embargo, esto trae consigo mayores exigencias para que las Pymes sean rentables.

Ley Orgánica de Economía Popular y Solidaria del Sistema Financiero.

Art. 55.- Emisión de Obligaciones.- Las cooperativas podrán emitir obligaciones de libre negociación, de acuerdo con las regulaciones del mercado de valores y las que dicte el regulador previsto en esta Ley, en cuanto a redención, intereses y una participación porcentual en las utilidades o excedentes, obligaciones que no conceden a sus poseedores, la calidad de socios, derecho de voto, ni participación en la toma de decisiones en la cooperativa.

Tratamiento Tributario.

Impuesto a la Renta.- *Valores de renta fija de más de un año, los rendimientos financieros* obtenidos por personas naturales o sociedades por las inversiones en valores en renta fija, que se negocien a través de las bolsas de valores del país o del registro especial bursátil. Los beneficios o rendimientos obtenidos por personas naturales y sociedades, distribuidos por fideicomisos mercantiles de inversión, fondos de inversión y fondos complementarios siempre que la inversión sea en depósitos a plazo fijo o en valores de renta fija, negociados en bolsa de valores o en el REB.

NOTA: *Los depósitos a plazo fijo y las inversiones en renta fija detallados en el inciso anterior, deberán ser emitidos a un plazo de un año o más y deberán permanecer en posesión del tendedor que se beneficia de la exoneración más de 360 días de manera continua.*

Ganancias de Capital

Para determinación y liquidación, estarán exonerados las ganancias de capital obtenidas por personas naturales y sociedades, distribuidos por fideicomisos mercantiles de inversión, fondos de inversión y fondos complementarios, siempre que la inversión realizada sea en valores de renta variable, negociados en bolsa de valores legalmente constituidas en el país o en el Registro Especial Bursátil (REB). Las ganancias de capital obtenidas por personas naturales o sociedades, por las inversiones en acciones que se efectúen a través de las bolsas de valores del país o en el Registro Especial Bursátil (REB).

NOTA: No aplica en el caso de compraventas realizadas entre partes relacionadas o con sociedades domiciliadas en paraísos fiscales o regímenes fiscales preferentes.

Impuesto al Valor Agregado IVA 0% Tarifa 0%:

Las comisiones por concepto de servicios bursátiles, definidas por resolución del Servicio de Rentas Internas, prestados por Bolsas de Valores, Casa de Valores, Depósitos en Compensación y Liquidación, y Administradores de Fondos y Fideicomisos, en este último caso, en la administración de fondos de inversión y fideicomisos de titularización y de inversión que participen en el mercado de valores.

Impuesto a la Salida de Divisas

Exoneraciones:

Los rendimientos financieros, ganancias de capital y capital de aquellas inversiones externas que hubieren ingresado exclusivamente al mercado de valores del Ecuador para realizar esta transacción y que hayan permanecido al menos un año en el país, efectuadas tanto por personas naturales o jurídicas domiciliadas en el exterior, a través de la Bolsa o del REB.

NOTA: •No aplica esta exención cuando el pago se realice, directa o indirectamente a personas naturales o sociedades residentes o domiciliadas en el Ecuador, en paraísos fiscales o regímenes fiscales preferentes o entre partes relacionadas. •Estas inversiones hacen referencia a las señaladas en los numerales 15 y 15.1 del Artículo 9 de la Ley de Régimen Tributario Interno.

CAPITULO III

3. Costos, Riesgos y Efectos Financiero en las PYMES

3.1. Costos de Emisión para Obligaciones en Ecuador.

Para emitir cualquier tipo de valor se considera costos de emisión como costos de colocación.

1. Costos de Colocación.
2. Costos de emisión.

3.2. Costos de Colocación y Estructuración.

La estructuración por lo general lo realiza una casa de valores, la misma que se encarga de organizar la información financiera, económica y legal de la empresa. Los costos de estructuración son pagados por una sola vez. No existen parámetros para que las casas de valores establezcan comisiones, por lo tanto no depende ni del monto de emisión ni del plazo³³, muchas veces depende que tan complejo sea realizar el proceso de estructuración de la información de la empresa que solicita sus servicios. “no existe techos y pisos para las comisiones de las casas de valores en sus servicios prestados”

Art 225 de la ley de Mercado de valores señala que “las comisiones, honorarios o tarifas que cobren las instituciones reguladas por esta ley a sus clientes o comitentes serán estipuladas libremente por los contratantes.....”

En el estudio de Costos realizado por la superintendencia de compañías en al año 2006 se presenta el siguiente cuadro de costos de estructuración.

³³ (Compañías, Estudio de Costos de emisión de obligaciones, papel comercial y procesos de titularización, 2006) 64 (Profesional, 2012) página 24

Tabla 1 Costos por estructuración para emisión de obligaciones.

2015	Tiempo	Casa de Valores	MONTO	COLOCACION	Proporcion/Monto	Costo por Estructuración
ADITEC ECUATORIANA CIA. LTDA	1	Metrovalores Casa de valores	1.500.000	1.000.000	0,09%	1.350,00
PROVEFRUT S.A.	2	Sucaval S.A	2.000.000	2.000.000	0,11%	2.200,00
MOTORES Y TRACTORES MOTRAC S.A.	1	Advinsa Casa de Valores	3.000.000	1.315.000	0,08%	2.400,00
Optica Los Andes S.A.	3	Silvercross	2.000.000	880.000	0,06%	1.200,00
ALIMENTSA S.A.	3	Ventura Casa de Valores VENCASA S.A	3.000.000	3.000.000	0,16%	4.800,00
AUTOLASA	5	Plusbursatil	3.000.000	1.130.000	0,14%	4.200,00
INDUSTRIAS UNIDAS CIA. LTDA.	2	Banrio	1.500.000	862.000	0,09%	1.350,00
DILIPA DISTRIB.DE LIBROS Y PAPELERIA C. LTDA	1	Sucaval S.A	2.000.000	0	0,12%	2.400,00
CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A.	1	Advinsa Casa de Valores	3.000.000	0	0,12%	3.600,00

Fuente: Superintendencia de Compañías

Se puede evidenciar que los costos para el mismo monto de emisión son diferentes y muy variables, sin embargo los costos no representa un porcentaje significativo sobre el monto de la emisión, incluso en su mayoría no representa ni siquiera el 1%. Los costos por estructuración son un acuerdo entre la casa de valores y el emisor.

3.3. Calificación de Riesgos.

La calificadora de Riesgo emite una opinión técnica sobre la solvencia del título y la probabilidad que el emisor pueda pagarlo y esta debe ser periódicamente actualizada hasta que el título se extinga conforme a la ley de mercado de valores,³⁴ en base a lo mencionado el costo de la calificación de riesgo se determina en función al periodo de emisión y se divide en dos partes una inicial y otra anual por el tiempo que dure la emisión. Las categorías³⁵ para la calificación de riesgo se establecen en base a la solvencia y capacidad de pago del emisor, a las garantías

³⁴ Artículo 181, ley de Mercado de valores, página 6

³⁵ Categoría AAA: los emisores de los valores y garantes tienen suficiente capacidad de pago tanto del capital como de intereses en los términos pactados y si existieran cambios la capacidad de pago no se vería afectada

que el emisor presente, al sistema de administración y planificación de la empresa.³⁶ En base a la investigación de Costos realizada por la Superintendencia de Compañías se presenta la siguiente tabla:

Tabla 2 Costos de calificación de riesgo

2015	Tiempo	Casa de Valores	MONTO	COLOCACION	Costo Total Calif Riesgos	Calificacion Riesgo
ADITEC ECUATORIANA CIA. LTDA	1	Metrovalores Casa de valores	1.500.000	1.000.000	0,07%	1.050,00
PROVEFRUT S.A.	2	Sucaval S.A	2.000.000	2.000.000	0,09%	1.800,00
MOTORES Y TRACTORES MOTRAC S.A.	1	Advinsa Casa de Valores	3.000.000	1.315.000	0,09%	2.700,00
Optica Los Andes S.A.	3	Silvercross	2.000.000	880.000	0,07%	1.400,00
ALIMENTSA S.A.	3	Ventura Casa de Valores VENCASA S.A	3.000.000	3.000.000	0,14%	4.200,00
AUTOLASA	5	Plusbursatil	3.000.000	1.130.000	0,13%	3.900,00
INDUSTRIAS UNIDAS CIA. LTDA.	2	Banrio	1.500.000	862.000	0,08%	1.200,00
DILIPA DISTRIB.DE LIBROS Y PAPELERIA C. LTDA	1	Sucaval S.A	2.000.000	0	0,11%	2.200,00
CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A.	1	Advinsa Casa de Valores	3.000.000	0	0,10%	3.000,00

Fuente: Superintendencia de Compañías

En la Tabla 2, se establece los costos de calificación en cada una de las emisiones y se presenta el costo total durante el periodo de emisión, se observa de igual forma que en su mayoría no superan el 1% del monto de emisión y mientras mayor es el monto de emisión el porcentaje que representa los costos por calificación de riesgo son menores. El mayor costo es de \$4.200.00 y el menor es de \$1.050.00

3.4. Representante de los Obligacionistas.

En el caso de emisión de obligaciones o papel comercial necesariamente se tendrá que contratar un representante de obligacionistas quien debe ser una persona jurídica que velará por el cumplimiento de los derechos de los

³⁶ Artículo 21 de la Codificación de resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

inversionistas, a continuación se presenta los costos mencionados en relación con el monto emitido.

Tabla 3: Costos del representante de los obligacionistas.

2015	Tiempo	Casa de Valores	MONTO	COLOCACION	Proorcion/Monto	Costo Representante Obligacionistas
ADITEC ECUATORIANA CIA. LTDA	1	Metrovalores Casa de valores	1.500.000	1.000.000	0,07%	975,00
PROVEFRUT S.A.	2	Sucaval S.A	2.000.000	2.000.000	0,10%	1.900,00
MOTORES Y TRACTORES MOTRAC S.A.	1	Advfinsa Casa de Valores	3.000.000	1.315.000	0,09%	2.700,00
Optica Los Andes S.A.	3	Silvercross	2.000.000	880.000	0,08%	1.600,00
ALIMENTSA S.A.	3	Ventura Casa de Valores VENCASA S.A	3.000.000	3.000.000	0,11%	3.150,00
AUTOLASA	5	Plusbursatil	3.000.000	1.130.000	0,11%	3.300,00
INDUSTRIAS UNIDAS CIA. LTDA.	2	Banrio	1.500.000	862.000	0,08%	1.125,00
DILIPA DISTRIB.DE LIBROS Y PAPELERIA C. LTDA	1	Sucaval S.A	2.000.000	0	0,10%	1.900,00
CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A.	1	Advfinsa Casa de Valores	3.000.000	0	0,10%	2.850,00

Fuente: Superintendencia de Compañías

Se puede observar que los costos son poco significativos en relación con el monto de emisión no llegan al 1%, mientras menor es el monto de emisión mayor es el porcentaje de participación.

3.5. El Agente Pagador

Asumir el costo del agente pagador es opcional para el emisor ya que puede ser la misma empresa quien actúe como tal o puede contratar a una institución financiera que lo realice.

Tabla 4: Costos Agente pagador

2015	Tiempo	Casa de Valores	MONTO	COLOCACION	Proorcion/Monto	Costo Agente Pagador
ADITEC ECUATORIANA CIA. LTDA	1	Metrovalores Casa de valores	1.500.000	1.000.000	0,07%	975,00
PROVEFRUT S.A.	2	Sucaval S.A	2.000.000	2.000.000	0,16%	3.200,00
MOTORES Y TRACTORES MOTRAC S.A.	1	Advfinsa Casa de Valores	3.000.000	1.315.000	0,12%	3.600,00
Optica Los Andes S.A.	3	Silvercross	2.000.000	880.000	0,08%	1.600,00
ALIMENTSA S.A.	3	Ventura Casa de Valores VENCASA S.A	3.000.000	3.000.000	0,15%	4.500,00
AUTOLASA	5	Plusbursatil	3.000.000	1.130.000	0,11%	3.300,00
INDUSTRIAS UNIDAS CIA. LTDA.	2	Banrio	1.500.000	862.000	0,08%	1.125,00
DILIPA DISTRIB.DE LIBROS Y PAPELERIA C. LTDA	1	Sucaval S.A	2.000.000	0	0,10%	2.000,00
CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A.	1	Advfinsa Casa de Valores	3.000.000	0	0,20%	6.000,00

Fuente: Superintendencia de Compañías

3.6. Inscripción en el Registro de Mercado de Valores.

La inscripción de los valores de obligaciones como de proceso de titularización tienen un costo del 0.5 por mil sobre el monto de emisión, el costo máximo puede ser hasta \$2.500 dólares. Para este tipo de emisores el único pago es la inscripción no aplica pago de mantenimiento.³⁷A Continuación se presenta los porcentajes del costo de inscripción en función del monto de emisión.

Tabla 5: Costos por Inscripción en el registro de Mercado de valores

2015	Tiempo	Casa de Valores	MONTO	COLOCACION	Proorción/Monto	Costo Inscripción R.M.V.
ADITEC ECUATORIANA CIA. LTDA	1	Metrovalores Casa de valores	1.500.000	1.000.000	0,03%	450,00
PROVEFRUT S.A.	2	Sucaval S.A	2.000.000	2.000.000	0,04%	800,00
MOTORES Y TRACTORES MOTRAC S.A.	1	Advfinsa Casa de Valores	3.000.000	1.315.000	0,05%	1.500,00
Optica Los Andes S.A.	3	Silvercross	2.000.000	880.000	0,04%	800,00
ALIMENTSA S.A.	3	Ventura Casa de Valores VENCASA S.A	3.000.000	3.000.000	0,04%	1.200,00
AUTOLASA	5	Plusbursatil	3.000.000	1.130.000	0,03%	900,00
INDUSTRIAS UNIDAS CIA. LTDA.	2	Banrio	1.500.000	862.000	0,05%	750,00
DILIPA DISTRIB.DE LIBROS Y PAPELERIA C. LTDA	1	Sucaval S.A	2.000.000	0	0,04%	800,00
CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A.	1	Advfinsa Casa de Valores	3.000.000	0	0,04%	1.200,00

Fuente: Superintendencia de Compañías

En la Tabla 5, se observa que estos costos al igual que los otros costos antes mencionados, el porcentaje de participación es mínimo incluso es menor en relación a los demás ya que no sobrepasa el 0.10%. En la tabla presentada se observa que no existen valores superiores a los \$2.500.

³⁷ (Valores C. N., 2012) capítulo VI , artículo 3

3.7. Otros Costos.

En estos costos incluyen publicidad, publicaciones de la emisión, impresiones, asesoría legal. etc. Los presentados por el estudio de la superintendencia de compañías se muestra en la siguiente tabla.

Tabla 6: Otros costos

2015	Tiempo	Casa de Valores	MONTO	COLOCACION	Proorcion/Monto	Otros COSTOS
ADITEC ECUATORIANA CIA. LTDA	1	Metrovalores Casa de valores	1.500.000	1.000.000	0,11%	1.650,00
PROVEFRUT S.A.	2	Sucaval S.A	2.000.000	2.000.000	0,12%	2.400,00
MOTORES Y TRACTORES MOTRAC S.A.	1	Advinsa Casa de Valores	3.000.000	1.315.000	0,21%	6.300,00
Optica Los Andes S.A.	3	Silvercross	2.000.000	880.000	0,15%	3.000,00
ALIMENTSA S.A.	3	Ventura Casa de Valores VENCASA S.A	3.000.000	3.000.000	0,22%	6.600,00
AUTOLASA	5	Plusbursatil	3.000.000	1.130.000	0,23%	6.900,00
INDUSTRIAS UNIDAS CIA. LTDA.	2	Banrio	1.500.000	862.000	0,15%	2.250,00
DILIPA DISTRIB.DE LIBROS Y PAPELERIA C. LTDA	1	Sucaval S.A	2.000.000	0	0,16%	3.200,00
CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A.	1	Advinsa Casa de Valores	3.000.000	0	0,14%	4.200,00

Fuente: Superintendencia de Compañías

Se puede observar que la participación de este costo sobre el monto es muy variado, la Compañía MOTORES Y TRACTORES MOTRAC, presenta un costo del 0.21% por la emisión de \$3MM, y Constructora de Diseño Productivos Construdipro el costo es de 0.14%, por el mismo monto de emisión.

3.8. Comisión Bolsa y Casa de Valores.

La bolsa de valores así como la casa de valores también cobra comisiones por las negociaciones por una sola vez, Las comisiones que rigen actualmente para el mercado primario es del 0.09% anual tanto para renta fija como para renta variable, el valor mínimo de la comisión no puede ser menor a \$4.00 La tabla de comisiones para el mercado secundario es la siguiente³⁸:

³⁸ (Valores b. d., 2012) artículo 350

Tabla 7, Comisión Estimada Mercado Secundario Bolsa de Valores

Comisión Estimada por Punto	Valor Negociado	
\$4	\$0.00	\$9.000
\$9	\$10.000	\$19.999
\$18	\$20.000	\$39.999
\$35	\$40.000	\$59.999
\$52	\$60.000	\$99.999
\$85	\$100.000	\$199.999
\$180	\$200.000	\$499.999
\$450	\$500.000	\$999.999
\$900	\$1.000.000	\$1.999.999
\$1.800	\$2.000.000	más

Fuente: Superintendencia de Compañías

Estos costos aplican para el inversionista que hayan comprado valores y los quieran revender en el mercado secundario El estudio de la Superintendencia de compañías establece los siguientes costos por comisiones:

Tabla 8: Costos por comisiones de la Bolsa de Valores

2015	Tiempo	Casa de Valores	MONTO	COLOCACION	Proorcion/Monto	Comision Bolsa
ADITEC ECUATORIANA CIA. LTDA	1	Metrovalores Casa de valores	1.500.000	1.000.000	0,09%	1.350,00
PROVEFRUT S.A.	2	Sucaval S.A	2.000.000	2.000.000	0,10%	2.000,00
MOTORES Y TRACTORES MOTRAC S.A.	1	Advfinsa Casa de Valores	3.000.000	1.315.000	0,09%	2.700,00
Optica Los Andes S.A.	3	Silvercross	2.000.000	880.000	0,10%	2.000,00
ALIMENTSA S.A.	3	Ventura Casa de Valores VENCASA S.A	3.000.000	3.000.000	0,10%	3.000,00
AUTOLASA	5	Plusbursatil	3.000.000	1.130.000	0,10%	3.000,00
INDUSTRIAS UNIDAS CIA. LTDA.	2	Banrio	1.500.000	862.000	0,09%	1.350,00
DILIPA DISTRIB.DE LIBROS Y PAPELERIA C. LTDA	1	Sucaval S.A	2.000.000	0	0,09%	1.800,00
CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A.	1	Advfinsa Casa de Valores	3.000.000	0	0,10%	3.000,00

Fuente: Superintendencia de Compañías

Casa de Valores

Adicionalmente a la estructuración de la información financiera la casa de Valores cobra una comisión por la negociación de los valores en oferta pública el mismo que es cobrado una sola vez. La comisión es acordada entre la casa de valores y el emisor al igual que el costo de estructuración es de libre negociación. El porcentaje de costos según la investigación de la Superintendencia de Compañías se presenta a continuación:

Tabla 9: Costos por comisiones de la Casa de Valores

2015	Tiempo	Casa de Valores	MONTO	COLOCACION	Proorcion/Monto	Comision Casa valores
ADITEC ECUATORIANA CIA. LTDA	1	Metrovalores Casa de valores	1.500.000	1.000.000	0,13%	1.950,00
PROVEFRUT S.A.	2	Sucaval S.A	2.000.000	2.000.000	0,14%	2.800,00
MOTORES Y TRACTORES MOTRAC S.A.	1	Advinsa Casa de Valores	3.000.000	1.315.000	0,17%	5.100,00
Optica Los Andes S.A.	3	Silvercross	2.000.000	880.000	0,12%	2.400,00
ALIMENTSA S.A.	3	Ventura Casa de Valores VENCASA S.A	3.000.000	3.000.000	0,19%	5.700,00
AUTOLASA	5	Plusbursatil	3.000.000	1.130.000	0,17%	5.100,00
INDUSTRIAS UNIDAS CIA. LTDA.	2	Banrio	1.500.000	862.000	0,09%	1.350,00
DILIPA DISTRIB.DE LIBROS Y PAPELERIA C. LTDA	1	Sucaval S.A	2.000.000	0	0,16%	3.200,00
CONSTRUCTORA DE DISEÑOS PRODUCTIVOS CONSTRUDIPRO S.A.	1	Advinsa Casa de Valores	3.000.000	0	0,23%	6.900,00

Fuente: Superintendencia de Compañías

En la Tabla 10, se observa que las comisiones son muy variables no aplica el mismo porcentaje sobre el monto incluso con emisiones del mismo monto.

3.9. Estimación de los costos para emisión de obligaciones.

Tabla 10: Estimación de los costos para Emisión de Obligaciones

Rangos de Montos Colocados		Plazo	PROMEDIO PONDERADO DE COSTOS POR EMISIÓN DE OBLIGACIONES						% Total Costo Comisión
			% Costo Estructuración	% Costo Calif. Riesgo	% Represent Obligaciones	% Costo Agente Pagador	Inscripción RMV	% Otros Costos	
Hasta	1.000.000,00	2	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
1.000.001,00	4.000.000,00	5	0,44%	0,46%	0,11%	0,14%	0,05%	0,30%	1,55%
4.000.001,00	8.000.000,00	4	0,18%	0,20%	0,08%	0,13%	0,06%	0,15%	0,79%
8.000.001,00	12.000.000,00	3	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
12.000.001,00	16.000.000,00	4	0,34%	0,12%	0,04%	0,11%	0,02%	0,09%	0,71%
16.000.001,00	20.000.000,00	3	0,11%	0,08%	0,03%	0,11%	0,01%	0,05%	0,40%

Rangos de Montos Colocados		Plazo	PROMEDIO PONDERADO DE COSTOS POR EMISIÓN DE OBLIGACIONES				
			% Comisión Casa Valores	% Comisión Bolsa de Valores	% Incrip. Mantenim. BVQ	% Total Costos/Colocación	% Total Costo de Comisión y Colocación
Hasta	1.000.000,00	2	0,00%	0,000%	0,00%	0,00%	0,00%
1.000.001,00	4.000.000,00	5	0,25%	0,097%	0,31%	0,69%	2,24%
4.000.001,00	8.000.000,00	4	0,21%	0,098%	0,38%	0,69%	1,97%
8.000.001,00	12.000.000,00	3	0,00%	0,000%	0,00%	0,00%	0,00%
12.000.001,00	16.000.000,00	4	0,20%	0,100%	0,10%	0,40%	1,11%
16.000.001,00	20.000.000,00	3	0,15%	0,100%	0,08%	0,33%	0,73%

Fuente: Superintendencia de Compañías

Elaborado por Jorge Coca y Ricardo Ordoñez

3.10. Estimación de Costos para una anotación de pagarés a través del REVNI.

Tabla 11: Estimación de Costos para una anotación de pagarés a través del REVNI

Rangos de Montos Colocados		Plazo	COSTO DE EMISIÓN				COSTO COLOCACIÓN			Costo Totales Colocación y Emisión
			% Costo Estructuración	% Costo Agente Pagador	% Otros Costos	% Total Costos Emisión	% Comisión Casa Valores	% Comisión Bolsa de Valores	% Total Costo Comisión	
Hasta	1.000.000,00	2	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,0%	0,00%
1.000.001,00	4.000.000,00	5	0,28%	0,14%	0,30%	0,77%	0,28%	0,10%	0,4%	1,14%
4.000.001,00	8.000.000,00	4	0,21%	0,13%	0,15%	0,49%	0,21%	0,10%	0,3%	0,80%
8.000.001,00	12.000.000,00	3	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,0%	0,00%
12.000.001,00	16.000.000,00	4	0,20%	0,11%	0,09%	0,40%	0,20%	0,10%	0,3%	0,70%
16.000.001,00	20.000.000,00	3	0,15%	0,11%	0,05%	0,32%	0,15%	0,10%	0,3%	0,57%

Fuente: Superintendencia de Compañías

Elaborado por Jorge Coca y Ricardo Ordoñez

Al comparar la Tabla 10 y Tabla 11, se observa que el realizar una anotación a través del REVNI implica menos costos en relación a la emisión de obligaciones, no se necesita calificación de riesgo, representante de los obligacionistas, inscripción en el registro de mercado de valores, inscripción y mantenimiento en la Bolsa de Valores, esta autoriza que la empresa pueda realizar la emisión sin necesidad de realizar inscripción.

En Tabla 11, para emisiones entre un 1'000.000 y 4'000.000, probablemente el porcentaje que representa el costo total sobre el monto es de 1.14%, mientras que si realizaría una emisión de obligaciones el porcentaje sobre el monto sería de 2.24%, se observa que el realizar emisiones a través del REVNI resulta más ventajoso debido a los menores costos exceptuando los costos financieros que nos son tomados en cuenta en estas tablas, en el caso de las pymes les da más facilidades financieras para que se financien a través de este mercado, sin embargo para muchas empresas es muy difícil tanto negociar valores a través de obligaciones como a través del REVNI debido a que no cuentan con tales posibilidades financieras, los costos se cancelan antes de la emisión y colocación de los valores y son recuperados cuando los títulos sean vendidos, convirtiéndose en una limitación para las pymes investigadas para acceder al mercado de valores.

3.11. Calculo del Rendimiento al Vencimiento y Duración del Portafolio por la Emisión de Obligaciones de cuatro PYMES y su Comparación. (Costos Bursátil y Financiero)

Efectuaremos los cálculos y analizaremos las emisiones de Obligaciones con Cupón de cuatro PYMES, para establecer el rendimiento al vencimiento, la TIR, y la Tasa Efectiva, el riesgo y su duración real. Con la Empresa TERNIFETPAC, efectuaremos la comparación con un crédito bancario tradicional y establecer las diferencias.

Industria Ales C.A.

Figura 1 Resumen Prospecto Oferta Publica

1 PORTADA	
1.1 PROSPECTO DE OFERTA PÚBLICA DE EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE LARGO PLAZO	
1.2 Razón social y nombre comercial del emisor, del estructurador y colocador.	
EMISOR:	INDUSTRIAS ALES C.A.
ESTRUCTURADOR FINANCIERO Y LEGAL:	PICHINCHA CASA DE VALORES S.A. PICAVAL
CASA DE VALORES COLOCADORA:	PICHINCHA CASA DE VALORES S.A. PICAVAL
1.3 Características de la emisión	
Monto:	Hasta Quince Millones de Dólares de los Estados Unidos de América (US\$ 15.000.000,00)
Garantía:	General
Plazo:	Clase A: 1.440 días Clase B: 2.160 días Clase C: 3.600 días
Valor nominal de cada obligación:	Serie 1: US\$20.000,00 Serie 2: US\$50.000,00 Serie 3: US\$100.000,00
Cupones de intereses:	Clase A: Dieciséis (16) Clase B: Veinticuatro (24) Clase C: Cuarenta (40)
Tasa de interés nominal:	Clase A: 7,75% Clase B: 8,25% Clase C: 8,50%
Plazo reajuste:	Tasa de interés fija
Cálculo intereses:	Sobre la base de años de 360 días (30/360)
Pago de intereses:	Cada 90 días (trimestral)
Pago de capital:	Clase A: Cada noventa días, sin período de gracia Clase B: Cada noventa días, sin período de gracia Clase C: Cada noventa días, con un período de gracia de 360 días
Agente pagador:	Industrias Ales C.A. a través del Depósito Centralizado de Valores del Banco Central del Ecuador
Tipo de emisión:	Desmaterializada
1.4 Razón Social de la calificadora de riesgo y la categoría de la calificación de la emisión	
Razón Social:	Categoría de calificación de riesgos:
Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.	AA
<p>Categoría AA: Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy buena capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se verá afectada ante posibles cambios en el emisor y sus garantes, en el sector al que pertenecen y en la economía en general.</p> <p>Las categorías de calificación pueden incluir signos más (+) o menos (-). El signo más (+) indicará que la calificación podrá subir hacia su inmediata superior; mientras que el signo menos (-) indicará que la calificación podrá bajar hacia su inmediata inferior.</p>	
 <p>Fecha: 7.3.2011 Nombre: PICAVAL Firma: PICAVAL</p>	

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil

Cuadro No. 5: Datos de Emisión de Obligaciones

Valoración bono entre fechas cupones

F Valor	24/05/2011	
F Emisión	25/03/2011	
Fecha últ. cupón	25/03/2011	
F Vencimiento	25/03/2015	
V Nominal	20.000,00	CLASE A
Cupon	8,50%	
Ds Transcurridos	59	
Plazo real por vencer	1381	
Rendimiento	7,75%	7,98%
periodicidad	TRIMESTRAL	

Cuadro No. 6: Tabla de Amortización

Tabla de Amortización

Periodo	Fecha	Intereses	Amortización	Pago	Saldo de Capital	VA
0	25/03/2011				20.000,00	
1	25/06/2011	425,00	1.250,00	1.675,00	18.750,00	1.663,97
2	25/09/2011	398,44	1.250,00	1.648,44	17.500,00	1.606,45
3	25/12/2011	371,88	1.250,00	1.621,88	16.250,00	1.550,53
4	25/03/2012	345,31	1.250,00	1.595,31	15.000,00	1.496,14
5	25/06/2012	318,75	1.250,00	1.568,75	13.750,00	1.443,27
6	25/09/2012	292,19	1.250,00	1.542,19	12.500,00	1.391,86
7	25/12/2012	265,63	1.250,00	1.515,63	11.250,00	1.341,89
8	25/03/2013	239,06	1.250,00	1.489,06	10.000,00	1.293,32
9	25/06/2013	212,50	1.250,00	1.462,50	8.750,00	1.246,10
10	25/09/2013	185,94	1.250,00	1.435,94	7.500,00	1.200,22
11	25/12/2013	159,38	1.250,00	1.409,38	6.250,00	1.155,62
12	25/03/2014	132,81	1.250,00	1.382,81	5.000,00	1.112,29
13	25/06/2014	106,25	1.250,00	1.356,25	3.750,00	1.070,19
14	25/09/2014	79,69	1.250,00	1.329,69	2.500,00	1.029,29
15	25/12/2014	53,13	1.250,00	1.303,13	1.250,00	989,55
16	25/03/2015	26,56	1.250,00	1.276,56	0,00	950,96
			20.000,00	23.612,50		
					\$20.541,65	Valor Actual
					278,61	Interés acumulado
					\$20.263,04	Valor Efectivo

Cuadro No. 3: Valor a Pagar.

Precio sucio	\$20.541,65	
Int. Devengados	278,61	
Precio limpio	20.263,04	
Precio (%)	101,3152%	
Com Bolsa	18,24	0,0900%
Com Casa de Valores	20,26	0,1000%
Valor a Pagar	20.580,15	

Cuadro No. 7: Duración del Portafolio

Δy	1,00%	
V-	\$20.902,14	
V+	\$20.190,76	
V0	\$20.541,65	Si el rendimiento baja se esperaría que el bono caiga o viceversa
Duración	1,73	Se esperaría que el cambio se de 2,25 % dado un cambio del 1% del rendimiento

)- Excel

$$Duración = \frac{V_- - V_+}{2(V_0)(\Delta y)}$$

Una Emisión con vencimiento de cuatro años, por \$20.000.00, con una tasa cupón del 8.50% pagos trimestrales se termina pagando incluido comisiones de bolsa y casa de valores \$20.580.15, es decir, sobre la par, ya que la tasa cupón es mayor a la tasa de mercado. Si el rendimiento baja, se esperaría que el bono caiga o viceversa.

Corporación DELICO S.A.

Cuadro No. 8: Datos de Emisión de Obligaciones

Valoración bono entre fechas cupones

F Valor	14/07/2015	
F Emisión	23/09/2014	
Fecha últ. cupón	23/09/2014	
F Vencimiento	23/09/2018	
V Nominal	1.000.000,00	Clase 1 y 2
Cupon	8,50%	
Ds Transcurridos	291	
Plazo real por vencer	1167	
Rendimiento	8,75%	9,04%
periodicidad	TRIMESTRAL	

Cuadro No 9: Tabla de Amortización

Tabla de Amortización

Periodo	Fecha	Intereses	Amortización	Pago	Saldo de Capital	VA
0	23/09/2014				1.000.000,00	
1	23/12/2014	21.250,00	62.500,00	83.750,00	937.500,00	87.896,82
2	23/03/2015	19.921,88	62.500,00	82.421,88	875.000,00	84.651,19
3	23/06/2015	18.593,75	62.500,00	81.093,75	812.500,00	81.504,24
4	23/09/2015	17.265,63	62.500,00	79.765,63	750.000,00	78.453,23
5	23/12/2015	15.937,50	62.500,00	78.437,50	687.500,00	75.495,49
6	23/03/2016	14.609,38	62.500,00	77.109,38	625.000,00	72.628,43
7	23/06/2016	13.281,25	62.500,00	75.781,25	562.500,00	69.849,53
8	23/09/2016	11.953,13	62.500,00	74.453,13	500.000,00	67.156,32
9	23/12/2016	10.625,00	62.500,00	73.125,00	437.500,00	64.546,40
10	23/03/2017	9.296,88	62.500,00	71.796,88	375.000,00	62.017,45
11	23/06/2017	7.968,75	62.500,00	70.468,75	312.500,00	59.567,20
12	23/09/2017	6.640,63	62.500,00	69.140,63	250.000,00	57.193,43
13	23/12/2017	5.312,50	62.500,00	67.812,50	187.500,00	54.893,99
14	23/03/2018	3.984,38	62.500,00	66.484,38	125.000,00	52.666,79
15	23/06/2018	2.656,25	62.500,00	65.156,25	62.500,00	50.509,79
16	23/09/2018	1.328,13	62.500,00	63.828,13	0,00	48.421,01
			1.000.000,00	1.180.625,00		\$1.067.451,33
						68.708,33
						\$998.743,00

Precio sucio	\$1.067.451,33	
Int. Devengados	68.708,33	
Precio limpio	998.743,00	
Precio (%)	99,8743%	
Com Bolsa	898,87	0,0900%
Com Casa de Valores	998,74	0,1000%
Valor a Pagar	1.069.348,94	

Cuadro No. 10: Duración del Portafolio

Δy	1,00%
V-	\$1.079.166,63
V+	\$1.056.022,49
V0	\$1.067.451,33
Duración	1,08

Excel

$$Duración = \frac{V_- - V_+}{2(V_0)(\Delta y)}$$

Elaborado por: Jorge Coca y Ricardo Ordoñez.

Una Emisión con vencimiento de cuatro años, por \$1.000.000.00, con una tasa cupón del 8.50% pagos trimestrales, el precio limpio es de \$998.743.00, una vez, incluida las comisiones de bolsa y casa de valores \$1.069.384, es decir, su precio es bajo la par, ya que la tasa cupón es menor que la tasa de mercado. Si el rendimiento baja, se esperaría que el bono caiga o viceversa.

Hotel GANGOTENA

Figura 2: Resumen Prospecto Oferta Publica.

MONTO TOTAL USD 5'000,000.00
(Cinco millones de dólares de los Estados Unidos de América)

HOTEL CASAGANGOTENA S.A.		
Características de la Emisión de Obligaciones		
Monto:		5.000.000
	Clase A	1.000.000
	Clase B	2.300.000
	Clase C	1.200.000
	Clase D	500.000
Plazo:		
	Clase A	2160 días
	Clase B	2160 días
	Clase C	2880 días
	Clase D	2880 días
Periodos de Gracia:		
	Clase A	720 días
	Clase B	-
	Clase C	2160 días
	Clase D	2160 días
Tasa de Interés:		
	Clase A	8,25% Fija Anual
	Clase B	8,50% Fija Anual
	Clase C	9,00% Fija Anual
	Clase D	9,00% Fija Anual
Amortización del Capital:		Cada 90 días
Pago de Interés:		Cada 90 días
Calificación de Riesgo:		AA
Calificadora de Riesgo:		Pacific Credit Rating S.A.
Garantía:		General
Sistema de Colocación:		Bursátil
Tipo de Títulos:		Desmaterializados

Elaborado por: ACCIVAL

Fuente: HOTEL CASAGANGOTENA S.A.



Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil

Cuadro No. 11 Datos de la Emisión de Obligaciones

Valoración bono entre fechas cupones

F Valor	31/07/2015	
F Emisión	19/12/2014	
Fecha últ. cupón	19/12/2014	
F Vencimiento	19/12/2020	
V Nominal	2.300.000,00	Clase B
Cupon	8,50%	
Ds Transcurridos	222	
Plazo real por vencer	1968	
Rendimiento	9,33%	9,66%
periodicidad	TRIMESTRAL	

Cuadro No. 12: Tabla de Amortización

Tabla de Amortización

Periodo	Fecha	Intereses	Amortización	Pago	Saldo de Capital	VA
0	19/12/2014				2.300.000,00	
1	19/03/2015	48.875,00	95.833,33	144.708,33	2.204.166,67	149.647,29
2	19/06/2015	46.838,54	95.833,33	142.671,88	2.108.333,33	144.178,37
3	19/09/2015	44.802,08	95.833,33	140.635,42	2.012.500,00	138.881,01
4	19/12/2015	42.765,63	95.833,33	138.598,96	1.916.666,67	133.750,23
5	19/03/2016	40.729,17	95.833,33	136.562,50	1.820.833,33	128.781,19
6	19/06/2016	38.692,71	95.833,33	134.526,04	1.725.000,00	123.969,19
7	19/09/2016	36.656,25	95.833,33	132.489,58	1.629.166,67	119.309,65
8	19/12/2016	34.619,79	95.833,33	130.453,13	1.533.333,33	114.798,11
9	19/03/2017	32.583,33	95.833,33	128.416,67	1.437.500,00	110.430,25
10	19/06/2017	30.546,88	95.833,33	126.380,21	1.341.666,67	106.201,86
11	19/09/2017	28.510,42	95.833,33	124.343,75	1.245.833,33	102.108,86
12	19/12/2017	26.473,96	95.833,33	122.307,29	1.150.000,00	98.147,28
13	19/03/2018	24.437,50	95.833,33	120.270,83	1.054.166,67	94.313,23
14	19/06/2018	22.401,04	95.833,33	118.234,38	958.333,33	90.602,98
15	19/09/2018	20.364,58	95.833,33	116.197,92	862.500,00	87.012,87
16	19/12/2018	18.328,13	95.833,33	114.161,46	766.666,67	83.539,35
17	19/03/2019	16.291,67	95.833,33	112.125,00	670.833,33	80.178,96
18	19/06/2019	14.255,21	95.833,33	110.088,54	575.000,00	76.928,37
19	19/09/2019	12.218,75	95.833,33	108.052,08	479.166,67	73.784,30
20	19/12/2019	10.182,29	95.833,33	106.015,63	383.333,33	70.743,59
21	19/03/2020	8.145,83	95.833,33	103.979,17	287.500,00	67.803,17
22	19/06/2020	6.109,38	95.833,33	101.942,71	191.666,67	64.960,03
23	19/09/2020	4.072,92	95.833,33	99.906,25	95.833,33	62.211,28
24	19/12/2020	2.036,46	95.833,33	97.869,79	0,00	59.554,09
			2.300.000,00	2.910.937,50		\$2.381.835,52
						120.558,33
						\$2.261.277,18

Precio sucio	\$2.381.835,52	
Int. Devengados	120.558,33	
Precio limpio	2.261.277,18	
Precio (%)	98,3164%	
Com Bolsa	2.035,15	0,0900%
Com Casa de Valores	2.261,28	0,1000%
Valor a Pagar	2.386.131,94	

Cuadro No. 13: Duración del Portafolio

Δy	1,00%
V-	\$2.430.228,05
V+	\$2.335.155,28
V0	\$2.381.835,52
Duración	2,00

- Excel

$$Duración = \frac{V_- - V_+}{2(V_0)(\Delta y)}$$

Elaborado por: Jorge Coca y Ricardo Ordoñez.

Una Emisión con vencimiento de seis años, por \$2.3000.000.00, con una tasa cupón del 8.50% pagos trimestrales, el precio limpio es de \$2.261.277.18, una vez, incluida las comisiones de bolsa y casa de valores es de \$2.386.11.94, es decir, su precio es bajo la par, ya que la tasa cupón es menor que la tasa de mercado del 9.33%. Si el rendimiento baja, se esperaría que el bono caiga o viceversa.

TIR de los Portafolios**Cuadro No. 14: Tasa Interna de Retorno de los Tres Portafolios****Rentabilidad del Portafolio**

	ALES	DELICO	GANGOTENA	
	A	B	C	
Vencimiento (años)	4	4	6	
Tasa Cupón	8,50%	8,50%	8,50%	
V Nominal	\$ 20.000,00	\$ 1.000.000,00	\$ 2.300.000,00	
Precio (%)	101,32%	99,87%	98,32%	
V Mkdo	\$20.263,04	\$998.743,00	\$2.261.360,00	
YTM	8,11%	8,54%	8,86%	Flujo Portafolio
0	\$ (20.263,04)	\$ (998.743,00)	\$ (2.261.360,00)	-\$3.280.366,04
1	\$ 425,00	\$ 21.250,00	\$ 48.875,00	\$70.550,00
2	\$ 425,00	\$ 21.250,00	\$ 48.875,00	\$70.550,00
3	\$ 425,00	\$ 21.250,00	\$ 48.875,00	\$70.550,00
4	\$ 425,00	\$ 21.250,00	\$ 48.875,00	\$70.550,00
5	\$ 425,00	\$ 21.250,00	\$ 48.875,00	\$70.550,00
6	\$ 425,00	\$ 21.250,00	\$ 48.875,00	\$70.550,00
7	\$ 425,00	\$ 21.250,00	\$ 48.875,00	\$70.550,00
8	\$ 425,00	\$ 21.250,00	\$ 48.875,00	\$70.550,00
9	\$ 425,00	\$ 21.250,00	\$ 48.875,00	\$70.550,00
10	\$ 425,00	\$ 21.250,00	\$ 48.875,00	\$70.550,00
11	\$ 425,00	\$ 21.250,00	\$ 48.875,00	\$70.550,00
12	\$ 425,00	\$ 21.250,00	\$ 48.875,00	\$70.550,00
13	\$ 425,00	\$ 21.250,00	\$ 48.875,00	\$70.550,00
14	\$ 425,00	\$ 21.250,00	\$ 48.875,00	\$70.550,00
15	\$ 425,00	\$ 21.250,00	\$ 48.875,00	\$70.550,00
16	\$ 20.425,00	\$ 1.021.250,00	\$ 48.875,00	\$1.090.550,00
17			\$ 48.875,00	\$48.875,00
18			\$ 48.875,00	\$48.875,00
19			\$ 48.875,00	\$48.875,00
20			\$ 48.875,00	\$48.875,00
			\$ 48.875,00	\$48.875,00
			\$ 48.875,00	\$48.875,00
			\$ 48.875,00	\$48.875,00
			\$ 48.875,00	\$48.875,00
			\$ 2.348.875,00	\$2.348.875,00
			TIR Portafolio	8,78%
			Promedio Ponderado	8,76%

El promedio ponderado de 8.76%, no es igual YMT del Portafolio.

Compañía TERNIFETPAC S.A.

Figura No. 3: Resumen de Prospecto de Emisión de Obligaciones.

1.3 Características de la Emisión:

APROBADO
 Ec. Nathalie Sulikowski
 Firma:

MONTO TOTAL DE LA EMISIÓN USD 2.000.000

Serie	A	B
Monto	USD 1.000.000	USD 1.000.000
Plazo	810 días	1080 días
Tasa:	Fija 7,50%	Fija 7,75%
Pago interés	Cada 90 días	Cada 90 días
Amortización Capital	Cada 90 días A partir del día 360	Cada 90 días
Garantía:	General	
Sistema de Colocación:	Bursátil y Extrabursátil	

Fuente: Superintendencia de Compañías.

Cuadro No. 15: Datos de Emisión de Obligaciones

Valoración bono entre fechas cupones

F Valor	30/07/2014	
F Emisión	30/06/2014	
Fecha últ. cupón	30/06/2014	
F Vencimiento	30/06/2017	
V Nominal	1.000.000,00	Clase B
Cupon	7,75%	
Ds Transcurridos	30	
Plazo real por vencer	1066	
Rendimiento	8,50%	8,77%
periodicidad	TRIMESTRAL	

Cuadro No.16: Tabla de Amortización

Tabla de Amortización

Periodo	Fecha	Intereses	Amortización	Pago	Saldo de Capital	VA
0	30/06/2014				1.000.000,00	
1	30/09/2014	19.375,00	83.333,33	102.708,33	916.666,67	101.278,59
2	30/12/2014	17.760,42	83.333,33	101.093,75	833.333,33	97.612,22
3	30/03/2015	16.145,83	83.333,33	99.479,17	750.000,00	94.054,58
4	30/06/2015	14.531,25	83.333,33	97.864,58	666.666,67	90.602,73
5	30/09/2015	12.916,67	83.333,33	96.250,00	583.333,33	87.253,81
6	30/12/2015	11.302,08	83.333,33	94.635,42	500.000,00	84.005,03
7	30/03/2016	9.687,50	83.333,33	93.020,83	416.666,67	80.853,67
8	30/06/2016	8.072,92	83.333,33	91.406,25	333.333,33	77.797,09
9	30/09/2016	6.458,33	83.333,33	89.791,67	250.000,00	74.832,70
10	30/12/2016	4.843,75	83.333,33	88.177,08	166.666,67	71.958,00
11	30/03/2017	3.229,17	83.333,33	86.562,50	83.333,33	69.170,52
12	30/06/2017	1.614,58	83.333,33	84.947,92	0,00	66.467,89
			1.000.000,00	1.125.937,50		\$995.886,85
						6.458,33
						\$989.428,51

Precio sucio	\$995.886,85	
Int. Devengados	6.458,33	
Precio limpio	989.428,51	
Precio (%)	98,9429%	
Com Bolsa	890,49	0,0900%
Com Casa de Valores	989,43	0,1000%
Valor a Pagar	997.766,76	

1.3 Caracter

Elaborado por: Jorge Coca y Ricardo Ordoñez

TIR del Portafolio.**Cuadro No. 17: TIR y Duración del Portafolio****Rentabilidad del Portafolio**

TECNIFERTPAC		
B		
Vencimiento (años)	3	
Tasa Cupón	7,75%	
V Nominal	\$ 1.000.000,00	
Precio (%)	98,94%	
V Mkdo	\$989.429,00	
YTM	8,15%	Flujo Portafolio
0	\$ (989.429,00)	-\$989.429,00
1	\$ 19.375,00	\$19.375,00
2	\$ 19.375,00	\$19.375,00
3	\$ 19.375,00	\$19.375,00
4	\$ 19.375,00	\$19.375,00
5	\$ 19.375,00	\$19.375,00
6	\$ 19.375,00	\$19.375,00
7	\$ 19.375,00	\$19.375,00
8	\$ 19.375,00	\$19.375,00
9	\$ 19.375,00	\$19.375,00
10	\$ 19.375,00	\$19.375,00
11	\$ 19.375,00	\$19.375,00
12	\$ 1.019.375,00	\$1.019.375,00
		8,15%
		8,15%

El promedio ponderado no es igual al YTM del Portafolio

Elaborado por: Jorge Coca y Ricardo Ordoñez

TIR del Portafolio 8.15%.

Comparativo de Costos Financieros Bancario tradicional, Flujo Comparativo.

Duración del Portafolio

B	
Δy	1,00%
V-	\$1.016.051,43
V+	\$963.612,12
Pesos	100,00%
Duración	2,65
Duración Portafolio	

$$Duración = \frac{V_- - V_+}{2(V_0)(\Delta y)}$$

Cuadro No. 18: Tabla de Amortización del Banco

TABLA DE AMORTIZACION CREDITO BANCARIO					
Tasa promedio de crédito corporativo	7,75% anual	0,65% mensual			
Monto Crédito	1.000.000,00				
Costo Anticipado (Impuesto)	-			SOLCA	
Total recibido	995.000,00			5.000,00	
Anualidad (Pago)	31.221,16				
Renta o Pago = Capital / (1 - (1 + i/p) ^ -np) /					
Cupón	Fecha	Saldo por amortizar	Intereses	Amortización	Flujo
0	18/06/2014	1.000.000,00			995.000,00
1	18/07/2014	975.237,17	6.458,33	24.762,83	31.221,16
2	18/08/2014	950.314,41	6.298,41	24.922,76	31.221,16
3	18/09/2014	925.230,70	6.137,45	25.083,72	31.221,16
4	18/10/2014	899.984,98	5.975,45	25.245,72	31.221,16
5	18/11/2014	874.576,22	5.812,40	25.408,76	31.221,16
6	18/12/2014	849.003,36	5.648,30	25.572,86	31.221,16
7	18/01/2015	823.265,34	5.483,15	25.738,02	31.221,16
8	18/02/2015	797.361,10	5.316,92	25.904,24	31.221,16
9	18/03/2015	771.289,56	5.149,62	26.071,54	31.221,16
10	18/04/2015	745.049,64	4.981,25	26.239,92	31.221,16
11	18/05/2015	718.640,26	4.811,78	26.409,38	31.221,16
12	18/06/2015	692.060,31	4.641,22	26.579,95	31.221,16
13	18/07/2015	665.308,71	4.469,56	26.751,61	31.221,16
14	18/08/2015	638.384,33	4.296,79	26.924,38	31.221,16
15	18/09/2015	611.286,06	4.122,90	27.098,26	31.221,16
16	18/10/2015	584.012,79	3.947,89	27.273,27	31.221,16
17	18/11/2015	556.563,38	3.771,75	27.449,41	31.221,16
18	18/12/2015	528.936,88	3.594,47	27.626,69	31.221,16
19	18/01/2016	501.131,57	3.416,05	27.805,11	31.221,16
20	18/02/2016	473.146,88	3.236,47	27.984,69	31.221,16
21	18/03/2016	444.981,46	3.055,74	28.165,42	31.221,16
22	18/04/2016	416.634,13	2.873,84	28.347,33	31.221,16
23	18/05/2016	388.103,73	2.690,76	28.530,40	31.221,16
24	18/06/2016	359.389,07	2.506,50	28.714,66	31.221,16
25	18/07/2016	330.488,96	2.321,05	28.900,11	31.221,16
26	18/08/2016	301.402,20	2.134,41	29.086,76	31.221,16
27	18/09/2016	272.127,60	1.946,56	29.274,61	31.221,16
28	18/10/2016	242.663,92	1.757,49	29.463,67	31.221,16
29	18/11/2016	213.009,96	1.567,20	29.653,96	31.221,16
30	18/12/2016	183.164,49	1.375,69	29.845,47	31.221,16
31	18/01/2017	153.126,26	1.182,94	30.038,23	31.221,16
32	18/02/2017	122.894,04	988,94	30.232,22	31.221,16
33	18/03/2017	92.466,57	793,69	30.427,47	31.221,16
34	18/04/2017	61.842,58	597,18	30.623,98	31.221,16
35	18/05/2017	31.020,82	399,40	30.821,76	31.221,16
36	18/06/2017	-0,00	200,34	31.020,82	31.221,16
TIR					8,40%
0,67% tir mensual 8,09% tir anual nominal 8,40% tir efectiva anual con capitalización mensual de intereses					
$\text{tasa efectiva} = (1 + \text{tasa nominal}/p)^{np} - 1$					
<div style="border: 1px solid black; padding: 5px; width: fit-content; margin: 0 auto;"> Esta tasa representa el costo efectivo anual de obtener recursos vía crédito bancario </div>					

Elaborado por: Los autores

TIR del Crédito Bancario 8.40%.

Se puede constatar que el costo efectivo anual de obtener recursos vía crédito bancario es más costoso que el financiamiento a través del Mercado de Valores, 8.40%, versus 8.15%. Y si, se impulsa de gran medida las ventajas a través del REB, las PYMES tienen en sus manos las opciones de aprovechar este mecanismo, obtenido por ejemplo beneficios de índole cualitativos (disminución y agilidad en requisitos, transparencia de información), como cuantitativos (menor costo financiero, beneficios tributarios, etc.).

Flujo Comparativo.

§ 1.000.000							
FLUJOS ANUALES							
	I trimestre	II trimestre	III trimestre	IV trimestre	V trimestre	VI trimestre	VII trimestre
CREDITO BANCARIO	93.663,49	93.663,49	93.663,49	93.663,49	93.663,49	93.663,49	93.663,49
OBLIGACIONES	102.708,33	101.093,75	99.479,17	97.864,58	96.250,00	94.635,42	93.020,83
DIFERENCIA	-9.044,84	-7.430,26	-5.815,68	-4.201,09	-2.586,51	-971,93	642,66

FLUJOS ANUALES						
	VIII trimestre	IX trimestre	X trimestre	XI trimestre	XII trimestre	Total
CREDITO BANCARIO	93.663,49	93.663,49	93.663,49	93.663,49	93.663,49	1.123.961,89
OBLIGACIONES	91.406,25	89.791,67	88.177,08	86.562,50	84.947,92	1.125.937,50
DIFERENCIA	2.257,24	3.871,82	5.486,41	7.100,99	8.715,57	-1.975,61

Nota: La sumatoria de los flujos se ha realizado sin considerar el valor del dinero en el tiempo, únicamente para efectos de facilitar la comprensión e ilustración del ejemplo, es decir los flujos de ingresos que podrían ser invertidos.

Elaborado por: Los Autores.

Se aprecia que en los primeros seis trimestres la emisión de obligaciones requiere de mayor cantidad de flujo de fondos para cubrir con los inversionistas, por su estructura de planificación, sin embargo, a partir de los restantes seis trimestres se revierte tal efecto.

El siguiente cuadro representa en función de las políticas internas de cada Organismo y de los artículos de ley, el costo aproximado por una emisión de \$1000.000, costo financiero bordea entre 1.15% 1.75%, del valor de la emisión.

Cuadro No. 19: Costo de Financiamiento Comparativo.

COSTOS DE FINANCIAMIENTO COMPARATIVO EMISION DE OBLIGACIONES VS CREDITO BANCARIO

COSTOS INICIALES EMISION DE OBLIGACIONES			
MONTO REQUERIDO		US\$	1.000.000
Preparación de la emisión			
		US\$	
Comisión Asesoría Casas de Valores	0,5%	4.500	Políticas internas de la casa de valores
Calificación de Riesgo	0,3%	2.500	Políticas internas de las calificadoras de riesgos, ejemplo SCR LA
Prospecto y gastos notariales		500	
Representante Obligacionistas		500	Políticas internas de representante de obligacionistas, ejemplo P
↓			
Inscripción en el Registro de Mercado de Valores			
Cuota			525
↓			
Inscripción en Bolsa de Valores			
Cuota BVG	0,17%	1700	CUADRO C. TARIFA DE INSCRIPCION Y CUOTA ANUAL
↓			
Colocación de los Títulos			
Comisión colocación Casas de Valores	0,17%	1.700	ACORDE A TASAS DEL MERCADO
Comisión del Agente Pagador	0,04%	400	TARIFARIO BCE - DCV
Comisión Negociación BVG	0,09%	900	5.2.1. B) REGLAMENTO DE COMISIONES BVG
↓			
TOTAL COSTO	US\$	13.225	1,32%
FONDOS NETOS OBTENIDOS	US\$	986.775	

CAPITULO IV

4. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

4.1. Conclusiones

Podemos concluir que la actual Ley para el Fortalecimiento del Sector Societario y Bursátil, abre la posibilidad a través del REB (Registro Especial Bursátil), antes REVNI, explicar, motivar y facilitar el ingreso a las PYMES, a través de un claro proceso de participación al mercado de valores, brinda facilidades y oportunidades que las Pequeñas y Medianas podrán acogerse con el claro y firme convicción de poder crecer estructuralmente y mejorar su posición financiera. Por otro lado, los inversionistas pueden minimizar sus riesgos a través de una figura clara y transparente, así como asegurar no solo una buena calificación de riesgos de los títulos, sino también, las necesarias garantías (generales y específicas), en la cual soporten la estructuración de la emisión y aseguren los flujos correspondientes, de cualquier imprevisto económico.

El REB, permite la figura de la Sindicalización, es decir, la intervención y unión de varias PYMES al momento de asistir al Mercado de Valores, esto permite, sin duda abaratar costos dentro del proceso de emisión, además de las ventajas tributarias que se presentan.

Dentro de los Países analizados respecto a sus legislaciones, tan solo Perú se asemeja de gran medida a nuestra figura actual a través del mercado alternativo, este genera oportunidades para que las pymes puedan cotizar en bolsa a través de la emisión de bonos (pagares), acciones y papeles comerciales. El mercado alternativo de valores (MAV) es un mecanismo que permitirá a pymes cuya facturación no sea superior a (S/. 200 millones de soles), USD\$62.000.000 millones anuales de dólares al ingresar al mercado bursátil-

El MAV ofrece a estas empresas la posibilidad de realizar sus transacciones de compra y venta de valores de renta fija y variable, con concesiones en los

requisitos y en un plazo máximo de 15 días. Para que una pyme pueda participar en el MAV deberá cumplir con los siguientes requisitos:

- Ser una empresa domiciliada en el Perú.
- Su facturación en los últimos tres años no debe superar los 200 millones de nuevos soles anuales.(USD \$65mm)
- No tener valores listados.

Podríamos concluir que en efecto esta actual Ley, da paso a la correcta y oportuna intervención de la Economía Popular y Solidaria, así como dar fiel cumplimiento al Objetivo 8 del Buen Vivir: Consolidar el sistema económico social y solidario, de forma sostenible, de esta forma se garantiza una adecuada gestión de la liquidez para el desarrollo y para administrar el esquema monetario vigente:³⁹

- a. Fortalecer la institucionalidad de la política monetaria y la regulación financiera para la gestión de la liquidez.
- b. Optimizar el uso del ahorro público y canalizarlo hacia la inversión para el desarrollo.
- c. Implementar instrumentos complementarios de liquidez y medios emitidos centralmente, y fortalecer el uso de medios de pagos electrónicos y alternativos.
- d. Fortalecer y consolidar un marco jurídico y regulatorio para el sistema financiero que permita reorientar el crédito hacia el desarrollo productivo, profundizar la inclusión financiera y mejorar su solvencia y eficiencia.
- e. Promover el uso y facilitar el acceso al Sistema Nacional de Pagos para el sector financiero popular y solidario.
- f. Reformar el marco jurídico y fortalecer la regulación del mercado de valores y el mercado de seguros para su democratización y desarrollo, y evitar la salida de divisas.
- g. Generar nuevas formas de captación de recursos que permitan fondear a las entidades financieras públicas.

³⁹ <http://buenvivir.gob.ec/documents/10157/ca3ed4aa-575c-488c-b01c-c8a83cd1d>

h. Asegurar la regulación y el control preferenciales y diferenciados que fortalezcan al sector financiero popular y solidario.

4.2. Recomendaciones

- ❖ De forma segura podemos recomendar a las Empresas que forman parte de la Economía Popular y Solidaria, que el proceso de emisión de obligaciones resulta más rentable porque el costo real del financiamiento de la banca tradicional resultan más alto en comparación al rendimiento que deben proponer el emisor, en el mercado de valores, añadido a la serie de requisitos que hay que cumplir cuando se acude a dicha banca.
- ❖ Con la aplicación de la actual ley, las PYMES aseguran su participación en el mercado de valores como herramienta para seguir captando recursos que les permitan mejorar su liquidez para nuevas inversiones.
- ❖ Las PYMES pueden sentirse seguras emitiendo obligaciones debido a que tienen controles previos y posteriores que garantizan el pago. Garantías reales y específicas.
- ❖ Los estructuradores del proceso de emisión, enfatizan que el Registro Especial Bursátil (REB), es un mecanismo adecuado para las PYMES, una vez que tome fuerza y aprobado de forma definitiva, así como la sindicalización de las PYMES, donde se unen más de una para abaratar costos y procesos.
- ❖ Podemos citar como análisis de los investigadores, que la actual ley promueve otros beneficios como:
 1. Las cooperativas podrán emitir obligaciones de libre negociación.
 2. *Valores de renta fija de más de un año, los rendimientos financieros obtenidos por personas naturales o sociedades por las inversiones en valores en renta fija, que se negocien a través de las bolsas de valores del país o del registro especial bursátil.*

3. **Impuesto al Valor Agregado IVA 0% Tarifa 0%:** Las comisiones por concepto de servicios bursátiles, definidas por resolución del Servicio de Rentas Internas, prestados por Bolsas de Valores, Casa de Valores, Depósitos en Compensación y Liquidación, y Administradores de Fondos y Fideicomisos.

4. **Exoneraciones, de Impuesto a la Salida de Divisas,** los rendimientos financieros, ganancias de capital y capital de aquellas inversiones externas que hubieren ingresado exclusivamente al mercado de valores del Ecuador para realizar esta transacción y que hayan permanecido al menos un año en el país, efectuadas tanto por personas naturales o jurídicas domiciliadas en el exterior, a través de la Bolsa o del REB.

4.3. Bibliografía

- Jeff Madura (2013), Octava edición. Mercados e Instituciones Financieras. (Resolución CONASEV N° 023-2004-EF/94.45. Perú)
- Ley Núm. 20.416 que fue publicada el 3 de febrero del 2010 por el Ministerio de Economía Fomento y Reconstrucción. Chile
- Carlos Augusto Rincón Soto, (2012). Costos para PYMES. Eco Ediciones.
- Ernesto Ramírez Solano (2011). Moneda, Banca y Mercados Financieros. Instituciones e Instrumentos en Países en Desarrollo.
- Edwin Tarapuez Chamorro, Carlos Alberto Rivera Bermúdez, Omar Alberto Donneys Beltrán, Teoría Monetaria y Bancaria (2011). Fundamentos.
- Enciclopedia Bursátil, Bolsa de Valores de Guayaquil. Manual de Renta Fija, Guía Didáctica de Mercado de Valores, Diccionario de Economía y Finanzas.
- Frank J, Fabozzi y Franco Modigliani (Premio Nobel de Economía -2002). Mercado e Instituciones Financieras.

- Allami, Cecilia (2011) Problema del Desarrollo. *Revista Latinoamericana de Economía*, Vol. 42, página 61-86.
- Concha, Emerson Toledo. (2009) *Micro finanzas: diagnóstico del sector de la micro y pequeña empresa y su tecnología crediticia*. Contabilidad y Negocios. Perú. Fondo Editorial (8ª edición).
- Casasola-Martínez, M. José. Clara. (2009). *Universidad Bussines Review. ¿Favorecen las relaciones bancarias la situación crediticia de las PYMES? Edición 24, p12-29, 18p.*
- Bleger, Leonardo. (2000). *Financiamiento a las PYMES y cambio estructural en la Argentina. Un caso de estudio sobre fallas de Mercado y problemas de Información Desarrollo Económico, vol. 40.*
- Eco. CPA Miguel A. Pesantes Arreaga, MSC, Procesos Contables y Estados Financieros bajo NIIF completas y NIFFF para PYMES.
- Ley de Mercado de Valores, Asociación Casa de Valores del Ecuador ASOCAVAL, Título I, Pagina 23-26.
- Ley de Mercado de Valores, Asociación Casa de Valores del Ecuador ASOCAVAL, Título X, Pagina 58-64.
- Ley de Mercado de Valores, Asociación Casa de Valores del Ecuador ASOCAVAL, Capítulo II, Título XI, Pagina 64-65.
- Ley de Mercado de Valores, Asociación Casa de Valores del Ecuador ASOCAVAL, Capítulo II, Título XVII, Página 145-158.
- Guía Práctica de acceso al mercado de valores, Superintendencia de Compañías. www.supercias.gob.ec, Diciembre 2013.
- Marcelo A. Camerin, Mercado de Valores Principios y regulaciones. Fundamentos: Bolsa de Comercio, Mercado de valores y Caja de Valores. Ética Ad Hoc. Páginas 162-165, y Capítulo VI, Página www.adhocvillela.com
- Dr. Mario Larrea Andrade, Ediciones Legales, Régimen Jurídico de la Titularización de Activos, primera edición, Capítulo XVI, Páginas 217-241.
- Resolución Conjunta (2008) *Reglamento para la Anotación y Negociación de Valores no Inscritos y/o Registro de Mercado de Valores (REVNI)*. Ecuador. Bolsa de Valores de Guayaquil – Bolsa de Valores de Quito.

Glosario

Según la Ley Orgánica de la Economía Popular y Solidaria, es la forma de organización económica, donde sus integrantes, individual o colectivamente, organizan y desarrollan procesos de producción, intercambio, comercialización, financiamiento y consumo de bienes y servicios, para satisfacer necesidades y generar ingresos, basadas en relaciones de solidaridad, cooperación y reciprocidad, privilegiando al trabajo y al ser humano como sujeto y fin de su actividad, orientada al Buen Vivir, en armonía con la naturaleza, por sobre la apropiación, el lucro y la acumulación de capital.